

DE PURY PICTET TURRETTINI & CIE S.A.

Or

**La renaissance d'une
alternative oubliée**

Août 2019

de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A.
12, rue de la Corraterie
Case Postale 5335
CH-1211 Genève 11
T. +41 22 317 00 30
Fax +41 22 317 00 33
www.ppt.ch

Sommaire	Page
Introduction: l'or pour les périodes incertaines	4
Un océan de rendements obligataires négatifs	7
Banques centrales: la limite des taux zéro	10
Dette publique et réaction négative des marchés financiers	12
Marché de l'or: qui achète et pourquoi?	15
Dédollarisation: les achats d'or des banques centrales	18
La production mondiale d'or	22
Tout l'or jamais produit	24
L'industrie des mines d'or: la pénurie des réserves se profile	25
Les plus grands groupes miniers	28
Investissements en or: ETF ou physique	30
L'or n'est pas cher	31
L'or favorise la diversification des portefeuilles	32
Conclusion: le risque/rendement est favorable à l'or	34

Introduction: l'or pour les périodes incertaines

Depuis l'Antiquité, l'or est pour l'homme un symbole de pouvoir et de prestige, et parfois un moyen de paiement. Il convainc par ses attributs de beauté, de rareté et de résistance au temps grâce à son caractère inoxydable.

“L'or est une monnaie en qui l'homme accorde sa confiance depuis plus de 2500 ans”

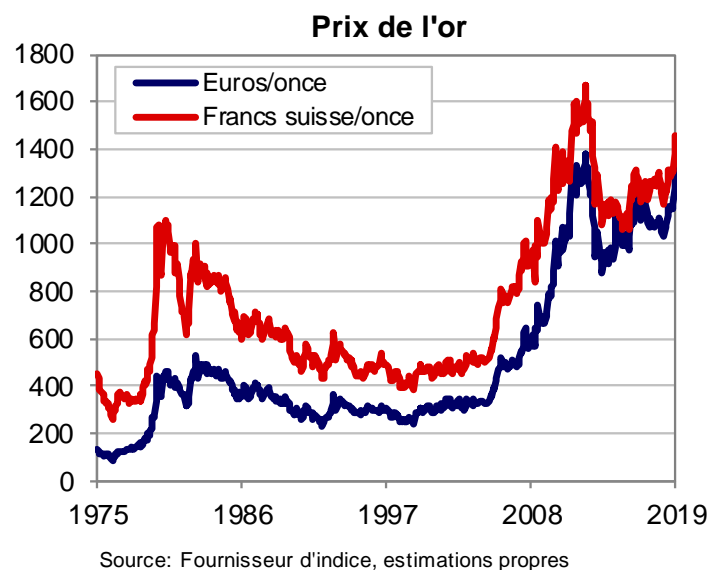
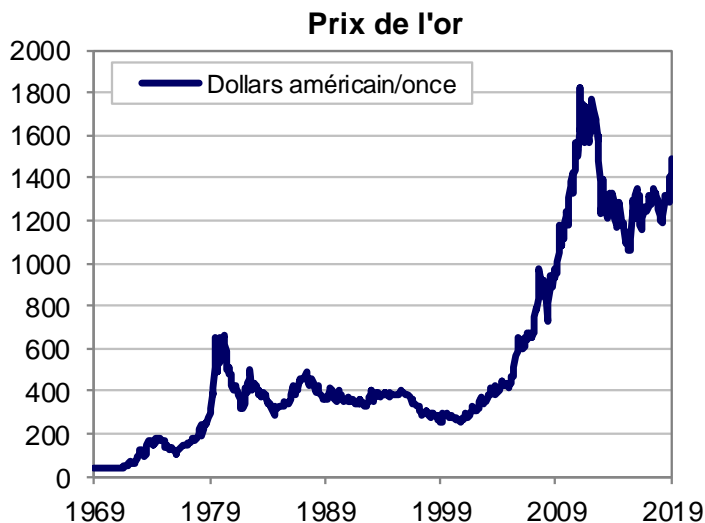
Dans l'ancienne Mésopotamie, on forgeait des bijoux en or vers 1600 av. J.-C., et dans l'Égypte antique on fondait de l'or encore avant. Le célèbre roi Crésus de Lydie fit de l'or une monnaie internationale au VI^e siècle av. J.-C., et dès cet instant, le métal jaune est devenu un moyen de paiement et une réserve de valeur largement acceptée et fiable.

Les cycles modernes de l'or

Dans l'histoire moderne, l'or a fortement profité des turbulences monétaires des années 1970, marquées par la fin de l'étalon-or en 1971 (le dollar a cessé d'être convertible en or), la fin du système monétaire de Bretton Woods (1973), les chocs pétroliers et une forte inflation.

Puis plusieurs facteurs, notamment la Grande modération - une baisse de l'inflation et une amélioration généralisée de la stabilité économique - ont fait baisser le prix de l'or dans les années 1980 et 1990.

La tendance à la baisse de l'or dans les années 1990 a jeté les bases du cycle haussier ultérieur. Les groupes miniers ont épuisé leurs réserves et peu investi dans de nouveaux sites de production, dans un contexte de faible niveau de



l'once et de perspectives apparemment mitigées. Au début des années 2000, un prix de l'or plus élevé a permis de restaurer les *cash-flows* nécessaires aux groupes miniers pour investir dans les capacités de production dont ils avaient grandement besoin.

La hausse des années 2000 s'est poursuivie après une interruption due à la crise financière de 2008. La crise de la dette de la zone euro est parvenue à porter le prix du métal jaune à un niveau record en 2011.

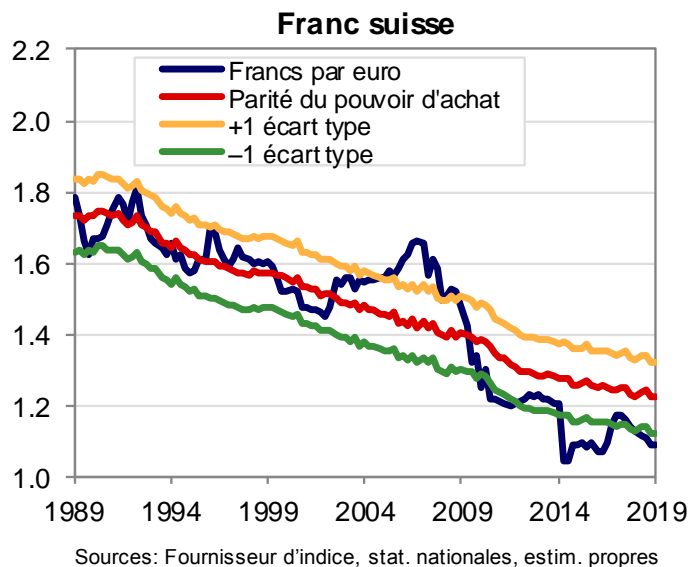
Des incertitudes croissantes

Les incertitudes se sont accentuées ces dernières années, sans pouvoir être comparées à l'instabilité des années 1970. Le cycle actuel d'expansion économique en Europe et aux Etats-Unis est le plus long de l'histoire. La probabilité d'une récession dans deux ou trois ans s'est donc accrue.

“L'incertitude est le principal moteur des rallyes de l'or dans l'histoire moderne (elle est plus élevée aujourd'hui que de coutume”)

L'incertitude politique a souvent perturbé les marchés, mais aujourd'hui elle s'écarte des phénomènes habituels sur de nombreux points. Le président américain cherche par exemple à faire émerger un nouvel ordre commercial. Les conséquences de cette politique pour l'économie mondiale sont incertaines. Les gouvernements populistes sont de plus en plus nombreux, notamment en Europe. Les dirigeants italiens sont mis sous pression par les marchés en raison de leur politique budgétaire. Leur marge de manœuvre est toutefois limitée après des décennies de déficit budgétaire et un endettement croissant.

Enfin, plusieurs banques centrales sont confrontées à la limite des taux zéro qui complique la mise en œuvre d'un stimulus monétaire en cas de récession.



La demande de placements refuge

La hausse de l'or et, depuis l'année passée, du franc et du yen reflète à des degrés divers l'augmentation de la demande de placements refuges.

Depuis la crise financière, le niveau du franc est supérieur à sa valeur «correcte», estimée généralement à 1,20 franc pour un euro (voir le graphe du bas à la page précédente).

De plus, le rendement des obligations allemandes est étrangement bas sur la base des fondamentaux. Cette situation traduit le besoin de sécurité d'investisseurs inquiets des perspectives de la monnaie unique.

Les risques de récession après un cycle d'expansion record

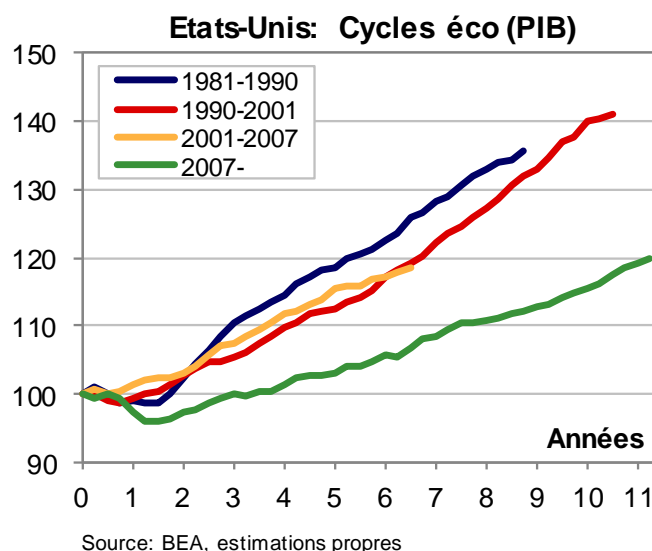
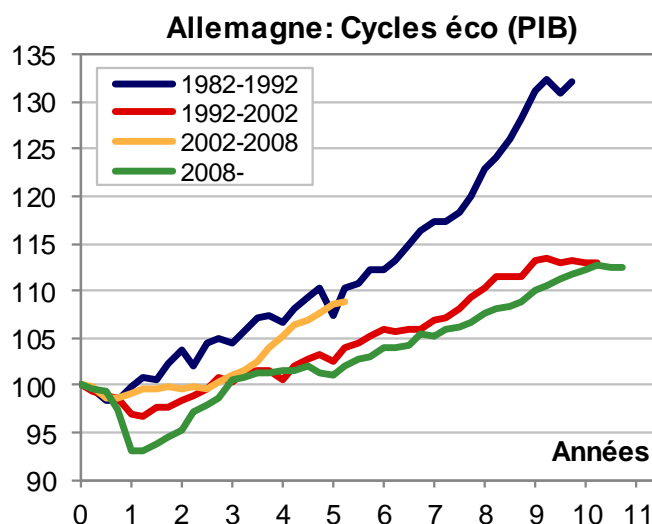
L'économie mondiale a profondément souffert de la crise financière de 2008. Mais elle a ensuite enregistré une phase d'expansion d'une durée record dans l'histoire de nombreux pays (voir les graphes comparant le cycle conjoncturel actuel aux précédents depuis les années 1980).

Aucune règle n'est bien sûr à disposition pour déterminer la durée d'un cycle. Et il est également vrai que le cycle des affaires ne meurt pas seulement de vieillesse. Mais comme l'histoire tend à se répéter, la probabilité d'une récession au cours des deux ou trois prochaines années est assez élevée, surtout aux Etats-Unis.

Monnaies (pond. échanges)

	Performance	
	2019*	2018
Euro	-0.5%	0.6%
Dollar américain	1.0%	4.9%
Franc suisse	2.7%	3.6%
Livre sterling	-3.5%	-0.5%
Yen japonais	5.3%	7.0%
Yuan chinois	-0.8%	-1.9%
Roupie indienne	-0.2%	-4.3%
Real brésilien	0.4%	-5.6%
Rouble russe	8.5%	-13.2%

*Au 07-août-19. Source: Fournisseur d'indice



Un océan de rendements obligataires négatifs

Des taux d'intérêt toujours plus bas

Le phénomène global de baisse des taux d'intérêt et des rendements obligataires qui se manifeste depuis presque quatre décennies est bien connu. Cette tendance traduit la baisse structurelle des taux directeurs des banques centrales en Europe et aux Etats-Unis (graphe du haut). Au Japon, le taux officiel n'a jamais été supérieur à 1% depuis 1995.

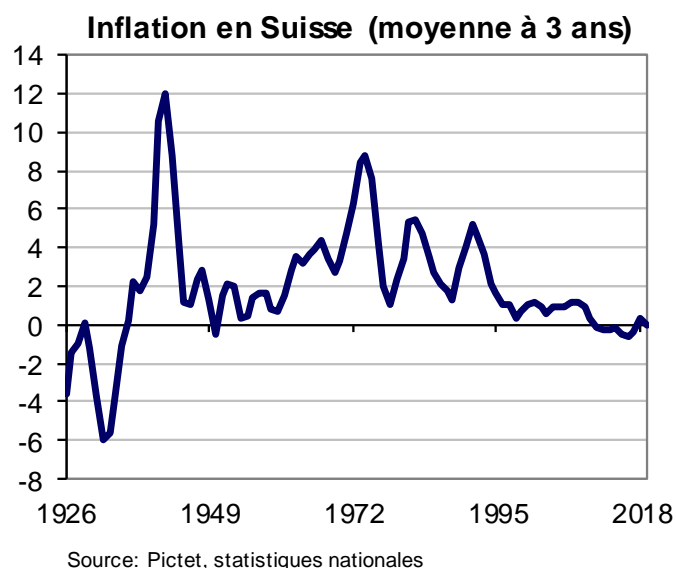
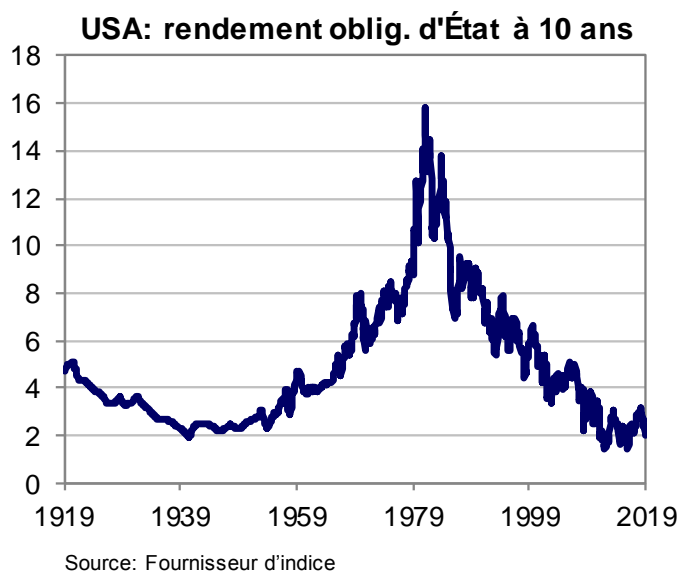
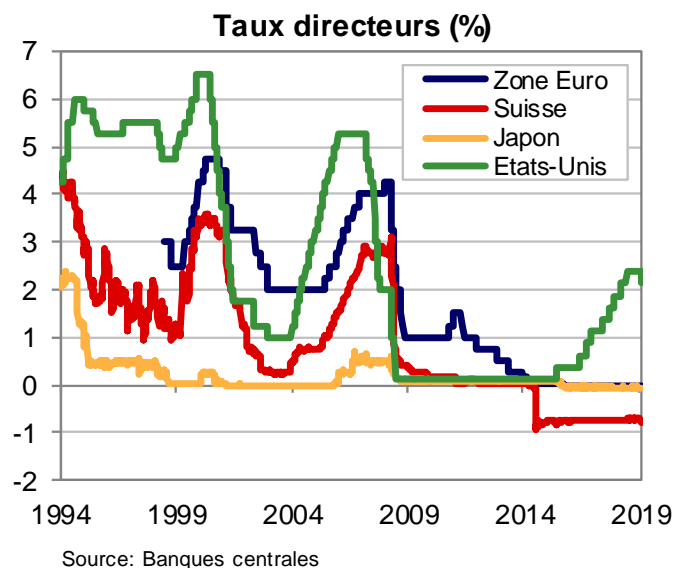
Il va sans dire qu'en maints endroits du monde les taux d'intérêt sont à un plus bas historique, ou du moins très proche. Par exemple, le rendement des obligations à dix ans du Trésor américain est inférieur à son niveau de la Grande dépression des années 1930 (graphe du milieu) et aussi bas que durant la Deuxième Guerre mondiale.

Pourquoi les taux sont-ils si bas?

Les taux d'intérêt sont structurellement plus bas que ces dernières décennies. Les taux d'intérêt nominaux ont deux composantes, l'inflation et les taux d'intérêt réels. Non seulement l'inflation est infime dans la plupart des pays, mais les taux réels sont aussi tombés à un plus bas depuis plusieurs décennies.

Inflation durablement basse

Les situations extrêmes en termes d'inflations, comme l'hyperinflation durant la République de Weimar, la déflation pendant la Grande Dépression ou l'inflation durant la Deuxième Guerre mondiale et dans les années 1970, sont des catastrophes économiques. Ces chocs s'avèrent heureusement rares. Malgré les craintes du contraire, la déflation ne s'est pas propagée après la crise financière. Par ailleurs l'inflation est restée insignifiante ces dernières années, à peine positive en Suisse et d'environ 1% dans la zone euro.



Aux Etats-Unis, malgré une croissance vigoureuse ces dix dernières années, l'inflation est inférieure à 2%. Au Japon, la doctrine d'Abenomics s'est traduite par un très fort stimulus sans parvenir à relancer l'inflation.

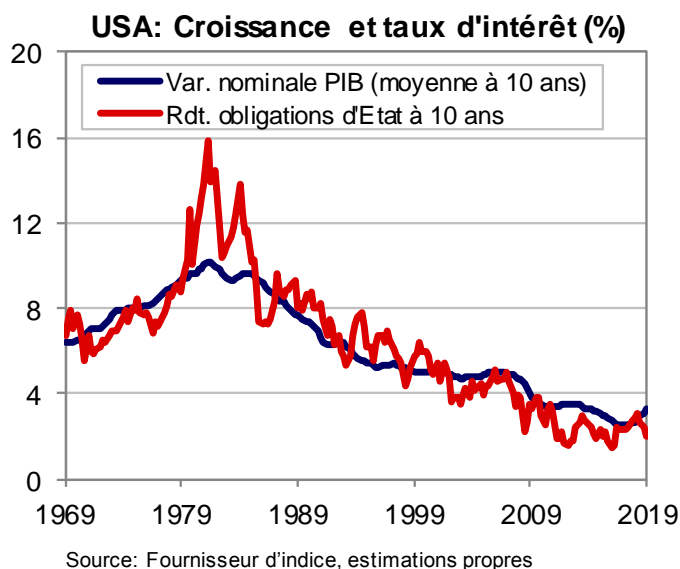
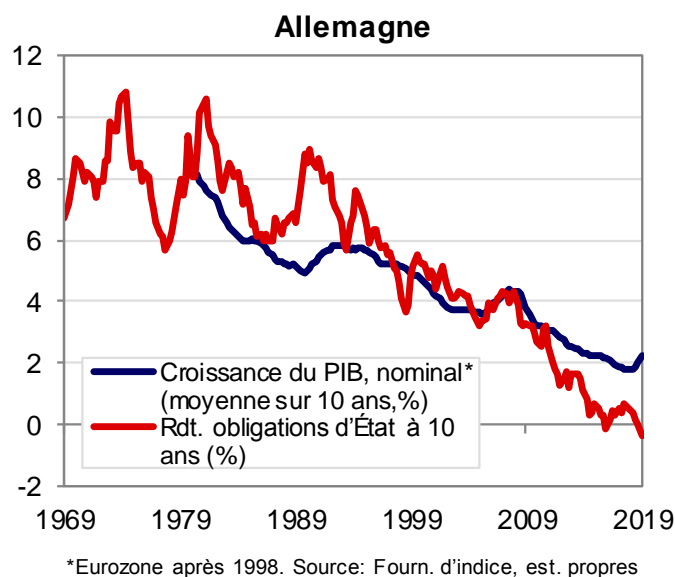
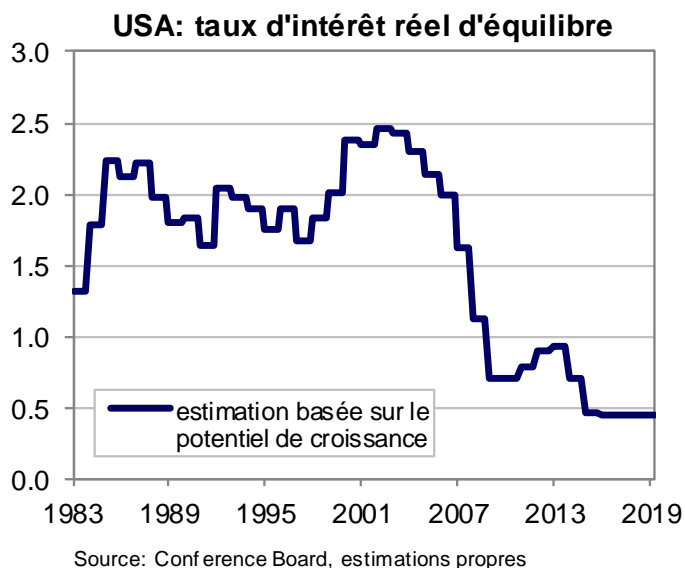
Des rendements structurellement bas

Notre analyse, fondée sur le travail de la Fed de San Francisco, montre que le taux d'intérêt réel à court terme compatible aux fondamentaux économiques actuels, notamment au potentiel de croissance, est tombé de plus de 2% à presque 0% tant dans la zone euro qu'aux Etats-Unis (voir le graphique du haut).

La raison du net déclin des taux d'intérêt réels est à chercher dans une épargne abondante (par exemple en Chine, la deuxième économie au monde), dans la baisse structurelle de la croissance de la productivité depuis 2005 et dans le vieillissement démographique.

Rendements obligataires et croissance du PIB

La croissance économique nominale (croissance du PIB) -croissance réelle plus inflation- est une bonne approximation du niveau des rendements obligataires en Europe (graphe Allemagne) et aux Etats-Unis (graphe du bas).



Une nouveauté: les rendements obligataires négatifs

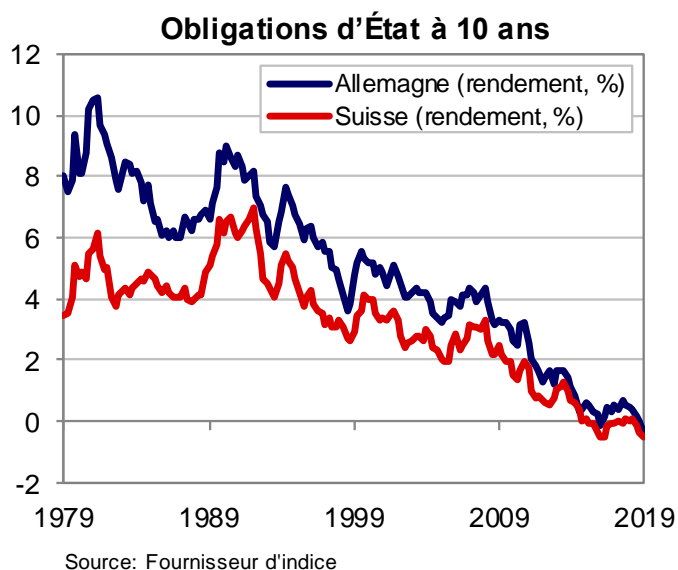
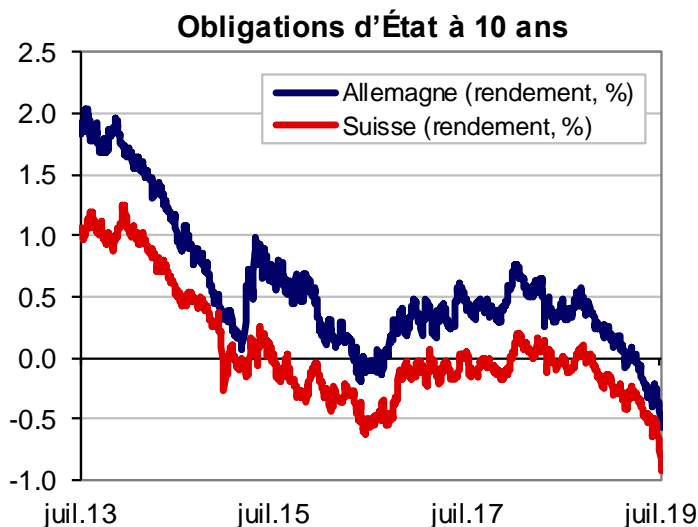
Ces dernières années, la BCE a sans cesse renvoyé le moment du relèvement de ses taux d'intérêt et elle a même commencé à racheter massivement des obligations. La Banque nationale suisse a introduit des taux négatifs à la fin 2014 et la Banque du Japon a maintenu sa politique de taux zéro (et acheté des quantités d'obligations souveraines). Personne n'est dès lors surpris si une grande partie des marchés obligataires offre des rendements négatifs.

“15 000 milliards de dollars, une obligation sur quatre, ont des rendements négatifs”

Les investisseurs sont payés pour avoir de l'or

Il est bien difficile d'envisager la disparition prochaine des facteurs qui conduisent aux bas taux d'intérêt. Les taux directeurs et les rendements obligataires resteront à des niveaux historiquement très bas – peut-être durant une période prolongée.

Le coût d'opportunité de la détention d'or, c'est-à-dire l'absence du rendement associé à la détention d'une obligation, est élevé quand les taux d'intérêt (notamment réels) le sont aussi. Comme un grand nombre d'obligations sans risque, par exemple celles des gouvernements suisse et allemand, ont des rendements négatifs, l'or (avec son rendement nul) est plus attrayant qu'il ne l'a jamais été dans l'histoire moderne.



Courbe des rendements (Obligations d'État)

	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans
Allemagne	-0.68	-0.86	-0.82	-0.58
Royaume-Uni	0.78	0.46	0.34	0.49
Suisse	-0.94	-1.06	-1.06	-0.92
Etats-Unis	2.01	1.54	1.47	1.64
Japon	-0.20	-0.23	-0.28	-0.19

* Valeurs au 7-août-19. Source: Fournisseur d'indice

Banques centrales: les limites du taux zéro

Les taux directeurs des banques centrales européenne et américaine sont plus bas que de coutume pour des raisons fondamentales (voir le graphe de la «règle de Taylor» pour la zone euro, une règle qui définit le niveau correct des taux d'intérêt en s'appuyant sur les fondamentaux comme la croissance économique et l'inflation).

La limite du taux zéro

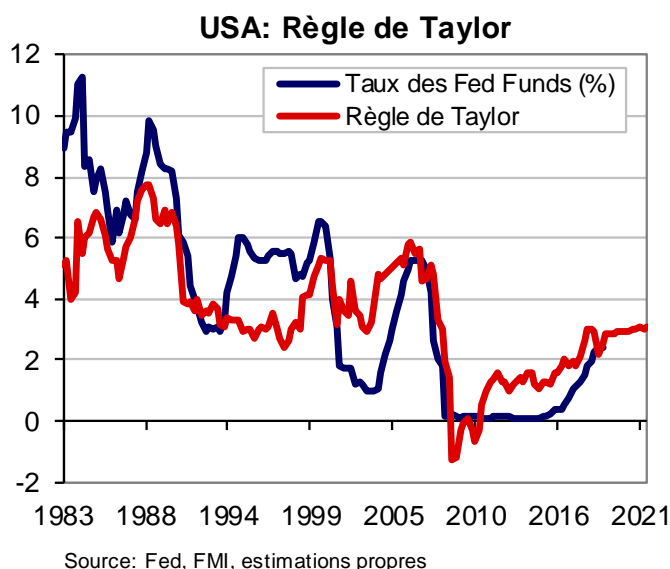
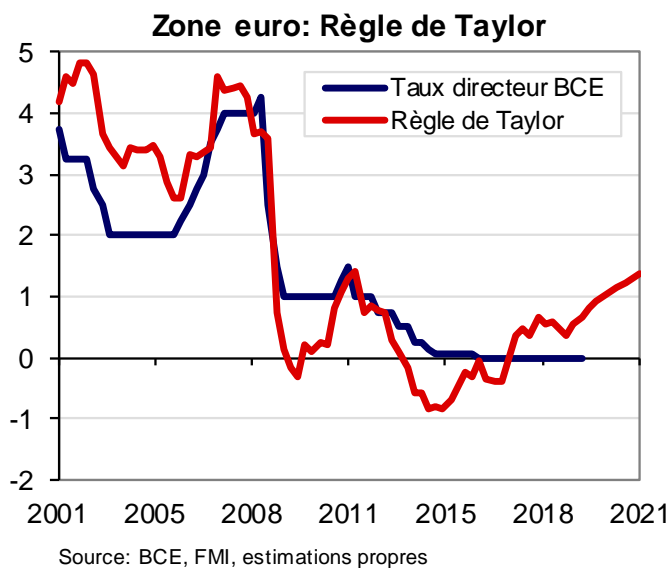
«Zéro» est un niveau considéré comme une limite inférieure approximative pour les taux directeurs des banques centrales, même si en pratique des taux de -1% sont possibles (des taux encore plus bas pourraient être contre-productifs selon la recherche).

Des instruments monétaires non orthodoxes: aujourd'hui bien acceptés...

La limite du taux zéro empêche aujourd'hui un assouplissement monétaire par les taux d'intérêt dans la zone euro et en Suisse. Des politiques non orthodoxes, en particulier des achats d'obligations, appartiennent à une gamme d'outils largement acceptés au sein des banques centrales depuis la crise financière de 2008.

...mais pas nécessairement efficaces

L'efficacité de ces politiques est sérieusement remise en cause. Le gonflement massif du bilan de la Banque du Japon ces dernières années (graphe à la page suivante) n'a ni renforcé la croissance économique, ni conduit à une hausse durable de l'inflation (même si celle-ci est maintenant positive au Japon). La conclusion n'est pas plus favorable pour les augmentations du bilan de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque nationale suisse (BNS).



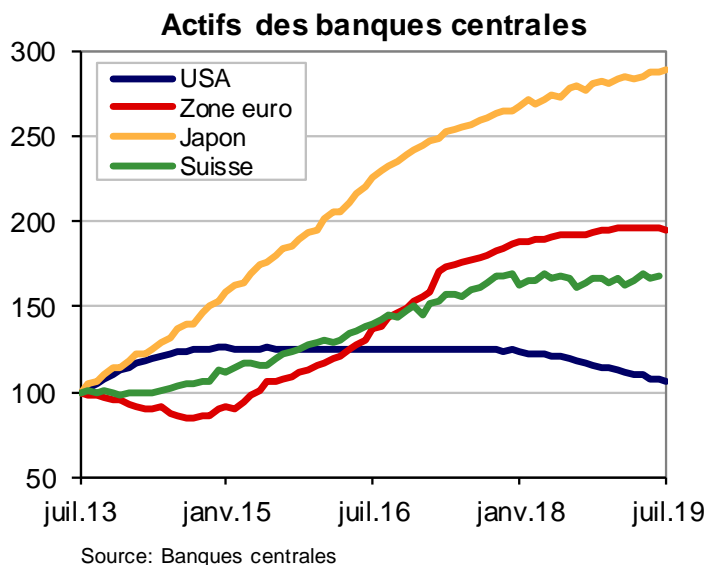
TMM: un risque plutôt qu'une solution

L'augmentation des dépenses publiques et la réduction des impôts comme instruments de relance, privilégiés par les partisans de la Théorie Monétaire Moderne (TMM), est une recette douteuse pour relancer structurellement l'économie. La hausse de la dette publique transfère un lourd fardeau aux générations futures.

Politique des banques centrales: risques marginalement supérieurs

Nous avons montré que les taux d'intérêt nominaux étaient structurellement plus bas que dans le passé et qu'une sorte de plancher inférieur à ces taux nominaux limitait effectivement l'assouplissement monétaire par une baisse des taux. De plus, les instruments non orthodoxes de politique monétaire (notamment les rachats d'obligations) semblent être de piètres substituts aux baisses de taux.

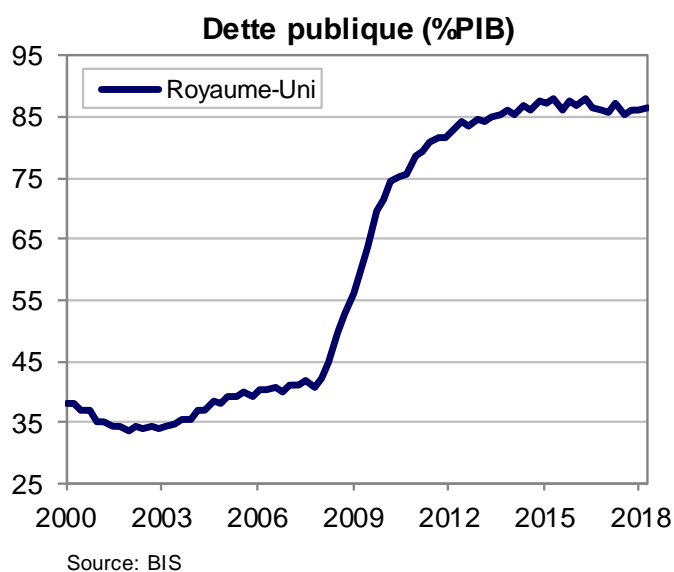
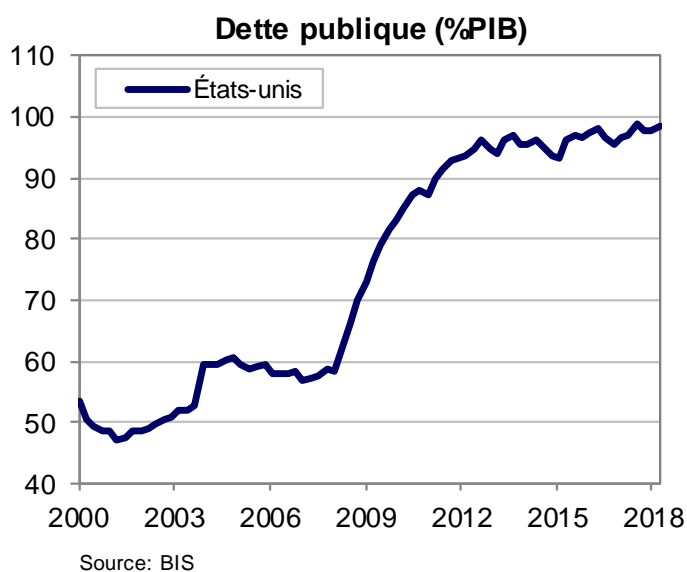
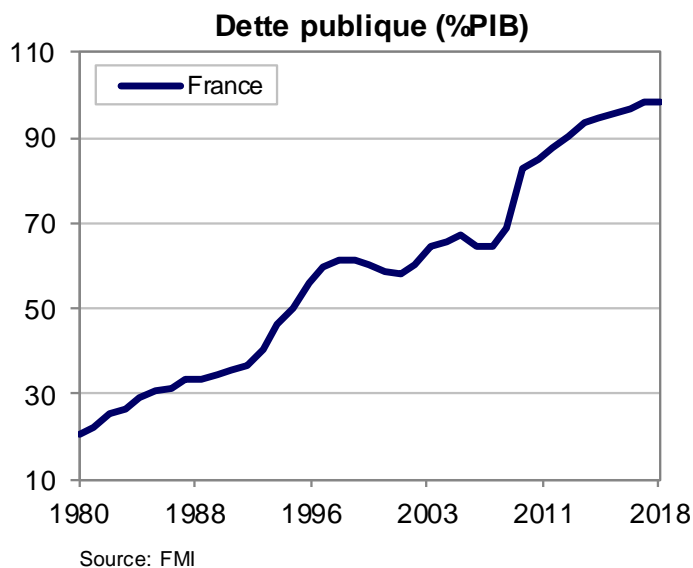
Les contraintes croissantes d'une politique monétaire engagée dans des expériences singulières pourraient conduire à des récessions futures plus longues et plus profondes que dans le passé.



Dettes publiques: désapprobation des marchés

La dette publique s'est fortement accrue ces dernières années dans la majorité des pays industrialisés, non seulement en termes absolus, mais aussi, et surtout, par rapport à la taille des économies (par exemple le produit intérieur brut ou PIB, lequel mesure la production nette d'une économie durant une période définie). La France illustre à merveille cette tendance sur plusieurs décennies (voir le graphe du haut).

Le fort accroissement de la dette durant la crise financière de 2008 s'est joint, en



Dettes publiques (% PIB)

	Année				Changement (%)		
	2003	2008	2013	2018	15 ans	10 ans	5 ans
Zone euro	68.1	68.8	91.7	85.1	17.0	16.3	-6.6
Allemagne	63.0	65.2	78.1	60.8	-2.2	-4.4	-17.3
France	64.4	68.8	93.4	98.5	34.1	29.7	5.1
Italie	100.4	102.4	129.1	132.2	31.8	29.8	3.1
Espagne	47.6	39.5	95.5	97.1	49.5	57.6	1.6
Royaume-Uni	35.6	49.7	85.2	86.7	51.1	37.0	1.5
Suisse	47.9	33.6	30.3	28.0	-19.9	-5.6	-2.3
Etats-Unis	52.7	66.3	96.4	98.7	46.0	32.4	2.3
Japon	139.2	147.6	197.0	202.5	63.3	54.9	5.5

Source: BIS

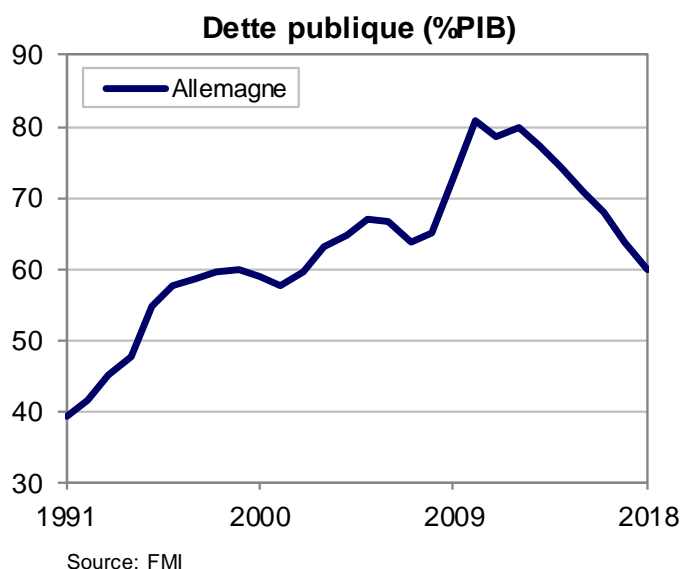
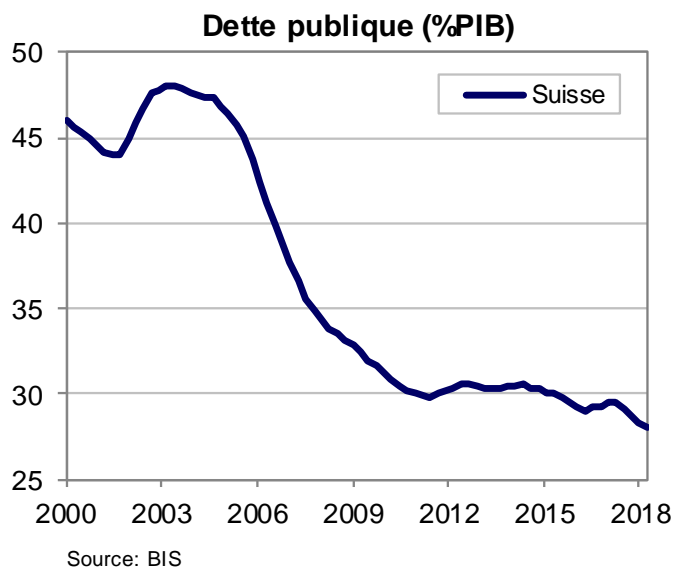
Europe, aux effets de la crise de la zone euro, qui a débuté en 2010, particulièrement dans les pays qui ont dû sauver leur système bancaire (Espagne, Irlande).

Aux Etats-Unis, malgré une croissance énergique ces dernières années, la dette s'est accrue par rapport au PIB en raison des baisses d'impôts et de la hausse des dépenses militaires en 2018.

“Certains pays sont capables d'inverser la tendance haussière de la dette et de continuer à prospérer”

Les exceptions suisse et allemande

Au sein des pays dont la dette diminue par rapport au PIB, la Suisse et l'Allemagne sortent du lot. Sans surprise, tous deux profitent d'un afflux de capitaux provenant d'investisseurs en quête de sécurité.



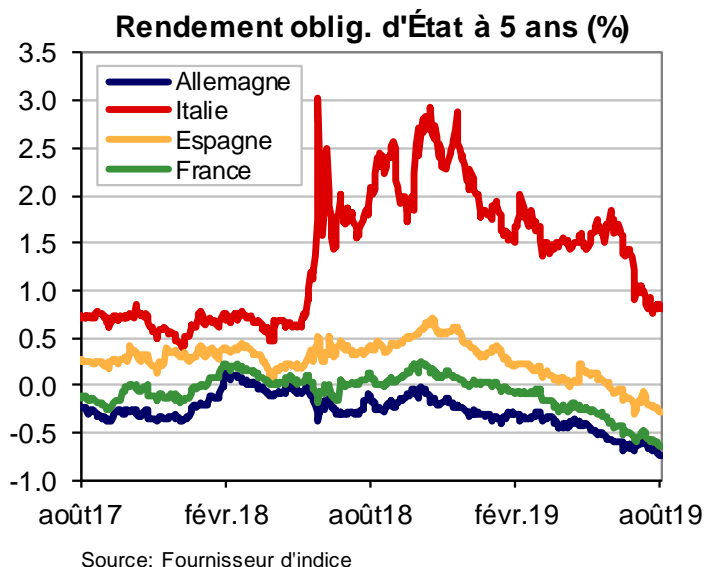
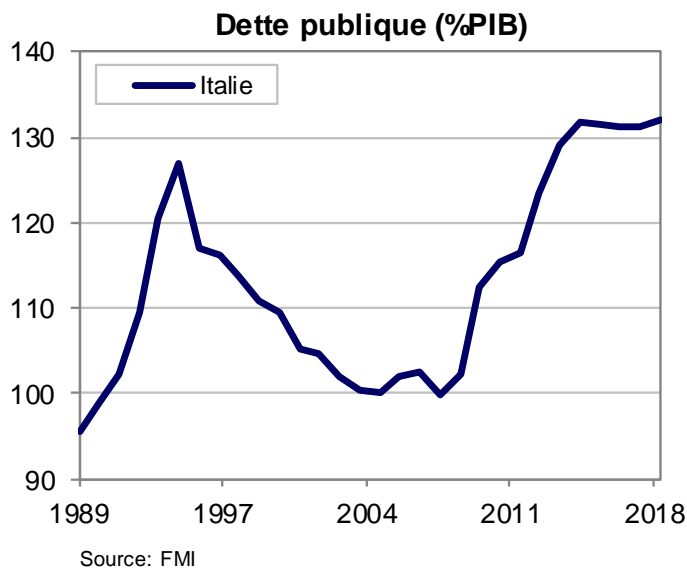
Politiques populistes et réaction négative des marchés financiers

L'Italie est à l'autre bout de la hiérarchie. Son gouvernement populiste, composé de la Lega et du Mouvement Cinq Etoiles, s'est illustré par des promesses électorales coûteuses, notamment des baisses d'impôts et l'introduction d'un revenu minimum garanti.

Les investisseurs obligataires ont envoyé un signal fort: une hausse supplémentaire de la dette provoquerait une hausse des coûts d'emprunt. L'écart de rendements avec les obligations allemandes a augmenté fortement lors de l'installation du nouveau gouvernement jusqu'à juillet 2019, quand il a décidé de réduire le déficit.

L'expérience italienne prouve que les marchés financiers n'acceptent plus de financer une hausse de la dette publique. C'est une contrainte pour des politiciens habitués à apaiser les électeurs par des promesses de dépenses.

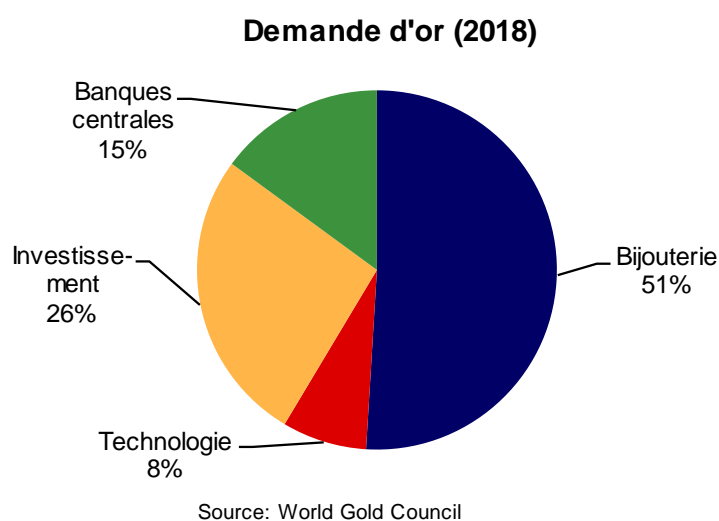
La combinaison d'un ralentissement économique, d'une tendance à la hausse des inégalités de revenus et l'incapacité à résoudre les défis par des programmes de relance justifient le malaise des électeurs et l'ascension des mouvements de protestations – un élément supplémentaire à ajouter dans l'équation des risques.



Qui achète l'or et pourquoi?

La moitié de la demande d'or physique est achetée par la bijouterie. L'autre moitié provient d'achats des banques centrales, de la demande physique (barres et pièces), des investissements financiers (*exchange traded funds*, ETFs) et de l'industrie (notamment des biens électroniques).

“La demande annuelle d'or s'est élevée à 4400 tonnes en 2018, avec un quart de l'offre issue de l'or recyclé”



Demande d'investissement positive

La demande d'or augmente de 0,5% par an depuis 2010 (voir le tableau). La

composante la plus volatile de la demande est celle des investisseurs financiers (ETFs). Ces derniers étaient vendeurs nets entre 2013 et 2015, mais acheteurs nets ces trois dernières années.

Demande d'or (tonnes)

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 vs. 2010 (p.a.)
Bijouterie	2'057	2'104	2'157	2'726	2'531	2'459	2'101	2'237	2'242	1.1%
Technologie	460	429	381	356	348	332	323	333	335	-3.9%
Electronique	327	316	288	279	278	262	256	266	268	-2.4%
Autres industries	88	76	65	54	51	51	50	51	51	-6.6%
Médecine dentaire	46	36	28	23	20	19	18	16	15	-12.8%
Investissement	1'634	1'735	1'618	824	894	968	1'647	1'252	1'165	-4.1%
Tot.d.barres/pièces	1'204	1'503	1'312	1'730	1'066	1'091	1'072	1'046	1'096	-1.2%
Barres phys.	921	1'190	1'015	1'358	780	790	797	782	782	-2.0%
Pièces officielles	196	228	186	271	205	224	207	188	241	2.6%
Autres pièces	87	84	111	101	81	76	68	76	73	-2.2%
ETFs	430	232	306	-906	-173	-122	575	206	69	-20.4%
Banques centrales	79	481	569	624	584	577	390	377	657	30.3%
Total	4'231	4'748	4'726	4'530	4'357	4'335	4'461	4'199	4'399	0.5%

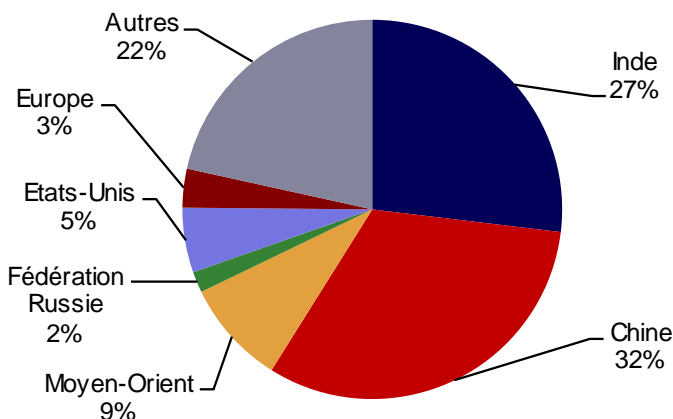
Note: ETFs sont des Exchange Traded Funds. Source: World Gold Council, estimations propres

Bijouterie: la Chine et l'Inde dominant

La Chine et l'Inde représentent presque 60% de la demande d'or destiné à la bijouterie (voir le graphe).

“Les Chinois ont dépassé les Indiens en 2012 et sont devenus les plus grands acheteurs d'or destiné à la bijouterie”

Demande de bijouterie (2018)



Source: World Gold Council

La Chine représente le tiers de la demande d'or de bijouterie dans le monde. La demande augmente en moyenne de 5,3% par an depuis 2010, mais la hausse n'est nullement con-

stante. L'Inde, dépassée par la Chine en 2012, est maintenant le 2^e acheteur. L'or reste très prisé en Inde, mais la demande y est en légère baisse depuis 2010 (de 1,3% par an en moyenne, voir le tableau).

Demande de bijouterie (tonnes)

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 vs. 2010 (p.a.)
Inde	662	619	595	617	628	662	505	602	598	-1.3%
Chine	493	607	654	1'031	875	826	693	716	743	5.3%
Indonésie	33	33	35	41	37	39	38	39	42	2.9%
Moyen-Orient	254	213	210	278	254	238	199	200	173	-4.7%
Turquie	68	74	66	80	68	49	41	41	36	-7.5%
Fédération Russie	60	64	68	80	68	43	38	40	43	-4.0%
Etats-Unis	122	116	107	113	117	120	119	124	128	0.6%
Europe	106	88	77	75	78	77	76	74	73	-4.5%
Autres	258	290	345	411	408	404	392	402	405	5.8%
Total monde	2'057	2'104	2'157	2'726	2'532	2'459	2'101	2'237	2'242	1.1%

Source: World Gold Council, estimations propres

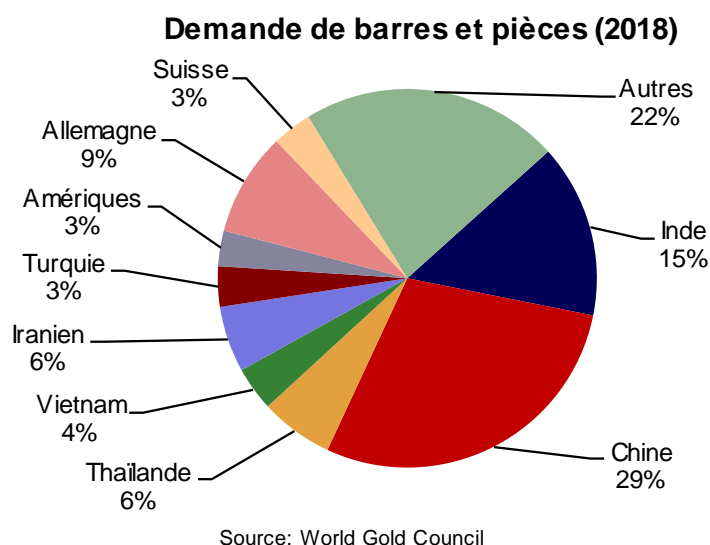
Or physique: barres et pièces d'or

La Chine et l'Inde représentent une grande partie de la demande d'or en barres et en pièces (ensemble 44% de la demande mondiale en 2018, voir le graphe).

La demande d'or physique augmente sensiblement mais de façon irrégulière en Chine ces dernières années, alors qu'elle diminue en Inde.

En Iran, la demande d'or physique est forte et en hausse depuis 2010.

Au total, la demande d'or physique diminue légèrement depuis 2010 (à peu près au même rythme que la demande de bijouterie augmente).



Demande de barres et pièces (tonnes)

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 vs. 2010 (p.a.)
Inde	340	355	319	341	206	195	162	169	162	-8.8%
Chine	184	266	264	418	208	236	292	314	315	7.0%
Thaïlande	64	107	101	139	96	78	70	64	68	0.8%
Vietnam	68	91	74	88	54	48	43	37	41	-6.1%
Moyen-Orient	29	35	34	47	39	35	25	24	25	-2.0%
Iranien	43	53	57	64	36	30	5	19	62	4.5%
Amériques	113	92	62	86	56	78	99	42	33	-14.2%
Allemagne	123	142	108	133	101	116	111	107	97	-2.9%
Suisse	87	97	62	62	48	50	46	42	37	-10.1%
Autres Europe	49	56	41	40	29	34	27	23	20	-10.6%
Autres	104	208	190	312	193	191	194	204	235	10.7%
Total monde	1'204	1'503	1'312	1'730	1'066	1'091	1'072	1'046	1'096	-1.2%

Note: Total Moyen Orient hors Iran. Source: World Gold Council, estimations propres

Les banques centrales achètent de l'or

Le dollar demeure la première monnaie de réserve et la plus employée pour les transactions. Le billet vert représente plus de 60% des réserves monétaires dans le monde.

L'ascension du dollar au 20^e siècle

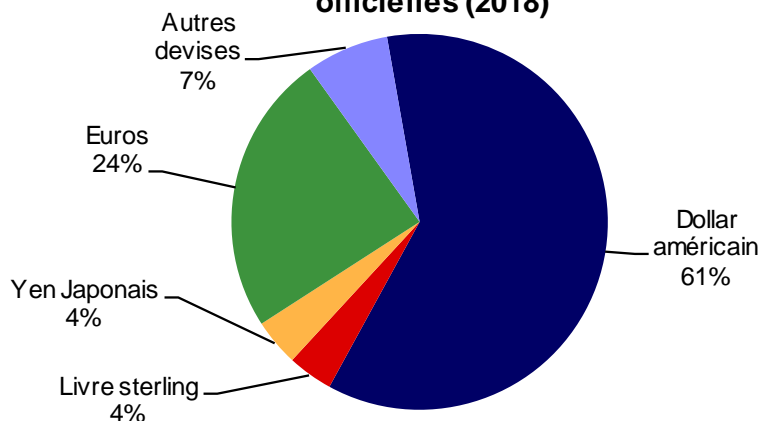
Le dollar a obtenu au 20^e siècle son statut actuel de première monnaie au monde, une position précédemment détenue par la livre britannique. La Deuxième Guerre mondiale a consolidé le rôle des Etats-Unis en tant que première puissance économique et militaire lors de la création du système économique et monétaire en 1944 à Bretton Woods, dans le New Hampshire, aux Etats-Unis.

Alternatives au dollar américain?

Si le dollar est une monnaie de réserve, plusieurs raisons encouragent les banques centrales à diversifier leurs avoirs. Le dollar a tendance à se déprécier à long terme (voir les graphes). Les banques centrales perdent de l'argent à long terme sur leurs avoirs en billets verts.

Les craintes s'amplifient aussi de voir les Etats-Unis utiliser le dollar comme instrument permettant d'imposer des sanctions aux puissances étrangères. Il suffit par exemple de refuser aux puissances étrangères (et ainsi aux banques qui traitent avec ces Etats) l'accès aux transactions en dollars. Il est sûr que les Etats-Unis sont prêts à faire respecter les sanctions qui ont été prises. En 2014, BNP Paribas a plaidé coupable et a accepté de payer presque 9 milliards de dollars pour répondre aux accusations de violations des sanctions américaines contre le Soudan, Cuba et l'Iran (dissimulation de transactions d'une valeur de presque 200 milliards de dollars entre 2002 et 2012).

Composition des réserves monétaires officielles (2018)



Source: FMI

Dollar amér. (pondér. des échanges)



Source: Federal Reserve

Francs par dollar américain



Source: BGN

Les alternatives au dollar ne convainquent guère. L'avenir de la monnaie unique a été remis en doute durant la crise de la dette dans la zone euro. Le renminbi chinois, la monnaie de la deuxième économie au monde, n'est pas librement accessible. Les crypto-monnaies ne sont pas clairement établies. L'or est ainsi une alternative attrayante aux banques centrales désireuses de diversifier leurs réserves.

L'or: une monnaie de réserve classique

L'or joue traditionnellement un rôle d'envergure en tant que monnaie de réserve auprès des réserves des banques centrales. Les plus grands détenteurs d'or sont les banques de la zone euro, y compris la BCE, et la Réserve fédérale américaine.

Les Etats-Unis stockent tous leurs avoirs d'or chez eux, l'essentiel à Fort Knox dans le Kentucky. Les autres pays gardent leur or à l'intérieur ou à l'ex-



térieur de leurs frontières, une partie aux Etats-Unis. Même si la tendance récente est au rapatriement des avoirs, la Bundesbank maintient une partie de son or aux Etats-Unis. La Banque nationale ne précise pas l'emplacement exact de ses stocks de métal jaune mais ce n'est un secret pour personne qu'une partie se situe dans un tunnel dans les Alpes.

Avoirs officiels d'or (tonnes)

Année	2002	2009	2014	2017	2018	Chgt. 2018	
						2017	2009
Fonds Monétaire International (FMI)	3'217	3'005	2'814	2'814	2'814	0	-191
Zone euro (y.c.BCE)	12'482	10'812	10'790	10'782	10'778	-4	-34
Etats-Unis	8'149	8'133	8'133	8'133	8'133	0	0
Suisse	1'917	1'040	1'040	1'040	1'040	0	0
Japon	765	765	765	765	765	0	0
Royaume-Uni	314	310	310	310	310	0	0
Total: FMI/pays industrialisés	26'844	24'067	23'853	23'845	23'841	-4	-225
Fédération Russie	388	649	1'208	1'839	2'113	274	1'464
Chine	600	1'054	1'054	1'843	1'853	10	798
Inde	358	558	558	558	600	42	43
Ouzbékistan	-	-	275	337	355	19	-
Kazakhstan	53	70	192	300	350	51	280
Arabie saoudite	143	323	323	323	323	0	0
Autres	4'136	3'763	4'534	4'607	4'423	-184	1'015
Total: Pays émergents/autres	5'677	6'418	8'143	9'806	10'018	212	3'600
Total monde	32'521	30'484	31'996	33'651	33'859	208	3'375

Source: World Gold Council, estimations propres

Les acheteurs nets d'or ces dernières années

Après une période de désinvestissement des réserves d'or, les banques centrales accumulent progressivement de l'or depuis 2009 (graphe du haut, page précédente).

“L'or de la banque centrale est une réserve de sécurité qui offre une diversification des risques et une assez bonne protection contre les fluctuations du dollar”

Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne

En 2018, les banques centrales ont acheté le plus d'or depuis 2010 et nous prévoyons une nouvelle hausse en 2019.

La Chine et la Russie au premier plan

Dans les pays industrialisés, les réserves d'or sont relativement inchangées ces dernières années. La situation contraste avec les années 2000 quand plusieurs banques centrales, dont la BNS, avaient réduit leurs avoirs d'or.

Ces dernières années, les banques centrales des pays émergents ont représenté la quasi totalité des achats d'or officiels. Parmi les principaux acheteurs, on compte la Russie (résultat des sanctions américaines et de son accès facilité en tant qu'important producteur d'or) et la Chine, où la croissance économique exige une hausse des réserves de la banque centrale (dans le passé, la Chine n'a qu'épisodiquement révélé les achats d'or des années précédentes).

Or en % des réserves étrangères

	Année	2002	2009	2014	2017	2018	Chgt. 2018	
							2017	2009
Zone euro (y.c.BCE)		34%	56%	55%	56%	54%	-2%	-2%
Etats-Unis		57%	70%	73%	75%	74%	-1%	4%
Suisse		35%	27%	7%	5%	5%	0%	-22%
Japon		2%	3%	2%	3%	2%	0%	0%
Royaume-Uni		6%	14%	10%	9%	7%	-1%	-6%
Fédération Russie		9%	5%	12%	18%	19%	1%	13%
Chine		2%	2%	1%	2%	2%	0%	1%
Inde		6%	7%	7%	6%	6%	1%	-1%
Ouzbékistan		30%	37%	65%	69%	77%	9%	41%
Kazakhstan		19%	11%	25%	41%	47%	6%	36%
Arabie saoudite		7%	3%	2%	3%	3%	0%	0%
Total: Pays émergents/autres		10%	7%	10%	14%	15%	1%	9%
Total monde		13%	11%	9%	11%	11%	0%	-1%

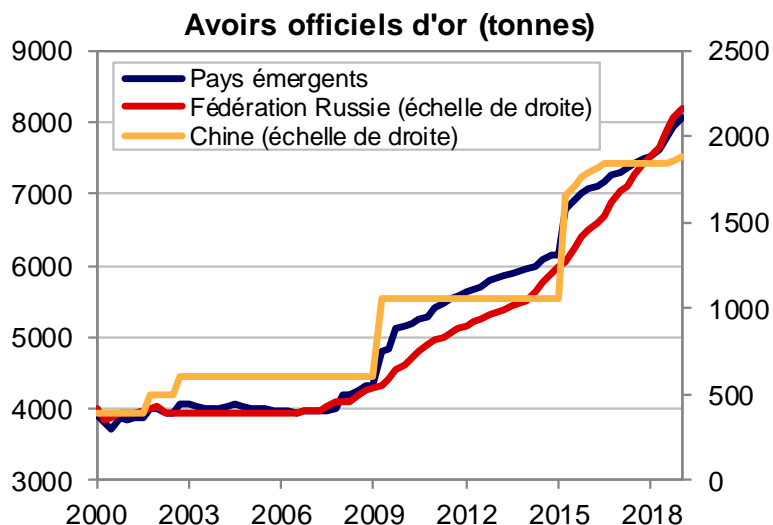
Source: World Gold Council, estimations propres

De nouveaux Accords du Plaza

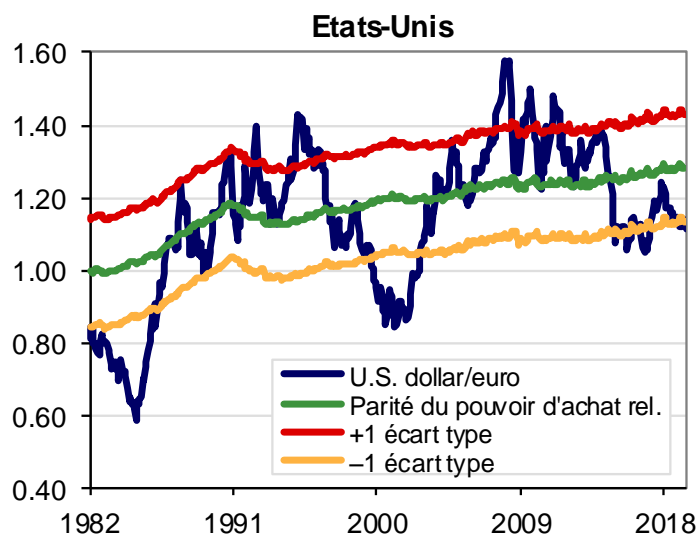
En 1985, les grandes puissances économiques sont tombées d'accord pour dévaluer le dollar, nettement surévalué à l'époque (voir le graphe du bas). Ces dernières années, une nouvelle version des Accords du Plaza a été proposée. Ses partisans s'appuient sur la hausse de presque 40% du billet vert (en particulier entre 2011 et 2016) et sur les différences de balances des comptes courants des grandes économies.

“Si un nouvel accord sur le dollar est improbable, une telle entente provoquerait sans doute une baisse du billet vert et une hausse significative du prix de l'or en dollars, mais pas nécessairement en francs ou en euros”

Une telle entente constituerait un tournant majeur dans la politique de change internationale. En 2013, le G8 s'était entendu pour s'abstenir d'interventions sur ce marché. Un autre argument justifie une retenue des instituts d'émission, celui de la modeste surévaluation actuelle du billet vert par rapport à celle de 1985 (voir le graphe du bas).



Source: World Gold Council



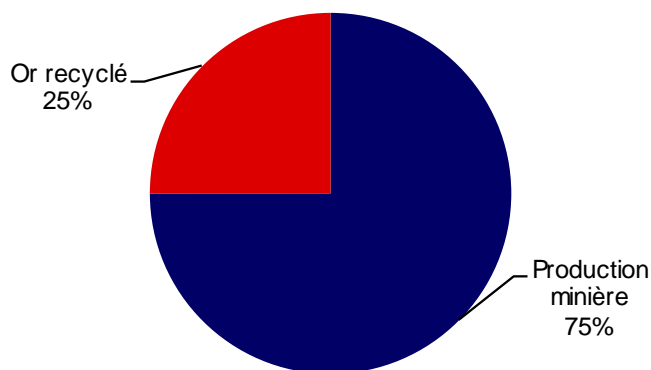
Source: BGN, statistiques nationales, estimations propres

La production mondiale d'or

La production mondiale d'or s'est accrue de 1% par an depuis 2010. L'excès d'offre (voir le tableau) est majoritairement positif ces dernières années, ce qui prouve que l'offre est suffisante pour satisfaire la demande.

En 2018, 4659 tonnes d'or étaient disponibles à la vente, dont 3503 tonnes (ou 75% de la production totale) issues des mines et 1168 tonnes (25% du total) de l'or recyclé.

Offre d'or (2018)



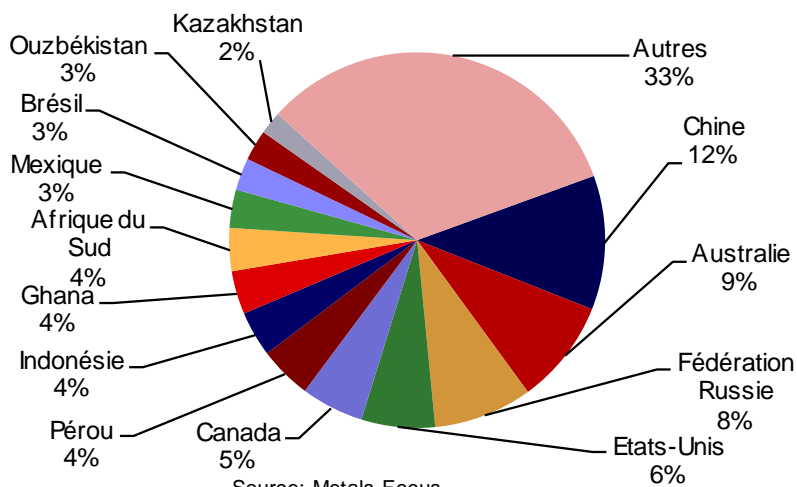
Source: World Gold Council

“L’Afrique du Sud, autrefois le premier producteur d’or, a cédé la place de leader à la Chine en 2007”

Chine: le premier producteur

Les plus grands producteurs d'or sont la Chine, l'Australie et la Russie, puis les Etats-Unis et le Canada.

Principaux producteurs d'or (2018)



Source: Metals Focus

Offre d'or (tonnes)

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 vs. 2010 (p.a.)
Production minière	2'749	2'858	2'928	3'110	3'203	3'290	3'397	3'442	3'503	3.1%
Couverture prod.	-109	23	-45	-28	105	13	33	-24	-12	n.a.
Or recyclé	1'679	1'651	1'671	1'248	1'188	1'121	1'282	1'156	1'168	-4.4%
Total	4'319	4'531	4'554	4'330	4'496	4'424	4'712	4'574	4'659	1.0%
Excédent d'offre	102	-205	-156	-209	127	69	335	357	220	n.a.

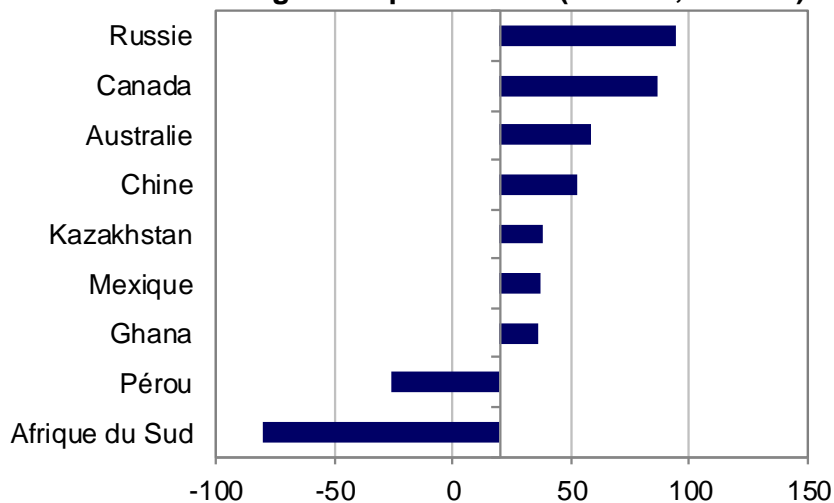
Source: World Gold Council, estimations propres

Russie: un producteur dynamique

La Russie est parvenue à présenter la plus forte augmentation de la production entre 2010 et 2018, devant le Canada, l'Australie et la Chine. Le Kazakhstan, le Mexique et le Ghana présentent aussi une hausse significative de la production.

L'Afrique du Sud continue de perdre des parts de marché et de réduire sa production depuis plusieurs années.

Changement production (2010-18, tonnes)



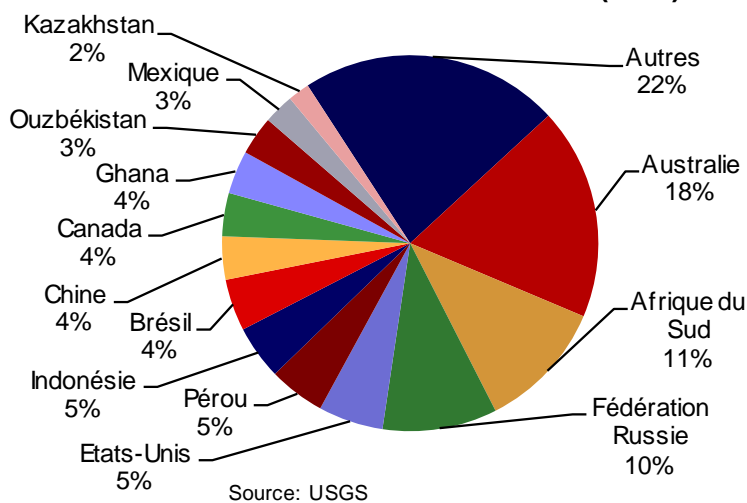
Source: Metals Focus

Réserves minières dans le monde: l'Australie au premier rang

Les pays dont les réserves sont les mieux dotées sont l'Australie, l'Afrique du Sud et la Russie.

Les réserves sont largement réparties dans le monde. Aucun pays n'a de position dominante (voir le graphe).

Réserves minières mondiales (2018)



Source: USGS

Tout l'or du monde

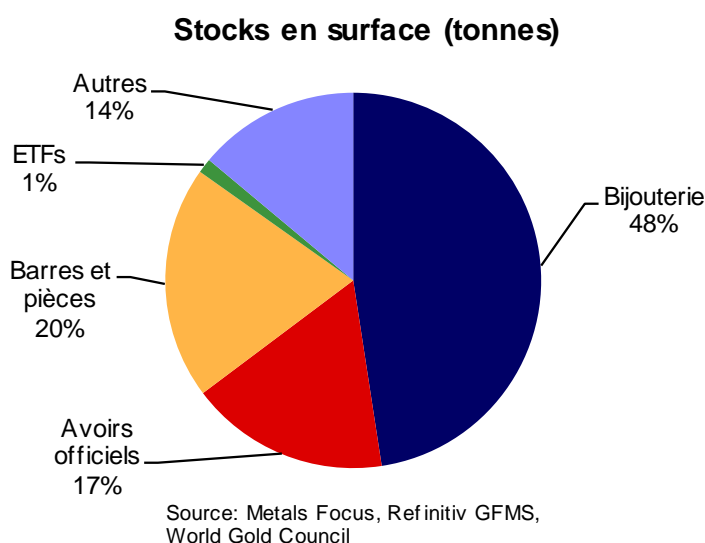
Il n'est pas possible d'estimer les stocks en surface. Les hypothèses doivent donc être établies sur la base de la production historique (y compris dans l'Antiquité). Le montant des avoirs d'or est donc l'objet de conjectures.

L'estimation la plus fréquente porte sur 193 000 tonnes. Comme le métal jaune est 19 fois plus lourd que l'eau, tout l'or du monde peut prendre place dans un bâtiment relativement modeste correspondant à un cube de 21 mètres de longueur, de largeur et de profondeur.

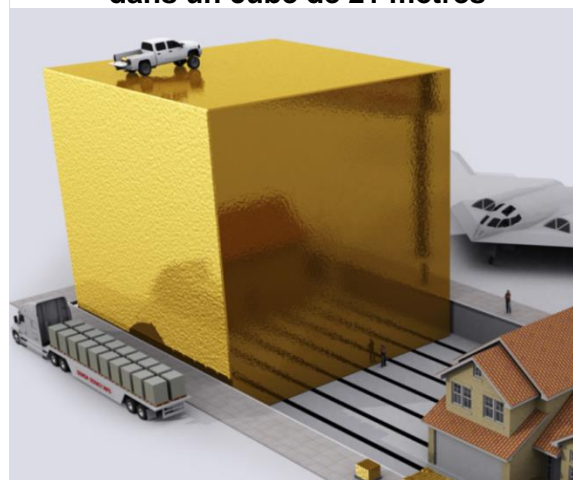
“Les stocks d'or en surface - tout l'or extrait - s'élèvent à 193'000 tonnes en 2018”

L'or est le plus souvent détenu sous forme de bijoux

Près de la moitié de l'or physique est détenue sous forme de bijoux. Les barres et les pièces représentent 20% et les coffres-forts des banques centrales 17%.



Tout l'or extrait dans l'histoire tient dans un cube de 21 mètres



Source: Visual Capitalist

Stocks en surface (milliers de tonnes)

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 vs. 2010 (p.a.)
Bijouterie	84.1	84.5	85.0	86.4	87.8	89.1	89.9	90.9	92.0	1.1%
Avoirs officiels	29.0	29.5	30.0	30.7	31.2	31.8	32.2	32.6	33.2	1.7%
Investissem. privés	31.2	32.9	34.5	35.4	36.3	37.2	38.9	40.1	41.3	3.6%
Barres et pièces	28.9	30.4	31.7	33.5	34.5	35.6	36.7	37.7	38.8	3.7%
ETFs	2.3	2.5	2.8	1.9	1.7	1.6	2.2	2.4	2.4	0.8%
Autres	24.1	24.3	24.6	24.7	25.0	25.4	25.9	26.5	26.9	1.4%
Total	168.3	171.2	174.1	177.2	180.3	183.5	186.8	190.1	193.5	1.8%

Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

L'industrie des mines d'or

“L'industrie de l'or se trouve à un point d'inflexion entre une période récente marquée par des mesures de baisses des coûts et de désendettement et le besoin croissant de se concentrer sur la croissance et la reconstitution de réserves d'or en voie d'épuisement” (McKinsey & Company, “Can the gold industry return to the golden age ?”, avril 2019).

Restructurations

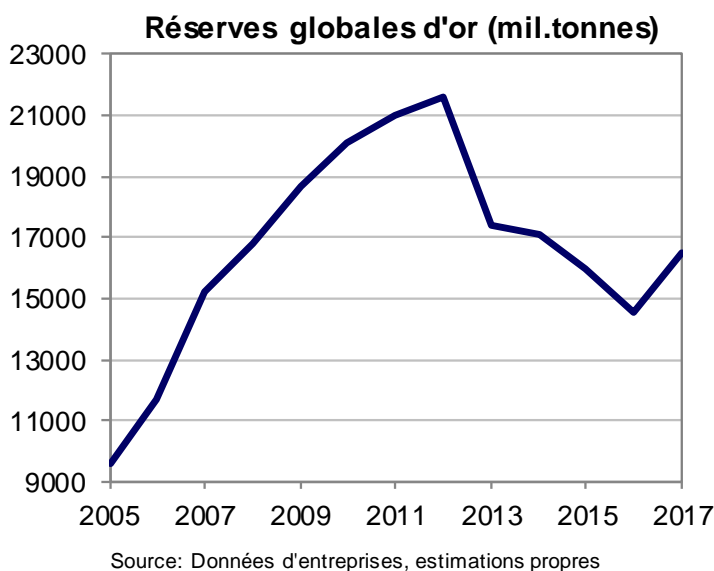
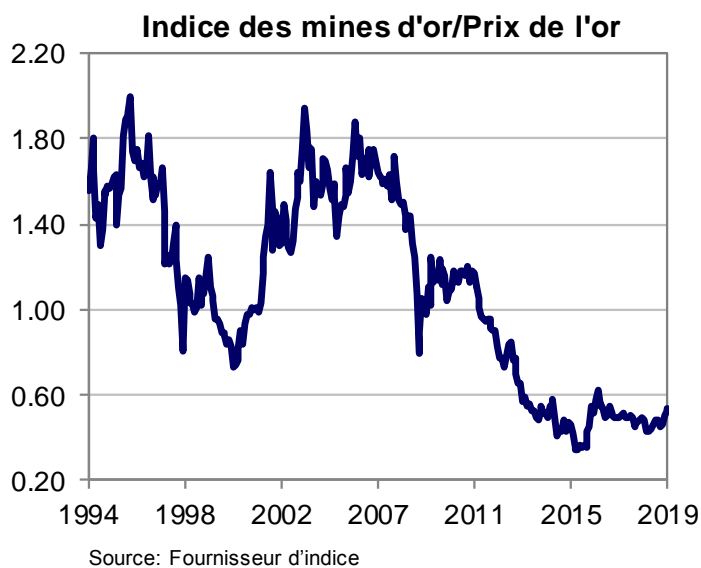
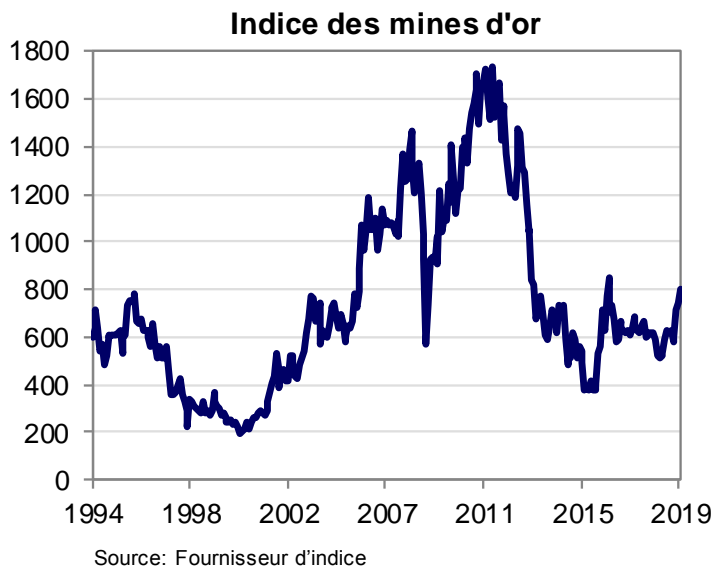
L'industrie de l'or a connu des années difficiles depuis le sommet du cours de l'once, à plus de 1900 dollars l'once en 2011. Les groupes miniers ont ensuite entrepris un rapide changement de cap, tournant le dos à une politique d'expansion basée sur l'endettement et les acquisitions ainsi qu'une mentalité fixée sur les gains de parts de marché à tout prix. La plupart ont restructuré, réduit massivement les coûts et l'endettement.

Après cinq années de rationalisations, d'amortissements et de réductions de valeur, l'industrie est en phase de reprise. Les cash-flows et les marges bénéficiaires s'améliorent.

Ces difficultés se reflètent dans l'évolution de l'indice des mines d'or (voir le graphe du haut). L'indice a chuté depuis 2011 et il a massivement sous-performé le métal jaune durant cette période (graphe du bas).

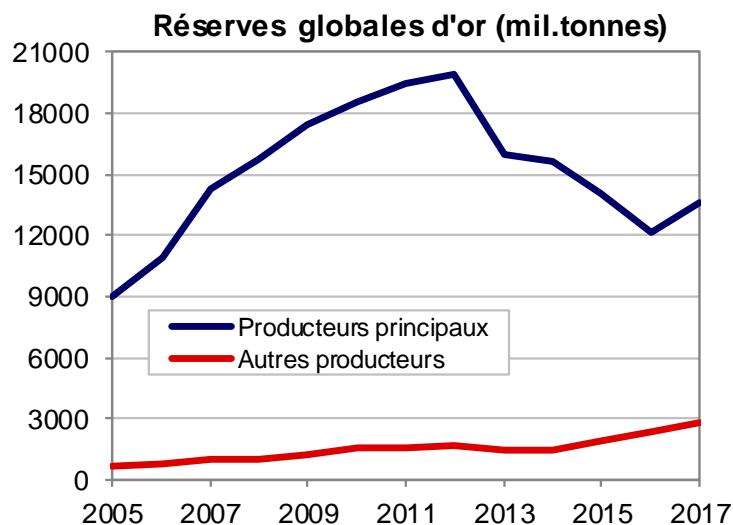
Réserves en baisse

La restructuration des dernières années a un coût. Les réserves, notamment celles des grands producteurs qui détiennent l'essentiel des réserves (voir les graphes et le tableau de la page suivante) sont en baisse en raison de la chute des dépenses d'exploration et du besoin des entreprises de préserver leurs liquidités.



Un manque de nouvelles découvertes

Le défi de la réduction des réserves s'ajoute aux maigres résultats des nouveaux programmes d'exploration. Seule une poignée de découvertes aurifères importantes ont été présentées depuis 2006, à l'inverse d'années 1990 particulièrement fructueuses. Précisons ici que des délais allant jusqu'à 20 ans sont nécessaires entre la découverte et le début de la production. La faiblesse des découvertes actuelles produira donc ses effets sur l'offre d'or durant 10 à 20 ans.

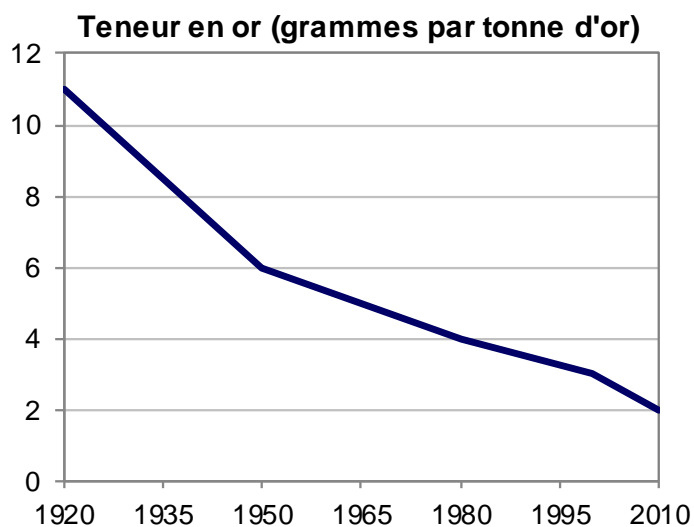


Source: Données d'entreprises, estimations propres

“Pour produire deux grammes d’or, il faut une tonne de minerai”

Baisse de la teneur en or

Une tonne de minerai contient moins de deux grammes d’or. La teneur était supérieure dans le passé puisqu’une tonne contenait plus de dix grammes d’or en moyenne en 1920, six grammes en 1950 et quatre en 1980.



Source: Prior et al., Global Environmental Change (2011)

Réserves globales des groupes aurifères (millions de tonnes)

Année	2005	2008	2011	2014	2017
Producteurs principaux	8'951	15'742	19'470	15'626	13'647
Producteurs intermédiaire:	561	851	1'377	1'101	2'388
Petits producteurs	39	151	95	380	152
Producteurs émergents	15	22	75	3	282
Total	9'566	16'766	21'016	17'110	16'469

Note: Données agrégées pour les entreprises publiant des chiffres entre 2005 et 2017. Source: Données d'entreprises, estimations propres

La dynamique des réserves: risques de hausse des prix

Dans l'histoire, les périodes de sous-investissement sont suivies de phases d'augmentation des dépenses d'investissement lorsque le prix de l'or est suffisamment élevé pour que les sociétés parviennent à générer des *cash-flows* intéressants.

Pour cette raison, les *cash-flows* libres des sociétés aurifères ont été généreux ces dernières années - la moyenne entre 2016 et 2018 a été la plus élevée depuis plus d'une décennie -. Cette situation financière favorable encourage à accroître les dépenses d'investissement. Le risque subsiste toutefois que les réserves, et donc l'offre d'or, soient insuffisantes pour répondre à la demande à moyen terme.

La situation des réserves laisse supposer que les cours de l'or seront probablement soutenus ces prochaines années, les risques de prévision pouvant être revus à la hausse.

La technologie à la rescousse

Les transformations technologiques constitueront une priorité pour les sociétés minières. Dans leur volonté de réduction des coûts et d'augmentation de la productivité, les groupes portent leurs espoirs sur les innovations dans l'automatisation, l'apprentissage machine, les technologies numériques et mobiles, l'internet industriel des objets (IIoT) et la blockchain.

L'impact de la technologie couvrira l'ensemble de la chaîne de valeur: les modèles géologiques, les camions et foreurs autonomes, la logistique et la planification des mines, la maintenance et l'optimisation du rendement dans la transformation.



Les nouvelles technologies pourraient faciliter la reconstitution des réserves, par exemple par l'emploi des drones et de l'intelligence artificielle. L'objectif est ici de transformer en réserves économiquement viables celles qui ne le sont pas. Ces espoirs sont justifiés si l'on analyse la transformation opérée par l'industrie pétrolière. Le forage horizontal, la fracturation et l'analyse sismique 3D ont profondément changé les méthodes d'exploration.

L'exemple de Barrick Gold

Barrick est un pionnier de l'utilisation des nouvelles technologies, comme les drones, pour réduire les coûts et améliorer la sécurité. Le groupe emploie des drones depuis 2012 et il les a étendus à la plupart de ses mines.

«Toute l'industrie se rend compte de la valeur des drones. Ils deviendront bientôt pratique courante», a déclaré fin 2016 Iain Allen, directeur de l'information en technologie minière auprès de Barrick cité par roboticsandautomationnews.com.

Barrick a d'abord employé les drones dans l'estimation des stocks, un procédé intense en main d'oeuvre nécessitant l'appel à des géomètres et un équipement GPS parfois imprécis. Les drones suppriment plusieurs semaines de travail en un passage.

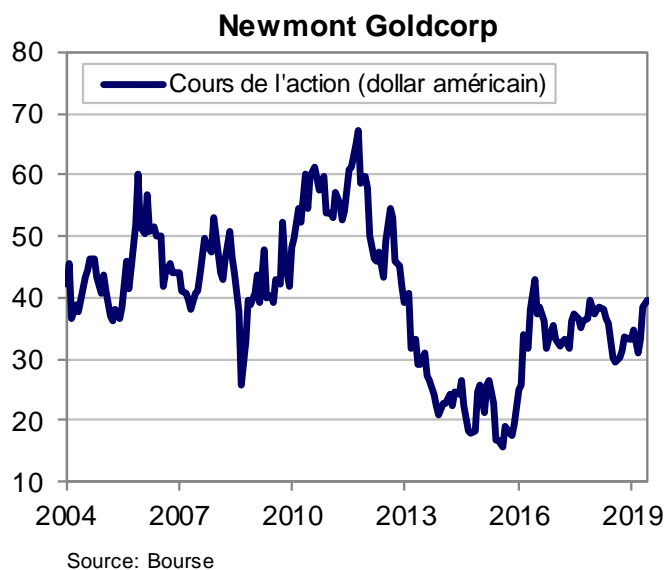
Les plus grands producteurs au monde

L'industrie minière a traversé un déluge de fusions et acquisitions. Les alliances de Newmont et Goldcorp et de Barrick avec Randgold ont fait les gros titres de la presse spécialisée. A l'inverse des transactions du début de la décennie, motivées par des gains de parts de marché, les récentes fusions se sont concentrées sur la recherche d'une rentabilité des fonds supérieure et d'une amélioration opérationnelle.

Les trois plus grands producteurs du monde, en 2018, sont Newmont Goldcorp (7,4 millions d'onces au total), Barrick y compris Randgold (5,8 millions), et AngloGold Ashanti (3,4 millions). Le plus grand site de production est celui de la coentreprise de Barrick et Newmont au Nevada (4,1 millions d'onces en 2018). Les autres principaux producteurs sont Kinross Gold, Freeport McMoran, avant tout un producteur de cuivre, Polyus (Russie) et Newcrest, producteur de 2,4 millions d'onces en 2018.

Newmont Goldcorp: numéro un mondial de la production aurifère

Newmont Goldcorp, le plus grand producteur d'or au monde, est le fruit de l'acquisition, en avril 2019, de Goldcorp par Newmont. Il produit aussi 3000 tonnes de cuivre, sur base ajustée pour 2018. Le groupe a pour ambition de produire environ 200 tonnes d'or par an avec son portefeuille de mines sur quatre continents.



Barrick Gold

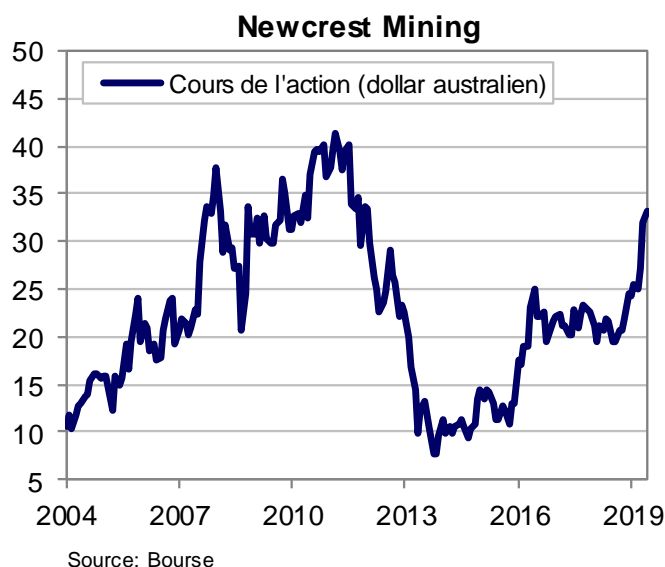
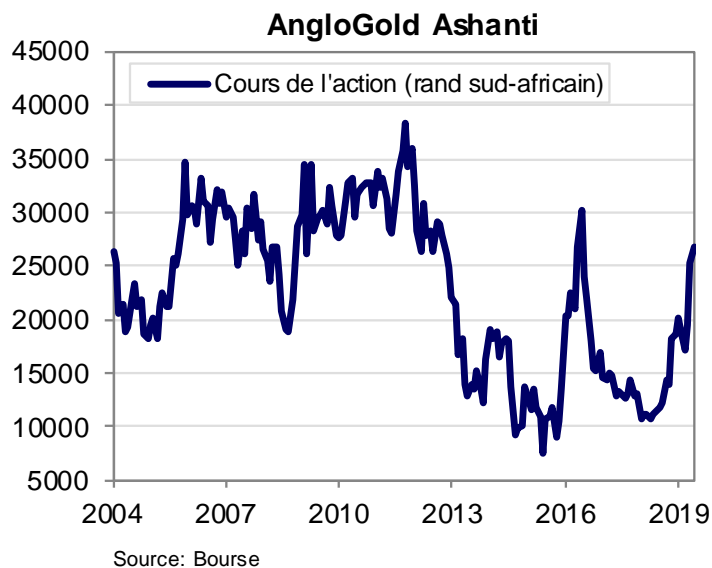
Le groupe canadien Barrick Gold, basé à Toronto, est l'un des leaders de la production aurifère, avec 140 tonnes d'or en 2018. Ses mines se trouvent en Amérique du Nord et du Sud, en Australie et en Afrique. Sa production devrait augmenter après l'acquisition de Randgold à la fin de l'année dernière. Le groupe détient d'abondantes réserves prouvées et probables tant en or qu'en cuivre.

AngloGold Ashanti

AngloGold Ashanti, basé à Johannesburg, en Afrique du Sud, est l'un des plus grands groupes aurifères du monde avec des mines localisées dans neuf pays et trois continents. Le groupe est le fruit de la combinaison des actifs aurifères d'Anglo American en 1998 et de sa fusion avec Ashanti Goldfields en 2004.

Newcrest Mining

Newcrest est un groupe minier australien, producteur d'or et dans une moindre mesure de cuivre, l'un des plus grands au monde sur un marché très fragmenté. Ses mines se situent surtout en Australie, en Papouasie-Nouvelle-Guinée et un peu en Indonésie.



Investissements en or: ETFs ou physique?

Plusieurs chemins mènent à l'investissement en or. Les ETFs (*exchange traded funds*) sont d'un accès aisé. Ils s'achètent et se vendent en bourse, comme des actions, et suivent le cours de l'or. Certains fonds rendent possible une livraison en or physique, mais il est recommandé de lire les conditions en détail si l'investisseur veut être certain que le contrat soit rempli en temps de crise et selon la quantité voulue.

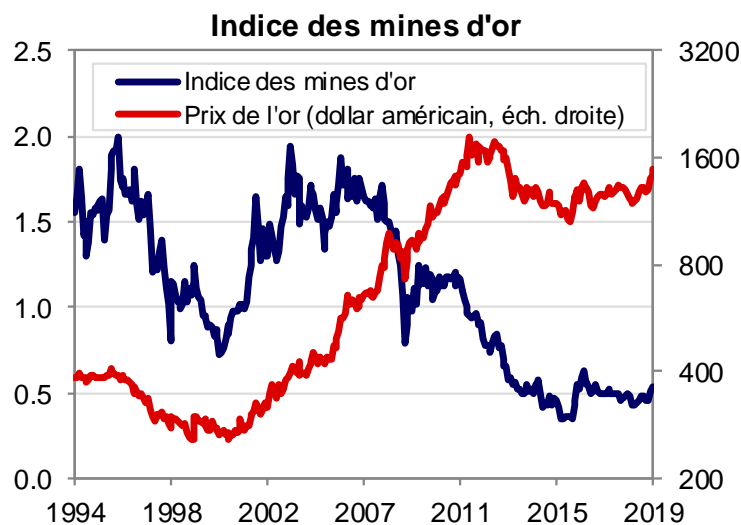
Si l'investisseur a besoin d'or physique, il préférera les barres et pièces d'or à placer dans un coffre-fort.

Les cryptomonnaies adossées à l'or

Une nouvelle forme d'investissement combine les caractéristiques des cryptomonnaies (enregistrements sur une blockchain) et d'un sous-jacent. Répondant au nom de «Stablecoins», ces produits sont rattachés à un sous-jacent physique, comme l'or. La liquidité de ces instruments est toutefois modeste et la livraison physique n'est pas possible.

Actions de mines d'or: investissements à levier

A part l'or lui-même, l'investisseur peut aussi acheter des mines d'or (l'ETF VanEck Vectors Gold Miners suit l'indice des mines d'or à la bourse de New York). Ces actions ont l'avantage, par rapport à l'or, de généralement verser un dividende. Compte tenu de leurs coûts fixes (capital et travail), les bénéfices des mines augmentent plus que proportionnellement lors des hausses du prix de l'or, et vice versa. Leurs actions surperforment d'ailleurs le métal jaune uniquement lorsque l'once est en hausse (voir le graphe du haut).



Source: Fournisseur d'indice



Source: Fournisseur d'indice

L'or n'est pas cher

L'estimation de la valeur correcte de l'or est davantage un art qu'une science. L'histoire révèle que l'once revient toujours à un multiple des coûts de production. Si l'on ne tient compte que des coûts de production au comptant (son niveau et sa tendance sont indiqués dans le graphe du milieu), l'or s'est généralement échangé, ces 15 dernières années, entre deux et trois fois les coûts de production au comptant (graphe du haut).

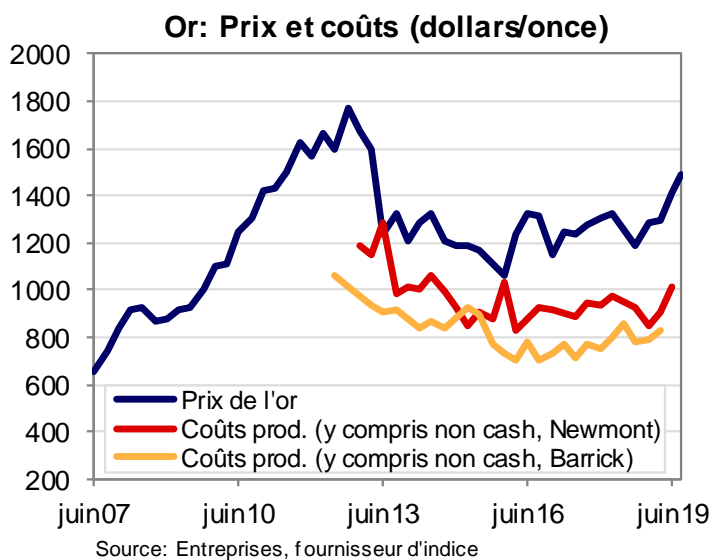
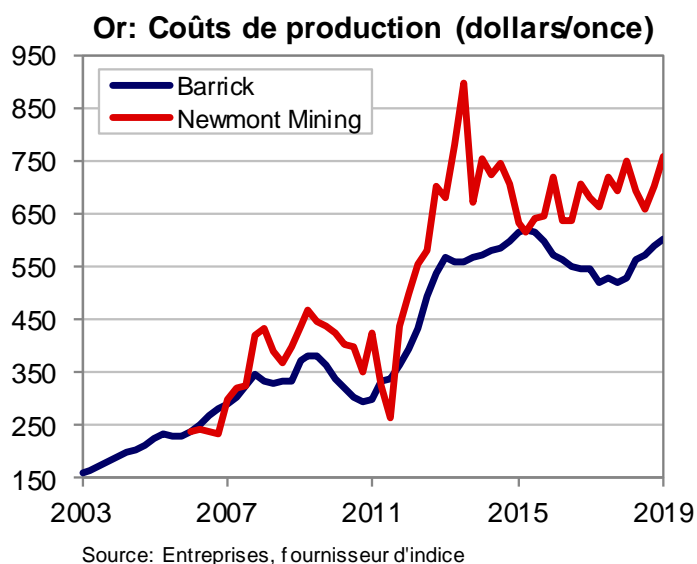
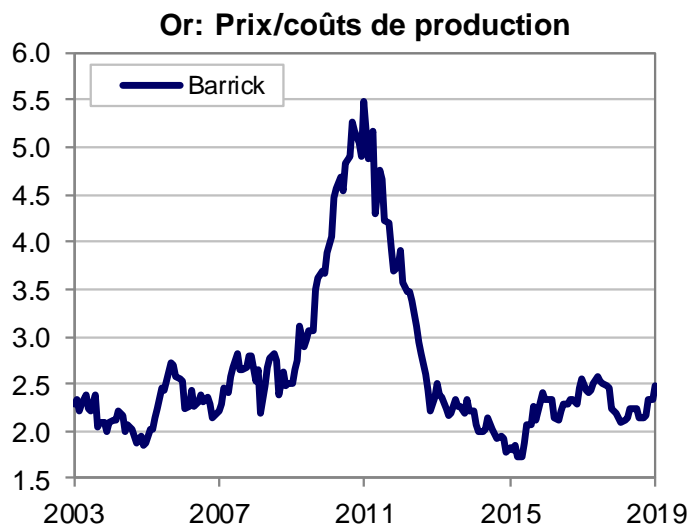
Pendant la crise de la dette dans la zone euro, en 2010, la valeur de l'once s'est fortement appréciée, jusqu'à 5,5 fois les coûts de production au comptant durant l'été 2011. Le rapport entre le prix et les coûts s'est alors écroulé, avant de se stabiliser dans la zone habituelle.

Le prix du métal jaune semble actuellement correct, mais il n'est certainement pas surévalué. Le cours ne signale donc nullement des craintes inhabituelles de la part des investisseurs.

Hausse des coûts de production à long terme

Les coûts de production ont tendance à croître à long terme, notamment à la suite du coût du travail. Ces dernières années, les groupes miniers ont obtenu des résultats prometteurs et sont parvenus à mieux contenir cette hausse (voir les graphes du milieu et du bas, celui du bas indique les frais totaux complets à long terme, lesquels incluent le coût du capital en plus des coûts au comptant).

A moyen et long terme, il est probable que les coûts de production augmenteront, ce qui soutiendra des niveaux plus élevés pour l'once d'or.



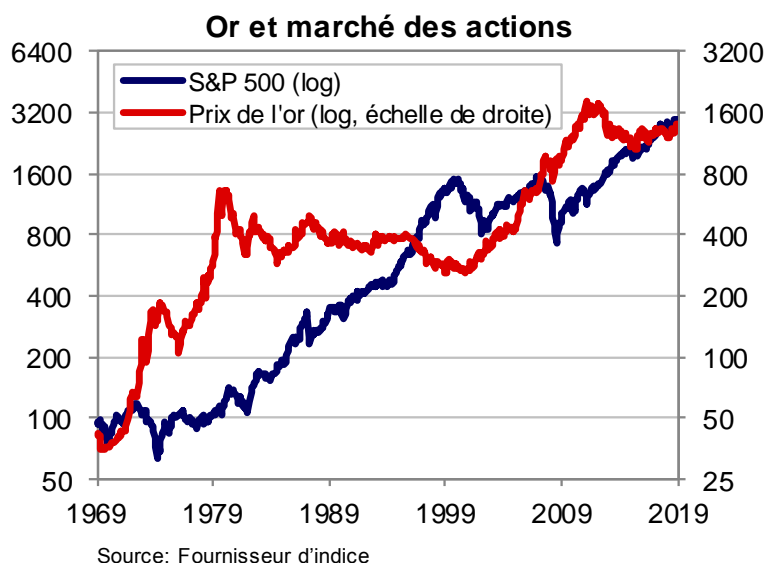
L'or permet une diversification du portefeuille

L'or est une classe d'actifs qui permet de diversifier un portefeuille d'actions et d'obligations. Cette caractéristique est due à son rendement décorrélé de celui des actions et des obligations (voir le tableau, dernière ligne). On notera que la corrélation entre l'or et les actions est proche de zéro tant sur les marchés boursiers haussiers que baissiers.

L'or diversifie mais ne protège pas

Comme l'indique le graphe, l'or ne présente pas nécessairement un rendement positif sur des marchés boursiers baissiers. Après le rallye des années 1970, durant une phase d'inflation (et des baisses de cours des actions et des obligations), l'or a nettement baissé, mais il a moins souffert que les actions durant la baisse des bourses de 2000 à 2003 et la chute de 2008 (au pire de la crise financière).

Les rendements des actions et des obligations sont négativement corrélés à long terme. Les obligations à long terme constituent la meilleure classe d'actifs pour diversifier le risque des actions. L'or par contre est la classe d'actifs qui diversifie le risque d'inflation, un événement qui fait baisser tant les actions que les obligations.



Les rendements obligataires sont négatifs en Suisse et en Allemagne si bien que les obligations offrent probablement une moins bonne protection au risque des actions que par le passé. Mais les rendements négatifs ne peuvent pas aller au-delà d'une certaine limite, même pendant une récession. Cette considération plaide en faveur de l'or dans un portefeuille d'investisseur européen (l'argument n'est pas valable pour les Etats-Unis, où les rendements obligataires sont positifs tout au long de la courbe des taux).

L'or surperforme les actions durant plusieurs périodes, même s'il sous-performe à long terme (graphe du haut, page suivante).

Rendements et risques

Rendement et risque	Or		Ind. mat. prem.	Actions			Obligations	
	Or	Mineurs		Monde	Suisse	Europe	CHF	EUR
Rdt annuel	6.6%	0.0%	-3.9%	5.4%	6.2%	4.0%	2.4%	2.0%
Volatilité	13.0%	28.9%	26.9%	19.1%	17.3%	20.3%	2.8%	5.6%
Meilleur trimestre	15.0%	35.3%	28.7%	22.1%	20.5%	22.6%	4.8%	8.2%
Pire trimestre	-27.0%	-44.4%	-67.6%	-29.0%	-28.5%	-30.7%	-3.0%	-13.8%
Corrélation	1.00	0.78	0.18	0.06	0.01	0.00	0.15	0.12

Note: Monnaie de réf. franc. Données trimestrielles 1996-2016 *Corrélation avec les actions aurifères (indice rdt brut total). Source: Fournisseur d'indice, estimations propres

L'or et les taux d'intérêt

Le graphe du bas montre le rendement des obligations du Trésor américain et le prix de l'once. La corrélation entre les deux était très forte durant les années 1970 (les rendements obligataires et le cours de l'or ont évolué en tandem à la hausse et à la baisse). Comme le rendement obligataire a baissé durant les années 1980 et 1990, le prix de l'or a suivi. Un changement est intervenu dans les années 2000 quand le métal jaune s'est fortement apprécié (en réponse à la hausse des coûts de production et aux capacités de production restreintes) dans le sillage de la baisse continue des rendements obligataires.

Le rendement de l'or est très volatil

En termes de profil de risque (volatilité du rendement), l'or se rapproche davantage des actions que des obligations (voir le tableau à la page précédente). Cette constatation incite à ne pas trop accroître la pondération de l'or élevée dans un portefeuille, sauf pour les périodes durant lesquelles l'investisseur est persuadé des perspectives positives du métal jaune.

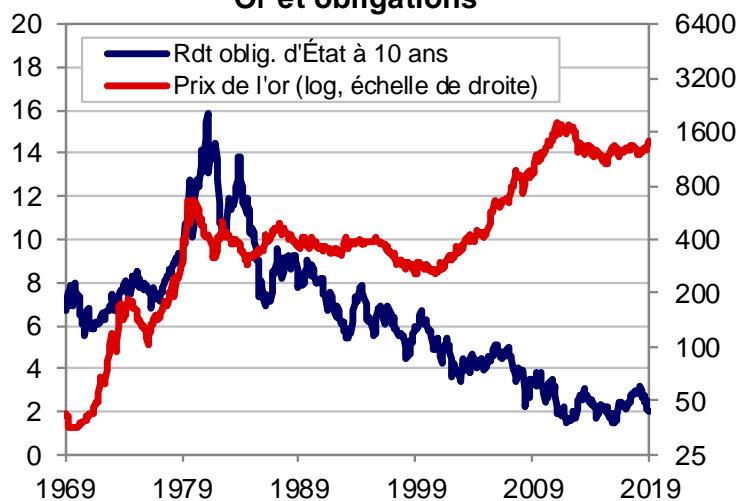
Le profil de risque des mines d'or (volatilité et pire trimestre) justifie la préférence pour l'or, par rapport aux actions minières, pour diversifier le portefeuille. Nos optimisations de portefeuille concordent avec les considérations de cette section. Sur la base de 25 ans de données, nous pensons que l'or aide à diversifier les risques du portefeuille (mais les résultats suggèrent une pondération qui ne dépasse 10 à 15% dans un portefeuille d'actions et d'obligations).

Or par rapport aux actions (S&P 500)



Source: Fournisseur d'indice, estimations propres

Or et obligations



Source: Fournisseur d'indice

Conclusion: le risque/rendement est favorable à l'or

Depuis l'Antiquité, l'homme accorde sa confiance à l'or en tant que moyen de paiement et de réserve de valeur. L'or est la monnaie dont l'histoire est clairement la plus longue. C'est de bon augure pour son statut futur, même dans l'éventualité d'une crise.

Les analyses présentées dans ce document suggèrent que l'intérêt des investisseurs pour l'or devrait augmenter ces prochaines années.

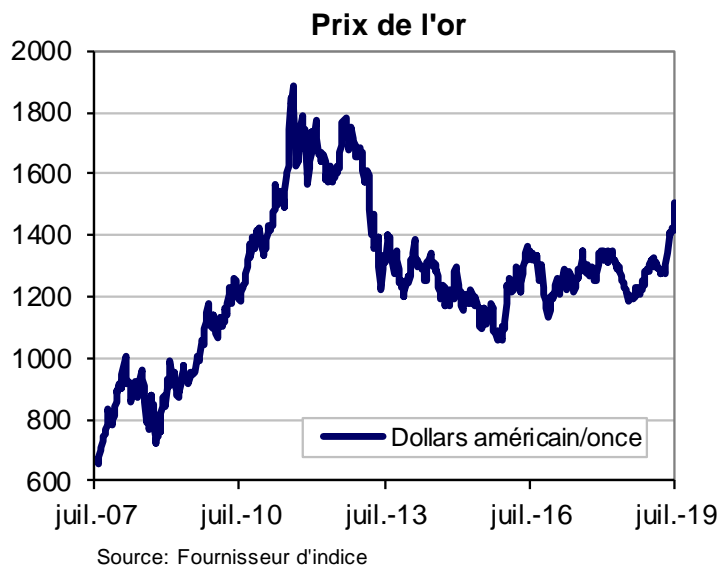
La politique monétaire européenne en territoire inexploré

L'époque monétaire actuelle diffère de toutes les expériences rencontrées jusqu'ici. Les rendements des obligations d'Etat sont négatifs en Suisse et en Allemagne, même pour les échéances à 10 ans. Dans le monde, près de 25 % de toutes les obligations, c'est-à-dire l'équivalent de plus de 12 000 milliards de dollars américains, ont un rendement négatif. Ce phénomène ainsi que le fait que les banques en Suisse (et dans une certaine mesure, dans la zone euro) facturent de plus en plus d'intérêts sur les dépôts des clients rendent la détention d'un actif à rendement zéro comme l'or attrayante. La situation diffère grandement du passé, lorsque les détenteurs d'or devaient renoncer aux rendements souvent élevés des obligations et des dépôts bancaires.

Un autre aspect est à relever: dans cet environnement de bas rendement, les banques centrales doivent gérer le problème de la limite de 0%. C'est une contrainte majeure pour la politique monétaire au cas de contraction économique marquée.

Gouvernements: faible marge budgétaire

A l'image des banques centrales, les gouvernements n'ont guère de marge de



manœuvre s'ils veulent stimuler la conjoncture par des programmes de relance budgétaire en cas de récession. Les marchés financiers sont de moins en moins prêts à financer de tels projets après des décennies d'augmentation de la dette publique.

Risques économiques accrus

Dans un tel contexte de politiques budgétaires et monétaires, les risques macroéconomiques sont structurellement plus élevés que dans le passé. En outre, après la plus longue expansion économique de l'histoire aux Etats-Unis et dans de nombreuses régions d'Europe, la probabilité s'accroît qu'une récession survienne ces prochaines années.

Soutien de la demande et dynamique de l'offre

Au sein des acheteurs d'or, les banques centrales appartiennent aux principaux contributeurs de la demande depuis 2010. Nous prévoyons qu'il en ira de même ces prochaines années.

L'offre a dans l'ensemble été suffisante pour satisfaire la demande ces dernières années. Mais le risque de rupture d'approvisionnement à moyen terme s'est accru puisque les mines ont épuisé une partie de leurs réserves et que les découvertes d'or ont été limitées ces dix dernières années. Au total, l'offre et la dynamique des réserves plaident en faveur de l'or.

“Les moteurs du prix de l'or sont les incertitudes et le cycle d'investissement des groupes miniers. Nous pensons que ces deux facteurs soutiennent l'or actuellement”

Pas cher

Ces dernières années, l'or s'est légèrement apprécié malgré la fermeté du dollar (souvent un facteur négatif pour l'or). Le prix du métal jaune se situe actuellement dans la moyenne historique en termes de multiple des coûts de production. L'or n'est donc pas cher, ce qui contraste avec le sommet de plus de 1900 dollars l'once enregistré lors de la crise de la dette de la zone euro

Or: intéressant pour la diversification du portefeuille

Comme les rendements de l'or ne sont pas corrélés avec ceux des principales classes d'actifs (par exemple actions et obligations), le métal jaune aide à améliorer les caractéristiques de risque/rendement des portefeuilles. C'est encore plus vrai dans un monde de rendements négatifs pour les obligations souveraines européennes les plus sûres (Suisse et Allemagne). Car les obligations perdent de leur contribution à la diversification dans cet environnement.

Les caractéristiques de risque/rendement de l'or – longs cycles haussiers et baissiers avec une volatilité supérieure aux obligations – justifient une augmentation modérée de la part de l'or dans les portefeuilles. Une exposition de 5 à 10% dans un portefeuille bien diversifié correspond parfaitement à cette conviction.



Décharge: Nous ne garantissons pas la validité des informations incluses dans ce document, bien qu'elles soient basées sur des sources publiques connues pour être fiables. Nous sommes indépendants et ne sommes en affaire avec aucune des sociétés mentionnées dans ce rapport. Les avis, les estimations et les projections figurants dans ce rapport reflètent notre jugement à la date de l'écriture et sont sujet au changement sans avertissement. Nous n'avons aucune obligation de mettre à jour, modifier ou amender ce rapport ni d'aviser les lecteurs si quelque sujet, avis, opinion ou projection devaient changer par la suite ou devenir inexacts. Ce rapport est fourni uniquement à titre informatif et ne constitue en aucun cas une proposition d'acheter ou vendre les actions d'entreprises ou d'autres valeurs s'y rapportant ou de prendre une décision d'investissement. Ce rapport ne doit en aucun cas être disponible pour les résidents des États-Unis ou du Royaume-Uni ou pour tout autre personne à qui la loi pourrait interdire la distribution de ce rapport.

© de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A. 2019

de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A.
12, rue de la Corraterie
Case Postale 5335
CH-1211 Genève 11
T. +41 22 317 00 30
Fax +41 22 317 00 33
www.ppt.ch