



UNION BANCAIRE PRIVÉE



COMMITTED TO YOU

**Coninco Master Class - Vevey**

**7 & 8 novembre 2011**

# Lôr est-il un refuge économique ou stratégique?

**Olivier Dumuid**  
**Jean-Pierre Buchs, CFA**

UBP GESTION INSTITUTIONNELLE SA | Rue Robert-Estienne 8 | CP 1320 | 1211 Genève 1, Suisse  
Tél.: +4122 310 56 50 | Fax: +4158 819 26 30

# Sommaire

|                                                              | Page |
|--------------------------------------------------------------|------|
| ■ Avez-vous investi dans les matières premières?             | 3    |
| ■ Or: l'offre et la demande                                  | 16   |
| ■ Les atouts de l'or dans un portefeuille                    | 27   |
| ■ L'or va-t-il poursuivre sa hausse?                         | 37   |
| ■ Les différents véhicules pour investir dans le métal jaune | 46   |

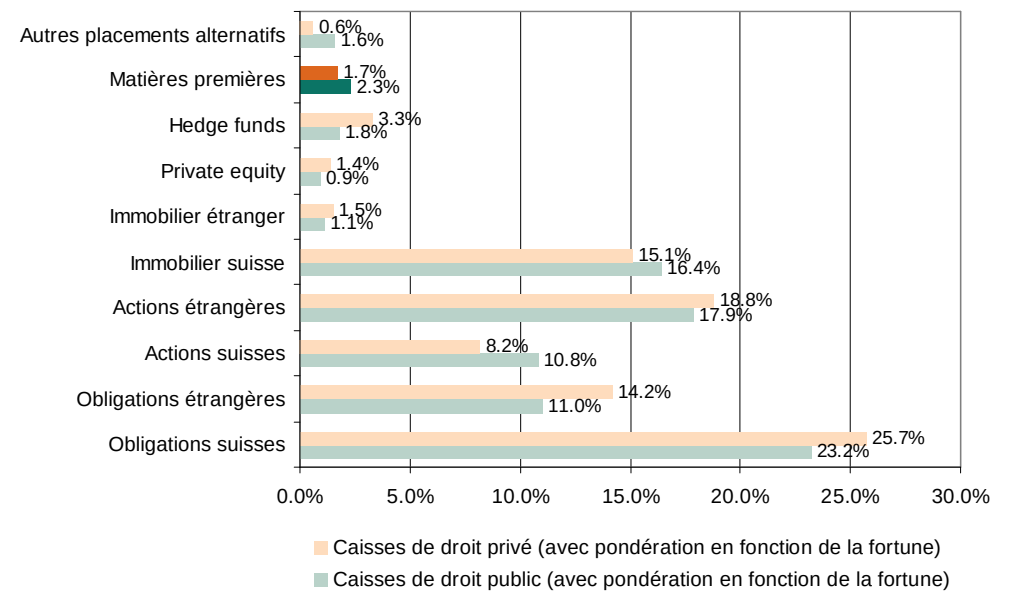
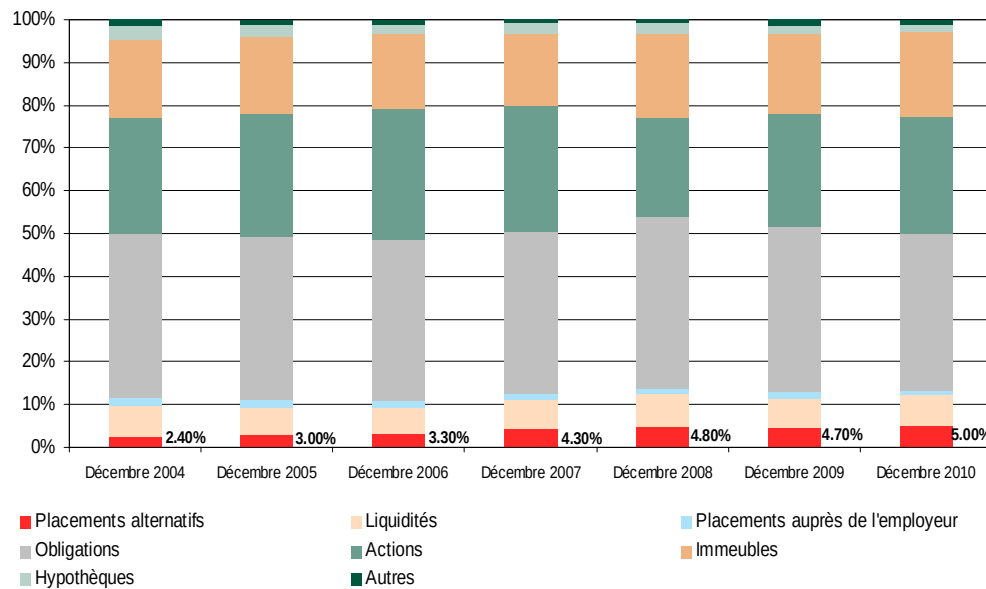


## Avez-vous investi dans les matières premières?

- Les caisses de pension ont-elles fait le pas?
- L'apport des matières premières comme classe d'actifs
- L'or une matière première parmi d'autres

# Les caisses de pension et les placements alternatifs

## Matières premières, poids proche de celui des hedge funds



Source: Swisscanto: « Les caisses de pension suisses 2011 »

# Actions américaines et matières premières

Ou la fable du lièvre et de la tortue, rien ne sert de couriré .

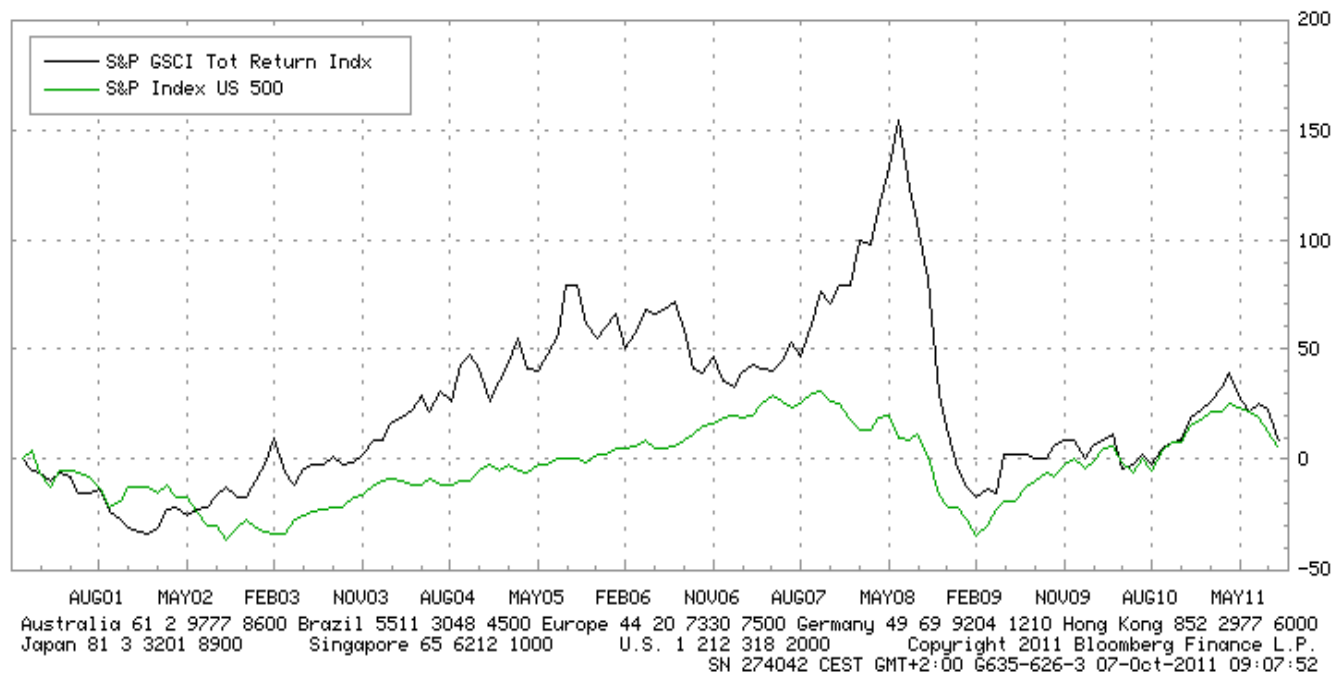
Page 1/10

COMPARAISON PERFORMANCES

Dates: 12/29/00 - 9/30/11 Périodité Mois 129 Mois Périodité

| Titres           | Devise | Variation | Total Ret | Différence Equiv. ann. |
|------------------|--------|-----------|-----------|------------------------|
| 1 SPGSCITR Index | USD    | 8.10 %    | 8.10 %*   | 3.01 %                 |
| 2 SPTR Index     | USD    | 5.08 %    | 5.08 %*   | .46 %                  |
| 3                |        |           |           |                        |

(\*Ni dividendes ni coupons)

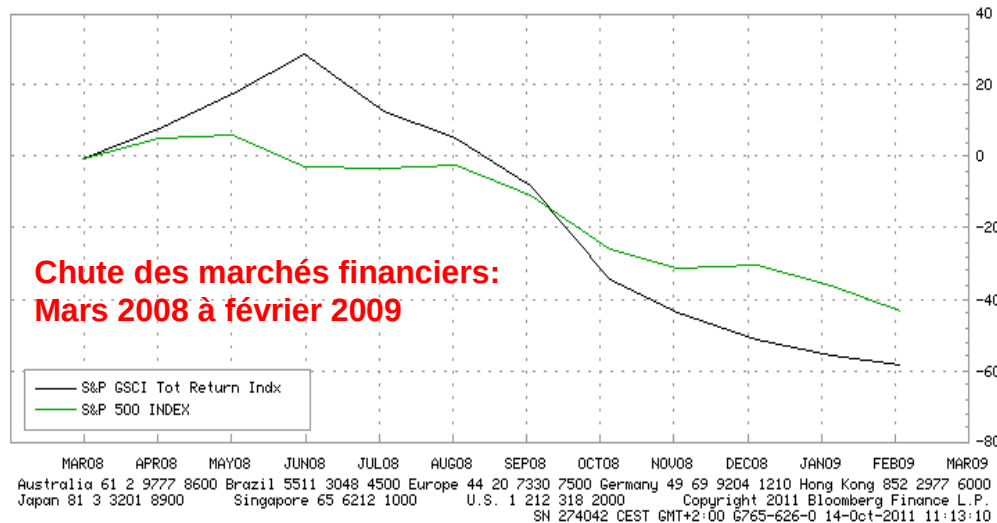


# Actions américaines et matières premières

Ou la fable de la cigale et la fourmi, vous avez chuté tout l'été .

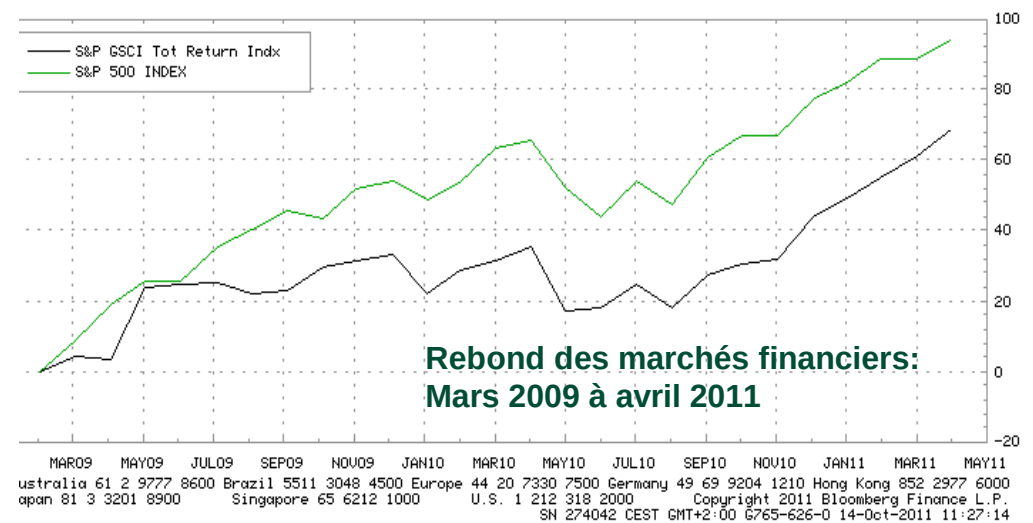
| Dates: 3/31/08 - 2/27/09 Périodité 1 Mois 11 Mois Périodité |        |           |           |            |             |  |
|-------------------------------------------------------------|--------|-----------|-----------|------------|-------------|--|
| Titres                                                      | Devise | Variation | Total Ret | Différence | Equiv. ann. |  |
| 1 SPGSCITR Index                                            | USD    | -58.37 %  | -58.37 %* | -15.33 %   | -61.74 %    |  |
| 2 SPX Index                                                 | USD    | -44.43 %  | -43.04 %  |            | -46.04 %    |  |
| 3                                                           |        |           |           |            |             |  |

(\* = Ni dividendes ni coupons)



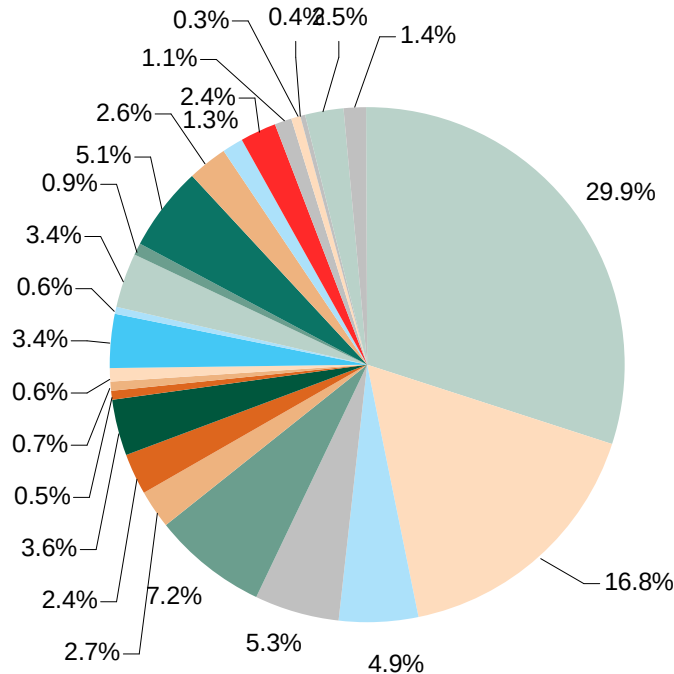
| Dates: 2/27/09 - 4/29/11 Périodité 1 Mois 26 Mois Périodité |        |           |           |            |             |  |
|-------------------------------------------------------------|--------|-----------|-----------|------------|-------------|--|
| Titres                                                      | Devise | Variation | Total Ret | Différence | Equiv. ann. |  |
| SPGSCITR Index                                              | USD    | 68.56 %   | 68.56 %*  | -25.34 %   | 27.24 %     |  |
| SPX Index                                                   | USD    | 85.50 %   | 93.89 %   |            | 35.73 %     |  |

(\* = Ni dividendes ni coupons)



# Pondération de l'indice S&P GSCI

Au 31 août 2011



Pétrole brut  
Gasoil  
Plomb  
Argent  
Soja  
Cacao

Brent brut  
Gaz naturel  
Nickel  
Blé  
Coton  
Bovins d'engraissement

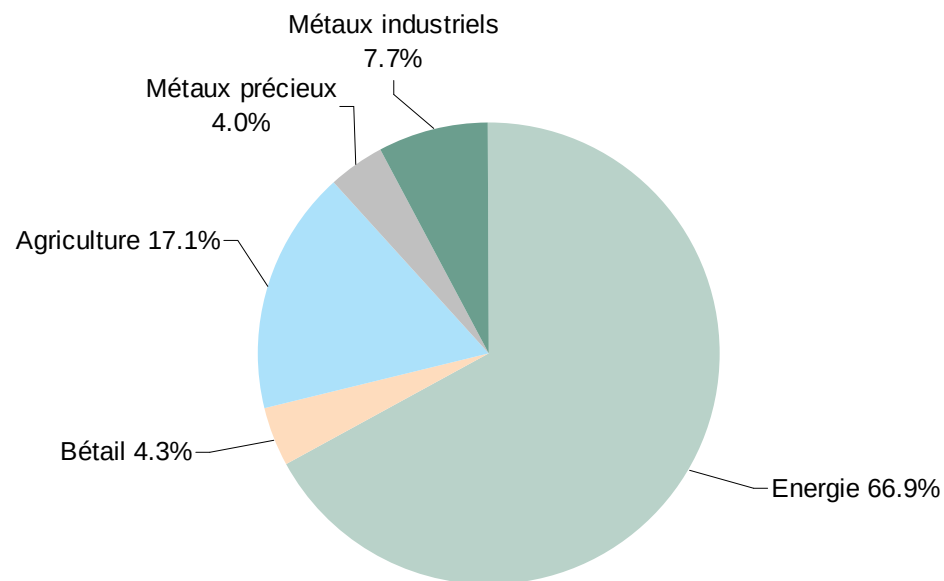
Essence sans plomb  
Aluminium  
Zinc  
Blé du Kansas  
Sucre  
Bovins vivants

