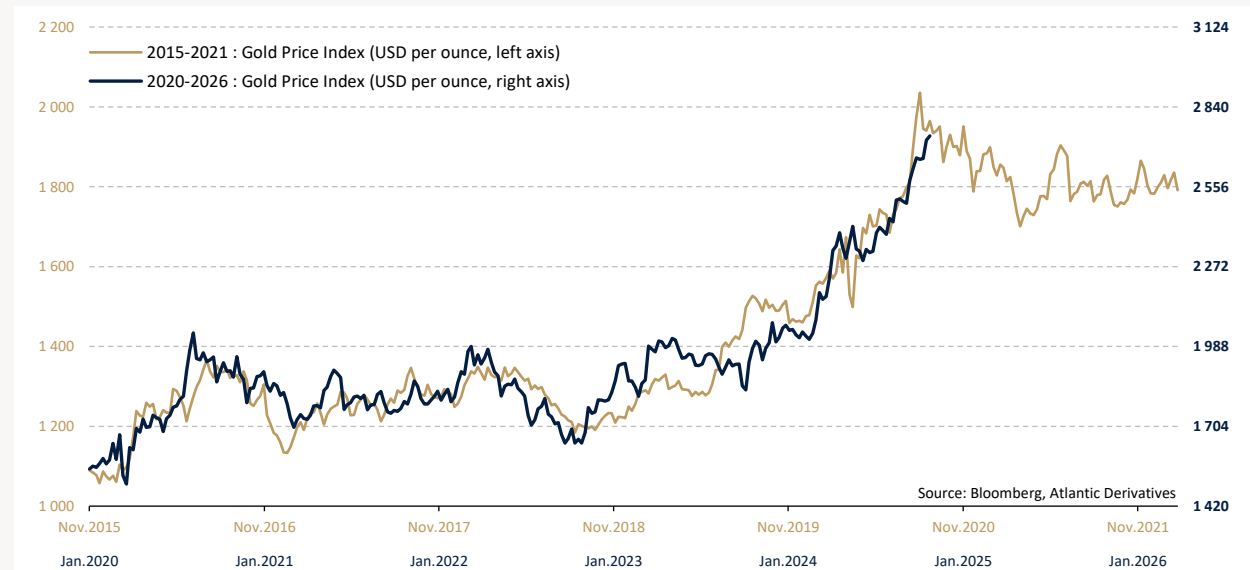




"LA MÉDAILLE D'OR PORTE BIEN SON NOM"

- ◆ Les raisons de la hausse des cours de l'once d'or sont connues
- ◆ Elles n'ont pas encore apporté leur plein soutien
- ◆ Paradoxalement, le risque de correction du métal jaune n'a jamais été aussi fort
- ◆ L'argent est très cyclique, mais les minières aurifères ont tout pour plaire aux investisseurs

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Et si l'or marquait une pause, comme en 2020 ?"



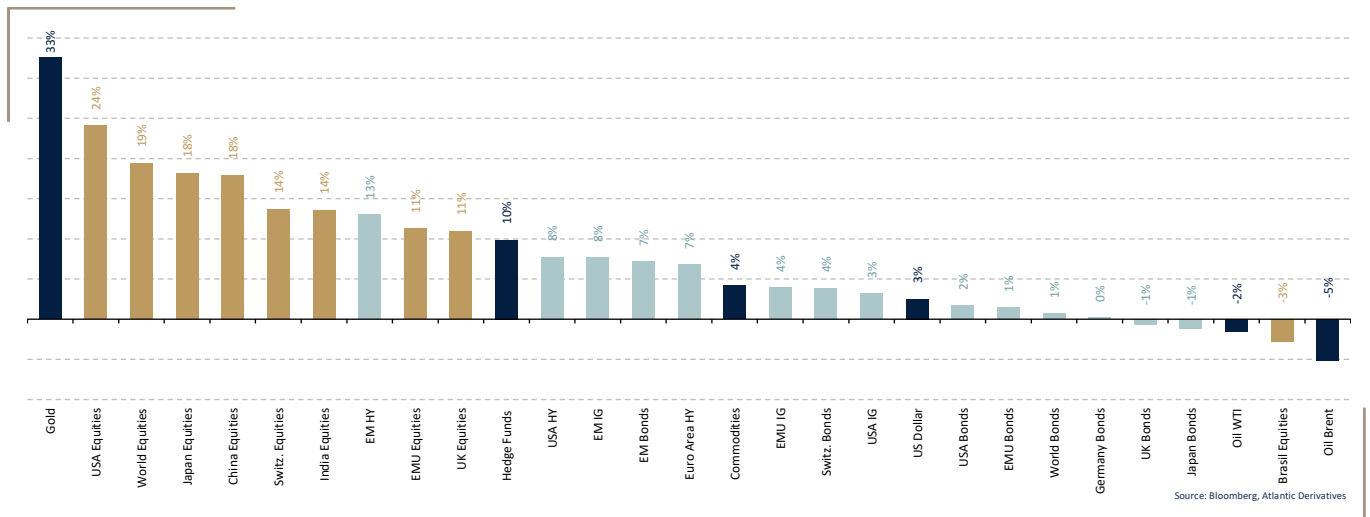
ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

L'année 2024 restera gravée dans les mémoires comme celle où la plupart des actifs financiers auront délivré une performance positive. Paradoxalement, il n'est pas certain que les investisseurs se souviendront que **l'or s'est imposé comme l'actif financier le plus performant** (cf. Fig. 2). Le métal jaune a enregistré une hausse vertigineuse de plus de 33%, culminant à 2'758 dollars l'once en octobre. Aussi impressionnante qu'elle puisse paraître, cette progression n'a rien d'exceptionnel. Une séquence similaire avait déjà eu lieu en 2020 (cf. Graphique de la semaine). À l'époque, la crise mondiale du Covid-19, couplée aux politiques



monétaires ultra-accommodantes des banques centrales, avait propulsé l'or à 2'000 dollars l'once, son précédent sommet historique. Aujourd'hui, les facteurs explicatifs sont différents mais la dynamique est comparable. **Une fois de plus, le plus brillant, le plus ductile, le plus pesant et le plus précieux de tous les métaux a joué son rôle traditionnel de bouclier contre l'incertitude**, conduisant de nombreux investisseurs à se tourner vers cette valeur refuge incontournable.

Fig. 2 – Performance des principaux actifs cotés en 2024



Les raisons qui permettent d'expliquer l'engouement des investisseurs pour la "relique barbare" sont multiples.

