

SPOTLIGHT | JUILLET 2020

OR ET ARGENT: UN MARCHÉ HAUSSIER APPELÉ À DURER

Points clés

- Malgré les rebonds impressionnants de 30% pour l'or et de 70% pour l'argent depuis les creux de mars, les métaux précieux sont probablement encore au tout début d'un marché haussier de long terme.
- Alors que les investisseurs centrés sur l'or ont déjà profité du passage à des taux d'intérêt réels (ajustés à l'inflation) négatifs ainsi que des achats de dettes publiques et privées par la Réserve fédérale américaine (Fed), le début d'un marché baissier du dollar américain, la ruée effrénée vers l'or et l'argent physiques plutôt que financiers, mais aussi les politiques budgétaires et monétaires coordonnées et axées sur la croissance sont autant d'éléments qui devraient servir de catalyseurs tant pour l'or que pour l'argent.
- En effet, même avec la forte hausse des prix des deux principaux métaux précieux, l'or reste en deçà de notre estimation de sa valeur d'équilibre par rapport à l'expansion monétaire qui a déjà eu lieu. Les prix de l'argent demeurent, quant à eux, historiquement bas en comparaison de ceux du métal jaune, les investisseurs ayant besoin de près de 78 onces d'argent pour acheter une once d'or, contre une moyenne historique proche de 52 onces d'argent pour une once d'or.
- Alors que la saison électorale américaine se terminera vers la fin 2020, et avec la poursuite des préparatifs de l'Union européenne (UE) pour la mise en œuvre du Fonds européen de relance, l'on peut s'attendre à un changement de cap politique en 2021: les Etats-Unis et l'UE vont probablement s'éloigner de la stabilisation de leurs économies respectives, visant à éviter le piège déflationniste qui a frappé le Japon, pour mener simultanément des politiques budgétaires et monétaires d'assouplissement à une échelle sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale.
- Dans ce contexte, l'or pourrait poursuivre son rally jusqu'à USD 2'100 l'once. En ce qui concerne l'argent, nous cherchons à établir des positions dans la perspective de la poursuite du marché haussier jusqu'en 2021. Avec l'intensification de la ruée vers le métal physique, nous continuons de préférer l'or et l'argent physiques à leurs homologues financiers.

UBP

Or et argent - Au tout début d'un marché haussier de long terme

Le rally de l'or et de l'argent depuis le début l'année est certes impressionnant. Cependant, par rapport aux trois phases haussières séculaires de chaque métal depuis 1971, les marchés haussiers actuels sont bien en deçà de leurs épisodes précédents en termes de durée et de rapport prix/rendement (voir les tableaux ci-dessous).

Bien que n'étant pas directement comparable aux épisodes précédents, le rally de l'or au cours de la dernière année présente des similitudes avec chacun des marchés haussiers précédents.

La phase haussière de 1971 des métaux précieux a coïncidé avec un choc de confiance sur le dollar américain lorsque le président de l'époque, Richard Nixon, a mis fin à la convertibilité de la monnaie nationale en or, ce qui a provoqué une ruée pour convertir des dollars américains en métaux précieux.

La fin des années 1970 a été caractérisée par des taux d'intérêt réels (ajustés à l'inflation) négatifs sur une longue période, à l'image de ce que les Etats-Unis connaissent actuellement pour la première fois de façon soutenue en quatre décennies.

Au début du XXI^e siècle, le marché haussier des métaux précieux a vu une baisse des taux d'intérêt réels, un régime de taux d'intérêt nuls, et une expansion du bilan de la Fed.

En effet, les variations des taux d'intérêt réels et des émissions monétaires servent, depuis longtemps, de catalyseurs pour l'or. Dans le cycle actuel, l'émission monétaire de la banque centrale américaine a connu un rythme sans précédent depuis au moins 1960.

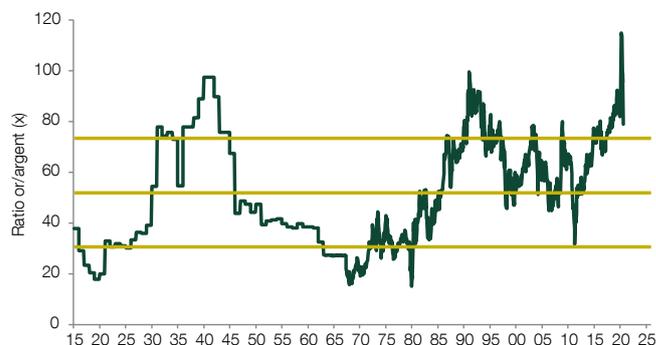
Nous sommes encore au tout début du marché haussier séculaire de l'or et de l'argent

Or	1971-75	1976-80	1999-2011	2018-
Duration (années)	3,88	3,45	12,28	1,60
CAGR	50,3%	84,0%	17,8%	29,7%
Performance totale	386,5%	721,3%	647,1%	51,5%

Argent	1971-74	1976-80	2001-2011	2018-
Duration (années)	2,48	4,14	9,55	1,60
CAGR	76,1%	69,9%	29,4%	31,0%
Performance totale	307,0%	800,5%	1072,9%	54,1%

Sources: Bloomberg Finance L.P. et UBP

Même avec un rally de 30% depuis mars, l'or reste en deçà de la valeur d'équilibre d'USD 2'100-2'300 l'once suggérée par les tendances M2



Sources: Macrotrends.net, Bloomberg Finance L.P. et UBP

Ainsi, alors que l'or a été volatil autour de la tendance à long terme de la croissance monétaire M2 aux Etats-Unis, la tendance M2 offre aux investisseurs un bon cadre à long terme pour la sur/sous-évaluation du métal jaune. Avec cette approche, il s'avère que, malgré son rally de 30% depuis les creux de mars, l'or reste en deçà de la fourchette de valeur d'équilibre d'USD 2'100-2'300 l'once suggérée par les tendances M2.

De même, tandis que l'or est toujours sous-évalué, même avec un rally de 70% des prix de l'argent, ces derniers demeurent historiquement bas par rapport à ceux de l'or au cours du siècle dernier. A un peu plus de 78 onces d'argent nécessaires pour acheter une once d'or, cela se compare à une moyenne centenaire de 52 onces d'argent pour acheter une seule once d'or, ce qui implique des prix de l'argent supérieurs à USD 30 l'once.

Cependant, les Etats-Unis n'ayant pas réussi à contenir les infections au Covid-19 dans leur économie, il semble qu'un deuxième cycle de soutien budgétaire sera nécessaire, ce qui obligera la Fed à soutenir de nouveau ces efforts par le biais de futurs achats d'obligations. Notons que la Fed a déployé des mesures d'assouplissement quantitatif plus traditionnelles, principalement via des achats de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) en mars et en avril.

Pour l'avenir, cependant, en plus de ces outils, la banque centrale conserve près d'USD 3'000 mia de dollars de liquidités disponibles dans la gamme de nouvelles facilités de liquidité qui lui ont été accordées par le Congrès américain. Elle peut ainsi intervenir directement sur le marché du crédit «corporate» et les marchés publics américains nationaux et locaux, ainsi que par le biais de prêts directs aux petites entreprises dans l'économie américaine. Le déploiement

de ces outils est probablement anticipé par les marchés à la lumière du récent rally de l'or et de l'argent après leur pause du deuxième trimestre dans leurs mouvements de hausse respectifs.

La guerre contre le Covid-19 = Déficits budgétaires + Taux d'intérêt réels négatifs

Cela étant, les investisseurs devraient se tourner vers l'Europe alors qu'ils se préparent à la prochaine étape de la bataille pour se remettre de la pandémie. Tandis que les Etats-Unis restent embourbés dans un «no man's land» entre le confinement et la normalisation, l'Europe entame le lent processus de réparation et de relance à la lumière des dommages économiques causés par la pandémie.

Ayant stabilisé son économie grâce à une offre illimitée de liquidités de sa banque centrale, l'Europe s'apprête à changer de réponse budgétaire: après s'être focalisée sur la lutte contre la pandémie et avoir remplacé la perte de revenus des ménages et des entreprises, elle se concentre désormais sur la relance et la croissance de l'économie au sens large via le Fonds européen de relance.

Ce fonds est d'autant plus important qu'il représente la première dette partagée en Europe, la Commission européenne empruntant EUR 750 mia sur les marchés financiers et accordant des subventions de plus d'EUR 300 mia aux Etats membres pour financer les plans nationaux de relance et de réforme.

Bien que les investisseurs soient à juste titre sceptiques compte tenu de la nature irrégulière («start-stop») de la réforme européenne, il s'agit de la première opportunité parmi les grands blocs économiques de faire en sorte que les mesures de relance budgétaire axées sur la croissance soient assorties d'un financement monétaire «quoi qu'il en coûte».

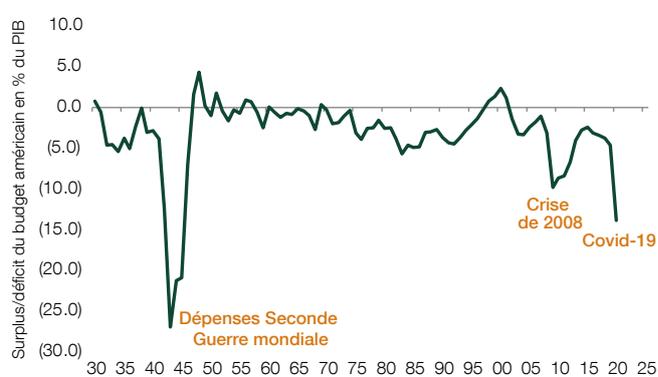
A ce jour, les Etats-Unis et le Japon ont aussi adopté une approche monétaire sans contraintes. Cependant, leurs efforts budgétaires ont davantage visé à compenser la perte de revenus des entreprises due aux mesures de confinement ou à remplacer celle des ménages. Ces réponses sont à l'image de l'approche du Japon face aux chocs de demande continus depuis l'éclatement de sa propre bulle en 1989.

En revanche, la Commission européenne pourrait se lancer dans une solution politique plus proche de la coordination budgétaire et monétaire qui caractérisait le régime politique américain du début des années 1940 alors qu'il se préparait à se battre pendant la Seconde Guerre mondiale. Bien que les déficits budgétaires soient importants par rapport à ceux des dernières années, ils font pâle figure par rapport aux 20-25% du PIB américain pendant plusieurs années consécutives au début

des années 1940 (voir le graphique ci-après), financés par une Fed qui a fait baisser les taux d'intérêt jusqu'à 10-15% en dessous de l'inflation pour soutenir l'effort.

Même avec un vaccin ou des traitements efficaces contre le Covid-19, les gouvernements devront sans doute recourir à des mesures budgétaires pour à la fois remodeler leurs économies dans un monde post-confinement et alléger les charges sociales de cette transformation économique. Ces politiques devraient, à notre avis, servir de catalyseurs aux marchés haussiers de l'or et de l'argent.

Les politiques pour lutter contre le Covid-19 peuvent refléter celles adoptées par les Etats-Unis lors de la Seconde Guerre mondiale



Source: Banque de Réserve fédérale de St-Louis

La demande croissante d'or et d'argent physiques comme catalyseur additionnel

Bien que le marché haussier actuel de l'argent et de l'or présente des similitudes avec les phases haussières précédentes, l'une des caractéristiques du marché haussier en développement est la demande croissante et l'écart qui se creuse de plus en plus entre la disponibilité du métal physique et la prolifération des créances financières sur le métal qui ont été développées au cours des dernières années.

En effet, la prolifération des ETF (exchange-traded funds) adossés à l'or et l'intérêt pour ces fonds sont passés de pratiquement zéro au milieu des années 2000 à une situation où ces instruments financiers détenaient près de 3'000 tonnes d'or à la mi-2020. Cela souligne ainsi l'importance croissante des produits financiers liés au métal jaune.

Dans ce contexte, la concurrence pour l'or et l'argent physiques a fortement augmenté à la suite de la pandémie. Les investisseurs sur les marchés à terme («futures») qui, historiquement, ont rarement pris livraison de leurs contrats à terme sur l'or et l'argent, exigent de plus en plus la livraison effective des contrats sous-jacents, ce qui fait pression sur les stocks de métaux physiques détenus par le COMEX.

Au plus fort de la crise de Covid-19, les détenteurs du contrat à terme d'avril sur l'or ont en effet notifié la livraison du métal sous-jacent représentant au total près de 62% du stock admissible au COMEX à l'époque. Bien que cette pression se soit quelque peu atténuée à mesure que les stocks augmentaient, les détenteurs du contrat de juin se sont prononcés pour la livraison de plus de 5,5 millions d'onces d'or ou de plus de 33% du stock admissible.

En mai, la situation de l'argent semblait gérable avec l'équivalent de 22% du stock admissible en attente de livraison. Cependant, avec des mines en Amérique latine (51% de l'offre mondiale) fermées pendant une grande partie du deuxième trimestre en raison du Covid-19, la ruée vers le métal physique s'est intensifiée avec plus de 81 millions d'onces d'argent livrables en juillet, soit près de 41% du stock admissible.

Pour l'avenir, la situation de l'argent semble particulièrement critique. En supposant que 14% des positions ouvertes sur le contrat de septembre, un taux tout aussi modeste, soient allouées à la livraison, près du niveau observé en juillet, cela représenterait 95 millions d'onces d'argent et plus de 47% du stock admissible dans les entrepôts du COMEX.

Une demande croissante de livraison physique pèse sur les stocks d'or et d'argent du COMEX



Sources: CME Group, Bloomberg Financial L.P. et UBP

* % du stock admissible en supposant que 14% des positions ouvertes sur le contrat soient allouées à la livraison comme en juillet 2020

Investir dans l'or et l'argent dans un contexte de marché haussier

Malgré le gain de plus de 50% de l'or depuis que la Fed a mis fin à son cycle de hausse des taux à la fin de 2018, le métal jaune reste au tout début d'un marché haussier de long terme. En conséquence, même avec la solide performance des dernières semaines, pour les investisseurs qui n'ont participé à aucun rally à ce jour, nous continuons de voir un rapport risque/rendement attractif pour l'avenir, l'or demeurant au cœur de notre positionnement refuge dans les portefeuilles.

En ce qui concerne l'argent, étant donné que le rally de juillet laisse les prix proches de nos objectifs pour 2021, les investisseurs devraient profiter des reculs temporaires du métal pour établir des positions. Avec une volatilité nettement plus élevée que celle de l'or, les investisseurs centrés sur l'argent devraient initier des positions de manière opportuniste lorsque des reculs apparaissent dans le contexte du marché haussier à long terme que nous prévoyons.

Pour l'or et l'argent, nous continuons de privilégier les investissements dans le métal physique sous-jacent lorsque cela est possible. Avec la demande de métal physique qui ne cesse de croître parmi les investisseurs, les acheteurs d'or et d'argent pourraient un jour être confrontés à la perspective que l'or financier (via les ETF, contrats à terme, produits dérivés, etc.) n'ait pas le soutien total des métaux physiques lorsque la livraison sera demandée.

Bien qu'il s'agisse certes d'un risque extrême («tail risk») auquel les investisseurs sont confrontés, avec l'or en particulier qui sert de valeur refuge dans de nombreux portefeuilles, le fait de découvrir que cet actif «sûr» représente en réalité un risque de crédit d'une institution financière peut se révéler être une surprise indésirable en période de stress sur les marchés.

Auteurs



Michaël Lok

Chief Investment Officer (CIO) Groupe et
Co-CEO Asset Management

michael.lok@ubp.ch



Norman Villamin

Chief Investment Officer (CIO)
Wealth Management et
Responsable Allocation d'actifs

norman.villamin@ubp.ch



Peter Kinsella

Responsable Stratégie Devises

peter.kinsella@ubp.com



Yves Cortellini

Responsable adjoint
Allocation d'actifs

yves.cortellini@ubp.ch

Informations importantes

Ce document est une communication marketing contenant des INFORMATIONS GÉNÉRALES sur les services financiers; il reflète la seule opinion de l'Union Bancaire Privée, UBP SA et/ou d'une entité du Groupe UBP (ci-après l'«UBP») à la date de son émission. Le présent document ne constitue pas et ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de conclure une transaction avec l'UBP, ou d'acheter, de souscrire ou de vendre des devises, produits ou instruments financiers, ou encore d'effectuer un investissement, ou de participer à des stratégies de trading spécifiques dans un territoire où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée; il n'est pas destiné aux personnes auxquelles il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Ce document vise uniquement à fournir une vue d'ensemble à des fins de discussion dans le but de déterminer l'intérêt du client. Il ne remplace pas un prospectus, une Feuille d'information de base (FIB/KID), un Document d'information clé pour l'investisseur (DICI/KIID), ou tout autre document juridique relatif à un instrument financier spécifique, lesquels peuvent être obtenus gratuitement sur demande auprès de l'UBP ou auprès du siège social de l'émetteur de l'instrument concerné, le cas échéant. Les opinions exprimées ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques du client.

L'UBP procède à des analyses sur les instruments financiers en se basant sur l'offre de marché et peut, à cette fin, entretenir et/ou chercher à développer des relations d'affaires avec des tiers. De plus, l'UBP peut créer ses propres instruments financiers. Les présentes informations génériques ne sont par conséquent pas indépendantes des intérêts propres de l'UBP ou de tiers liés à l'UBP, lesquels intérêts sont susceptibles d'entrer en conflit avec ceux du client. L'UBP dispose de directives internes visant à gérer les conflits d'intérêts et prend toutes les mesures organisationnelles appropriées pour prévenir de potentiels conflits d'intérêts.

Les informations contenues dans ce document ne sont le fruit ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB), ni d'études indépendantes sur les investissements conformément aux dispositions de la Directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers («MiFID»). La réglementation de l'Union européenne (UE) ne gouverne pas les relations conclues avec les entités UBP situées en dehors de l'UE.

Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document se fonde sur des informations et des données objectives, obtenues auprès de sources fiables. Cependant, l'UBP ne peut garantir que les informations figurant dans le présent document et collectées en toute bonne foi par ses soins sont exactes et exhaustives, et décline toute responsabilité pour toute perte ou tout dommage résultant de l'utilisation desdites informations. Les circonstances peuvent changer et affecter les données recueillies et les opinions exprimées au moment de la publication. Les informations contenues dans ce document sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. L'UBP décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, ni garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou quant aux éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes du document. L'UBP ne s'engage pas à mettre à jour ce document ou à corriger les éventuelles inexactitudes susceptibles d'être constatées après sa publication.

Ce document peut faire référence à des performances passées, lesquelles ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs. Toutes les déclarations contenues dans ce document autres que les déclarations sur des performances passées et sur des faits historiques sont de nature purement prospective. Les déclarations de nature prospective ne garantissent pas les performances futures.

Le traitement fiscal de tout investissement dépend de la situation individuelle du client et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications. Le présent document ne contient pas de conseil fiscal de l'UBP et ne reflète pas la situation individuelle du client.

Le présent document est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit, en totalité ou en partie. L'UBP interdit spécifiquement la redistribution du présent document, en tout ou partie, sans son autorisation écrite préalable, et décline toute responsabilité concernant les agissements de tierces parties à cet égard. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis ni aux personnes américaines («US Persons»), ou dans les juridictions où sa distribution par l'UBP serait limitée.

Suisse: L'UBP est agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Royaume-Uni: L'UBP est agréée par l'Autorité de régulation prudentielle (Prudential Regulation Authority, la «PRA»). Elle est assujettie à la réglementation de l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority, FCA) et elle est soumise à certaines règles de la PRA.

Dubai: Ce document marketing est communiqué par Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, une société agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority (la «DFSA»). Il est destiné uniquement à des clients professionnels et/ou à des contreparties du marché, et aucune autre personne ne saurait agir sur la base dudit document. Les produits ou services financiers auxquels ce document se rapporte ne sont disponibles que pour les clients professionnels et/ou les clients répondant aux critères de contrepartie du marché. Les données figurant dans le présent document sont fournies uniquement à titre d'information. Elles ne sauraient être considérées comme une offre d'achat ou de vente, ou comme une sollicitation pour une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier, ou une participation dans une stratégie de trading spécifique dans une quelconque juridiction.

Hong Kong: L'UBP possède une licence bancaire en tant que société réglementée par la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), et elle opère en tant qu'établissement enregistré par la Securities and Futures Commission (SFC), uniquement pour les activités de Type 1, 4 et 9 à Hong Kong. Les titres peuvent uniquement être offerts ou vendus à Hong Kong au moyen des documents suivants: (i) documents destinés aux «investisseurs professionnels» au sens de la Securities and Futures Ordinance (la «SFO») (Chapitre 571) de la législation de Hong Kong et de toute autre règle fixée par ladite SFO, ou (ii) «prospectus» au sens de la Companies Ordinance (la «CO») (Chapitre 32) de la législation de Hong Kong, ou documents constituant une offre au public au sens de la CO. Sauf autorisation en vertu des lois de Hong Kong, aucune personne ne peut émettre ou avoir en sa possession à des fins d'émission, que ce soit à Hong Kong ou dans un autre pays, un document publicitaire, une invitation ou un document relatif(ve) auxdits titres ciblant le public à Hong Kong, ou susceptible d'être rendu(e) accessible ou consultable par ledit public, à l'exception des cas où les titres sont destinés à être cédés uniquement aux personnes en dehors de Hong Kong, ou exclusivement aux «investisseurs professionnels» au sens de la SFO.

Singapour: L'UBP est une banque réglementée par la Monetary Authority of Singapore (la «MAS»). En vertu du Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapour, l'UBP opère, en outre, en tant que conseiller financier exempté d'autorisation pour fournir certains services de conseil financier. Aux termes de la Section 99(1) du Securities and Futures Act (Cap. 289) de Singapour (le «SFA»), l'UBP est également exemptée d'autorisation pour conduire certaines activités réglementées. Le présent document n'a pas été enregistré en tant que prospectus auprès de la MAS. Par conséquent, ce document ainsi que tout autre document ou toute autre publication en relation avec des recommandations génériques peuvent uniquement être diffusés ou distribués, directement ou indirectement, à Singapour aux personnes suivantes: (i) les investisseurs institutionnels au sens de la Section 274 du SFA, ou (ii) les personnes éligibles aux termes de la Section 275(1) du SFA, ou toute autre personne conformément à la Section 275(1A) du SFA, et aux conditions spécifiées à la Section 275 du SFA, ou (iii) toute autre personne en vertu de toute autre disposition applicable du SFA, conformément aux conditions de ladite disposition. Ce document n'a pas été révisé par la MAS.

Luxembourg: L'UBP est enregistrée auprès de l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Italie: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opère en Italie en vertu du passeport européen dont bénéficie sa société mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., valable pour l'ensemble du territoire de l'Union européenne, et est ainsi autorisée à fournir des services et à exercer des activités pour lesquels sa maison mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., a été habilitée au Luxembourg, où elle est réglementée par l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Monaco: Le présent document ne doit pas être considéré comme constituant une offre publique ou une sollicitation similaire en vertu de la législation de la Principauté de Monaco, mais il peut, à titre d'information, être mis à la disposition des clients d'Union Bancaire Privée, UBP SA, Succursale de Monaco, un établissement réglementé, en matière d'activités bancaires, par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et, en matière d'activités financières, par la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF).

© UBP SA 2020. Tous droits réservés.