Huile de chauffage  
Cuivre  
Or  
Maïs  
Café  
Porc maigre

Source: S&P

# Pondération de l'indice S&P GSCI

Au 31 août 2011



Source: S&P



# Corrélation S&P500 et S&P GSCI

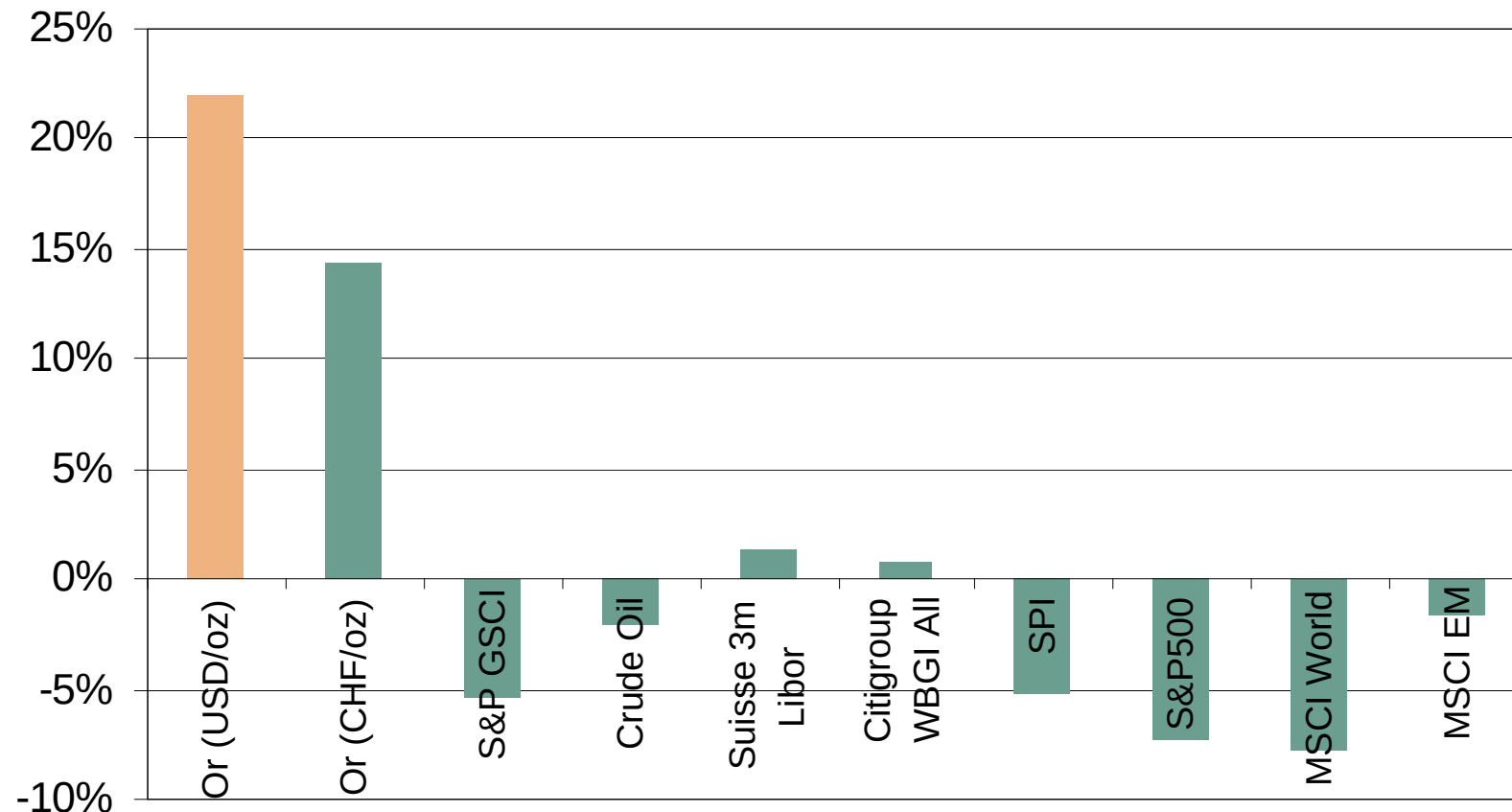
De 2000 à août 2011



Source UBP

# Performances en CHF: la médaille d'or

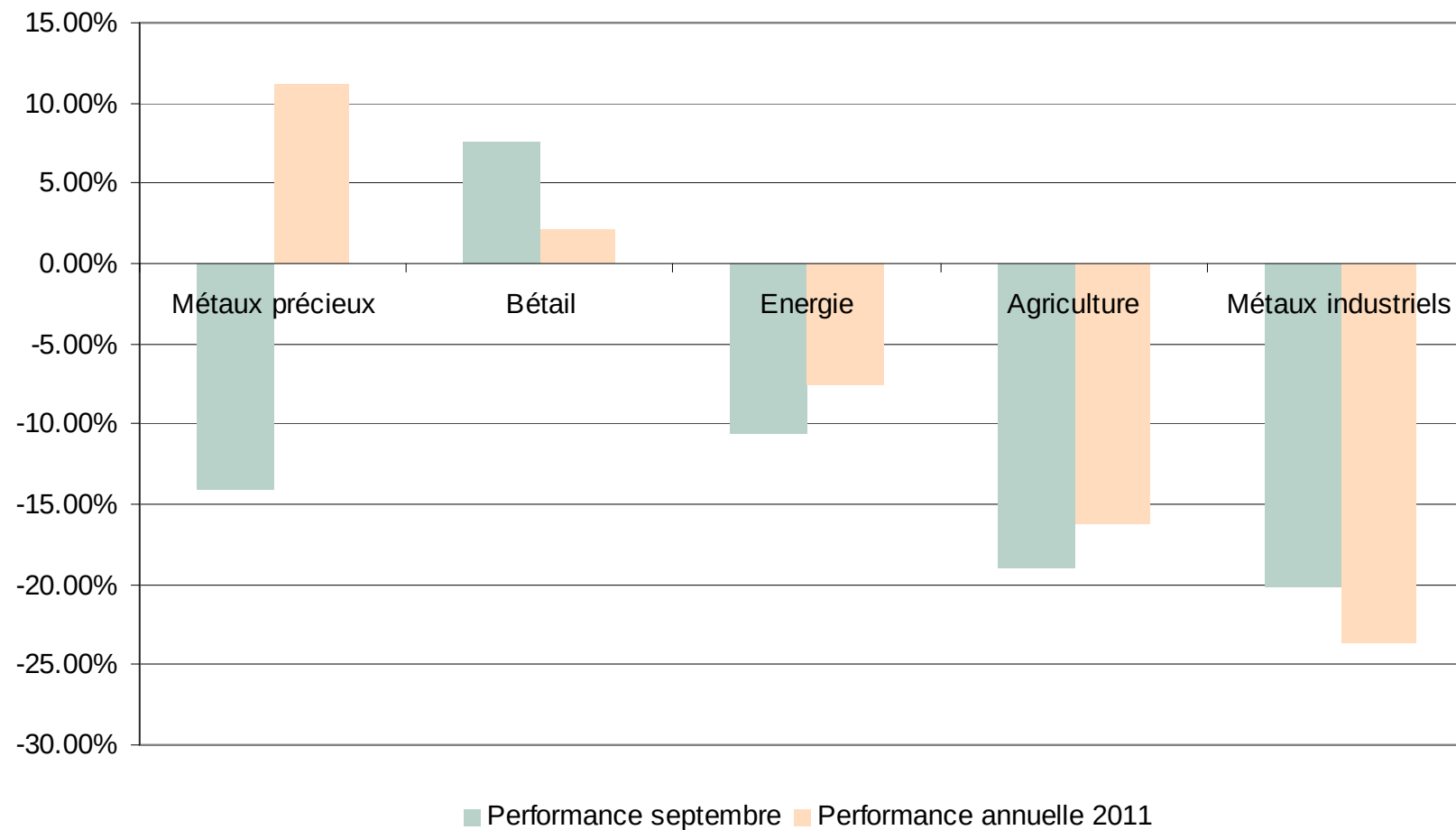
Performance annuelle moyenne sur 5 ans au 30 sept. 2011



Source: BarCap, WGC and UBP

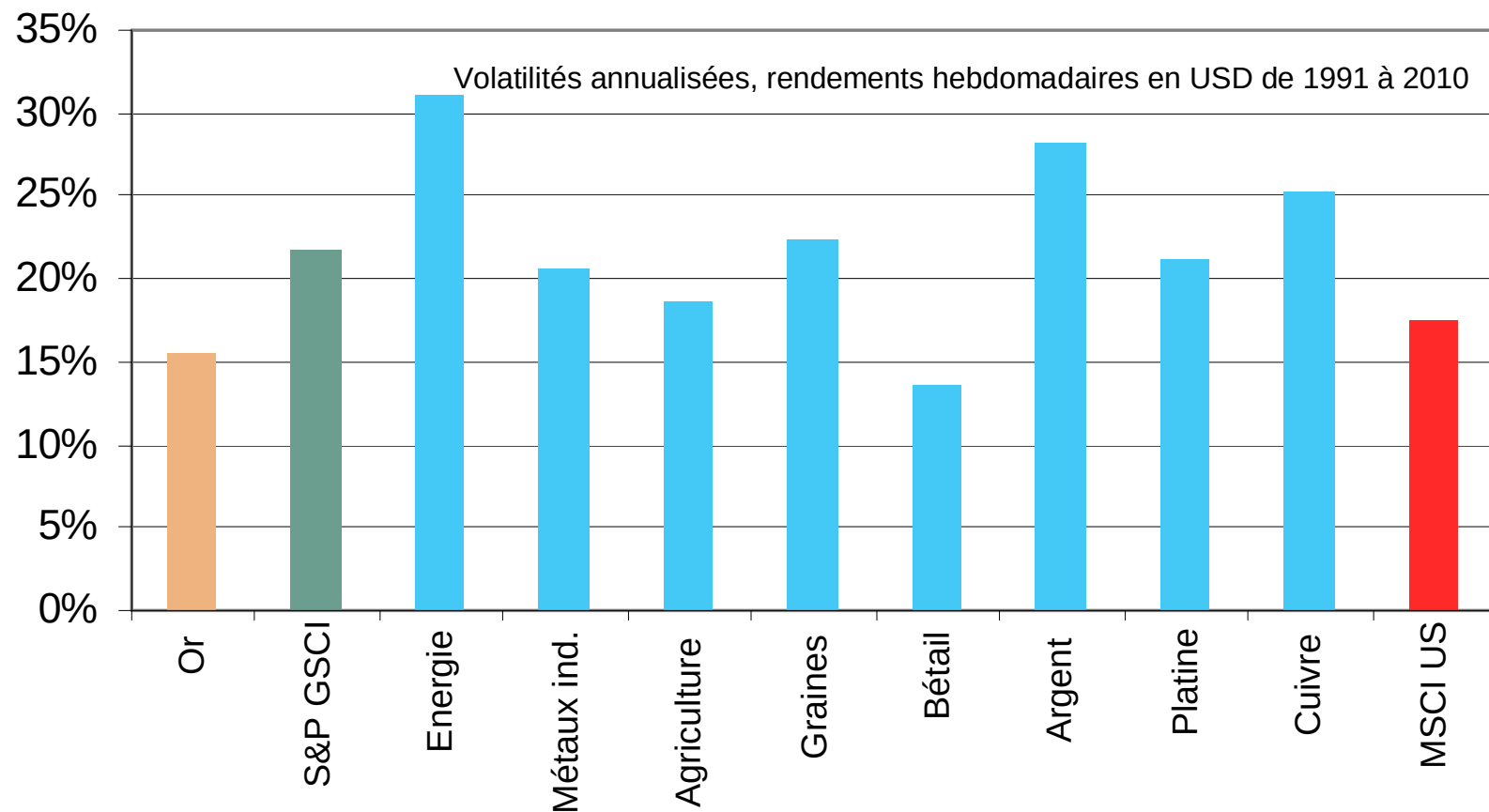
# Performance des sous-indices S&P GSCI

Au 30 septembre 2011 en USD



Source: S&P

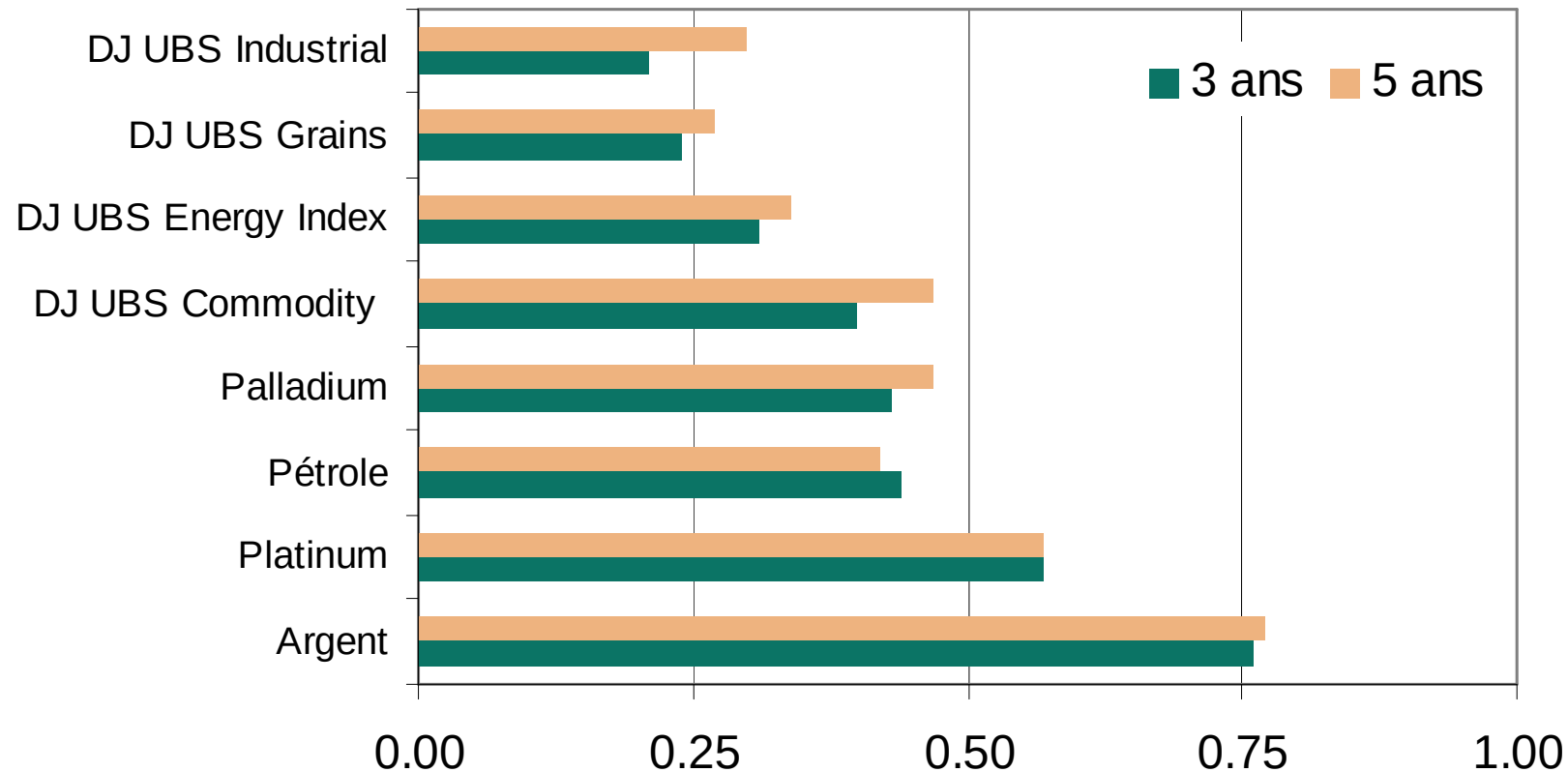
# Volatilité des principales « commodities »



Source: S&P, Bloomberg, LBMA, WGC, UBP

# Corrélations de l'or avec d'autres « commodities »

Base hebdomadaire

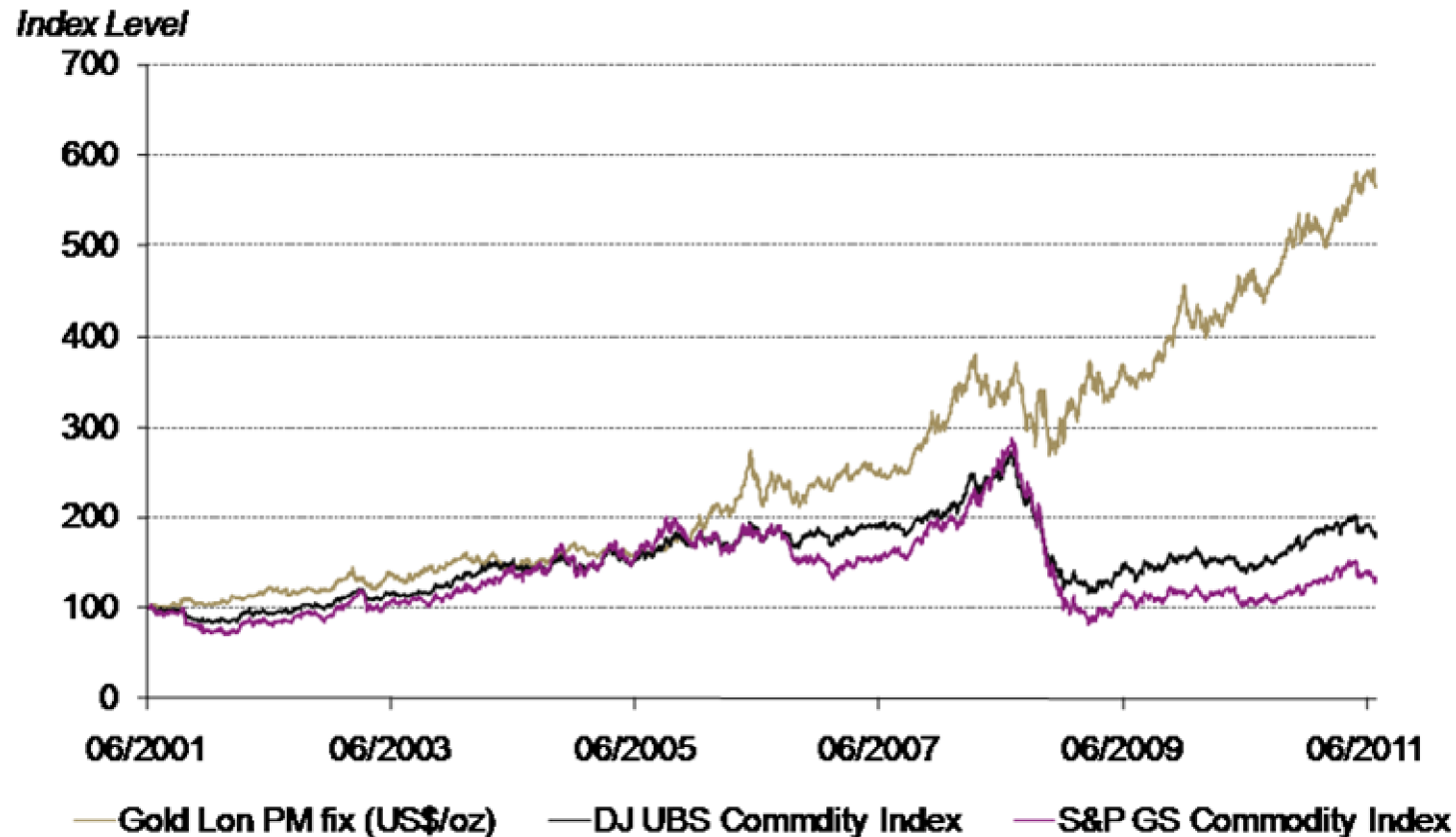


Source: LBMA, LME, WGC and UBP

# Performance: Or et indice des matières premières

Base 100 = juin 2001

**Chart: Gold and commodity indices in US\$ (1 Jun 2001=100)**

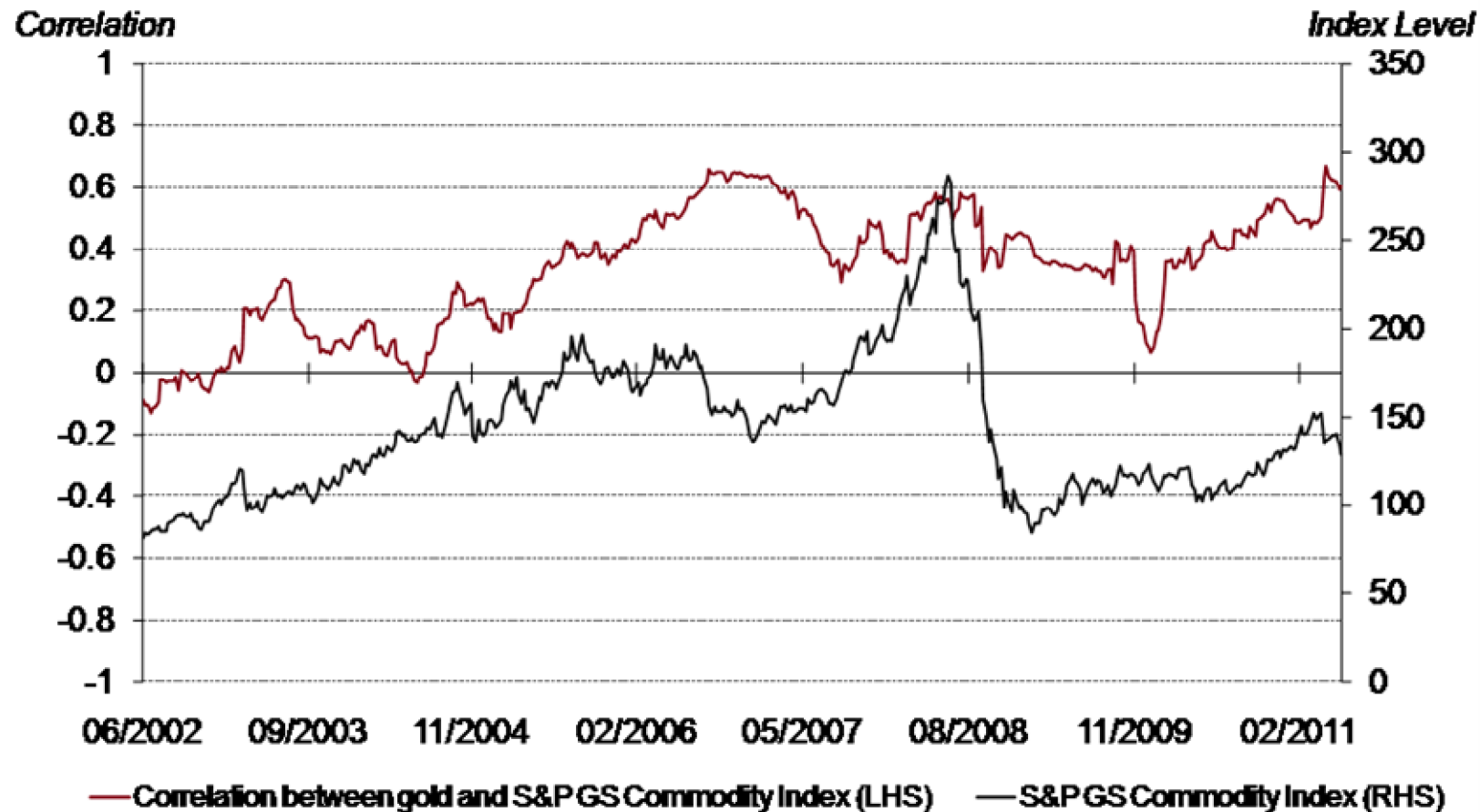


Source: World Gold Council  
Notes: Data ending 30 June 2011

# Corrélation entre l'or et l'indice S&P GS Commodity

Base 52 semaines roulantes

**Chart: 52-week rolling correlation between weekly returns on gold and S&P GS**



Source: World Gold Council  
Notes: Data ending 24 June 2011

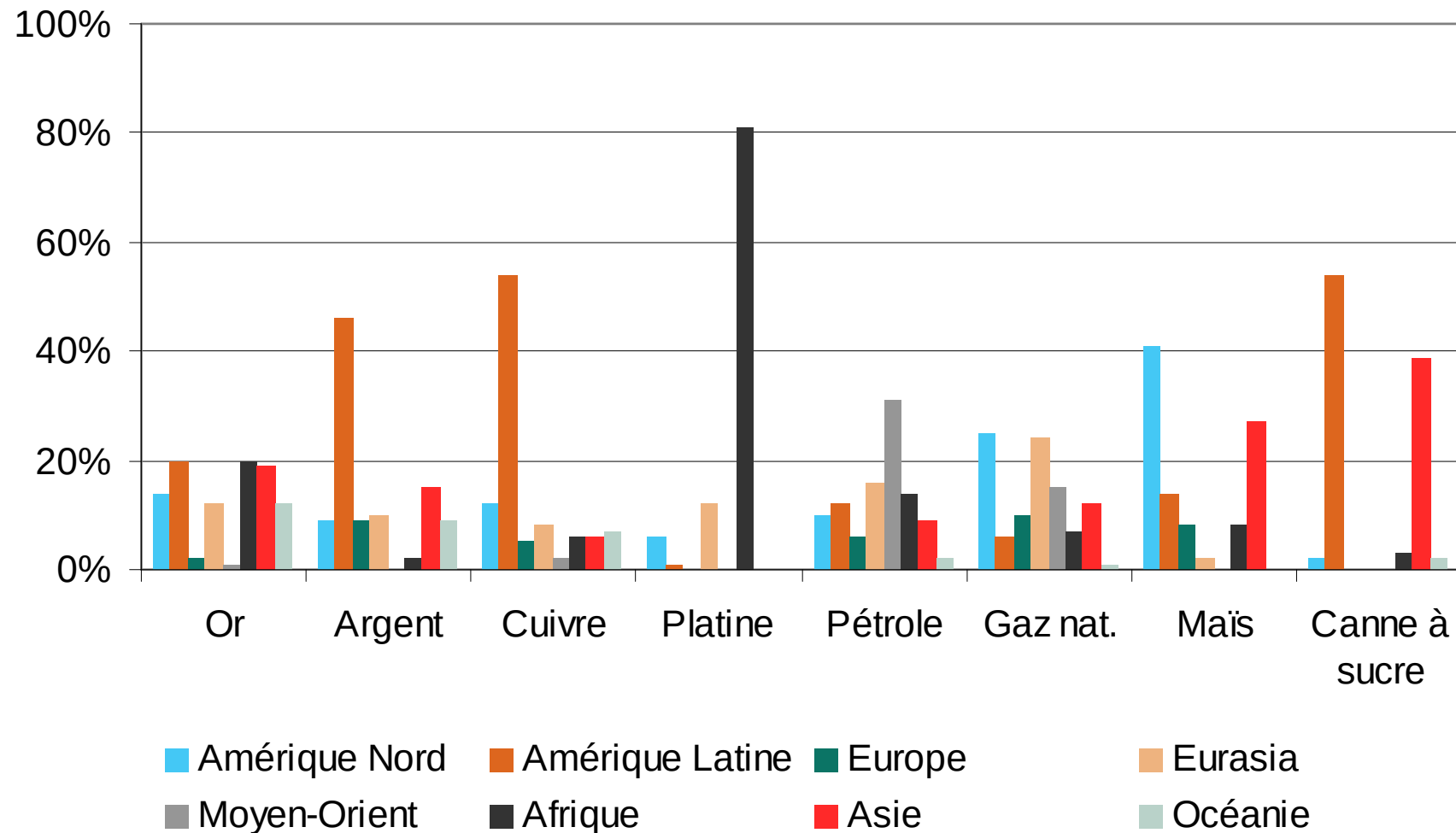


## Or: l'offre et la demande

- Une offre limitée
- Une demande en constante progression
- Les sources de demande et d'offre



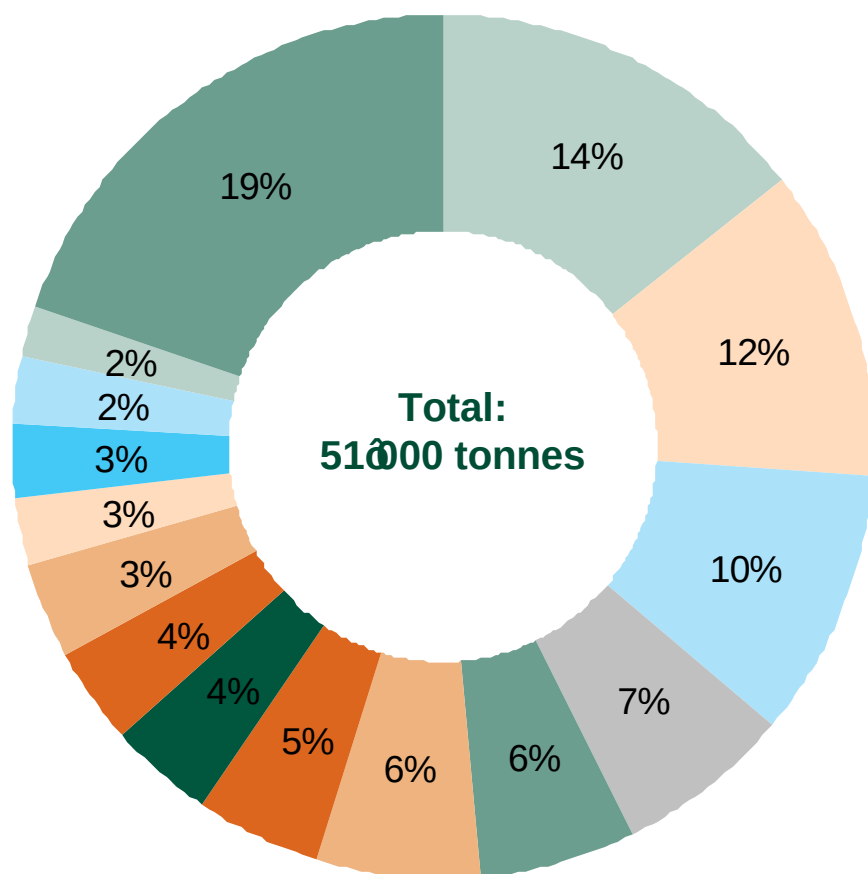
# Production de matières premières par région



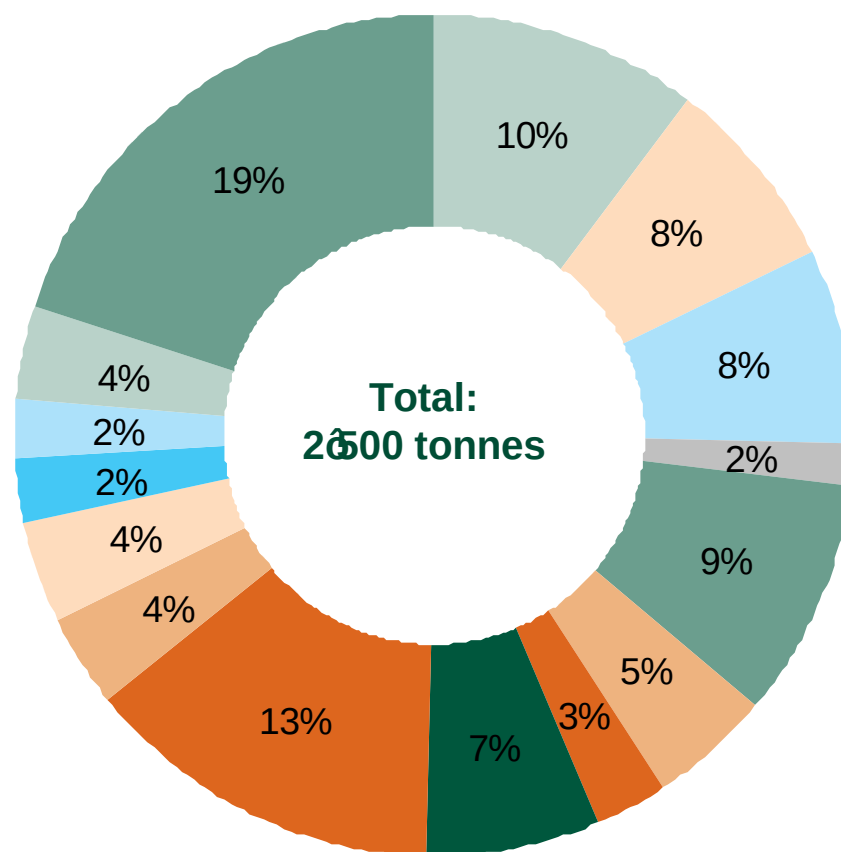
Chiffre année 2009

Source: GFMS, UGS, WGC, UBP

## Réserves minières en 2010



## Production Totale en 2010

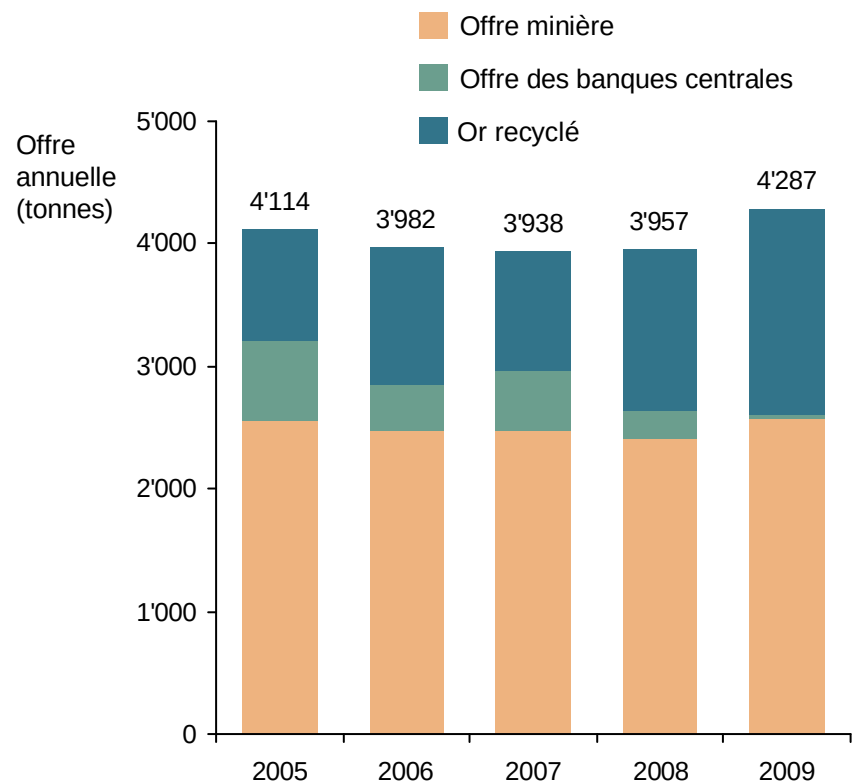


- |             |                 |             |          |               |
|-------------|-----------------|-------------|----------|---------------|
| ■ Australie | ■ Afrique du S. | ■ Russie    | ■ Chili  | ■ USA         |
| ■ Indonésie | ■ Brésil        | ■ Pérou     | ■ Chine  | ■ Ouzbékistan |
| ■ Ghana     | ■ Mexique       | ■ Papouasie | ■ Canada | ■ Reste du m. |

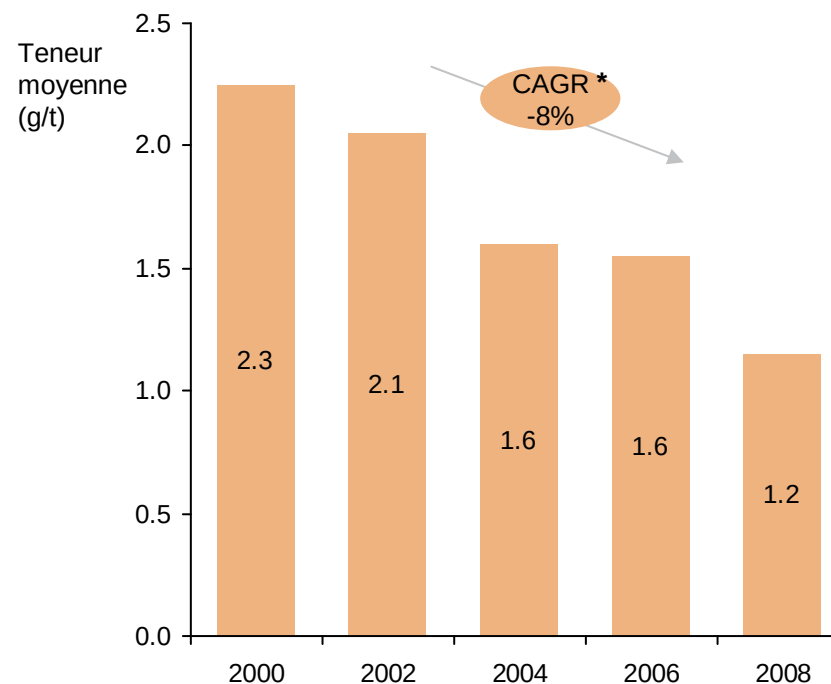
Source: US Geological Survey

# L'offre est limitée et elle le restera

L'offre minière est stable, mais la teneur moyenne des mines ne cesse de se dégrader



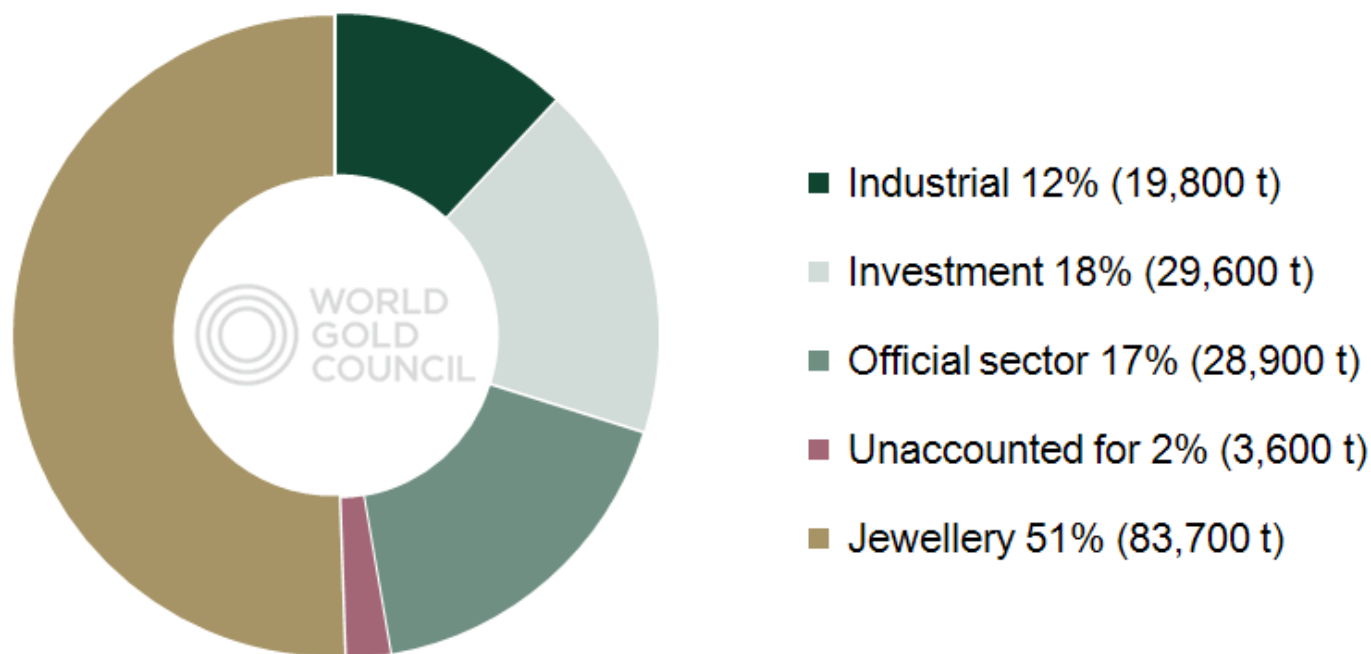
- L'offre en provenance des banques centrales a chuté à 1% de l'offre totale,
  - Ce qui confirme une inversion, après environ 20 ans de «tendance vendeuse».



- La teneur moyenne a diminué environ de moitié au cours de la dernière décennie.
- Les plus fortes hausses de la production minière se sont concentrées dans des pays à risque :
  - Les coûts décaissés («cash costs») totaux (+3%) et les coûts de production totaux (+6%) ont augmenté.
- Les 2/3 de la totalité de l'or extrait dans l'histoire de l'humanité ont été produits au cours des 50 dernières années.

# Utilisation du stock d'or à disposition à fin 2009

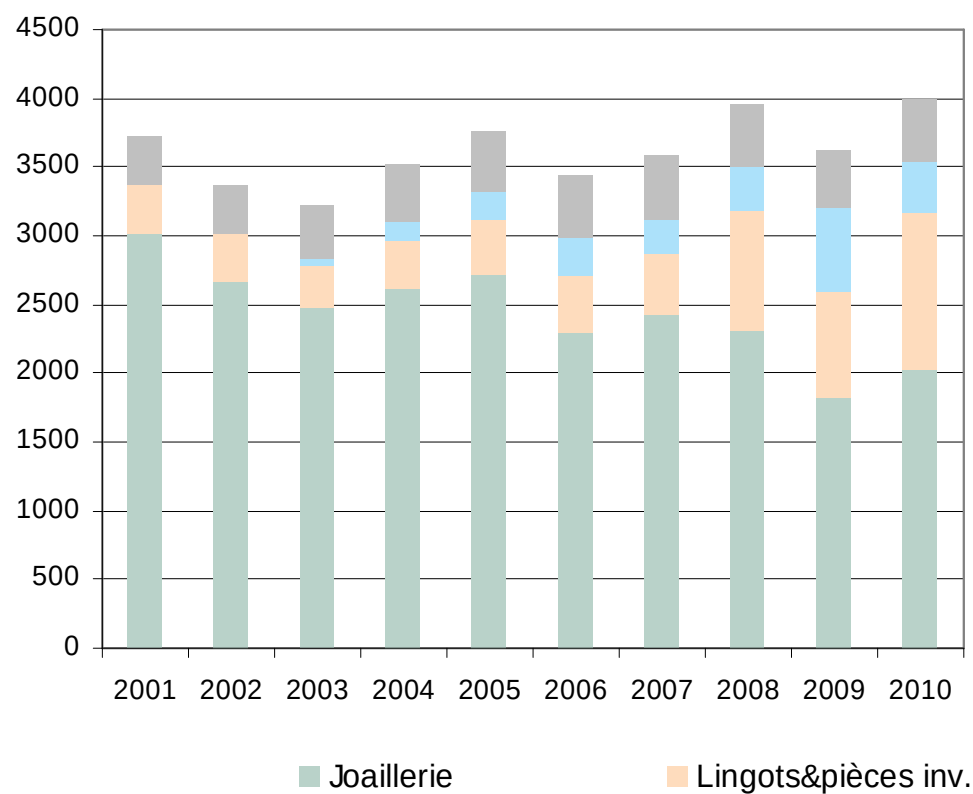
Above-ground stocks, end 2009 (total: 165,600 tonnes)



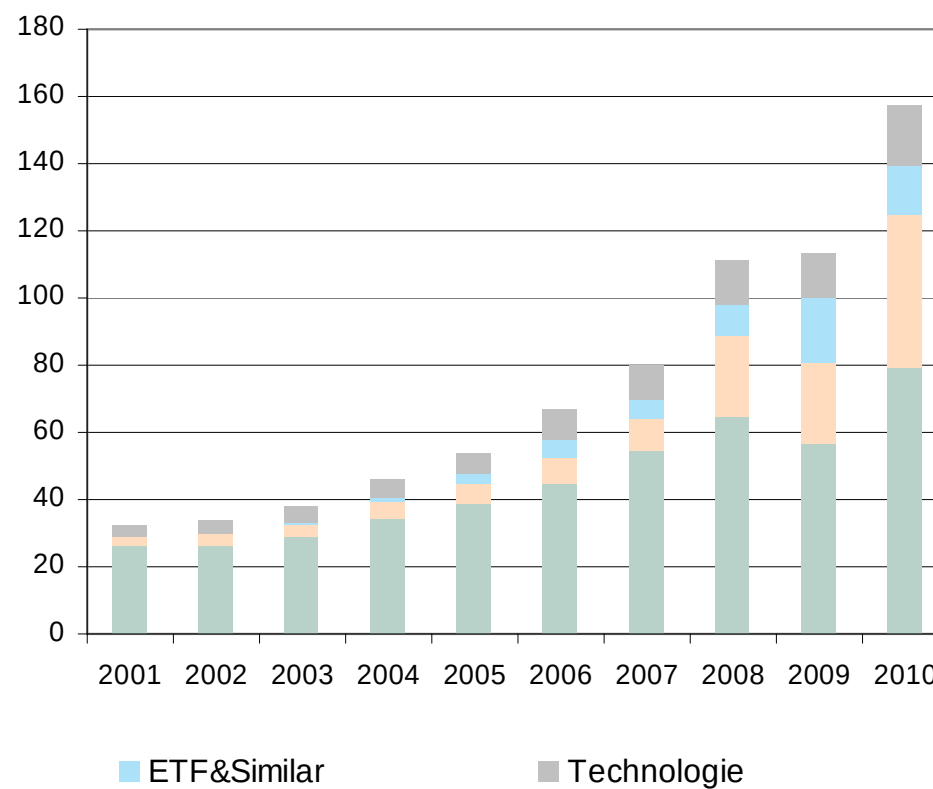
Source: GFMS

# é et évolution de la demande d'or

En tonnes

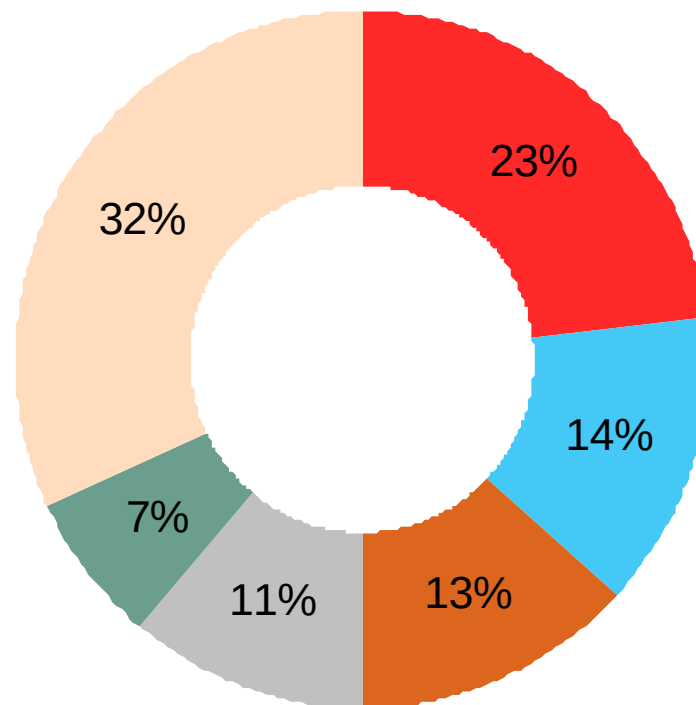


En milliards de USD



# Demande moyenne annuelle d'or pour la joaillerie

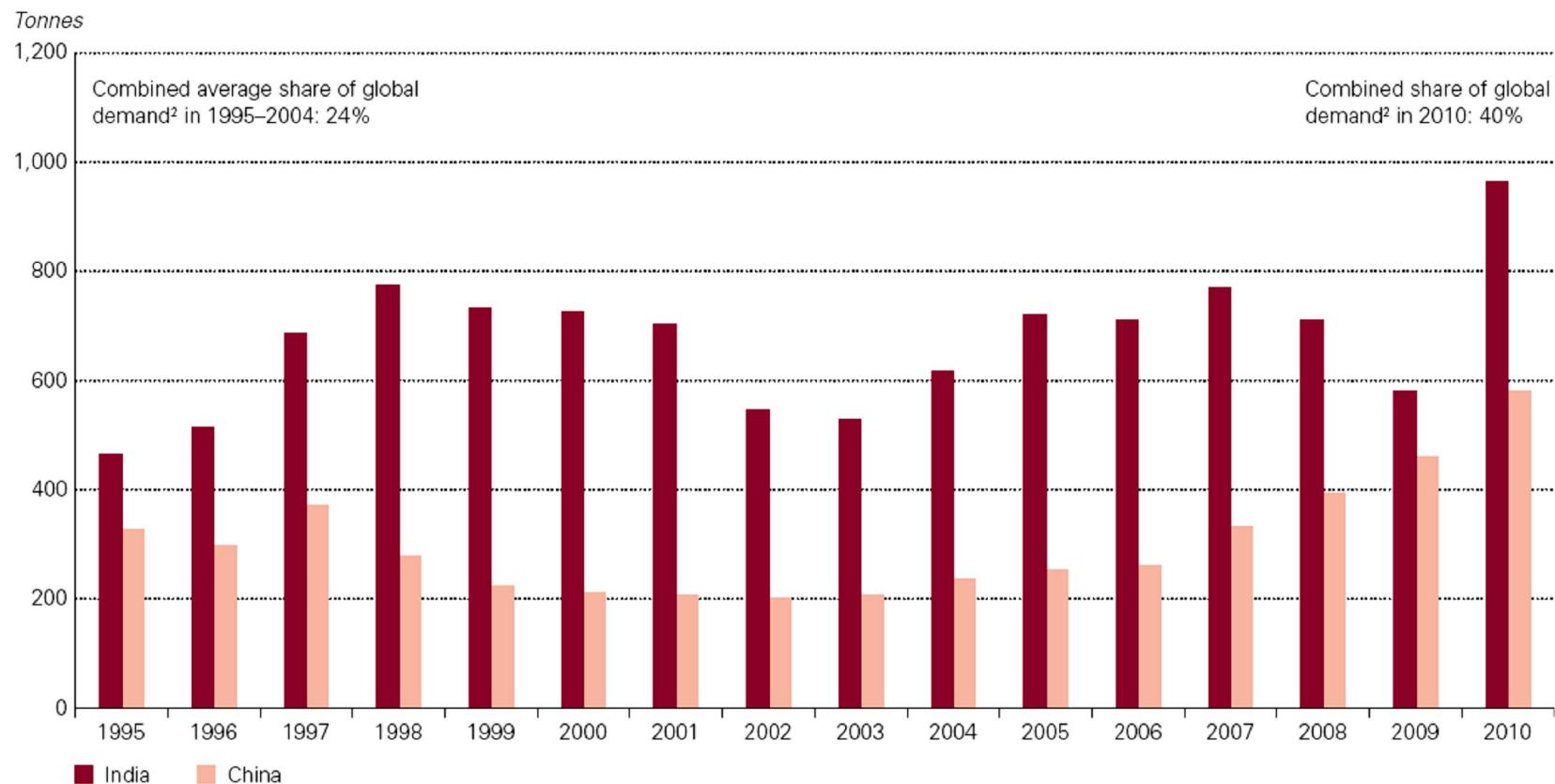
De 2005 à 2009



■ Inde ■ Chine ■ Moyen-Orient ■ USA ■ Turquie ■ Reste du monde

# Demande de la Chine et de l'Inde

## Joaillerie et investissements



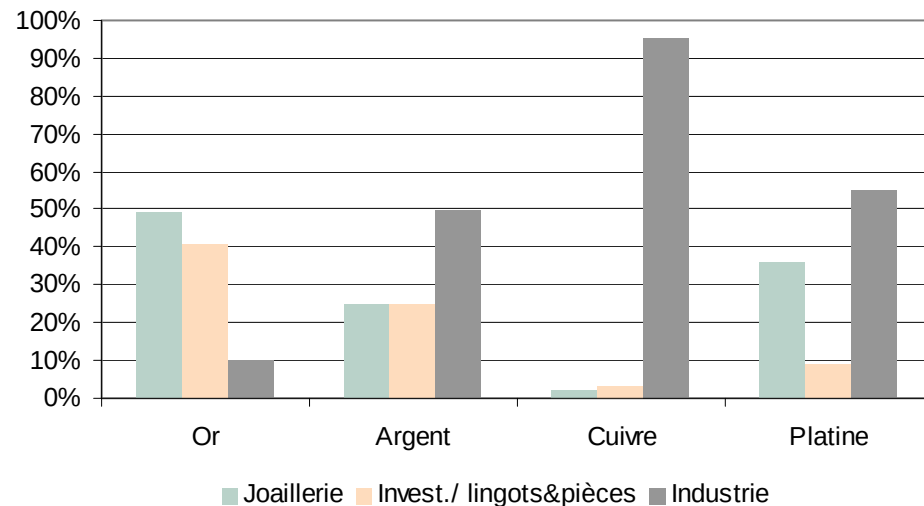
1 Includes jewellery and total bar and coin demand only (excludes ETFs and similar, and technology).

2 Global demand includes demand for jewellery, bars, coins, ETFs and similar, and technology.

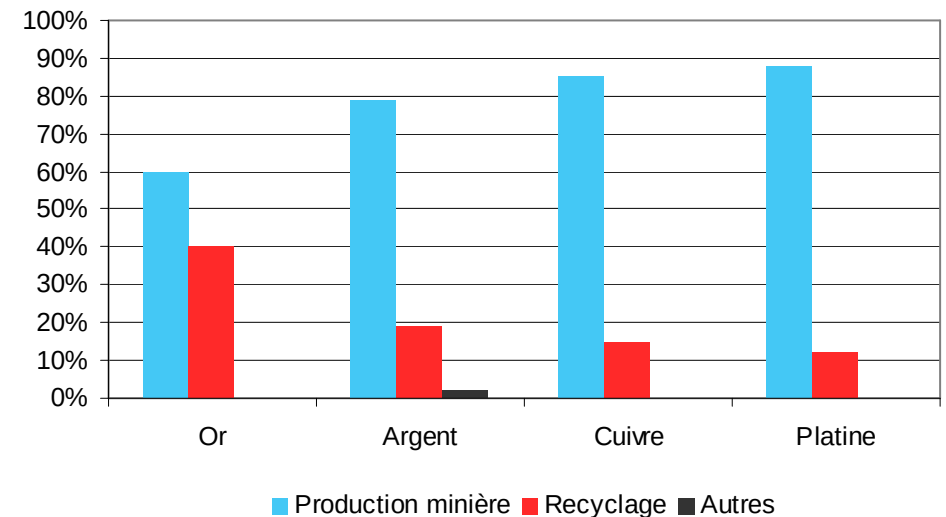
Source: GFMS, World Gold Council

# Provenance de la demande et de l'offre pour différents métaux

## Demande



## Offre

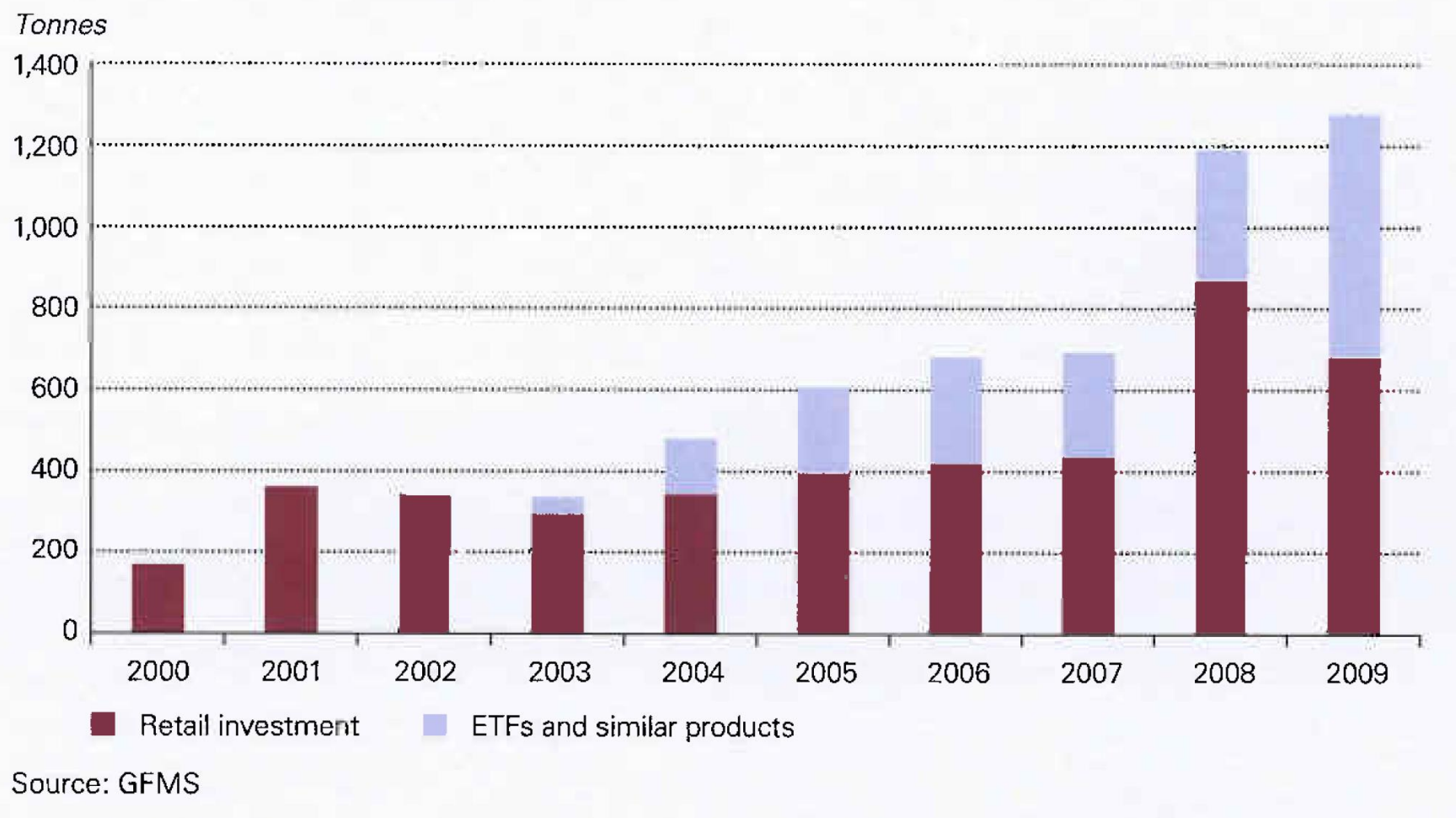


Chiffre année 2009

Source: GFMS, UGS, WGC, UBP

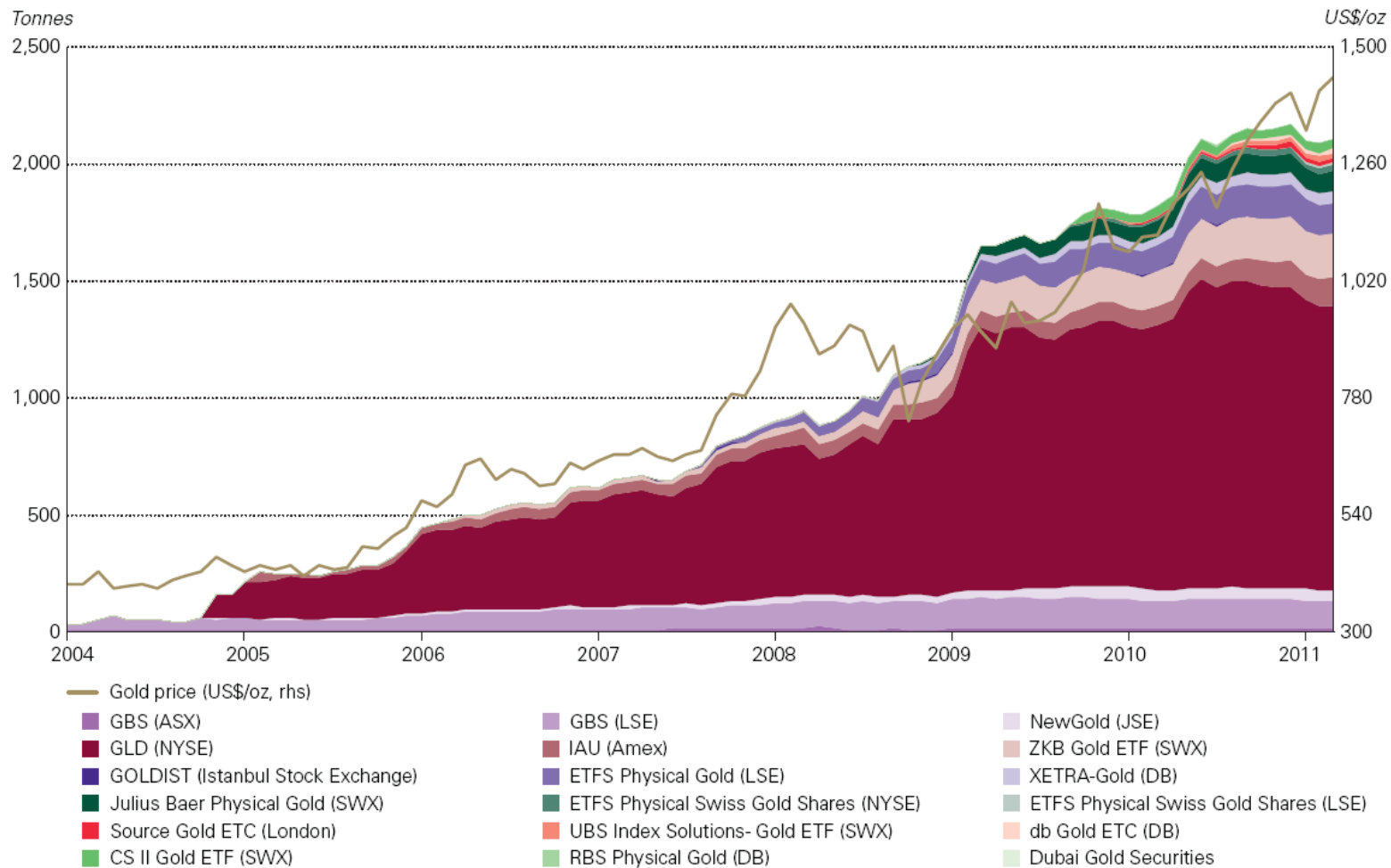


# Demande d'or en investissements en tonnes



# Evolution des tonnes d'or détenues par les ETFs

## De 2004 à 2011



Note: Gold holdings are as reported by the ETF/ETC issuers. Where data is unavailable, holdings have been calculated using reported AUM numbers.

Source: Bloomberg, LBMA, Respective ETF/ETC providers, World Gold Council

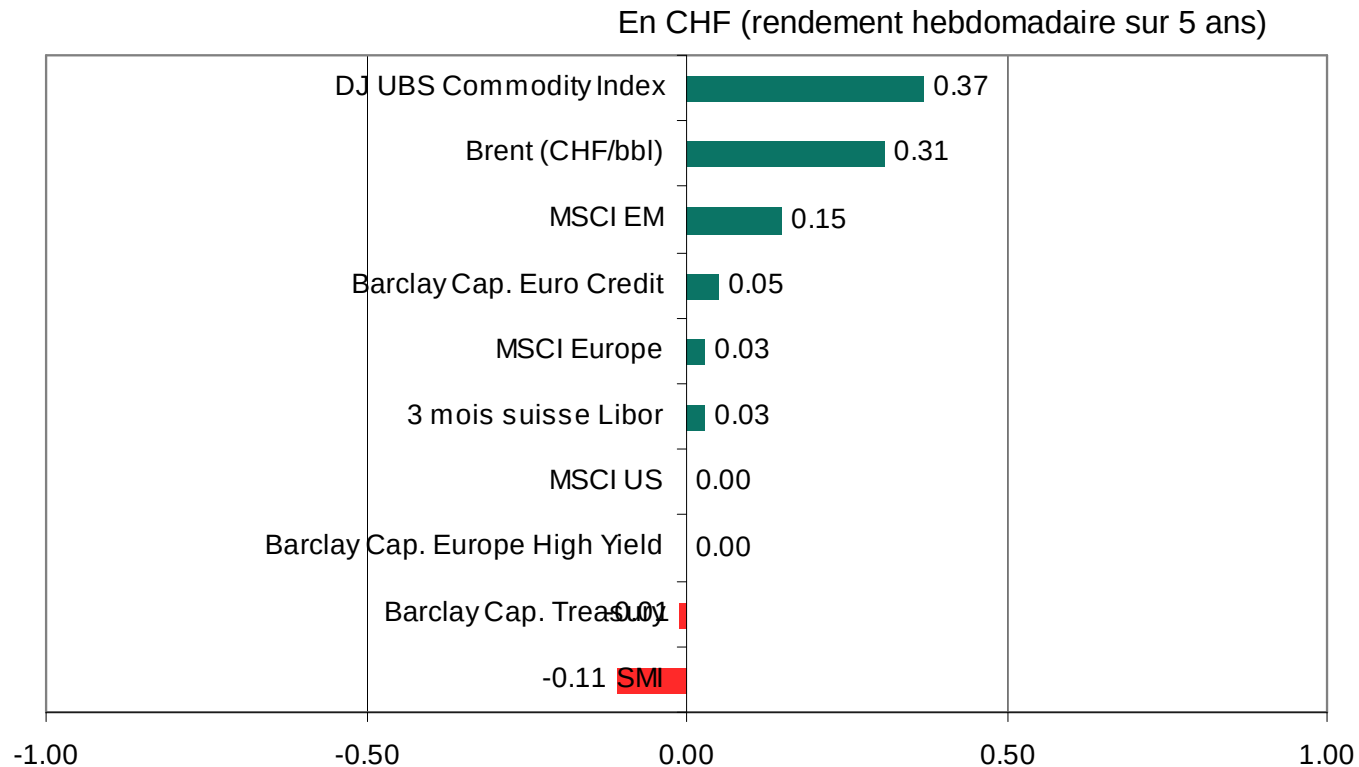


## Les atouts de l'or dans un portefeuille

- Diversification
- Protection contre l'inflation
- Protection contre la baisse des monnaies
- Gestion du risque

# Diversification: la règle d'or de la gestion

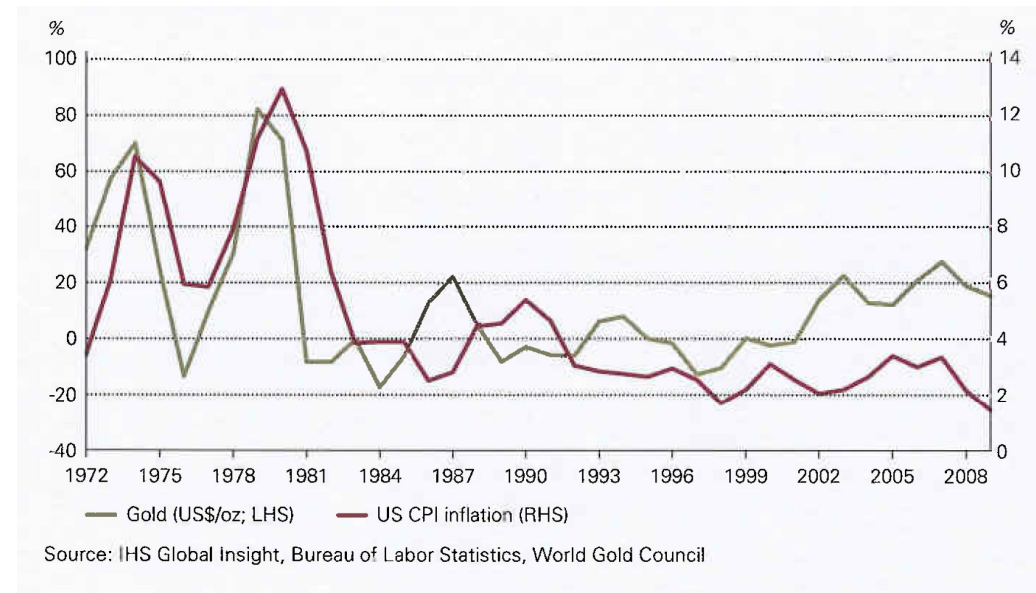
Un actif faiblement corrélé aux autres classes d'actifs



Source: BarCap, WGC et Bloomberg

# Une protection contre l'inflation US

- Une période de hausse des prix, est généralement favorable à l'or
- Le pouvoir d'achat des monnaies s'est effrité au cours des années en raison notamment de l'inflation et de la forte production de monnaie
- Le prix de l'or est lui déterminé par son offre et sa demande
- L'or a constamment gardé son pouvoir d'achat



# L'or est un unique dépôt de valeur

Depuis 2600 ans, une once d'or permet d'acheter la même quantité

Babylone, ~600 av. JC



- Règne du roi Nabuchodonosor, roi de Babylone

- 1 once d'or permet d'acheter 350 miches de pain

Rome, 0



- Les romains pouvaient s'acheter un uniforme complet avec 1 once d'or

- 1 toge, 1 ceinture en cuir, 1 paire de sandales

New York, 2010

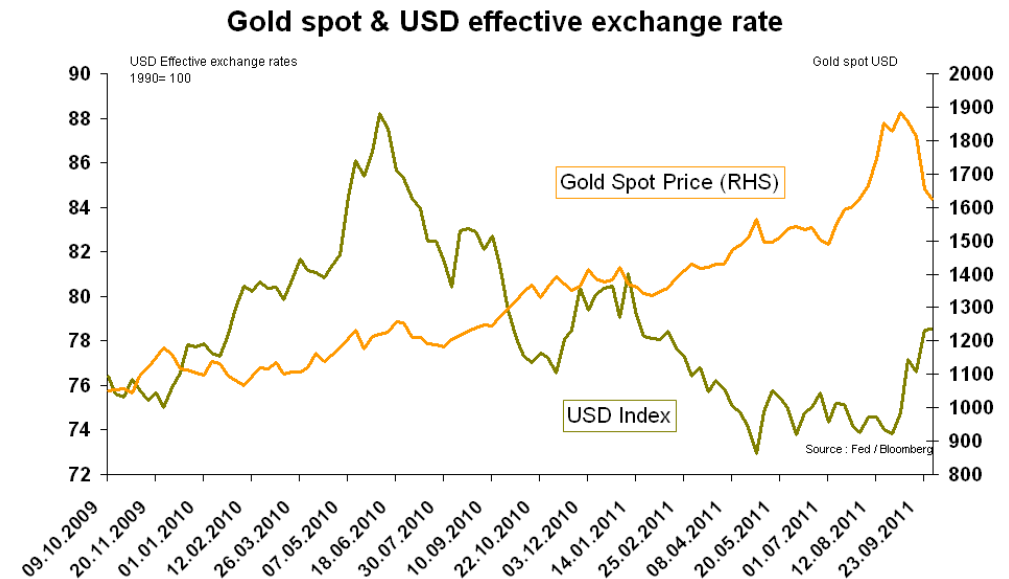


- Un homme d'affaires peut toujours s'acheter un costume avec 1 once d'or

- 1 costume, 1 ceinture en cuir, 1 paire de chaussures
- 1 once d'or permet toujours d'acheter 350 miches de pain
  - USD 1,200 / once ÷ 350 miches ≅ USD 3 / miche

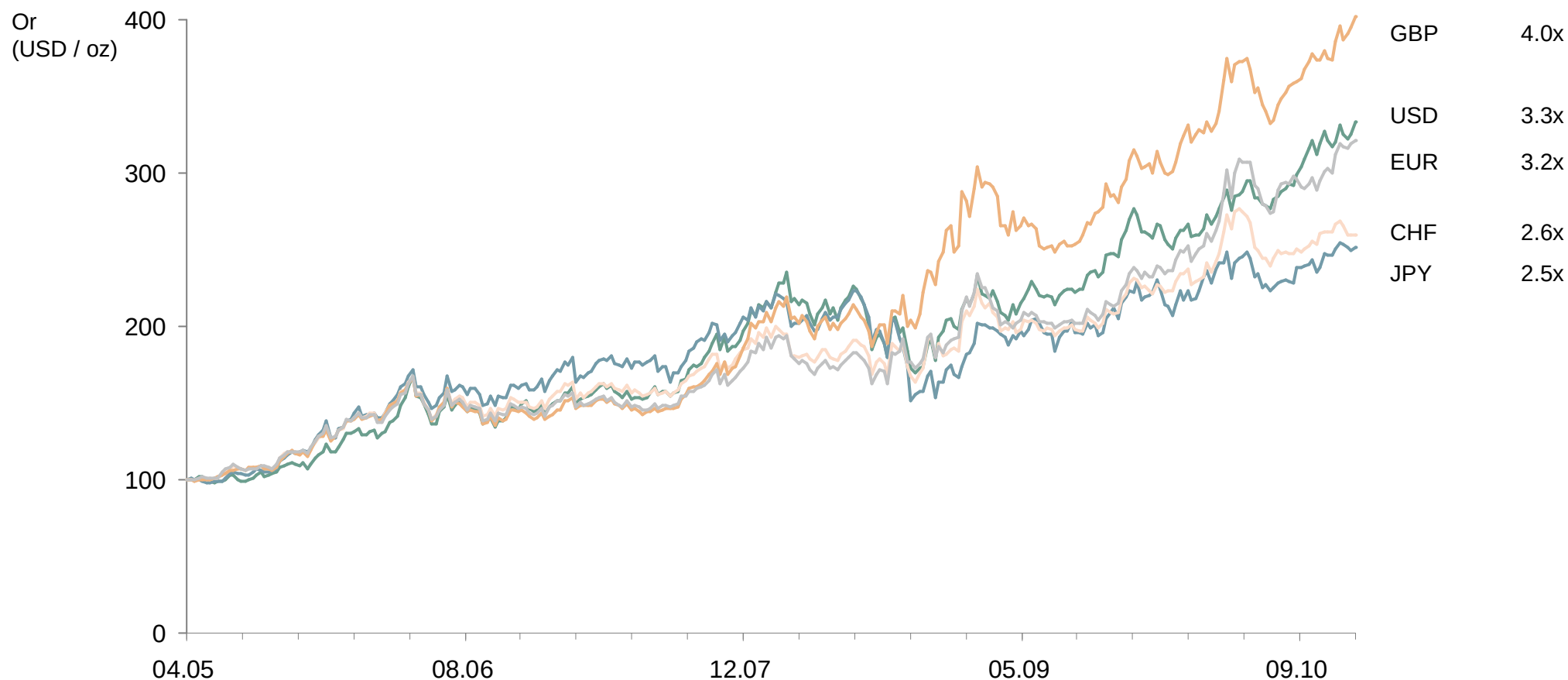
# Un parachute doré contre la baisse des monnaies

- Depuis 1971, soit l'origine du système des changes flottants, on observe une corrélation négative entre l'USD et l'or
- Depuis plusieurs années, l'or s'est apprécié contre toutes les principales monnaies



# Or: une valeur refuge face au dollar

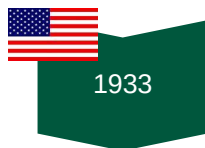
Mais également face à l'ensemble des monnaies



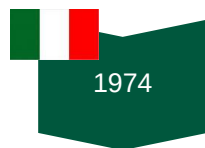


# L'or est la monnaie ultime

En période de crise, l'or est le dernier collatéral/devise accepté



- Roosevelt émet l'Executive Order 6102 en avril 1933, confisquant les avoirs du secteur privé en or
  - ï Tous les citoyens doivent délivrer leur or avant le 1<sup>er</sup> mai 1933 à la Réserve Fédérale
  - ï La Fed paye USD 20 par once, mais le comptabilise à USD 35 pour recapitaliser les banques



- L'Italie nantit un prêt de USD 2 mia de l'Allemagne avec de l'or
  - ï La hausse du prix du pétrole en 1973 impacte négativement la balance des paiements de l'Italie



- La Roumanie utilise l'or pour nantir un emprunt lui permettant d'honorer le paiement de sa dette externe
  - ï Le même processus se serait également répété en 1999



- L'Inde s'appuie sur ses réserves en or afin de surmonter la ruée sur sa devise
  - ï 20 tonnes sont «swappées» sur le marché suisse
  - ï 46 tonnes sont envoyées à Londres en faveur de la Banque d'Angleterre



- La Corée du Sud demande à ses citoyens d'échanger leurs avoirs en or contre des obligations du gouvernement
  - ï Bien que la Malaisie et la Thaïlande tente la même opération.
  - ï Seule la Corée du Sud obtient un résultat probant et lève 270 tonnes d'or

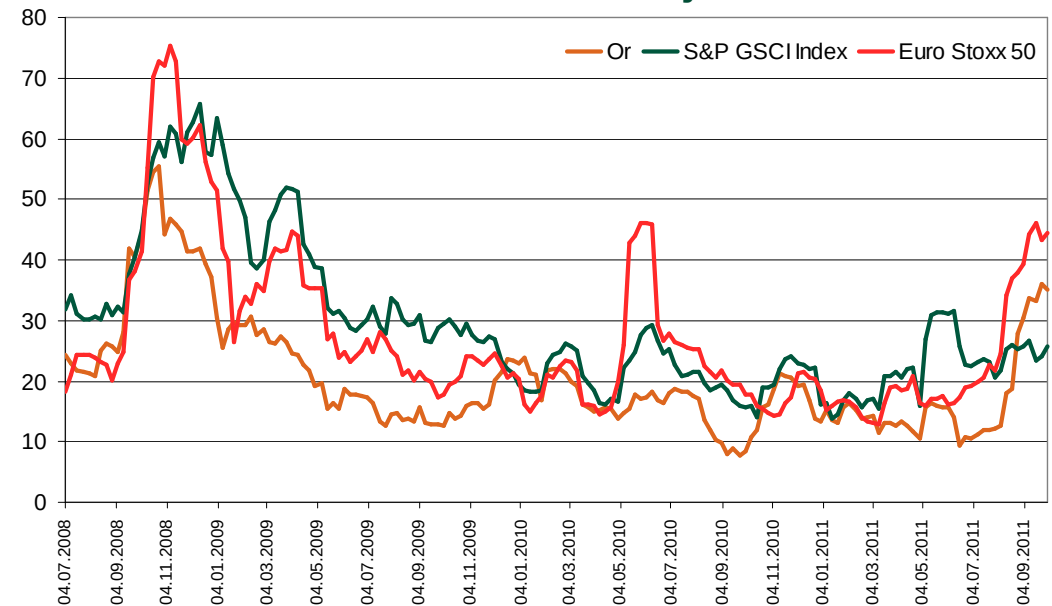


- La Banque des Règlements Internationaux reçoit 346 tonnes d'or physique en échange de devises étrangères
  - ï L'or est requis comme garantie contre un prêt en devises

# Gestion du risque

- Comportement plus proche de celui des monnaies
- Un actif financier qui ne comporte pas de risque crédit
- Généralement, l'or est moins volatil que la plupart des autres classes d'actifs, notamment les actions et les matières premières.
- Cependant ce phénomène tend à s'inverser depuis quelques mois: **prudence** .

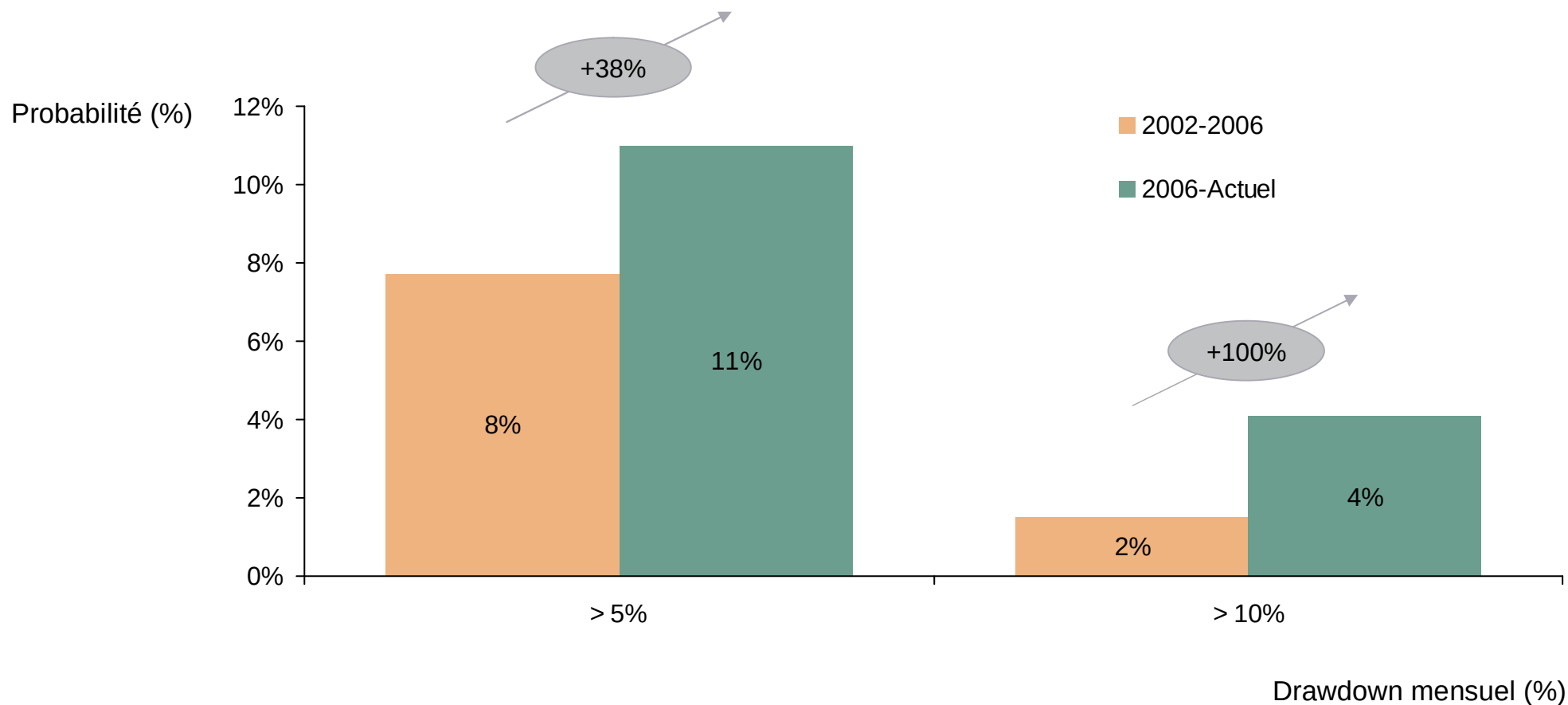
Volatilités annualisées 30 jours roulants



Source: Bloomberg, UBP

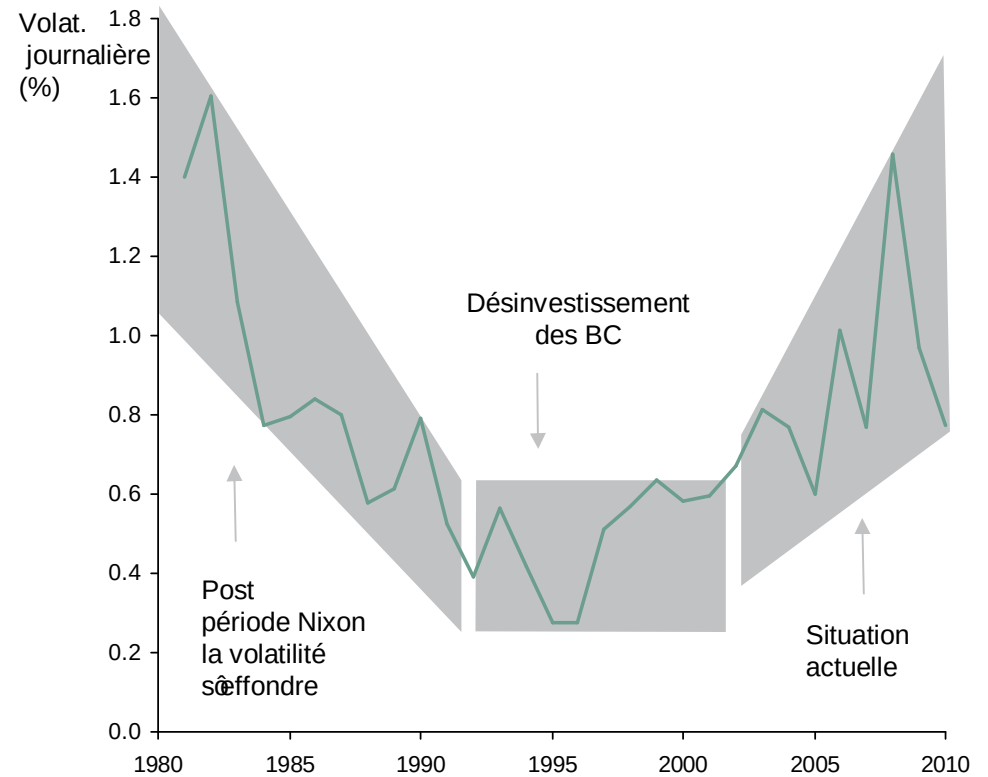
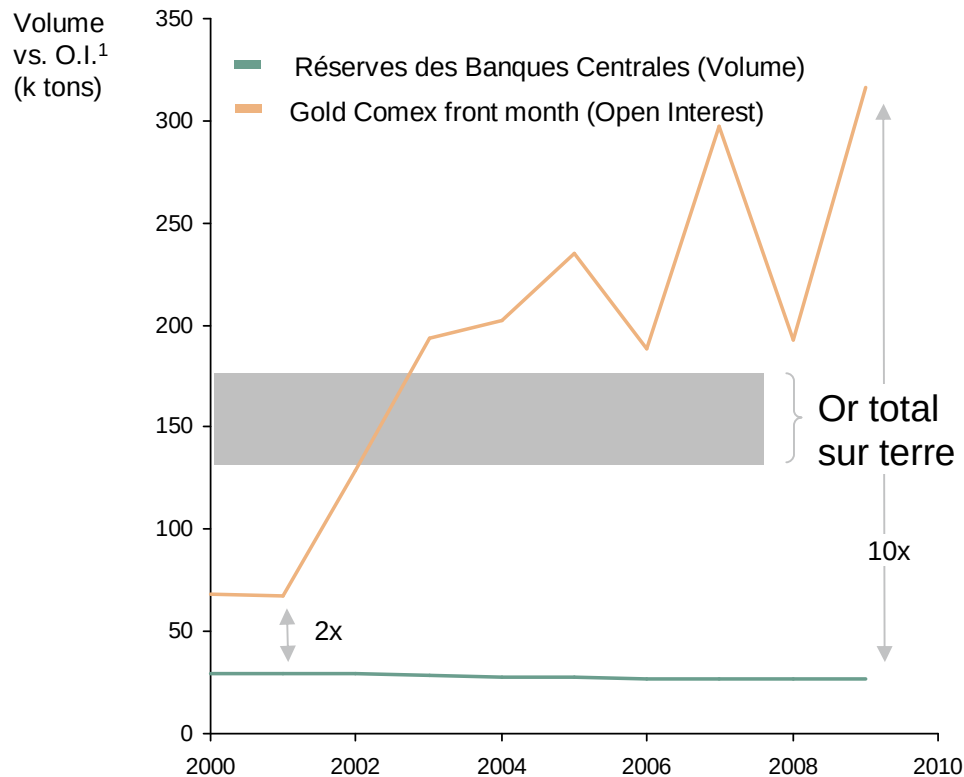
# La notion de valeur refuge tend à se réduire

Augmentation de la volatilité et du risque de correction



Un drawdown mensuel de 10% est 2 x plus probable aujourd'hui qu'il y a 5 ans

# L'augmentation du levier financier est la principale source de la hausse de la volatilité



- Depuis 2003, l'or synthétique (O.I.) excède l'or totale existant sur la terre
- Le ratio Comex (O.I.)/banques centrales est passé de 2x à 10x

- Volatilité actuelle au plus haut depuis 25 ans
- En plus de la crise globale, la hausse des activités de trading est un autre facteur important



## Lôor va-t-il poursuivre sa hausse? Quelques pistes pour y répondre:

- Les taux réels
- Le poids des Banques Centrales
- Le poids des investisseurs privés et institutionnels

# Or: la hausse va-t-elle se poursuivre?

Un environnement macroéconomique qui milite en faveur du métal jaune

## Facteurs Macro- économiques

- Les taux d'intérêt réels sont négatifs dans 2/3 des 40 pays les plus importants en terme de PIB/capita
- Retour de l'or comme moyen de paiement, loi de l'Utah, JP collatéraux bancaires
- L'or s'est apprécié contre toutes les monnaies en 2010, pas seulement contre USD

## Offre & Demande

- Chine: record de achat physique => +47% au 1<sup>er</sup> trimestre 2011 (contre 1<sup>er</sup> trim. 2010)
- Banques Centrales ont acheté 87mt en 2010 (+500mt vs. moyenne annuelle), détention ETF +23%
- Production minière inférieure, teneur du minerai réduite de moitié durant les 10 dernières années,
- Coûts de production minière en hausse de 20% en 2010

## L'or dans un portefeuille?

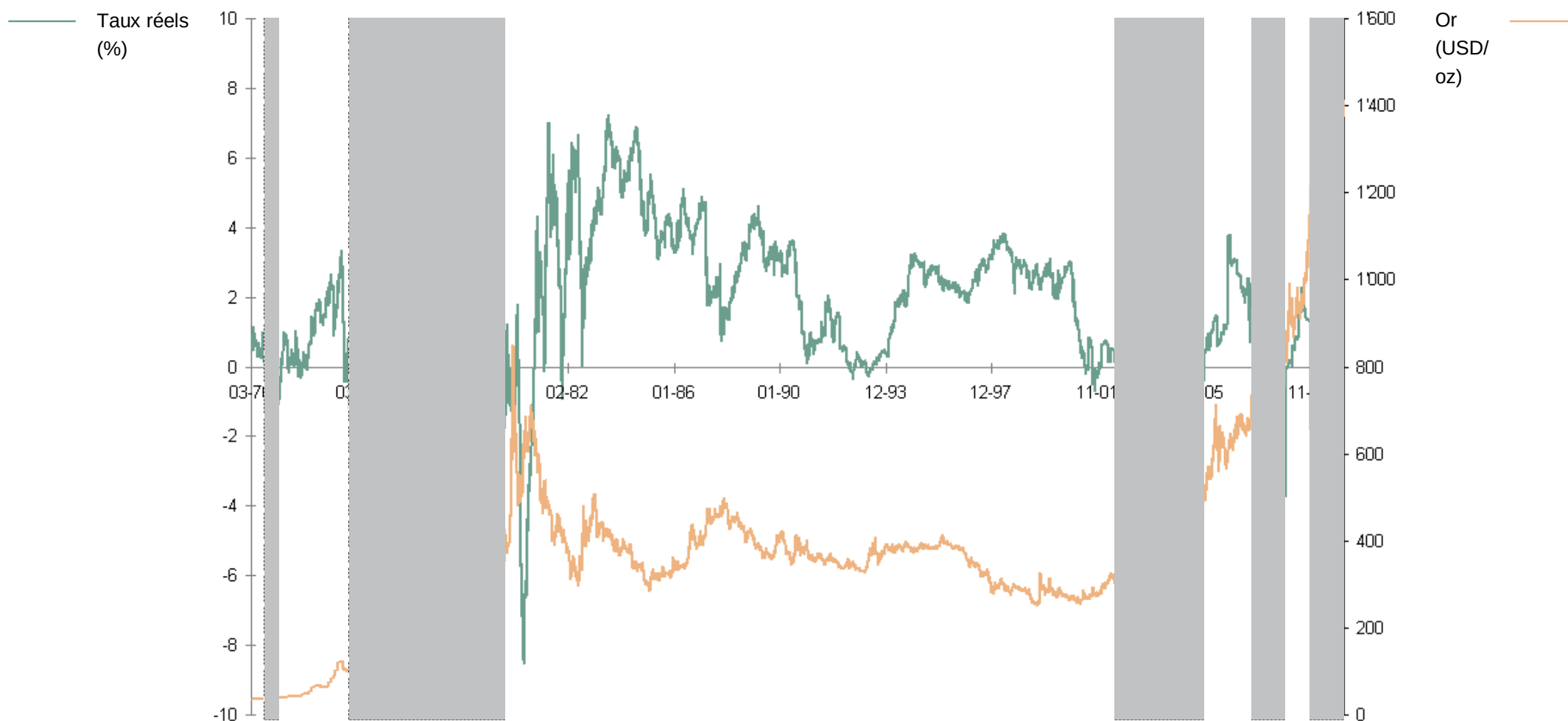
- Unique hedge face aux chocs des marchés actions. Or +14.3% vs. S&P -8.7% (en 2011 à septembre)
- Alternative au cash. Hedge contre les incertitudes: débiteurs douteux, inflation etc.
- Souvent mis en avant mais rarement détenu ⇒ L'or représente environ 0.16% des investissements

# Pourquoi les taux réels sont favorables à l'or?

- Le mythe de l'investisseur: si les taux montent, il est judicieux de vendre l'or (pas d'intérêt) et investir dans des titres à revenu fixe
- Fait: ce ne sont pas les taux d'intérêt qui importent mais les taux d'intérêt **réels** (TR)
  - Rappel: la différence entre les taux (T) et l'appréciation des prix à un an (CPI) correspond au taux d'intérêt réel (TR)
  - $TR = T - CPI$
- Si  $TR < 0 \Rightarrow T < CPI \Rightarrow$  il vaut mieux investir dans le but de reproduire le CPI
- Si  $TR > 0 \Rightarrow T > CPI \Rightarrow$  il vaut mieux investir dans des titres à revenu fixe
- Comment investir dans le but de reproduire l'inflation?
  - Les matières premières sont une partie importante déterminant l'inflation (CPI)
  - L'or est de loin le plus efficient en terme de stockage. Tout l'or extrait pourrait être contenu dans un cube de 20 mètres

# Taux d'intérêt réels négatifs

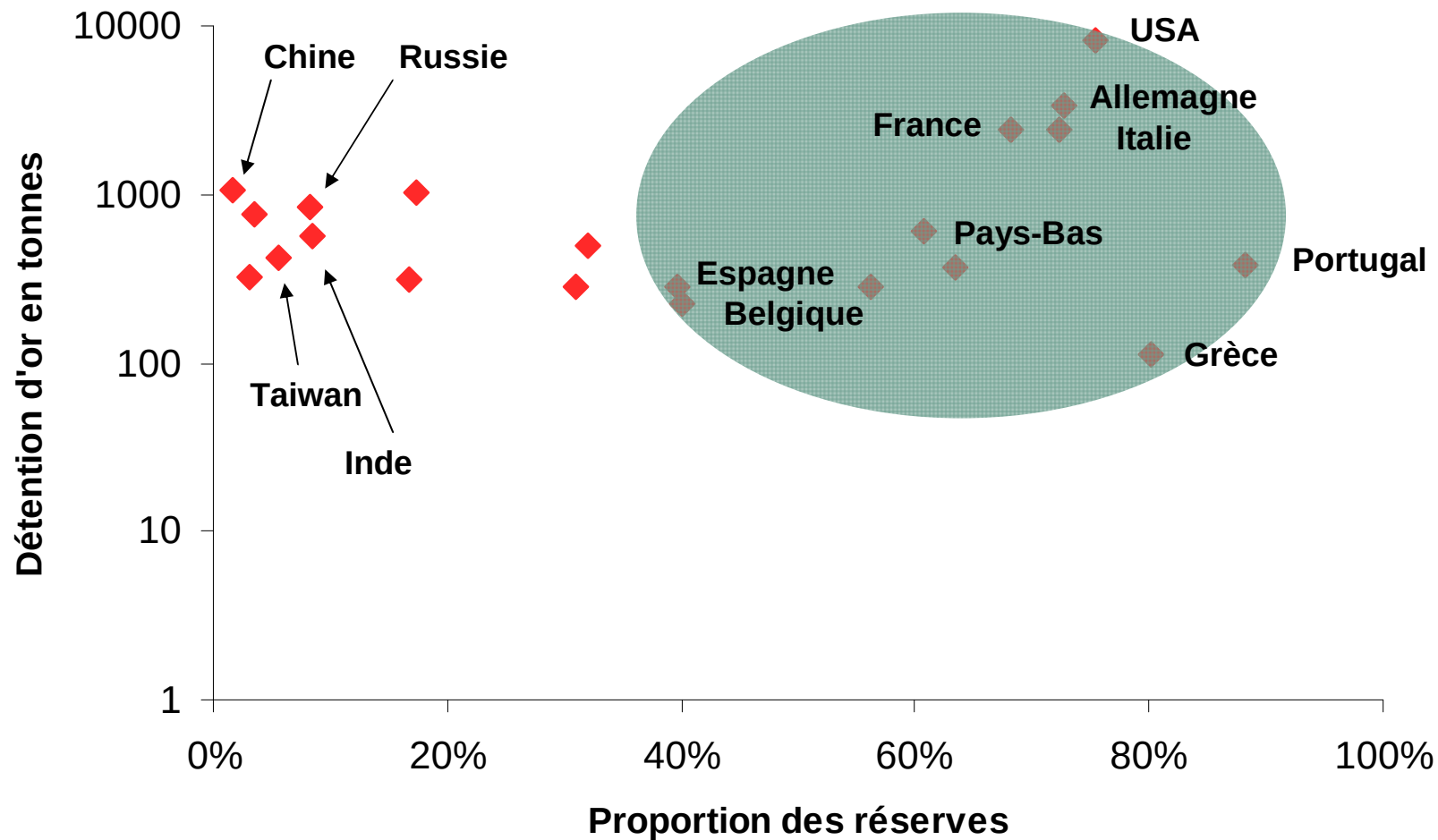
## Historique des taux réels US et de l'or





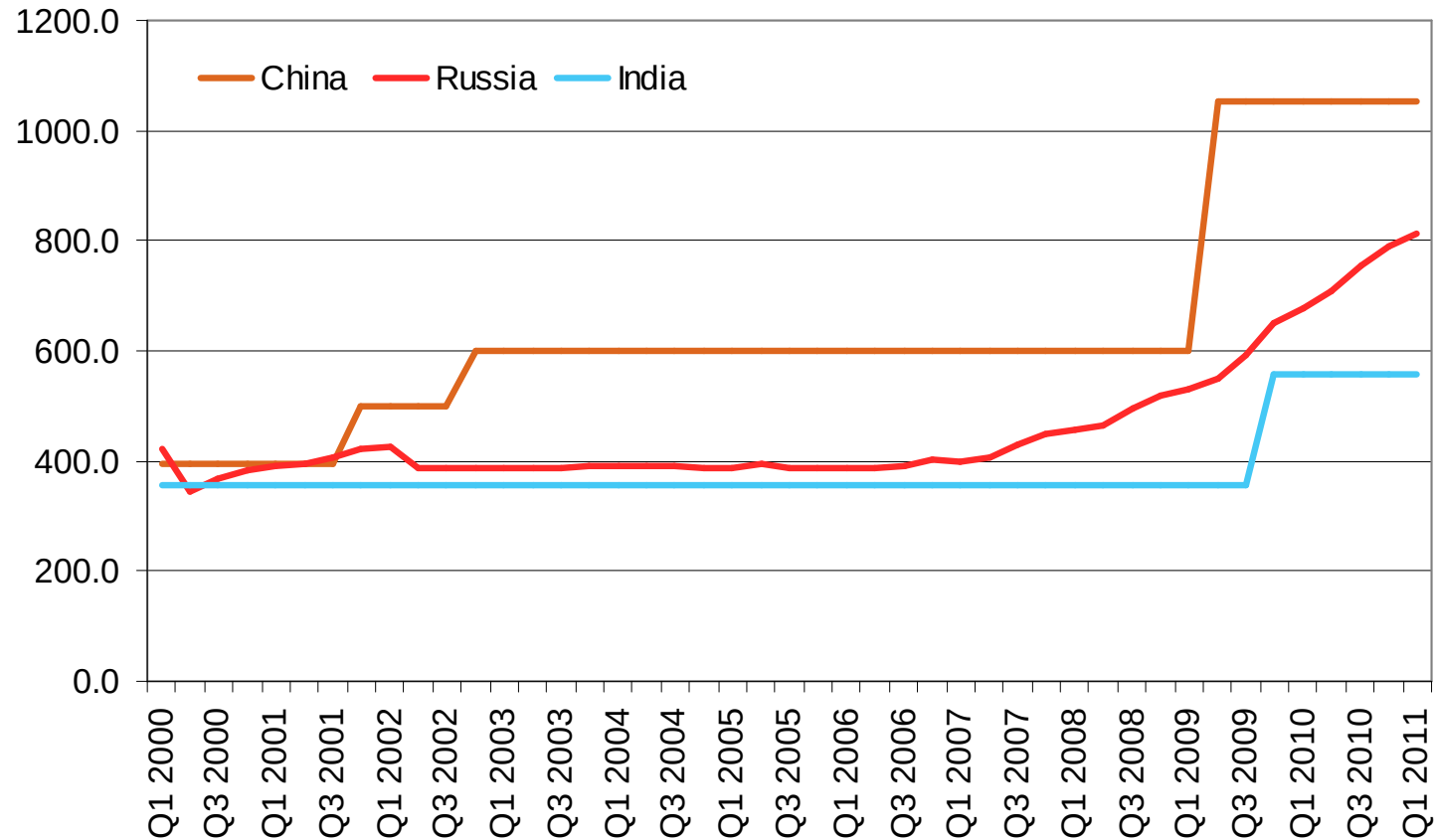
# Le poids des Banques Centrales

Potentiel énorme du côté des banques asiatiques



# Evolution de la détention d'or en tonnes des BC

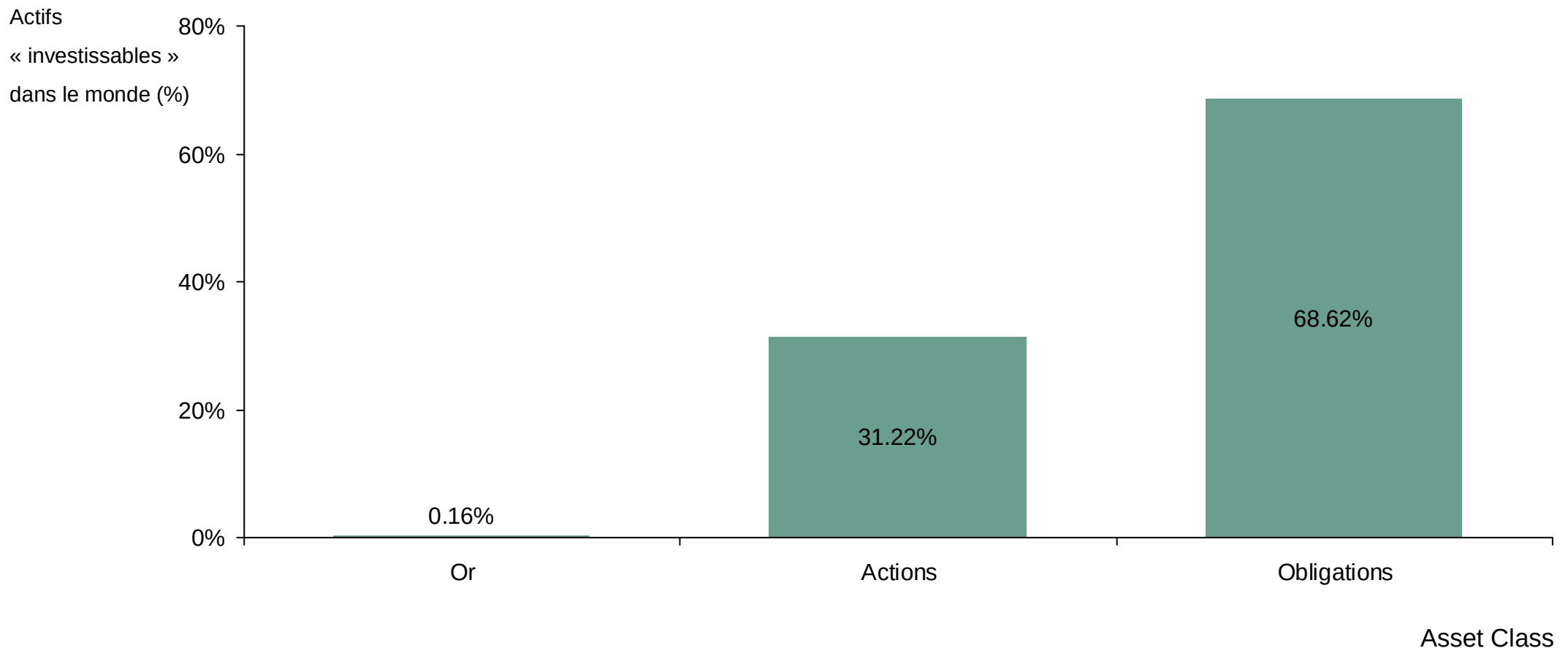
## Chine, Russie et Inde



Source FMI

# L'or est-il un actif suracheté par les investisseurs?

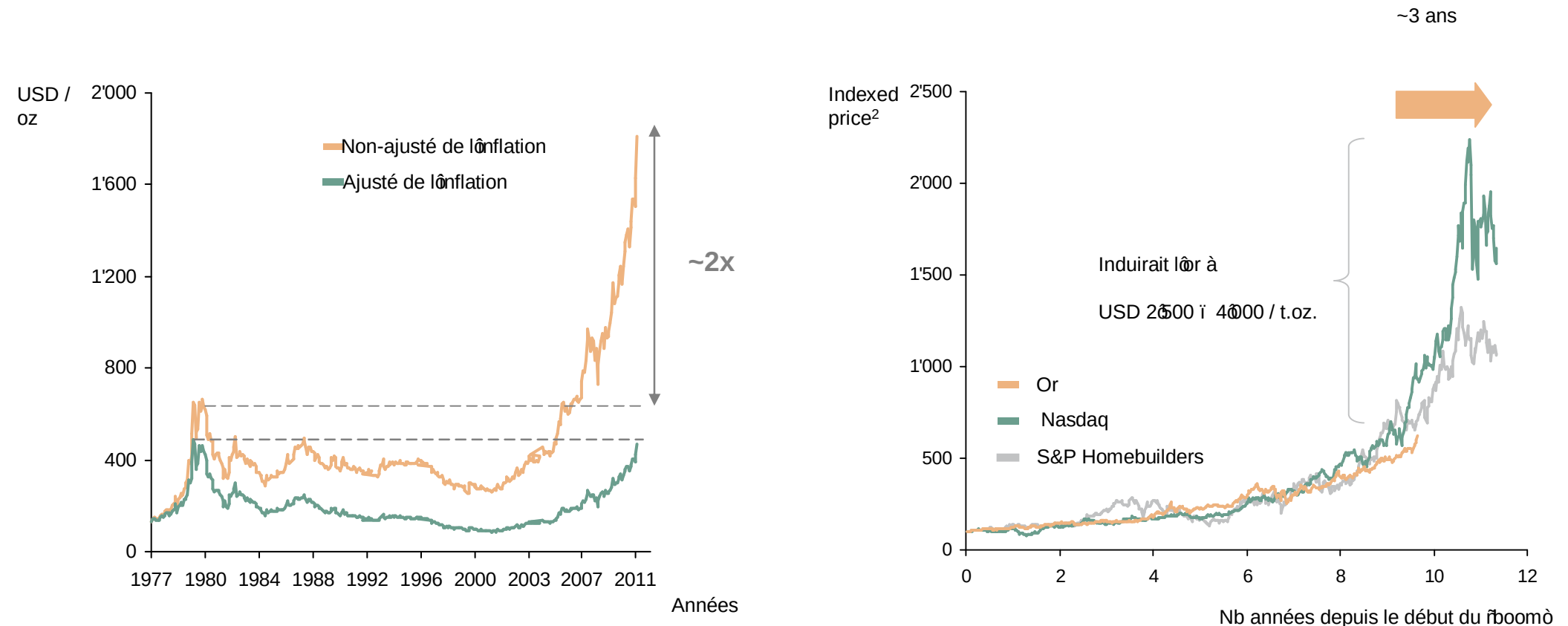
Non sa part reste marginale parmi les classes d'investissables



Source: Datastream. Gold market estimated to be around USD 1.1 tn vs. USD 41.5 tn and USD 91.2 tn for Equity and Fixed-Income markets respectively. However, only 19% of Gold market is investable (e.g., Gold ETFs, physical bars or coins), which further reduces market size to USD 209 bn.

# Or: fait-on face à une bulle spéculative?

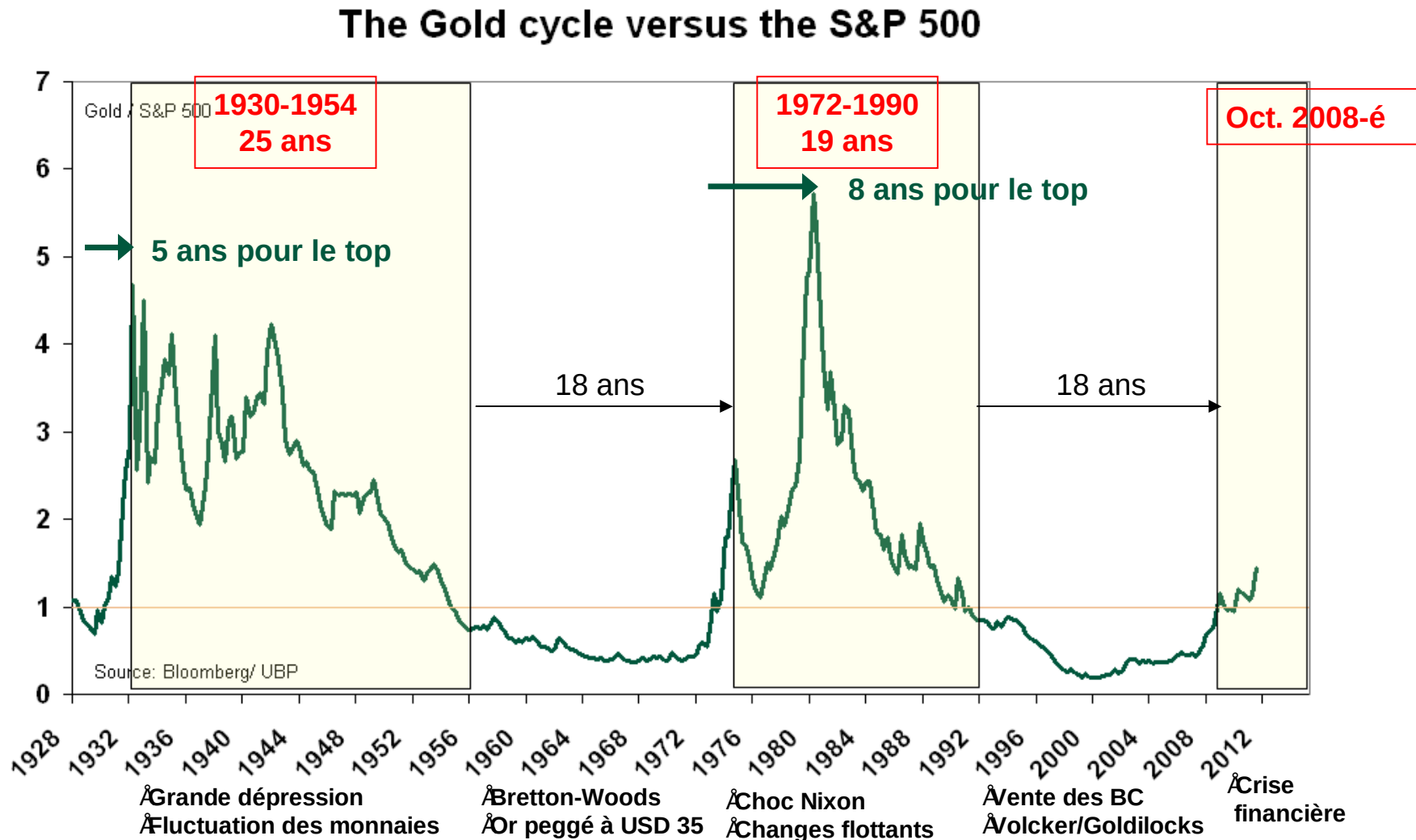
Non si on tient compte de l'inflation et d'autres exemples similaires



Source: Bloomberg / 1. Reference CPI set at Jan 1977 / 2. S&P Homebuilders, Nasdaq and Gold were indexes with reference to their prices as of Jan 1994, July 88 and Jan 2000 respectively

# Cycle de l'or contre le S&P500

Poursuite de la hausse probable mais volatile





## Les différents véhicules pour investir dans le métal jaune

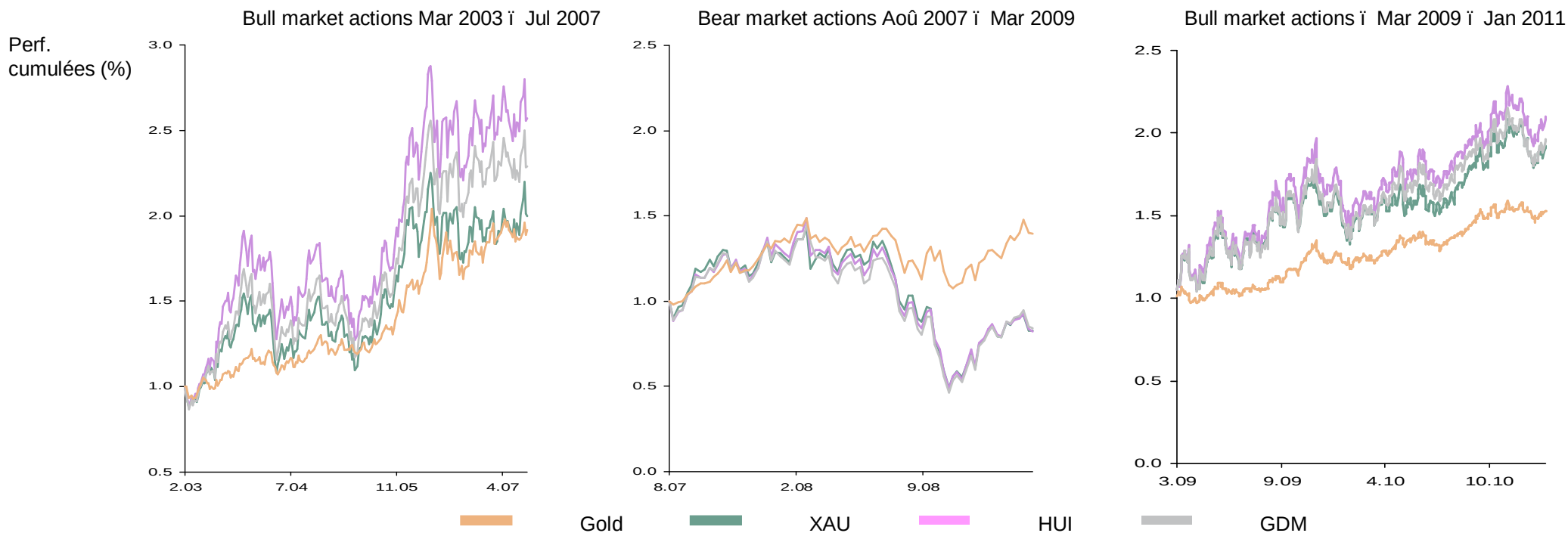
# Les véhicules pour investir dans l'or

| Véhicules          | Passif | Non-métal | Avantages, inconvénients                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------|--------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Détention physique | ✓      |           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Au contraire des monnaies, pas d'intérêt, coûts de stockage, logistique compliquée</li> <li>Protection des biens, risque de confiscation en fonction des juridictions</li> </ul>         |
| Or à Terme         | ✓      |           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Se traite toujours avec une prime, érodant le rendement à long terme</li> <li>Expose l'investisseur au risque de contrepartie</li> </ul>                                                 |
| ETFs / ETCs        | ✓      |           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Prime/discount vs. NAV ainsi que spread bid/ask, pas toujours backé par de l'or physique</li> <li>Frais, fiscalité cachée, dilution, risque de confiscation selon juridiction</li> </ul> |
| Sociétés minières  |        | ✓         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ratio risque/rendement moins attractif. Dépendance aux marchés des actions</li> <li>Au contraire de l'or physique, les minières ne résistent pas en cas de chute des bourses</li> </ul>  |

**Autre solution: un fonds géré de manière active permettant de maîtriser la volatilité accrue sur le métal jaune**

# Le métal offre un meilleur rapport rendement/risque

Les minières montent avec l'or mais baissent avec les actions



| Actifs | Perf. | Risque | Ratio | Perf. | Risque | Ratio | Perf. | Risque | Ratio |
|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
| Gold   | 92%   | 18%    | 5.2   | 40%   | 29%    | 1.4   | 53%   | 17%    | 3.2   |
| XAU    | 100%  | 29%    | 3.4   | -17%  | 54%    | -0.3  | 92%   | 36%    | 2.6   |
| HUI    | 157%  | 33%    | 4.8   | -18%  | 56%    | -0.3  | 110%  | 39%    | 2.8   |
| GDM    | 129%  | 30%    | 4.2   | -16%  | 54%    | -0.3  | 96%   | 38%    | 2.5   |

Les minières offrent constamment un rapport perf./risque inférieur à l'or



# Contacts

## **Olivier Dumuid**

Tél. : +4158 819 2649

E-mail : [old@ubp.ch](mailto:old@ubp.ch)

## **Jean-Pierre Buchs**

Tél. : +4158 819 2975

E-mail : [bjp@ubp.ch](mailto:bjp@ubp.ch)

## **UBP Gestion Institutionnelle SA**

8, rue Robert-Estienne

CH-1211 Genève

Tél. : +4122 310 5650

Fax : +4158 819 2630

E-mail : [inst@ubp.ch](mailto:inst@ubp.ch)

### **Disclaimer**

Le présent document est uniquement fourni à titre informatif. Son objectif est de donner une présentation générale, et il ne doit être considéré ni comme une offre, ni comme une recommandation, ni comme une sollicitation pour entrer en relation d'affaires avec la Banque ou une quelconque entité du Groupe UBP.