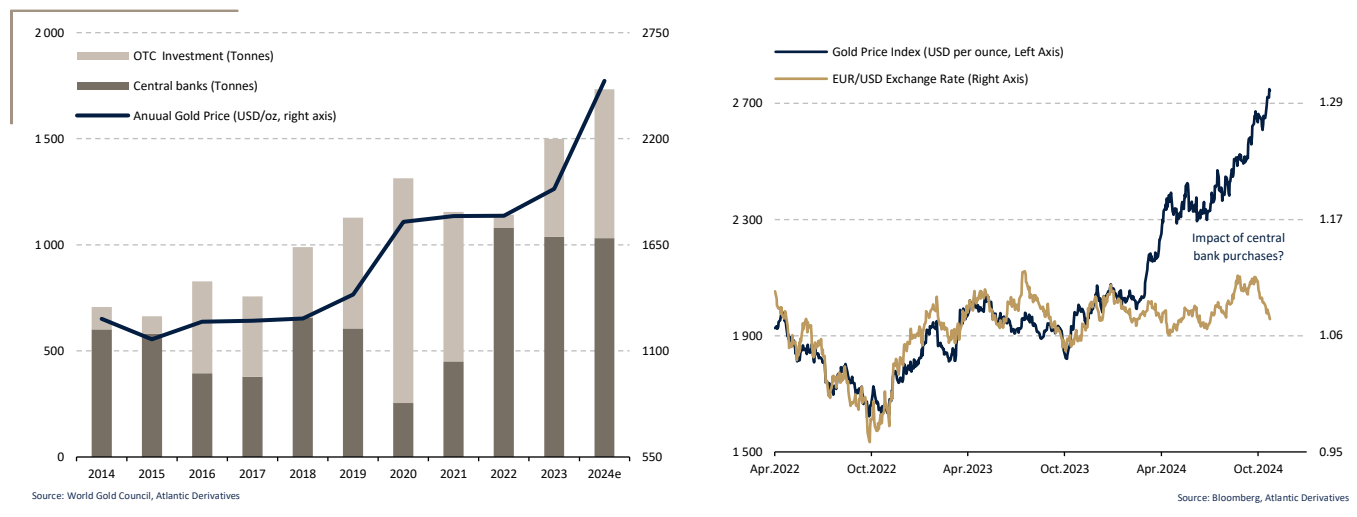
- En premier lieu, **les banques centrales ont commencé à abaisser leurs taux d'intérêt** et elles vont poursuivre l'assouplissement de leur politique monétaire l'an prochain. Cette perspective rend l'or plus attractif, car il ne génère pas de rendement en dehors de l'appréciation du capital, comme le font les bons du Trésor en détachant des coupons.
- En deuxième lieu, **les dérapages fiscaux deviennent massifs et récurrents**. Les investisseurs s'inquiètent de plus en plus de la capacité des Etats à rembourser leur dette sans la monétiser. Or, si les banques centrales venaient à imprimer davantage de monnaie pour financer la dette publique, la valeur de cette monnaie s'effriterait mécaniquement.
- En troisième lieu, **le contexte géopolitique a joué un rôle crucial**. Au cours des trois dernières années, le développement des conflits en Europe de l'Est et au Moyen-Orient a incité les investisseurs à accumuler des actifs refuges. Les tensions croissantes autour de Taïwan sont également venues accentuer ce phénomène.
- En quatrième lieu, et c'est sans doute le facteur prédominant, **les banques centrales des pays émergents ont accumulé d'importants stocks d'or**. Depuis l'invasion de l'Ukraine et l'embargo sur les réserves en devises de la Russie qui a suivi, leurs achats d'or ont triplé. Selon nos estimations, entre 2022 et 2024, les banques centrales ont acquis plus de 3'150 tonnes d'or, un record historique (cf. Fig. 3). Les pays tels que la Chine, l'Inde et la Turquie cherchent à assurer leur stabilité financière au cas où ils n'auraient plus accès facilement au dollar ou au système SWIFT permettant les transactions financières



internationales. Ces achats massifs effectués par les banques centrales des pays émergents ont donné une impulsion décisive à la tendance haussière du cours de l'once d'or. Et rien ne laisse présager que leur volonté de réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar américain ne s'estompe prochainement.

Une éventuelle élection de Donald Trump, le 6 novembre prochain, pourrait venir accentuer les inquiétudes fiscales et géopolitiques. Son retour au pouvoir risquerait également de faire grimper les rendements obligataires, notamment s'il cherchait à intensifier la guerre commerciale avec la Chine.

Fig. 3 & 4 – Achat d'or par les banques centrales et de gré à gré & impact du dollar sur le prix de l'or

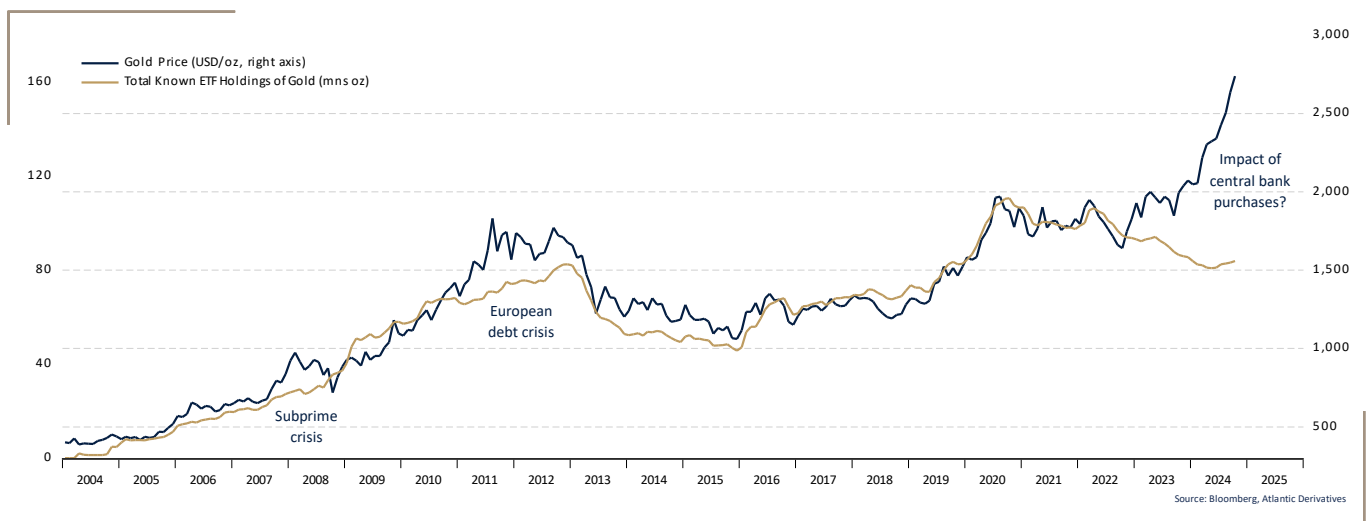


Il existe également deux facteurs clefs qui n'ont pas encore apporté leur soutien au cours de l'or et qui pourraient accroître le potentiel de hausse du métal jaune : la baisse du dollar et la demande des investisseurs particuliers.

- Si le billet vert a montré des signes de faiblesse entre octobre 2022 et juillet 2023, il n'a pas encore connu la dépréciation généralisée que certains analystes, dont nous faisons partie, prévoyaient. Toutes choses égales par ailleurs, **un dollar plus faible aurait pour effet de rendre l'or moins cher pour les investisseurs non américains**, ce qui stimulerait encore davantage la demande. En 2024, la très légère appréciation du *greenback* est venue freiner celle de l'or (cf. Fig. 4). La relation inverse entre le dollar et l'or devrait se matérialiser en 2025, à mesure que la Réserve fédérale américaine abaissera ses taux directeurs.
- **La demande des investisseurs particuliers pour l'or**, notamment via des fonds négociés en bourse (ETF), **n'a pas encore atteint son plein potentiel** (cf. Fig. 5). Bien que les ETFs adossés à l'or aient enregistré des flux positifs au cours des tout derniers mois, la demande reste relativement faible et inégale selon les régions. En Asie, les investisseurs particuliers ont montré un intérêt grandissant pour l'or en raison des taux de dépôt historiquement bas et de l'incertitude économique croissante. En Amérique du Nord et en Europe, en revanche, les flux de capitaux ont été modérés, enregistrant même des sorties en début d'année. A mesure que les craintes de récession augmenteront et que la volatilité des marchés boursiers se développera, la demande des particuliers pour l'or se concrétisera.



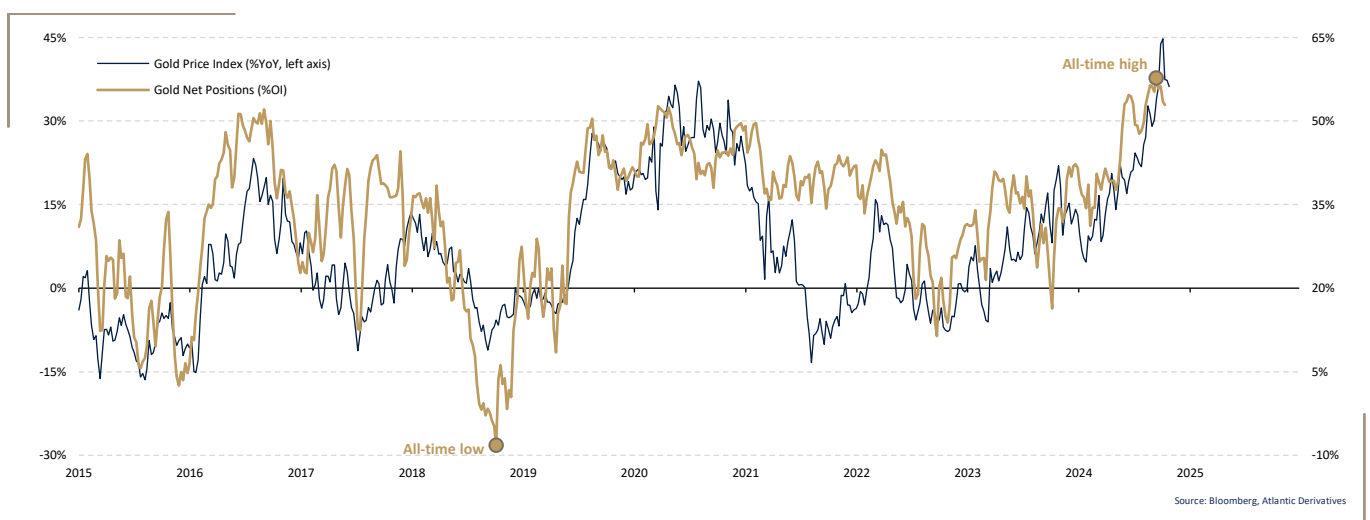
Fig. 5 – Détention d'or par les fonds indiciels



Malgré la belle dynamique du cours de l'or et le réservoir de flux favorables, **il existe des risques à court terme qui pourraient conduire à une pause, voire un retracement brutal** : les traders n'ont jamais été autant exposés et les créations d'emplois réduisent la probabilité d'une baisse rapide des taux.

- **Le premier risque** concerne les positions sur les marchés à terme. **Les traders n'ont jamais été autant acheteurs d'or** depuis que les données sont recensées (cf. Fig. 6). Paradoxalement, **ils sont très vulnérables à un long squeeze**. Ce phénomène se produit lorsque le prix d'un actif chute brusquement, obligeant les traders qui avaient parié sur la hausse du prix à fermer leurs positions, de manière à contrôler leur risque. La clôture de ces positions longues entraîne une augmentation de l'offre, ce qui exerce une pression à la baisse sur les prix et un effet "boule de neige". **Aujourd'hui, ce risque est très élevé : si le cours de l'or devait chuter, alors il chuterait brutalement.**

Fig. 6 – Positions acheteuses ou vendeuses nettes détenues par les traders



- **Le deuxième risque**, moins brutal mais dont la durée de vie est plus longue, est lié à **une augmentation plus forte que prévu des créations d'emplois aux États-Unis**. La bonne dynamique du marché de



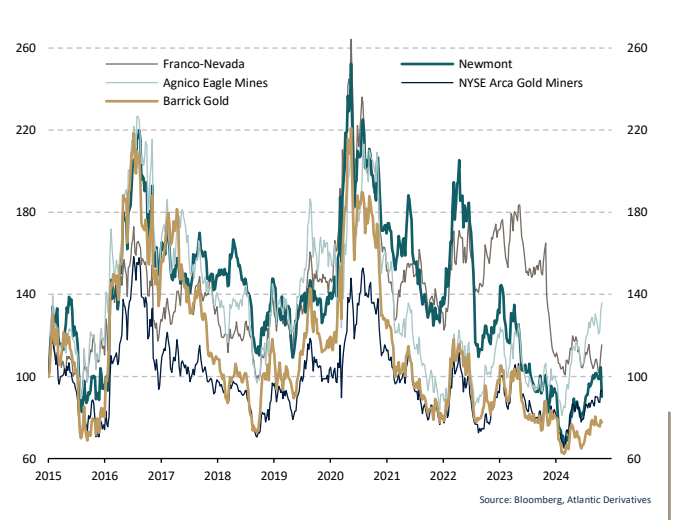
l'emploi pourrait inciter la Réserve fédérale à réduire ses taux d'intérêt moins rapidement ou moins fort que prévu. En permettant aux investisseurs d'obtenir des taux d'intérêt relativement élevés, les États-Unis viendraient augmenter l'attrait de leurs obligations par rapport à l'or, qui ne génère pas de rendement. Par ailleurs, les investisseurs qui ont accumulé des positions importantes en or pourraient décider de prendre leurs bénéfices si les perspectives économiques s'améliorent et si le dollar se renforce soudainement, créant ainsi une pression supplémentaire à la vente.

Si l'or brille de mille feux, l'argent est tout simplement éblouissant. Il se distingue comme une alternative intéressante pour les investisseurs en quête de levier. Le "petit frère" de l'or possède des caractéristiques uniques qui le rendent attractif, notamment en raison de son usage industriel et de sa très forte volatilité. La société minière mexicaine Fresnillo souligne régulièrement que la forte demande d'argent est alimentée par le développement de la 5G, de l'énergie solaire, de l'automobile, des nanotechnologies et plus généralement par l'accélération des projets d'infrastructures vertes dans le monde entier. Par ailleurs, le ratio de prix entre les deux métaux précieux étant historiquement faible (cf. Fig. 7), les investisseurs escomptent un rattrapage du cours de l'argent. **Cependant, contrairement à l'or, l'argent est beaucoup plus exposé aux cycles économiques.** En période de récession, la demande industrielle d'argent chute, entraînant une forte contre-performance. Cette volatilité a été particulièrement marquée au début de l'année, lorsque les craintes d'une récession mondiale ont fait baisser temporairement les prix de l'argent. Ce risque pourrait refaire surface prochainement.

Fig. 7 – Cours de l'argent par rapport à l'or



Fig. 8 – Cours des sociétés minières aurifères



C'est une lapalissade que d'écrire que les sociétés minières bénéficient de la hausse du cours de l'or. Malgré la montée des coûts de production, leurs marges sont très généreuses. Sur la base des dernières données disponibles, le coût moyen de production d'une once d'or est estimé à 1'400 dollars. Il a récemment augmenté en raison des opérations de maintenance et de l'inflation des coûts de sous-traitance. Par ailleurs, la raréfaction de nouvelles découvertes de gisements d'or contraint les sociétés minières à investir



davantage dans l'exploration et l'exploitation de gisements moins riches. S&P Global a d'ailleurs averti que la production mondiale d'or pourrait atteindre un pic d'ici 2028, ce qui pourrait exacerber les tensions sur l'offre. Malgré cela, les coûts de production ne représentent que la moitié du prix de vente. Ainsi, même si les prix de l'énergie devaient augmenter en raison de l'aggravation du conflit au Moyen-Orient, les sociétés minières continueraient à générer des bénéfices substantiels. Dans les prochains jours, plusieurs grandes compagnies telles que [Barrick Gold](#), [Agnico Eagle](#) et [Franco-Nevada](#) publieront leurs chiffres du troisième trimestre. Depuis la déception provoquée par les résultats de [Newmont](#), les investisseurs ont perdu de leur sérénité. Ils finiront par se souvenir que les perspectives restent très positives pour les minières aurifères et que, malgré des performances très honorables depuis mars (cf. Fig. 8), elles ont encore un long chemin à parcourir pour compenser leur retard sur les indices.

Conclusion :

Compte tenu de la progression significative des cours de l'or, une pause n'aurait rien d'anormal. D'un point de vue stratégique, l'allocation en or ne peut pas être réduite fortement sous peine de déséquilibrer le couple rendement/risque des portefeuilles. En revanche, vendre de manière tactique la juteuse plus-value des deux dernières années, de manière à retrouver l'allocation initiale, permettrait d'encaisser de substantiels profits.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
Equities							
World (MSCI)	845.5	50.98	-1.3%	0.3%	18.3%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	5 808	56.43	-1.0%	1.6%	23.1%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	42 114	46.05	-2.7%	0.6%	13.4%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	18 519	60.11	0.2%	2.4%	24.1%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	510.4	49.83	-1.2%	0.3%	11.0%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	8 249	46.46	-1.3%	-0.1%	10.0%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	12 184	52.05	-1.2%	0.3%	12.9%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	38 606	44.89	-2.7%	0.7%	15.1%	31.0%	-7.3%
Emerging (MSCI)	1 135	47.25	-1.7%	-0.1%	13.6%	10.2%	-19.8%
Brasil (IBOVESPA)	129 893	41.93	-0.5%	-1.3%	-3.2%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	51 784	43.68	-2.3%	-2.5%	-7.8%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	80 305	29.84	-2.2%	-6.7%	11.2%	20.3%	5.8%
China (CSI)	3 964	62.59	0.8%	16.5%	18.6%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	118.34	53.97	-0.7%	1.1%	24.8%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	391.9	54.85	0.0%	-0.1%	11.9%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	285.0	35.95	-1.4%	-2.5%	8.8%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	254.3	45.87	-0.7%	0.8%	7.9%	6.0%	34.5%
Financials (MSCI World)	176.9	52.99	-2.1%	1.8%	22.5%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	381.9	30.28	-2.7%	-2.7%	10.7%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	388.2	42.77	-2.6%	-1.2%	15.9%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	756.6	59.31	-0.1%	3.0%	29.5%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	343.7	40.54	-2.6%	-2.5%	3.3%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	1 019.3	44.71	-2.0%	-2.4%	6.7%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	172.7	45.69	-2.2%	-1.9%	20.5%	1.6%	-3.8%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.58%	32.68	-0.9%	-3.0%	0.4%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	4.21%	31.41	-0.8%	-2.3%	1.5%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.71%	49.59	-0.7%	0.0%	1.5%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.20%	47.38	-0.6%	-0.4%	0.3%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	4.18%	41.75	-1.0%	-1.3%	-1.3%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	0.62%	55.21	-0.2%	0.4%	3.9%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.71%	47.42	0.2%	-0.7%	-1.1%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	6.99%	43.93	-0.1%	-1.3%	7.1%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	5.10%	33.01	-0.2%	-2.4%	3.0%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.19%	58.48	0.1%	0.3%	4.1%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	6.30%	37.89	-0.3%	-1.1%	7.3%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	7.30%	50.05	-0.2%	-0.5%	7.5%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.92%	84.08	0.0%	0.6%	6.9%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	8.58%	58.54	0.1%	0.3%	13.1%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	437.3	58.92	-0.5%	1.4%	8.6%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	589.1	62.43	-0.5%	2.3%	8.4%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	226	71.35	0.2%	1.5%	11.3%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	261.8	43.97	0.3%	0.9%	-2.7%	5.8%	-19.1%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 592	78.15	n.a.	1.8%	9.9%	7.8%	-6.9%
Macro	1 345	71.48	n.a.	1.7%	7.6%	1.6%	1.3%
Equity Long Only	2 246	71.58	n.a.	2.5%	13.7%	15.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1 659	75.95	n.a.	1.6%	12.8%	7.7%	-10.7%
Event Driven	1 709	76.01	n.a.	0.8%	7.7%	7.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 616	92.83	n.a.	1.2%	10.0%	6.6%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 659	88.06	n.a.	1.2%	9.5%	7.8%	-2.0%
Credit	1 581	86.75	n.a.	0.9%	7.5%	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	1 602	89.85	n.a.	0.7%	8.3%	11.2%	-1.4%
Commodity	1 723	80.05	n.a.	2.2%	10.4%	7.3%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1 358	58.26	n.a.	1.4%	9.2%	-3.6%	5.3%
Volatility							
VIX	19.12	55.68	12.8%	31.9%	63.3%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	18.92	51.97	9.7%	16.7%	39.4%	-35.0%	8.4%
Commodities							
Commodities (CRB)	530.0	n.a.	-0.2%	-1.5%	3.9%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2 740	n.a.	0.7%	3.1%	32.8%	13.1%	-0.3%
Silver (Troy Ounce)	34	n.a.	-0.5%	7.8%	41.2%	-0.7%	2.8%
Oil (WTI, Barrel)	71.99	n.a.	4.0%	2.4%	0.5%	-10.7%	4.2%
Oil (Brent, Barrel)	75.97	n.a.	4.6%	0.9%	-2.1%	-4.5%	5.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	104.40	70.44	0.4%	4.0%	3.0%	-2.1%	8.2%
EUR	1.0800	33.03	-0.1%	-3.0%	-2.2%	3.1%	-5.8%
JPY	153.23	30.55	-1.6%	-6.3%	-8.0%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.2966	39.49	-0.1%	-3.1%	1.8%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6600	33.90	-0.9%	-4.5%	-3.1%	0.0%	-6.2%
CAD	1.3887	27.10	-0.4%	-2.6%	-4.6%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8678	36.56	-0.2%	-2.6%	-3.0%	9.9%	-1.3%
CNY	7.1283	41.61	-0.1%	-1.5%	-0.4%	-2.8%	-7.9%
MXN	20.010	37.68	-0.2%	-1.6%	-15.2%	14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1 762.8	39.62	-0.2%	-1.2%	1.3%	4.8%	-4.3%
XBT	68 364	n.a.	2.7%	4.1%	60.8%	157.0%	-64.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives SA

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Derivatives (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.