

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



PERSPECTIVES A NOUVEAU POSITIVES POUR L'OR

Hausse des coûts de production. Déclin de la production minière et de l'offre de recyclage. Baisse des taux et du dollar favorable au cours de l'or. Reprise de la demande d'investissement lingots et pièces. Retour des flux de fonds sur les ETF.

Points clés



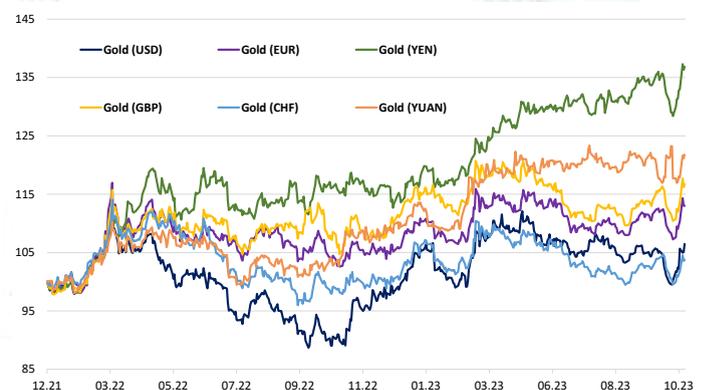
- Reprise prochaine de la tendance haussière pour l'or
- Vers un déséquilibre probable du marché de l'or
- Nette hausse des coûts de production
- Diminution attendue de la production minière
- Fléchissement de l'offre de recyclage
- Relance de la demande de bijouterie
- Les investissements en lingots/pièces tirent la demande
- Chute et reprise des achats des banques centrales
- L'or profitera de la baisse des taux et du dollar
- Abaissement du coût de portage ou « cost of carry »

Reprise prochaine de la tendance haussière pour l'or

Après avoir progressé de près de +13% au cours des quatre premiers mois de l'année, les cours de l'or se sont ensuite lentement effrités avec le durcissement des conditions monétaires appliqué par la Réserve fédérale américaine et la hausse des rendements obligataires, non seulement en dollars, mais dans d'autres devises majeures également. Après une première baisse au 2^{ème} trimestre (-7%), qui effaçait près de la moitié de la hausse du début d'année (+13%), la chute des derniers jours de septembre, directement corrélée avec les dernières tensions sur les taux longs vers 4.8%/an, a finalement remis les compteurs de performance à zéro pour le métal jaune en 2023. Le cours d'une once d'or en dollars (1'860 USD/once) est maintenant très en dessous de sa valeur moyenne à 200 jours (1'928 USD/once), suite aux désinvestissements effectués aux profits de placements offrant un rendement supérieur de l'ordre de 5.5% en USD à court terme. Les ETF en or physique ont ainsi vu des sorties de fonds de près de -20% depuis leur sommet de 2020 et de -7% en 2023 seulement. Si en 2023 le cours du dollar « trade weighted » s'est seulement apprécié de +2.4%, la progression depuis le point bas de juillet est tout de même de +7%. Le contexte récent pour deux facteurs importants suivis par les investisseurs pour apprécier les opportunités de

revalorisation des cours de l'or ont été négatifs, mais ils sont selon nous en phase de transition probable. Dans cette perspective, ils pourraient donc désormais soutenir une nouvelle tendance pour les cours du métal jaune, qui pourrait s'avérer durablement plus positive. En effet, les tensions observées sur les courbes de taux nous semblent aujourd'hui déconnectées de la réalité économique et ne résisteront pas aux statistiques montrant une dégradation de la conjoncture. De prochains ajustements à la baisse des taux pénaliseront aussi le dollar et devraient ainsi contribuer à une relance haussière des cours de l'or au-dessus de 2'000\$ l'once.

Cours de l'or en diverses monnaies



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Vers un déséquilibre probable du marché de l'or

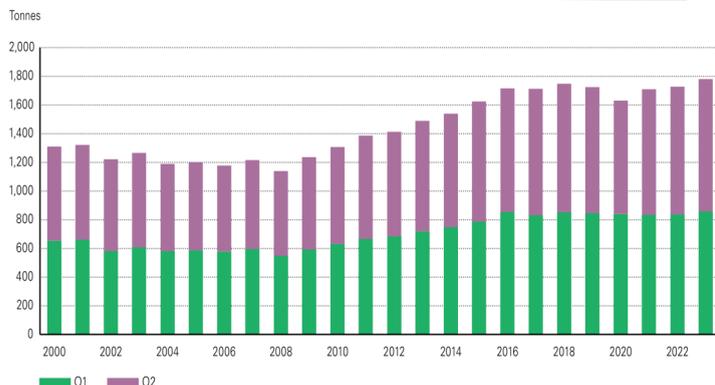
Les principaux paramètres fondamentaux du marché de l'or sont pourtant restés relativement stables selon les dernières statistiques publiées notamment par le World Gold Council. L'offre globale d'or au cours du trimestre a progressé sur un an d'environ +7% pour atteindre 1'255 tonnes au cours du dernier trimestre sous revue, tirée par tous les segments qui la compose. La production minière était en hausse, le recyclage également, ainsi que le « hedging » des producteurs. En rythme annuel, l'offre d'or aurait donc atteint pratiquement 4'020 tonnes. En comparaison trimestrielle, on observe une hausse de 1'204t à 1'255t largement due à la progression de la production minière qui a augmenté de 857t à 923t. Du côté de la demande, la hausse est similaire, en comparaison annuelle car la demande globale a aussi progressé de +7% pour atteindre 1'255t, soit également 4'020t par an.

Cette hausse a été essentiellement tirée au 1er semestre par la demande d'investissement en hausse de +20% à 256t. En comparaison trimestrielle cependant, on observait un déclin par rapport à la demande de 275t au trimestre précédent. La demande de joaillerie restait particulièrement stable (0%) sur un an, mais glissait tout de même nettement sur un trimestre de 511t à 491t. La demande de banques centrales marquait une nette chute sur un an de -35% et un déclin encore plus significatif sur le trimestre avec une baisse de 284t à 102t à la fin juin. Finalement, la demande de lingots et de pièces augmentait de +6% sur un an malgré un déclin de 304t à 277t en comparaison sur trois mois. Dans ce contexte, les cours de l'or ont pratiquement suivi la même évolution en progressant de +6% à la fin juin à 1'975\$ l'once sur un an. La situation pour les prochains trimestres sera selon nous sensiblement différente et affectée notamment par une hausse de la demande d'investissement, de lingots et de pièces, mais aussi par une diminution sensible de l'offre par une baisse du recyclage en particulier. Nous estimons que le marché de l'or verra une hausse de la demande au moment où l'offre sera en phase de réduction, poussant les prix du métal jaune au-dessus de 2'000\$ l'once.

Production minière en hausse de +4% sur un an

Les premières données disponibles d'exploitation suggèrent que la production minière (923t) a augmenté de +4 % en glissement annuel. Il s'agit de la plus forte production pour un 2ème trimestre depuis 2000, battant de peu le précédent record de 899t établi en 2018. Combinée à la production du 1er trimestre (857t) - également un record pour cette période de l'année - cela a généré une production minière record de 1'781t pour le 1er semestre 2023, soit +2% de plus que le précédent record établi en 2018. En glissement trimestriel, la production a augmenté de +8%, principalement en raison des fluctuations saisonnières normales qui limitent la production au premier trimestre, lorsque les exploitations à ciel ouvert et alluviales sont réduites ou interrompues dans certains climats très froids, en particulier en Russie et dans d'autres pays de la CEI. De même, l'industrie minière aurifère sud-africaine est sujette à une réduction de la production pendant les longues vacances d'été de Noël et du Nouvel An. Quatre pays sont à l'origine de l'augmentation de la production mondiale, l'Afrique du Sud (+29%), le Ghana (+20%), les Etats-Unis (+11%) et finalement la Russie (+7 %). Pour la première fois en deux ans, la production chinoise n'a pas connu de perturbations, suite à une reprise de la production après les arrêts de production antérieurs pour des raisons de sécurité. Dans certains pays, les opérations ont été affectées par des teneurs plus faibles (Argentine -10%), des suspensions de production (Australie -2%) ou par des conflits (Soudan -10%).

Evolution de la production minière



*Data as of 30 June 2023. Quarterly data available from Q1 2000. Sources: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

Les tendances du premier semestre suggèrent que la production minière atteindra un nouveau record historique en 2023, dépassant le précédent record de 3'656 tonnes établi en 2018. La hausse de la production minière n'est pourtant de loin pas certaine notamment en raison de la forte progression des coûts d'exploitation et de la baisse des prix de vente de l'or des derniers mois. Nous restons plus prudents sur l'évolution de la capacité réelle d'augmentation de la production dans ce contexte et attendons plutôt une diminution au S2.

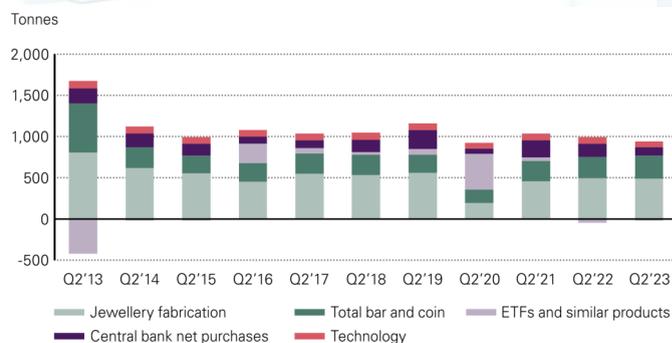
Augmentation du recyclage d'or de +3%

Pendant la même période, le recyclage de l'or a progressé pour atteindre 322t (+3% au cours du trimestre et +13% sur un an) ce qui correspond au niveau le plus élevé depuis le 4ème trimestre 2020. En excluant les gains robustes de l'Inde et de la Chine, le reste du monde a connu une légère baisse des volumes de recyclage - malgré un prix de l'or en moyenne record de 1'976\$ l'once pour le trimestre. Les volumes d'or recyclé ont augmenté de +9% en glissement annuel à 634t sur six mois représentant le semestre le plus élevé depuis 2016. La Chine et l'Inde ont tiré l'offre d'or recyclé. Trois facteurs ont stimulé cette augmentation, tout d'abord, les perturbations du COVID de l'année dernière avaient réduit l'offre de recyclage, ensuite, une demande de bijoux beaucoup plus faible que prévu a déclenché le recyclage des stocks de gros après des foires commerciales décevantes en avril et finalement, l'offre a réagi à des prix élevés en monnaies locales. L'offre d'or recyclé aux États-Unis et en Europe n'a connu qu'une augmentation marginale malgré la hausse des prix de l'or. Le faible taux de chômage et la résistance de l'économie semblent avoir annulé les effets de la crise du coût de la vie sur le recyclage de l'or, et certains rapports font déjà état de l'épuisement des stocks d'or à recycler. L'offre de recyclage devrait ainsi fléchir avec la baisse des prix de l'or des derniers mois avant de se reprendre modérément. Cette composante de l'offre globale diminuera sa contribution en fin d'année.

Ralentissement du « hedging » des producteurs

Les premières estimations publiées par le World Gold Council suggèrent que la croissance des couvertures nettes s'est poursuivie mais à un rythme très nettement inférieur. Le déclin de 36t à seulement 9t n'est probablement pas encore définitif, mais il suggère essentiellement que les producteurs ont beaucoup « hedgé » leur production lorsque les cours avaient approché et dépassé 2'000\$ l'once à la fin du 1er trimestre et ont ensuite diminué leurs ventes lorsque les cours ont glissé, réduisant de facto l'attrait de ces stratégies de « hedging ».

Composantes de la demande globale



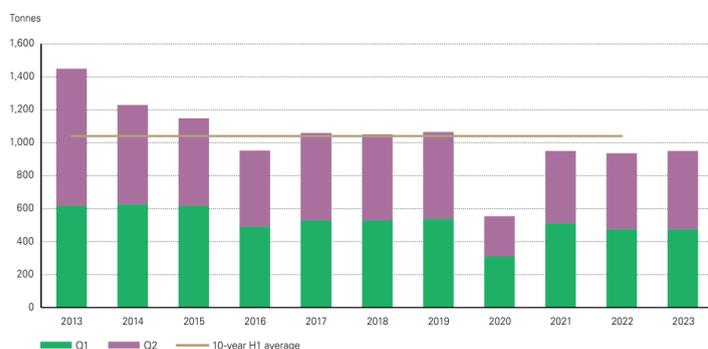
*Data as of 30 June 2023. Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

Les cours avaient approché et dépassé 2'000\$ l'once à la fin du 1er trimestre et ont ensuite diminué leurs ventes lorsque les cours ont glissé, réduisant de facto l'attrait de ces stratégies de « hedging ». Au cours du trimestre précédent, les couvertures nettes avaient été revues à la hausse sur la base des résultats des entreprises, ce sera peut-être à nouveau le cas dans les prochains mois. Le carnet de couverture des producteurs, ajusté au delta, avait ainsi été ajusté à 36 tonnes après une estimation plus faible initialement. Les nouvelles couvertures de risques ont été manifestement le fait de producteurs opérant en Afrique du Sud et en Australie, qui ont profité des prix élevés de l'or en monnaie locale et des courbes à terme plus raides, tandis qu'en Amérique du Nord, les ventes à termes semblaient correspondre à des couvertures de projets ou de dettes. La baisse des cours de l'or qui s'est durablement installée entre le mois de mai et septembre en dessous de ce seuil de 2'000\$ ne devrait pas avoir motivé beaucoup de producteurs à « hedger » leurs positions. Malgré la reprise attendue des cours pour la fin de l'année, les positions de « hedging » devraient selon nous influencer négativement le niveau global de l'offre globale d'or physique.

Nette hausse des coûts de production

L'inflation publiée pour le mois d'août aux Etats-Unis confirme le nouveau régime qui s'est mis en place depuis douze mois. Elle évolue depuis entre +0.6% et 0% par mois, nettement moins que la hausse de +1.2% enregistrée en juin 2022. Elle n'était plus que de +0.25% en moyenne depuis plusieurs mois avant le rebond d'août tiré par les prix de l'énergie. L'inflation recule sensiblement et retrouve un rythme mensuel de plus en plus satisfaisant. L'indice des prix hors alimentation et énergie à rejoint cette tendance avec une progression réduite à +0.3% sur le mois en août. Parmi les éléments encore résistants, on trouve presque exclusivement la composante « loyers » qui retient un peu la tendance baissière générale, mais on observe tout de même que les services ont une contribution réduite depuis quelques mois. La diminution progressive attendue de l'inflation à un niveau « acceptable » est donc selon nous une tendance toujours valide. Par ailleurs, l'évolution des indices de prix à la production (hors alimentation et énergie) s'inscrit dans une phase de stabilisation depuis un an avec une évolution de +0.2%/mois en moyenne. L'inflation semble donc bien suivre la tendance prévue et poursuivre son déclin sans que de nouvelles mesures restrictives massives de la Fed doivent être mises en œuvre. D'autant que selon nous la relation de causalité entre le niveau de chômage, la croissance, les taux directeurs et l'inflation n'est pas aussi claire, particulièrement lorsque l'on considère que l'évolution des prix a été plutôt un phénomène lié à des goulots d'étranglement sur l'offre après la pandémie, qu'à un excès de demande.

Demande de bijouterie



*Data as of 30 June 2023.
Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

Hausse de la demande de bijouterie sur un an

La consommation mondiale de bijoux en or au 2ème trimestre de 476 tonnes était +3% plus élevée en glissement annuel, la force de la Chine l'emportant sur la faiblesse de l'Inde. La demande a pratiquement stagné par rapport au trimestre précédent, portant la demande sur six mois à 951t. Les volumes de fabrication de 491 tonnes au T2 ont entraîné une augmentation des stocks de 15 tonnes. Celle-ci était en partie due au fait que la demande chinoise n'a pas répondu aux attentes des fabricants. Dans le contexte d'un prix de l'or très élevé, la demande de bijoux a été remarquablement résistante depuis le début de l'année. La reprise de la Chine après la chute de la consommation de 2022 explique en partie ce dynamisme. Les perspectives du secteur pour le reste de l'année sont modérées étant donné que les prix sont restés bien soutenus et que les consommateurs d'une grande partie du monde sont confrontés à une détérioration de la situation économique. La demande de bijoux en or en Chine a atteint 132t au T2, soit +28% de plus en glissement annuel. Cette croissance importante est cependant construite sur une base de comparaison faible en raison des fermetures strictes liées au COVID qui ont affecté le marché l'année dernière. La demande pour le premier semestre a totalisé 328t, soit +17% de plus en glissement annuel, mais -4% de moins que la moyenne décennale. La fin de la politique du « zéro COVID » a jeté les bases d'un rebond de la demande de bijoux en or en Chine au premier semestre. La demande de mariage accumulée l'année dernière a également apporté son soutien. En outre, la double nature unique de l'or, à la fois actif de préservation de la valeur et accessoire de tous les jours, a continué à attirer l'attention au cours 2ème trimestre, alors que la reprise économique locale devenait de plus en plus incertaine et que le yuan se dépréciait. Cela dit, la demande n'a pas encore retrouvé son niveau moyen des dix dernières années. La moyenne trimestrielle record du prix de l'or local en yuan a pesé sur la demande. La consommation indienne de bijoux en or a chuté de -8% en glissement annuel pour atteindre 129t au 2ème trimestre, minée par les prix records de l'or. Cela a porté la demande sur six mois à 207t, en baisse de -12% en glissement annuel. Les bijoux en or 18k ont poursuivi leur tendance à la hausse, les consommateurs étant attirés par le caractère abordable de ces produits. Compte tenu du prix de l'or, il aurait été raisonnable de s'attendre à une demande de bijoux en or beaucoup plus faible. Mais on peut dire que le contexte économique favorable a aidé, avec une croissance du PIB prévue à +6.3 % pour l'année fiscale 2023/24. Une réaction spontanée à l'interdiction des billets de 2'000 roupies au cours du trimestre a eu un impact bref mais notable sur la demande d'or. Bien que la demande ait relativement bien résisté depuis le début de l'année, nous soutenons aussi la prévision de perspectives modérées pour le second semestre.

Flux d'investissement en ETF or physique



*Data as of 30 June 2023.
Source: Bloomberg, Company Filings, ICE Benchmark Administration, World Gold Council

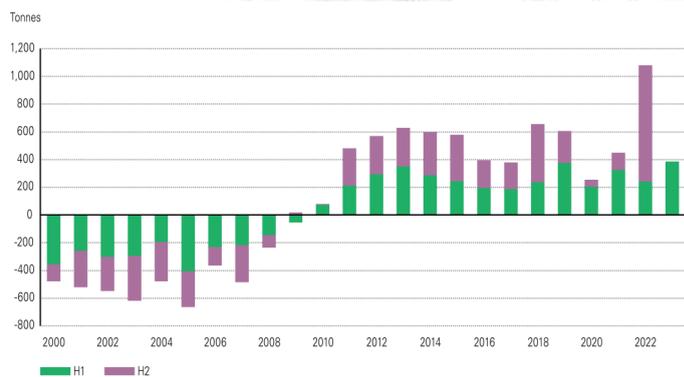
Les investissements en lingots/pièces tirent la demande

La demande d'investissement a affiché une hausse très importante de +20% à 256 tonnes sur un an, tandis que la demande de lingots et de pièces avançait aussi de +6% sur la même période. Les principaux acteurs de cette dernière demande sont encore la Turquie, la Chine, l'Inde et le Moyen-Orient, représentant environ 277 tonnes. La demande de pièce d'or est le principal facteur de croissance de la demande d'investissement alors que les achats de lingots ont un peu diminué. La demande d'ETF a fortement réagi négativement en fin de trimestre après plusieurs mois de hausse. La baisse des cours de l'or et la hausse des actifs financiers dans un contexte de forte compétition des rendements obligataires beaucoup plus élevés ont ensemble renversé la tendance à court terme et provoqué une chute de la demande d'or physique détenu dans les ETF, notamment en Europe (-29t), une tendance qui contrastait avec une certaine résistance de celle-ci aux Etats-Unis. Le contexte actuel marqué par des taux très élevés constitue évidemment un frein à toute reprise rapide des cours de l'or et de la demande d'investissement en ETF. Nous estimons cependant que les taux d'intérêt ont certainement déjà atteint leur point haut du cycle actuel de resserrement monétaire ce qui impliquera prochainement en 2024 une détente des taux directeurs. Entre temps, le ralentissement conjoncturel qui se met en place provoquera très probablement un fléchissement des courbes de taux, qui sera alors profitable aux cours de l'or. Les perspectives de détente des taux est donc un facteur de soutien très important pour les cours de l'or et pour une relance de la demande d'investissement en ETF mais aussi en lingots et en pièces.

Chute et reprise des achats des banques centrales

La demande de banques centrales s'est contractée de -64% au 2ème trimestre et de -35% en comparaison annuelle. Grâce à un 1er trimestre très solide, la demande de banques centrales a finalement été forte au 1er semestre 2023 avec des achats estimés à 387t, soit le plus fort semestre en comparaison historique depuis 2000. Le ralentissement du T2 est essentiellement dû à des ventes importantes orchestrées par la banque centrale de Turquie après avoir été un contributeur positif au précédent trimestre. Les ventes de la TCMB semblent tactiques et temporaires, les achats de Turquie devraient selon nous reprendre en deuxième partie d'année. Les cours de l'or n'ont donc pas bénéficié de la demande des banques centrales qui a globalement fléchi, mais qui est restée positive pour atteindre environ 103 tonnes. Elle devrait bénéficier d'une reprise des achats des banques centrales de pays émergents au 2ème semestre.

Demande de banques centrales



*Data as of 30 June 2023. Quarterly data available from Q1 2000.
Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

Abaissement du coût de portage ou « cost of carry »

Le coût de portage ou frais de portage est le coût de détention d'or physique sur une période donnée. Les frais de portage comprennent l'assurance, le stockage et les intérêts sur les fonds investis ainsi que d'autres coûts accessoires. Pour la plupart des investissements, le coût de portage fait généralement référence au taux d'intérêt sans risque. Les frais de stockage (généralement exprimés en pourcentage du prix au comptant) doivent être ajoutés au coût de portage de l'or. La hausse des taux d'intérêt massive des derniers mois a évidemment fortement pénalisé les cours de l'or en renchérissant très fortement le « coût de portage » du métal jaune. La hausse de 150 pbb des taux longs mais plus nettement encore la progression des taux courts jusqu'à 5.75% a considérablement impacté le coût de détention de l'or. La fin de la politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale américaine et l'implication sur les courbes de taux et le coût de financement d'un prochain renversement de tendance sur les taux d'intérêt devrait constituer un facteur important de soutien pour les perspectives du métal jaune en 2024.

La baisse attendue des taux dans un contexte de probable ralentissement conjoncturel aura un effet inverse à celui que le resserrement des conditions monétaire avait provoqué à partir de mars 2023 sur les prix de l'once d'or. Un abaissement des coûts de portage sera à nouveau un facteur de support pour les cours.

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 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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch