



21 janvier 2014

LE MARCHÉ HAUSSIER DE L'OR EST RÉSOLUMENT CHOSE DU PASSÉ

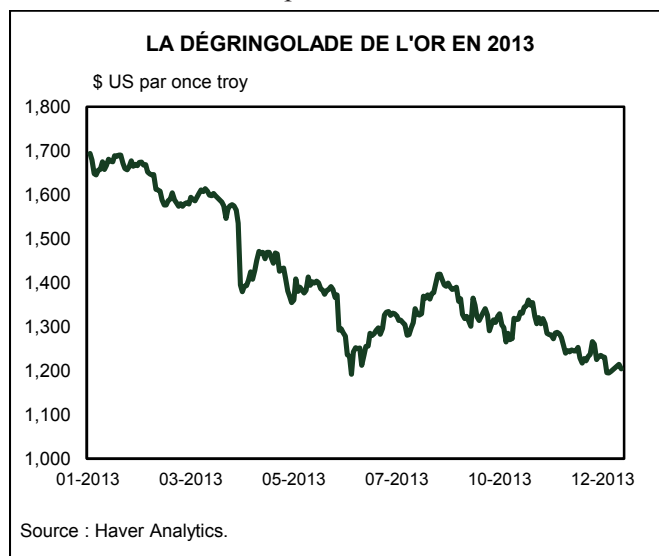
Faits saillants

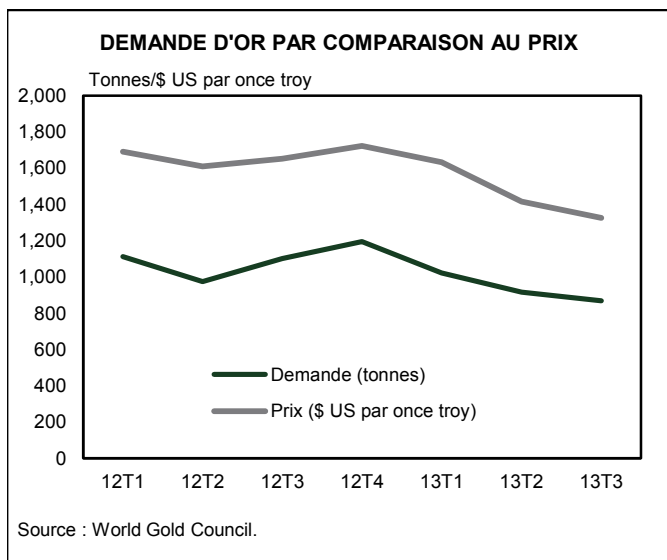
- L'effondrement du cours de l'or observé en 2013, celui-ci ayant affiché un recul de 29 % au cours de l'année pour s'établir à environ 1 200 \$ US l'once troy, constitue la pire performance du métal au cours des trois dernières décennies. Sans surprise, l'or a été l'un des actifs enregistrant le pire rendement en 2013, mettant ainsi fin à une progression qui s'était étalée sur une décennie.
- Les lourdes pertes de l'or en 2013 s'expliquent par plusieurs facteurs, y compris les attentes grandissantes relatives à la réduction du programme d'achat d'actifs de la Réserve fédérale américaine, l'excellente performance des marchés boursiers, lesquels procurent aux investisseurs en quête de rendements quantité de solutions de rechange, les restrictions sur l'importation d'or en Inde et l'appréciation du dollar américain par rapport aux autres principales devises.
- Même si la demande pour l'or négocié électroniquement s'est affaiblie, l'on ne saurait en dire autant de celle des consommateurs pour les lingots et les pièces. À preuve, à mesure que chutait le cours de l'or tout au long de 2013, la demande en bijoux a monté en flèche dans certains marchés de consommation clés comme la Chine et l'Inde.
- À court terme, l'or ne devrait pas essayer d'aussi importants contrecoups. Au contraire, nous nous attendons à une stabilisation de son cours. Nous prévoyons en effet que le métal précieux se négociera autour de 1 175 \$ US en 2014, avant de remonter légèrement à 1 280 \$ US en 2015.

Au cours de la dernière décennie, l'or a été l'une des catégories d'actifs affichant le meilleur rendement. Toutefois, la lancée du métal précieux s'est brusquement arrêtée en 2013. De fait, le prix de l'or a dégringolé l'an dernier, chutant de 29 %, soit sa pire performance en trois décennies. Le lingot d'or se négocie actuellement aux alentours de 1 245 \$ US, bien en deçà de son sommet historique de 1 895 \$ US enregistré en septembre 2011. Cette chute brutale n'est pas attribuable à un seul facteur en 2013, mais plutôt à l'enchaînement rapide de forces négatives, chacune ayant une incidence encore plus nuisible que la précédente. Dans le présent rapport, nous examinons les raisons expliquant la chute de l'or avant de porter notre attention sur l'orientation prochaine de son cours.

Les facteurs expliquant l'éclatement de la bulle de l'or

Comme nous venons de le mentionner, plusieurs facteurs ont joué dans l'éclatement de la bulle de l'or en 2013. À notre avis, quatre facteurs sont responsables de la chute du métal précieux, mettant ainsi fin à une progression qui durait depuis une décennie.





a) Les discussions entourant le sauvetage de Chypre ont effrayé les investisseurs

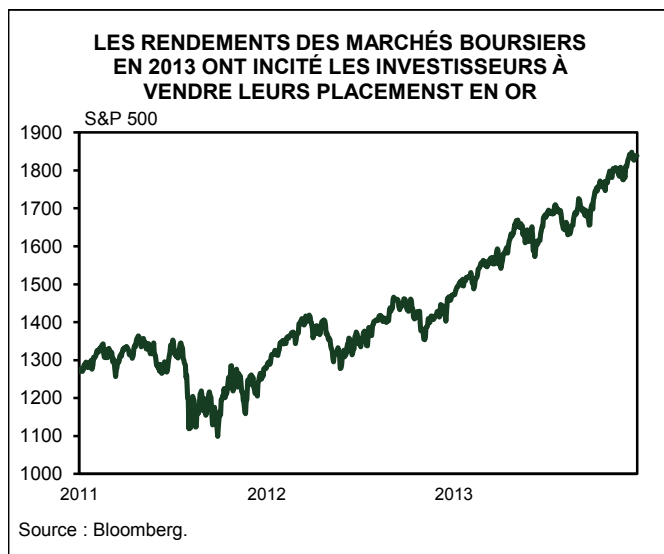
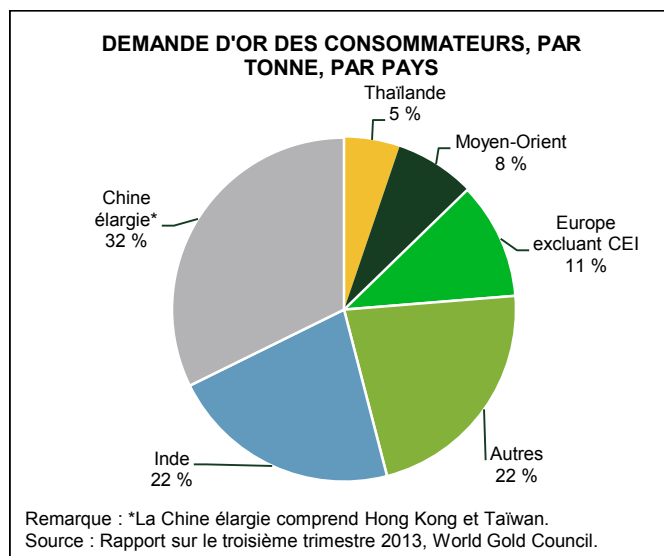
En avril 2013, les préoccupations se sont intensifiées à l'idée que Chypre pourrait être contrainte de liquider ses réserves d'or afin de financer un sauvetage de 400 millions d'euros. Bien que les réserves d'or de Chypre comptent pour une part négligeable (environ dix tonnes) des réserves mondiales, la perspective qu'un pays de la zone euro vende l'intégralité de ses réserves pour répondre aux pressions de financement a effrayé les investisseurs, qui ont craint que la même approche puisse être imposée à l'Italie, qui détient quant à elle environ 2 500 tonnes de lingots. Sous l'effet de l'incertitude et de la spéculation à ce sujet, le métal précieux a chuté en deçà de 1 500 \$ US l'once troy pour la première fois en 18 mois. Suivant d'intenses négociations, Chypre a pu bénéficier d'un plan de sauvetage qui n'exigeait pas qu'elle liquide ses réserves d'or. La réaction des marchés en a été une de grand soulagement. Dans les semaines qui ont suivi, l'or a rebondi, passant d'un creux de 1 380 \$ US à un sommet de 1 470 \$ US au début de mai.

b) La demande en placements en or s'est atténuée au profit d'options plus alléchantes

Lorsque se sont intensifiées les spéculations entourant la situation de Chypre, les fonds négociés en bourse (FNB) d'or ont été les premiers à s'en ressentir. Cette situation n'a rien d'étonnant, toutefois, puisque l'achat de parts de ces fonds, combiné à celui des lingots qui leur servent de garantie, a tendance à accentuer tant les mouvements à la hausse qu'à la baisse du cours de l'or. Le plus important FNB d'or au monde, le SPDR Gold Trust, a subi le troisième plus impor-

tant retrait de l'histoire sur une période de seulement quatre jours. À mesure que l'année a avancé, les investisseurs ont continué à se détourner des FNB d'or. Selon le World Gold Council, la demande en placements en or mesurée en tonnes a reculé de 56 %, en grande partie en raison des sorties des FNB au troisième trimestre de 2013. Les résultats préliminaires du quatrième trimestre ne présagent pas non plus une amélioration notable.

Mais au-delà du sentiment aigri des investisseurs, pour quelles raisons se détournaient-ils soudainement en masse de l'or négocié électroniquement? Une explication plausible est que des options de placement plus alléchantes s'offraient aux investisseurs en quête de rendements. En 2013, des marchés boursiers un peu partout dans le monde ont enregistré une croissance à deux chiffres. À titre d'exemple, le S&P 500 a connu une hausse de 26 % sur 12 mois en 2013, soit la plus

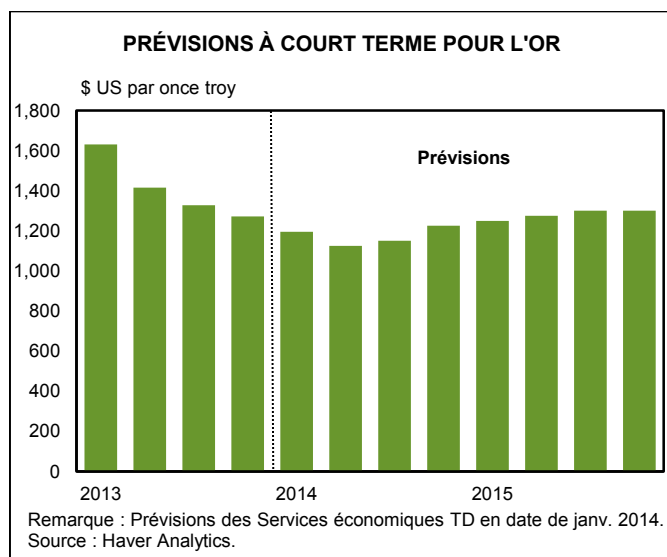


importante hausse annuelle en 15 ans. D'autres marchés internationaux ont également affiché une progression de plus de 10 %, y compris le Nikkei 225 et le FTSE 100. De façon générale, les actions ont rapporté plus que les produits à revenu fixe en 2013. L'or n'a pas su maintenir la cadence, surtout parce que l'or physique est illiquide et, tout comme l'or négocié électroniquement, n'offre aucun dividende. Les taux des obligations américaines ont augmenté durant l'année, accroissant du même coup le coût de renonciation associé au fait d'investir dans un actif comme l'or. En termes simples, l'or a perdu un peu de son lustre à titre de placement, en grande partie parce que les investisseurs ont trouvé de plus intéressantes occasions de placement ailleurs.

c) L'Inde a imposé des restrictions sur l'importation d'or

La chute des avoirs en FNB a mené à une baisse presque simultanée de la demande d'or. Si l'on considère le bon côté de la situation toutefois, l'or se négociant à meilleur marché a entraîné une hausse de la demande en bijoux, en pièces et en lingots de la part des consommateurs, laquelle a ainsi servi à compenser les mouvements à la baisse du cours de l'or.

