

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



22 mai 2020

La hausse de l'or lance celle de l'argent, du platine et du palladium

Fondamentaux favorables aux métaux précieux. Nette progression de la demande d'investissement. Réduction du ratio or/argent favorable à l'argent. Le palladium profite d'une situation spéciale.

Points clés

- La panique boursière a temporairement « plombé » les métaux précieux en mars 2020
- La plupart des facteurs déterminants pour les cours des métaux précieux sont favorables
- Nette hausse de la demande d'investissement
- 100 millions d'onces d'or dans les ETF
- Rétrécissement du ratio du prix de l'or et de l'argent en 2020
- Après la hausse de l'or et de l'argent, le rebond du platine et du palladium semble plus que probable
- L'or et l'argent indispensable police d'assurance
- Platine et palladium : perspectives séduisantes supérieures à +20% en 2020

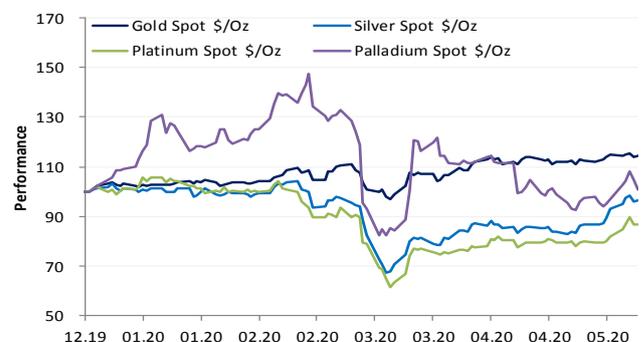
plongeaient de -40% pendant la même période. Les cours du platine (-44%) comme ceux du palladium (-44.7%) s'effondraient littéralement contre toute logique, également poussés par une vague de panique irrationnelle d'une part et par des ventes forcées de certains acteurs d'autre part. L'irrationalité de ces comportements boursiers est apparue assez rapidement évidente cependant pour les cours de l'or, qui ont très vite rebondi en effaçant en quelques jours seulement les pertes engendrées pas les ventes de panique de mars. Alors que les actifs financiers et les actions en particulier rebondissaient quelque peu de leurs plus bas atteints dans la dernière semaine de mars, les cours de l'or s'envolaient et dépassaient rapidement le top de USD 1'700 l'once atteint en début mars pour s'élancer au-dessus de USD 1'750.

Il n'aura fallu que quelques jours pour que l'or retrouve son caractère de valeur refuge par excellence, alors même que les marchés financiers entamaient parallèlement une phase de reprise.

La panique boursière a temporairement « plombé » les métaux précieux en mars 2020

Les cours des métaux précieux n'ont pas échappé aux fluctuations de valeur parfois intenses qui ont marqué tous les actifs financiers pendant la crise sanitaire qui a secoué le monde ces dernières semaines. Le métal jaune considéré comme la valeur refuge par excellence depuis toujours n'a pourtant pas échappé à la vague de panique qui a déferlé sur les marchés financiers en mars. La chute de -14.7% des cours de l'or entre le 9 et le 16 mars a probablement surpris bon nombre d'investisseurs, mais sans doute moins que l'effondrement massif des cours de l'argent qui

Or, argent, palladium, platine (YTD 2020)



Sources : Bloomberg, BBGI

Les cours de l'or ont ainsi repris une tendance haussière et sont désormais au plus haut depuis leur « bottom » du

3 décembre 2015 de USD 1'046 l'once, et à seulement 10% de leur précédent sommet historique de USD 1'921 l'once atteint le 6 septembre 2011. Si le rebond de l'or s'est imposé logiquement au cours des dernières semaines, l'évolution des autres métaux précieux n'a cependant pas été corrélée à celle du métal jaune. En effet, après un premier rebond relatif nettement inférieur à celui de l'or à la fin mars, les cours de l'argent, du platine et du palladium se sont stabilisés à des niveaux très inférieurs à ceux observés avant la chute des marchés en mars.

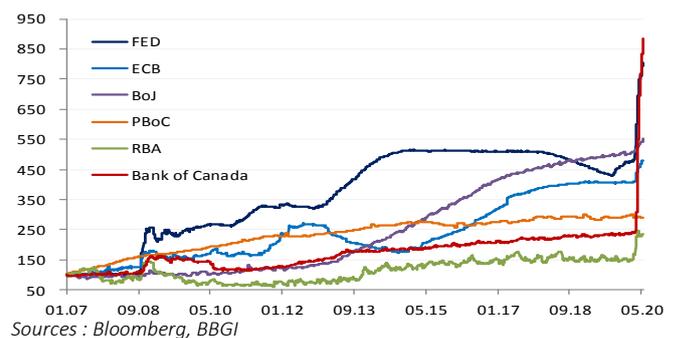
Alors que tous les métaux précieux enregistraient avant la crise sanitaire des performances positives depuis le début de l'année, seul l'or (+14.8%) a pu aujourd'hui accroître sa performance positive, alors que le palladium (0%) est finalement stable après une très forte volatilité. Quant à l'argent (-4.5%) et au platine (-13%), ces deux métaux précieux sont encore en sensible baisse après la deuxième phase de revalorisation qui a notamment profité à l'argent.

La plupart des facteurs déterminants pour les cours des métaux précieux sont favorables

La plupart des facteurs déterminants pour l'évolution des cours de l'or et des autres métaux précieux sont en fait de plus en plus favorables. Parmi les principaux facteurs de soutien d'une tendance haussière durable relevons tout d'abord la persistance de **taux d'intérêt nominaux bas voir négatifs** dans les principaux pays industrialisés. Les **taux d'intérêt réels négatifs** sont également négatifs à la fois en raison de rendements nominaux proches de zéro et d'une inflation en baisse mais toujours positive. Les fondamentaux du marché de l'or sont clairement positifs avec un **excédent probablement durable de la demande par rapport à l'offre**. Ce déséquilibre en faveur de cours plus élevés est également prévisible pour l'argent, le palladium et le platine. Une **hausse de la demande d'investissement déjà très nette** dans le marché de l'or devrait également s'intensifier dans les autres marchés. Le regain de tensions très vif entre les Etats-Unis et la Chine exacerbe un peu plus les **risques géopolitiques** dans un contexte politique rendu plus difficile depuis la crise du Covid-19. La fermeté affirmée ces derniers jours de la Chine à l'égard de Hong-Kong et de Taiwan annonce une guerre froide aux conséquences potentiellement plus sévères que les craintes économiques de l'année 2019 liées aux tensions commerciales. La grande réorganisation des chaînes de production des multinationales qui se met en place

devrait redistribuer les cartes parmi les acteurs de la globalisation et provoquer une **diminution des effets déflationnistes de celle-ci**. La lutte contre le Covid-19 aura aussi changé un paramètre important de la gestion des budgets des Etats et de leur endettement. Il ne sera pas possible de sortir de cette crise sans passer par une **hausse massive des déficits budgétaires et de l'endettement**. Pour terminer cette liste des facteurs positifs pour les métaux précieux, la **monétisation de l'accroissement de la dette des Etats est inévitable** et totalement assumée par les banques centrales. Les injections de liquidités estimées déjà à **10 trillions de USD devraient encore augmenter en 2021**. Les conséquences de ces divers facteurs sur l'évolution prochaine de l'inflation ne fait selon nous que peu de doutes, après une courte phase déflationniste durant l'effondrement de la croissance au 2^{ème} trimestre 2020, nous devrions assister à une **remontée très sensible de l'inflation au cours des prochains trimestres**.

Bilan des banques centrales



Finalement, si l'indice VIX, indicateur de stress du marché des actions, semble déjà suggérer une normalisation de la situation, nous estimons au contraire que les **valorisations à nouveau élevées des actions ont déjà fortement accru les risques de consolidation des indices boursiers**.

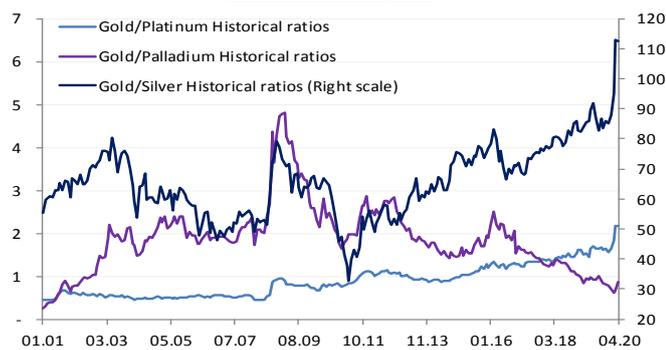
En quelques semaines, le sentiment des investisseurs est passé de l'euphorie en janvier à la panique en mars, pour retrouver ensuite tout aussi rapidement un optimisme étonnant dans le contexte pourtant toujours très incertain pour de nombreux secteurs économiques.

Dans un tel climat d'incertitude élevé, pouvant à tout moment provoquer de nouvelles vagues de prises de profits, les métaux précieux conservent des perspectives de hausse et semblent tout indiqués pour venir stabiliser des portefeuilles diversifiés en cas de relance du « bear market » des actifs risqués. Dans ce contexte, nous réitérons notre positionnement favorable à l'or et aux métaux précieux.

Réduction du ratio du prix de l'or et de l'argent

Il n'est pas évident de chercher à rationaliser une définition du ratio idéal entre le prix de l'or et celui de l'argent, même en effectuant une analyse historique remontant à l'antiquité. Ce ratio évolue effectivement dans le temps de manière assez importante sans que l'on puisse donc aisément définir un ratio d'équilibre objectif. La valeur de l'or par rapport à celle de l'argent peut aussi être fonction de l'utilité de l'un ou de l'autre pour les besoins industriels et technologiques. Mais au-delà de ces dernières considérations, les fluctuations des ratios des prix de l'or et de l'argent, mais aussi du platine et du palladium sont selon nous **fonction des fondamentaux de l'offre et de la demande physique et surtout de l'évolution de la demande d'investissement** et de protection de la valeur que les investisseurs veulent donner aux métaux précieux en période de crise.

Ratios historiques



Sources : Bloomberg, BBGI

Psychologie des investisseurs et demande d'investissement initialement positive pour l'or

Nous assistons depuis quelques semaines à un comportement assez classique des investisseurs en quête de « safe haven » lors d'une période d'incertitude croissante, mais certainement perçue comme temporaire. Le premier réflexe est en général de chercher à équilibrer les risques de portefeuille en réduisant l'exposition en actifs risqués au profit de valeurs stables comme l'or. Dans cette première phase de l'analyse, le besoin de protection n'est pas perçu par tous de la même manière et les nombreux sceptiques ne participent donc pas à la tendance. L'or est en général le premier métal précieux à profiter de craintes et du retour en mode « risk off » des investisseurs. Dans un premier temps, la hausse de l'or correspond à cet afflux de fonds lié à la demande d'investissement. Le « momentum » soutient la

progression et les nouveaux afflux de fonds plus que les raisons fondamentales. Le succès de la stratégie « long gold » suggère d'autres stratégies similaires et s'étend aux autres métaux précieux comme l'argent, qui apparaissent alors bon marché d'un point de vue relatif. **La demande d'investissement s'élargissant avec l'accroissement des incertitudes, une diversification vers les autres métaux précieux devient nécessaire pour satisfaire la hausse de la demande. L'argent apparaît alors plus monnayable en raison de la plus faible dénomination des pièces que celles en or.**

L'or et l'argent, indispensables polices d'assurance

Depuis le 1^{er} janvier 2016 la demande d'investissement mesurée par la quantité d'once d'or détenue par les ETF investissant dans de l'or physique a progressé et accompagné la hausse des cours de l'once d'or. Du point bas de 46 millions d'once atteint à la fin décembre 2015 (cours de l'or USD 1'046), **la demande d'investissement a doublé en quatre ans** pour retrouver à la fin 2019 le niveau maximum touché en 2012 lorsque l'once d'or culminait à USD 1'921. La demande d'investissement pour l'or physique a également progressé régulièrement depuis le début de l'année et ne s'est interrompue que l'espace d'une semaine à la mi-mars. Elle a désormais dépassé celle de novembre 2012 de 82.4 millions d'onces et s'apprête à dépasser le chiffre record de **100 millions d'onces. Malgré la hausse récente des cours de l'or, la demande d'investissement pour de l'or physique devrait encore se développer dans le contexte durablement incertain que nous connaissons.**

Total holdings Gold & Silver Physical ETF



Sources : Bloomberg, BBGI

Les cours du métal jaune devraient progresser et dépasser leur sommet de USD 1'921 l'once atteint en 2011 et toucher USD 2'000 en 2020. Les rendements réels négatifs sont favorables à l'or et une remontée des perspectives inflationnistes renforceront la demande de protection de valeur. Le ratio or/argent est

au plus haut historique et suggère une phase prochaine de normalisation fondée probablement sur un élargissement de la demande de protection à l'argent. La demande d'investissement mesurée par les ETF détenant de l'argent physique montre une progression spectaculaire en 2019 déjà qui s'est encore accrue en 2020 représentant une hausse de 42% en quinze mois. Les deux métaux précieux sont orientés à la hausse, mais la normalisation du ratio or/argent passera nécessairement par une revalorisation plus importante des cours de l'argent qui est encore loin de retrouver le cours maximum atteint en 2012 de USD 50. **A USD 17 l'once, l'argent dispose d'une marge de progression sensible et pourrait initialement déjà atteindre USD 22 en 2020. Les perspectives pour l'argent nous semblent de ce fait supérieures.**

Or et argent 2010-2020



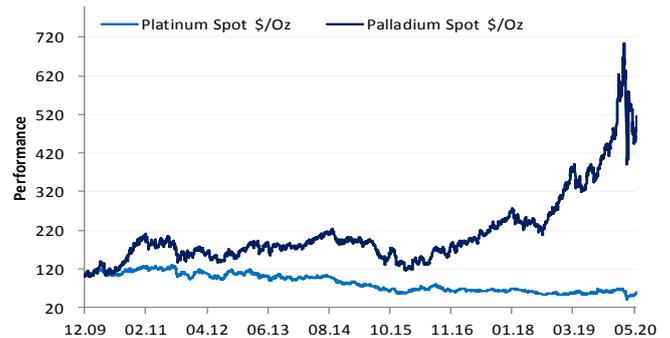
Sources : Bloomberg, BBGI

Platine et palladium : perspectives séduisantes

Ces deux métaux précieux ont été particulièrement touché par la crise du Covid-19 et par les perspectives de récession mondiale. Les craintes d'un effondrement de l'activité économique mondiale ont été fortement influencé la perception des investisseurs sur les perspectives de la demande industrielle pour ces deux métaux. Les cours du platine et du palladium sont assez largement associés au destin du secteur automobile mondial.

La chute sans précédent des ventes de véhicules dans tous les pays touchés par la pandémie et par le confinement des population a donc logiquement eu un impact massif sur leurs cours boursiers en mars. Cependant, la reprise de la production automobile en Chine à 75% de ses capacités en mars est à prendre en considération. La Chine représente 25% de la demande totale de palladium.

Platine et Palladium 2010-2020



Sources : Bloomberg, BBGI

La demande de platine liée au secteur automobile représente environ 33% de la demande totale, tandis qu'elle représente 85% de celle du palladium. La décision de fermeture des mines en Afrique du Sud et au Zimbabwe (80% de parts de marché) pendant près d'un mois réduira l'offre de platine et de palladium en 2020. D'autre part, le renforcement généralisé des normes d'émission de Co2 aura aussi un impact sur la hausse de la demande de platine et de palladium pour les catalyseurs. Le marché du palladium est en déficit structurel en 2020 correspondant à environ 15% de la demande. Nous estimons que malgré une baisse de la production de véhicule au 2^{ème} trimestre, le marché du palladium restera caractérisé par une demande supérieure à l'offre. L'excès de l'offre de platine par rapport à la demande devrait toutefois freiner la reprise des cours de ce dernier. **Les cours du palladium pourraient atteindre USD 2'600 et progresser de +30% en 2020. Le platine pourrait avancer de +20% à USD 1'000.**

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 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611
F: +41225959612
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch