

FLASH - COMMODITIES



Alain Freymond - Associé - CIO

PLUS FORT REBOND DE L'OR DEPUIS 2008

LES INVESTISSEURS REDECOUVRENT LES MERITES DE LA DIVERSIFICATION DANS L'OR PHYSIQUE

- Après sa plus forte progression trimestrielle en 30 ans, l'or bondi de +5% à l'annonce du Brexit et enregistre sa plus forte hausse journalière depuis novembre 2008
- Le résultat du vote sur le Brexit, sera un facteur de soutien à la demande d'investissement à court terme.
- Retour de la demande d'investissement, hausse des flux de +10% au 2^{ème} trimestre après un bond historique de + 20% au 1^{er} trimestre
- Les cours de l'or devraient profiter du retour des incertitudes en Europe mais également de fondamentaux de plus en plus favorables.
- L'or pourrait ainsi retrouver un rôle de stabilisateur de performance dans les portefeuilles au moment où les obligations perdent ce statut dans un environnement de remontée progressive de l'inflation et des taux d'intérêts.

Retour sur des fondamentaux positifs pour 2016

La hausse des cours du métal jaune de +16.4% observée pendant le 1^{er} trimestre 2016 est la plus forte hausse enregistrée sur un trimestre depuis 1986. Il faut en effet remonter au 3^{ème} trimestre de cette année pour observer une hausse plus nette (+22.49%). Les cours de l'once passaient alors de 345\$ à 423\$ avant de toucher 500\$ en décembre 1987.

Le 1^{er} trimestre a également été caractérisé par la plus forte hausse (+20.58%) des investissements en or physique détenu dans les ETF depuis mars 2009. Le retour des investisseurs dans l'or après la première étape de normalisation de la politique monétaire américaine et près de douze trimestres de dégagements réguliers et presque ininterrompus dans les ETF, à l'exception d'une petite progression de la demande au 1^{er} trimestre 2015 (+1.43%), est certainement un phénomène significatif.

La demande d'investissement était l'un des facteurs principaux ayant motivé la chute des cours de l'or depuis 2012. L'or physique détenu dans les ETF au niveau mondial avait chuté de 84.6 millions d'onces en décembre 2012 à seulement 46 millions d'onces au 31 décembre 2015. Un désintérêt massif des investisseurs correspondant à des ventes de 38.6 millions d'onces, soit environ 1'200 tonnes d'or.

Rapporté à la production mondiale annuelle d'or (3'000 tonnes/an moyenne sur 5 ans), ces ventes de 1'200 tonnes correspondent à 40% de toute la production des sociétés minières dans le monde. Même réparti sur trois ans, cet afflux de nouvelles quantités d'or disponibles dans le marché de l'or physique a très largement perturbé l'équilibre entre l'offre et la demande et poussé les cours à la baisse.

Ces quantités ont toutefois été absorbées par des investisseurs asiatiques notamment, qui détiennent l'or physique sous d'autres formes qu'au travers d'ETF cotés en dollars comme le suggèrent les exportations d'or vers Hong Kong et la Chine.

Le retour des investisseurs occidentaux pour l'essentiel dans ce segment de marché et dans les ETF cotés sera à nouveau un facteur essentiel et déterminant de l'évolution prochaine des cours de l'or. La normalisation de

l'exposition des investisseurs privés et institutionnels pour l'instant presque totalement en dehors de cet actif aura des effets durables et positifs sur les cours de l'or.

Hausse de +21% de la demande poussée par les achats dans les ETF physiques

La demande d'investissement a donc progressé de +363 tonnes au 1^{er} trimestre, poussant la demande globale d'or à 1'289 tonnes. Cette hausse est significative et représente une progression de +21% par rapport à la consommation de mars 2015. La demande de bijouterie déclinait de -19% dans le même temps, de 596t au T1 2015 à 481t au T2 2016. Les autres segments de la demande globale n'enregistraient pas d'évolution significative en comparaison, la demande industrielle/technologie et celle des banques centrales étaient toutes deux en légère baisse (-3%).