Cette hausse de la demande a été particulièrement notable en Inde, le deuxième plus important pays consommateur d'or au monde. Le taux d'inflation annuel a augmenté dans ce pays en même temps qu'a chuté le prix de l'or. La simultanéité de ces deux tendances a renforcé l'attrait de l'or aux yeux des citoyens indiens. Participant à ce qu'on pourrait appeler une « miniruee » vers l'or, ils ont acheté 15 tonnes du métal en seulement trois jours. Cette hausse des importations d'or a creusé le déficit courant du pays, si bien que la Reserve Bank of India (RBI) a imposé des restrictions sur l'importation d'or au début de mai. Deux mois plus tard, la RBI a interdit la négociation de l'or dans certaines zones économiques tout en exigeant que 20 % de l'or importé soit retourné à son pays d'origine. Le gouvernement indien a également augmenté les droits à l'importation sur l'or à plusieurs reprises. Selon le World Gold Council, l'ensemble de ces changements de politique a mené à une baisse de 50 % de la consommation d'or en Inde au troisième trimestre; cela dit, ce pourcentage ne tient pas compte des entrées non officielles qui ont pu avoir lieu. Suivant tous ces changements, le cours de l'or a oscillé autour de 1 192 \$ US à la fin de juin.



d) Les banques centrales ont réduit leurs achats d'or, et les États-Unis ont abordé la réduction de leur programme d'assouplissement quantitatif

Les mesures d'assouplissement quantitatif aux États-Unis et la crise de la dette souveraine de la zone euro avaient accentué le rôle de l'or comme protection contre l'inflation et comme instrument de placement plus intéressant que les obligations d'État. Cependant, lorsque s'est atténuée la crise de la zone euro et qu'ont pris forme les spéculations des investisseurs quant à la fin de l'assouplissement quantitatif, les craintes liées à l'inflation se révélant par ailleurs clairement erronées, l'or a tout simplement perdu de son attrait.

Dans les mois suivants, les commentaires du président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, au sujet d'une fin prochaine de l'assouplissement quantitatif, les sorties de capitaux, particulièrement dans les marchés émergents, ont réduit la capacité des banques centrales à acheter de l'or. De plus, ces commentaires ont contribué à renforcer le dollar américain. En effet, le dollar américain pondéré en fonction des échanges a affiché une hausse de 3,2 % en décembre 2013 par rapport à l'année précédente. Les prix des produits de base (y compris de l'or), dont la valeur est établie en dollars américains, ont subi des pressions baissières. Si le véritable début de la réduction de l'assouplissement quantitatif s'est fait attendre jusqu'en décembre 2013, les marchés, à ce moment, avaient déjà pris en compte l'effet de la réduction. Pour tout dire, l'or ne s'en est porté que plus mal, terminant 2013 à près de 1 200 \$ US.

Les perspectives pour l'or en 2014 et en 2015

Nous ne prévoyons pas une autre chute de l'or en 2014 et en 2015. En fait, au moment de rédiger le présent article, le métal est en hausse de 3,8 % depuis le 31 décembre. Mais même si les récents vents contraires s'atténueront, les perspectives du métal précieux présentent encore quelques défis. Nous croyons que les attentes et les fluctuations quant à l'offre et à la demande ont déjà été prises en compte dans le marché de l'or. Par conséquent, nous prévoyons que le cours de l'or se stabilisera au cours des deux prochaines années, oscillant autour de 1 175 \$ US en 2014, avant de remonter à environ 1 280 \$ US en 2015.

La Réserve fédérale américaine poursuivra la réduction de son programme d'achat d'actifs, ce qui favorisera encore davantage le dollar américain par rapport aux autres principales devises. Cette hausse du dollar américain représentera un vent contraire pour les produits de base, y compris l'or. Cela dit, la Fed demeurera très patiente dans la mise en œuvre de ses efforts de réduction, afin d'éviter une hausse trop prononcée des taux obligataires. Ainsi, tandis que le taux des obligations américaines devrait progresser encore en 2014 et en 2015, les augmentations à prévoir seront modestes et graduelles.

La faiblesse des taux d'intérêt soutient la demande en placements en or, mais l'appétit global des investisseurs à ce chapitre sera comparé à celui pour d'autres actifs générant un revenu. À court terme, les marchés boursiers continueront vraisemblablement à attirer les flux d'investissement, mais les rendements globaux, particulièrement aux États-Unis, devraient être moins spectaculaires qu'en 2013. À mesure que les taux d'intérêt à court et à moyen terme s'éloignent progressivement de leurs creux historiques, les instruments à revenu fixe paraîtront de plus en plus attrayants en tant que solutions de rechange à l'or.

S'il y a un aspect positif pour l'or, toutefois, c'est que la Banque du Japon continuera à imprimer de l'argent et que d'autres banques centrales maintiendront en place des politiques monétaires particulièrement accommodantes. Par ailleurs, nous ne prévoyons pas que les banques centrales deviendront des vendeurs nets d'or à court terme, étant donné le besoin continu de diversifier leurs réserves étrangères.

La Chine est actuellement le plus important consommateur et producteur d'or au monde. L'Inde suit de près au chapitre de la demande des consommateurs. Nous anticipons que la demande en or physique demeurera forte dans ces deux pays, particulièrement la demande en pièces, en lingots et en bijoux. Les médias ont avancé des hypothèses

quant à la possibilité que le gouvernement indien retire prochainement certaines des restrictions à l'importation d'or mises en place en 2013. Deux raisons ont d'ailleurs été invoquées. D'abord, les changements de politique ont entraîné une hausse involontaire des entrées non officielles d'or au pays. Ensuite, le déficit courant de l'Inde s'est beaucoup amélioré depuis l'adoption des mesures. Si les restrictions étaient assouplies, le cours de l'or subirait des pressions à la hausse. Enfin, la croissance de la classe moyenne et l'augmentation du revenu disponible en Chine, en Inde et dans d'autres marchés émergents appuient la perspective d'une demande relativement forte de la part des consommateurs à court terme.

Selon le World Gold Council, une fluctuation de l'offre d'or ne devrait pas être un facteur important sur la période visée par nos prévisions. Les cours plus faibles de l'or ces derniers temps ont vraisemblablement atténué l'accroissement de l'offre sur le marché. Les producteurs ont également déployé plus d'efforts pour réduire les coûts liés à l'exploration afin de maintenir la rentabilité des mines. Par contre, si les restrictions relatives à l'importation d'or étaient assouplies en Inde, l'offre en or pourrait de nouveau faire l'objet de pressions.

Conclusion

En tenant compte de tous ces aspects, le cours de l'or se stabilisera vraisemblablement au cours des deux prochaines années. Nos prévisions sont divisées entre économies avancées et émergentes et selon le type de demande. De plus, étant donné l'amélioration de la confiance des consommateurs et des entreprises, de même que l'amélioration des performances des économies avancées, le coût de renonciation associé à un actif comme l'or, qui ne génère pas un revenu périodique, au contraire des actions ou des titres à revenu fixe, continuera de s'accroître. Par contraste, les marchés émergents continueront vraisemblablement à se tourner vers l'or comme moyen de diversifier leurs réserves étrangères et de se protéger contre une éventuelle faiblesse du dollar américain. La demande des consommateurs en or physique en Chine, en Inde et dans d'autres marchés devrait également demeurer forte par suite de la croissance de la classe moyenne et du revenu disponible.

Au sein d'un portefeuille de placements, toutefois, l'or peut tout de même jouer un rôle dans le cadre d'une stratégie de couverture visant à contrer d'éventuelles surprises désagréables. Néanmoins, les investisseurs obtiendront d'un tel placement des rendements inférieurs à ceux observés au cours de la dernière décennie.

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.