Les facteurs évoqués pour justifier ce retour en grâce de l'or auprès des investisseurs sont nombreux, mais finalement pas si nouveaux. On retrouve, au premier plan des motivations, les politiques monétaires toujours très accommodantes, marquées en Europe et au Japon par des taux d'intérêt négatifs et des politiques non conventionnelles, dont les effets restent difficiles à évaluer et sont des causes d'incertitude. En début d'année, la chute des cours du brut, la consolidation du dollar et un retour des inquiétudes en matière de croissance économique mondiale ont aussi été relevés comme de nouveaux facteurs de risque venant renforcer les interrogations liées au rythme de la normalisation des taux directeurs aux Etats-Unis. L'incertitude des premières semaines a certes soutenu le mouvement de hausse des cours de l'or et si depuis lors une partie de ces dernières a été levée, profitant largement aux marchés actions, l'or n'a pourtant pas subi de prises de profits notables.

Il semblerait que les flux de fonds concernent une large base d'investisseurs, tant institutionnels que privés, reprenant des positions à long terme après trois ans de consolidation des cours et un test positif du niveau de 1'200\$ l'once. Ces investisseurs ont ainsi rejoint ceux qui se positionnaient sans doute pour profiter du momentum de hausse des cours enclenché dès la 1^{ère} semaine de l'année. Il est aussi particulièrement intéressant d'observer l'évolution de la demande d'ETF en Chine, qui a crû de manière exponentielle ces derniers mois. Encore peu déterminants dans le marché international des ETF, ils ont tout de même vu leurs actifs doubler par de nouveaux investissements représentant plus de 11 tonnes.

L'or avance dans toutes les monnaies

La performance de l'or depuis le début de l'année est positive dans toutes les devises principales. La hausse de la demande d'investissement s'est matérialisée dans la plupart des régions, aux Etats-Unis (+55%), au Royaume-Uni où la demande d'or et de pièces a explosé en pourcentage (+61%), mais c'est en Allemagne que la demande s'est avérée solide soutenant de fait l'importance du marché européen (58.4 tonnes).

En Asie et au Moyen-Orient, la hausse des cours s'est par contre accompagnée d'une diminution de la demande, sans doute plus sensible à l'évolution des prix. En Inde, la demande de barres et de pièces a ainsi chuté de -31% à 28 tonnes, ce qui constitue l'un des plus faibles niveaux depuis 2000. Des raisons domestiques expliquent également cette faible demande. Au Moyen-Orient, l'Iran fait exception avec une hausse de la demande de +10% (9.9 tonnes).

Les grèves en Inde plombent temporairement la demande de joaillerie

L'industrie de la joaillerie a réagi à l'introduction de taxes gouvernementales en stoppant ses achats au moment où les cours de l'or en roupies avaient atteint un pic et en provoquant une grève nationale, puis une fermeture de la plupart des points de vente. Cette baisse de la demande est clairement visible dans l'évolution du différentiel de cours entre le marché local et les cours internationaux qui ont atteint un discount de près de 40\$ (selon les estimations du World Gold Council). La demande de bijouterie indienne a donc chuté de -41% (-61 tonnes) par rapport au trimestre correspondant de 2015 à seulement 88 tonnes, soit l'un des plus mauvais trimestres de ces dernières années. On estime que cette baisse n'est que reportée dans le temps et impactera positivement la consommation au 2^{ème} trimestre.

Il est intéressant également de noter que la demande de joaillerie enregistrait son neuvième trimestre consécutif de hausse aux Etats-Unis avec une petite croissance de +2%, mais dans un contexte généralement peu favorable à l'offre. Le niveau des importations américaines semble confirmer le restockage des détaillants.

21 trimestres consécutifs d'achats nets des banques centrales

Les banques centrales ont maintenu des achats nets d'or physique représentant environ 110 tonnes ce trimestre. La Russie et la Chine, qui étaient déjà les pays les plus grands acheteurs en 2015, ont à nouveau été les acteurs les plus présents au 1^{er} trimestre en acquérant 45.8 tonnes et respectivement 35.1 tonnes d'or. Les ventes de banques centrales furent presque inexistantes et représentaient environ 6 à 8 tonnes.

La production d'or restera limitée par les restrictions de Capex

L'offre apparente de producteurs d'or a progressé de 717 tonnes à 774 tonnes, alors que l'or recyclé diminuait de 363 à 360 tonnes. La production sans « hedging » n'était que de 729 tonnes, indiquant une stagnation de l'activité des sociétés minières suite à l'affaissement des cours de l'or de ces dernières années. Elles se concentrent toujours sur une rationalisation de leurs processus de production, cherchent à diminuer les coûts en concentrant la production sur les mines les plus rentables et en laissant de côté l'exploitation de leurs actifs moins performants. Les projets de nouvelles exploitations diminuent également et la baisse du Capex observée ces dernières années provoquera certainement un prochain déséquilibre dans le marché. Les rationalisations entreprises semblent porter leurs fruits si l'on considère que les dernières évaluations suggèrent désormais un coût de production moyen (« all in sustaining costs ») qui se situe désormais à environ 850\$ l'once.

Hausse des opérations de « hedging »

Les opérations de « hedging » des producteurs se sont intensifiées au 1^{er} trimestre et se montent à 40 tonnes, portant le total des positions de « hedging » commerciales à 253 tonnes. La hausse des cours de l'or a été considérée comme une opportunité de préservation des marges par des producteurs en ce début d'année. La plupart des positions de « hedging » initiées semblaient également avoir comme objectif de sécuriser des flux de fonds pour financer des opérations ou rembourser des dettes. Ces opérations restent tout à fait marginales en comparaison historique car proches des niveaux observés depuis 2009, mais bien loin des pics atteints dans la précédente décennie.

Les positions « spéculatives » annoncées au CFTC (contrat non commerciaux long future) ont aussi fortement progressé depuis janvier, approchant le nombre total de contrats « net long » atteint en 2011.

L'or ne produit pas de rendement... les obligations gouvernementales non plus !

Les investisseurs et caisses de pension en particulier considèrent parfois que l'absence de rendement sur cet actif suffit à l'écartier de toute allocation stratégique. Pourtant la performance à long terme de l'or depuis 1970 est de +8%/an, soit un peu moins que celle des actions internationales mesurées par l'indice MSCI World (+9%) et un peu plus que celle des matières premières (7%) très affectées par la correction de -66% de ces deux dernières années.

Aujourd'hui, les investisseurs font face à une nouvelle problématique sans précédent, la plupart des obligations gouvernementales ont des rendements négatifs ou inférieurs à 1%. En termes réels, les rendements sont plus largement négatifs encore depuis la remontée de l'inflation récente. Les politiques monétaires ultra accommodantes n'ont pas encore atteint leur objectif de relance de l'inflation à 2%, mais les attentes inflationnistes progressent en avril à 2.8% sur trois ans aux Etats-Unis. Les marchés actions sont par ailleurs en hausse depuis 2009 et commencent à toucher des niveaux de valorisation relativement riches. L'or a toujours surperformé l'inflation à long terme, encore plus en périodes extrêmes.

Conclusion

Nous pensons que de plus en plus d'investisseurs reconsidéreront leur allocation d'actifs en 2016 et favoriseront une allocation en matières premières et dans l'or en particulier dans un contexte de plus en plus risqué pour les marchés obligataires et les marchés actions.


L'or pourrait ainsi retrouver un rôle de stabilisateur de performance dans les portefeuilles au moment où les obligations perdent ce statut dans un environnement de remontée progressive de l'inflation et des taux d'intérêts.

Alain Freymond
Associé CIO
BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.



BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch