

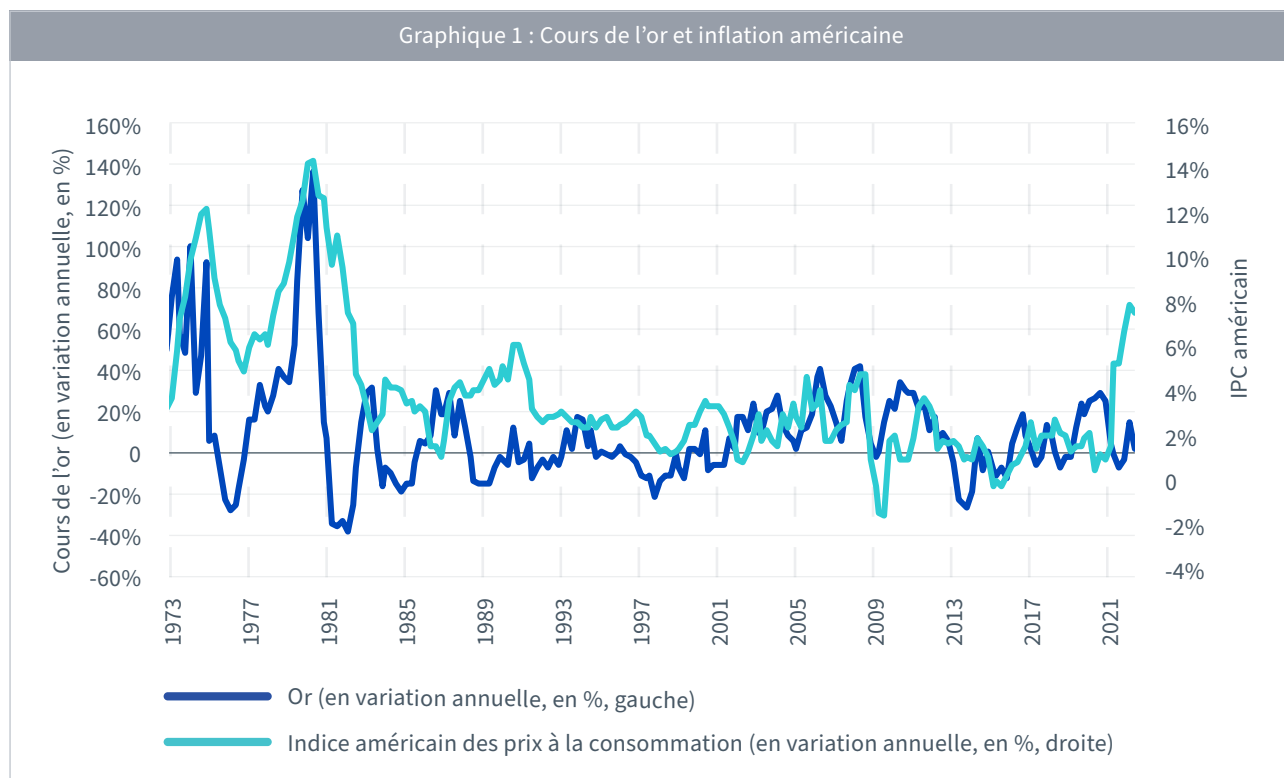
Market Insight

Perspectives sur l'or au 3^{ème} trimestre 2023 : couverture contre l'inflation et le ralentissement de la croissance économique

Octobre 2022

2 Market Insight

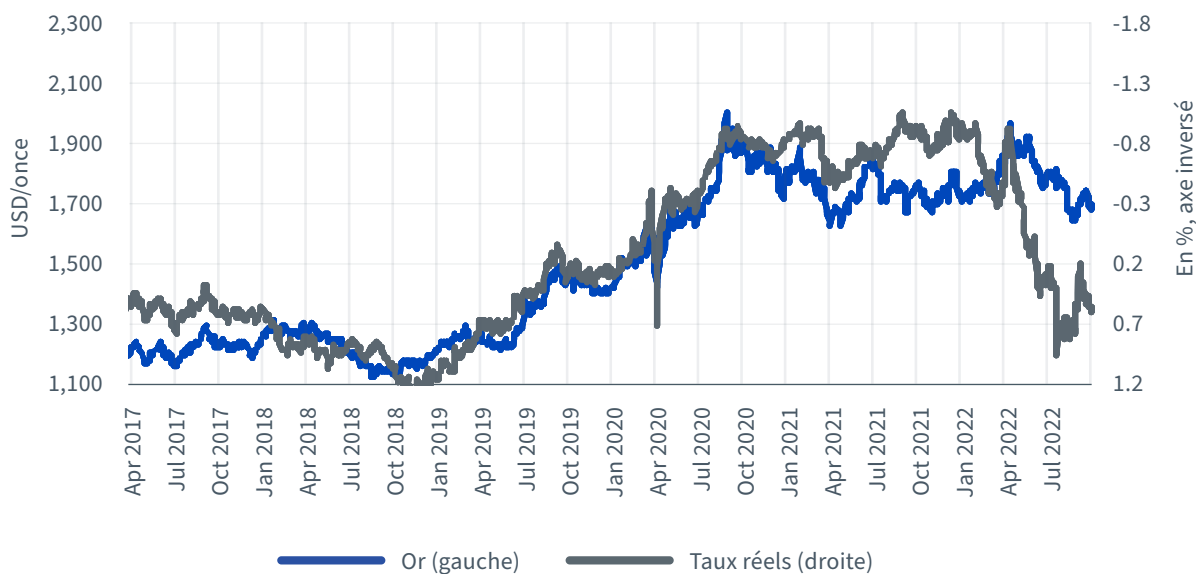
De nombreux commentateurs ont exprimé leur déception à l'égard de l'or qui n'a pas progressé autant que lors de précédentes périodes marquées par une inflation importante (Graphique 1).



Source : Bloomberg. Données trimestrielles du 1er trimestre 1973 au 2ème trimestre 2022. **La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.**

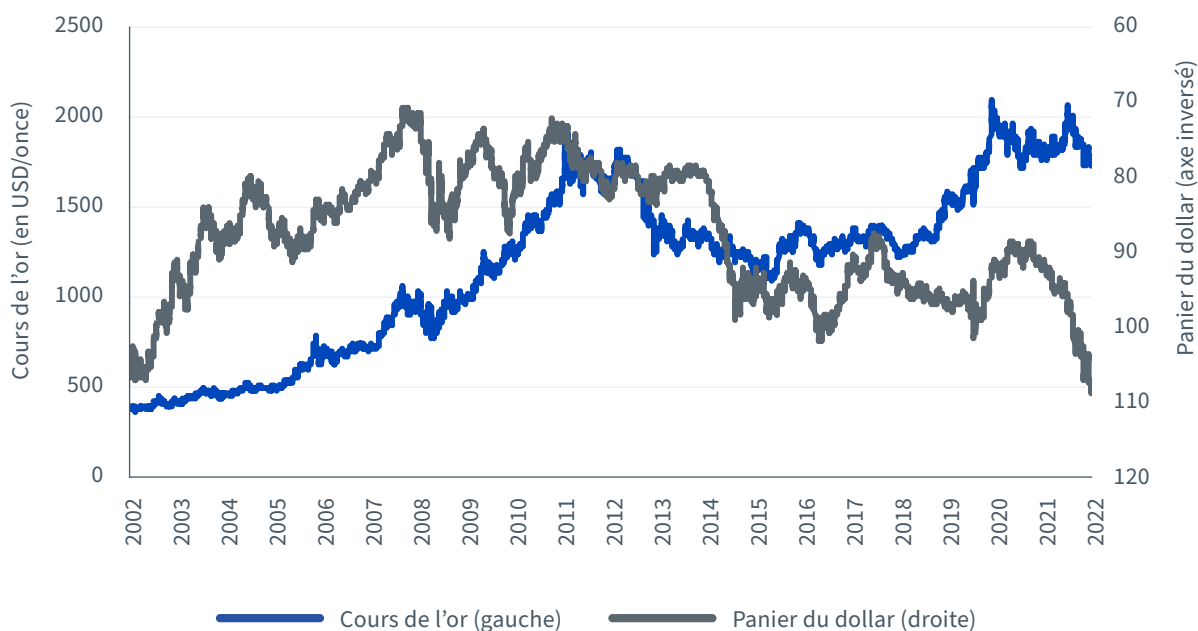
Cependant, l'or fait face à plusieurs obstacles tels qu'une forte performance du dollar (Graphique 2) et une correction sur les marchés obligataires (Graphique 3). Dans les deux cas, l'or semble avoir beaucoup mieux conservé sa valeur que ne l'indiquent les relations (univariées) historiques.

Graphique 2 : Or et taux réels (taux des titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS))



Source : Bloomberg, WisdomTree. D'avril 2017 à août 2022. **La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.**

Graphique 3 : Or et panier du dollar

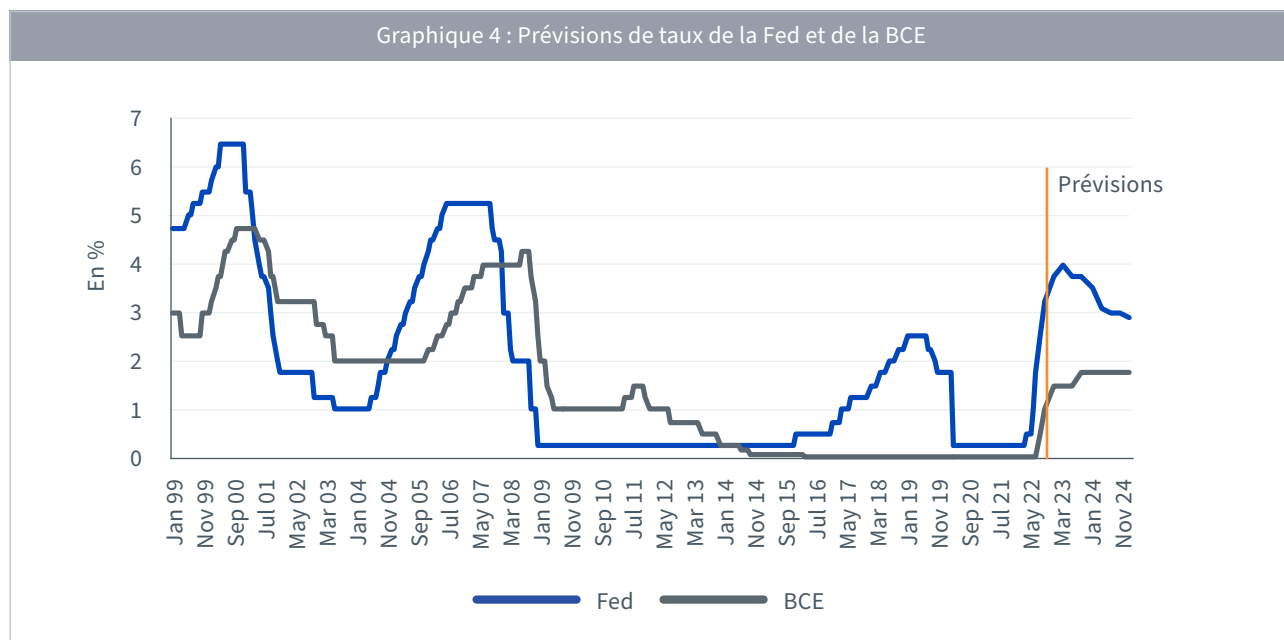


Source : Bloomberg, WisdomTree. Du 24 juin 2002 au 9 septembre 2022. **La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.**

4 Market Insight

En analysant les données mensuelles historiques remontant à 1980, nous constatons que l'or a engrangé en moyenne des gains de annuels de 9% lors de périodes au cours desquelles l'inflation était supérieure à 3,5%. Toutefois, si nous filtrons les données en ne retenant que les mois où le Dollar US s'est apprécié de plus de 10 % en variation annuelle, nous découvrons que l'or n'a généré qu'une performance moyenne de -16 %¹. La fermeté du dollar, comme nous en sommes témoins actuellement, est rarement associée à une vigueur du cours de l'or, même en périodes d'inflation élevée.

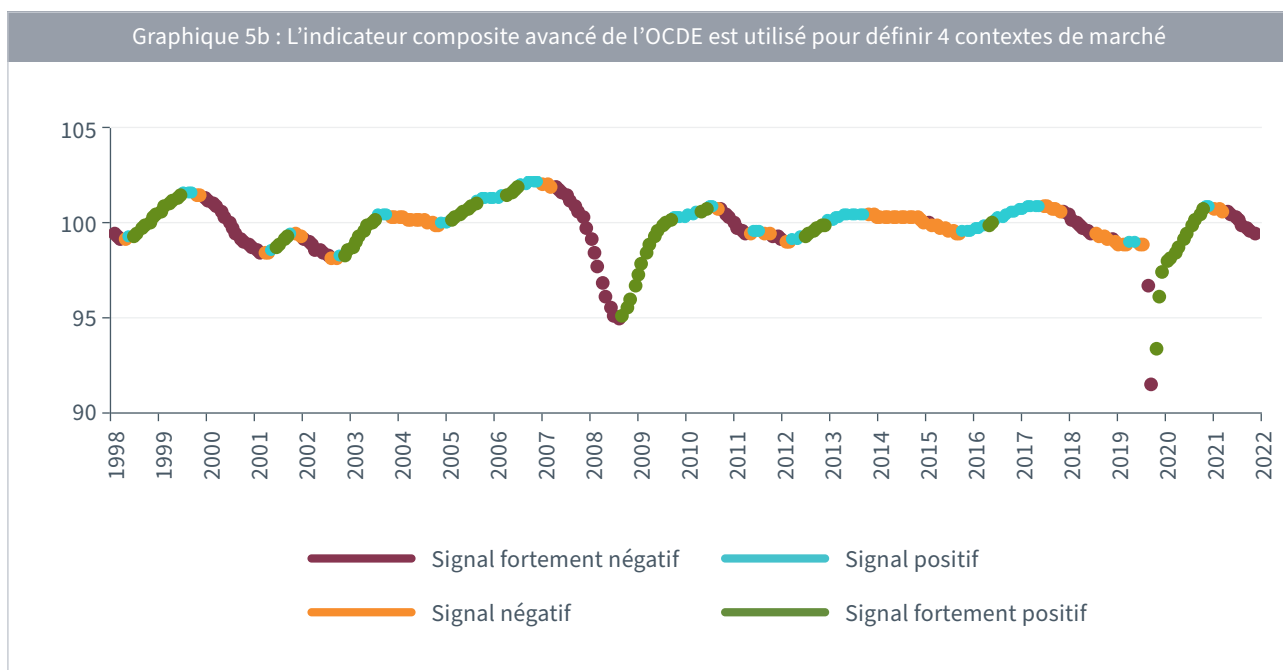
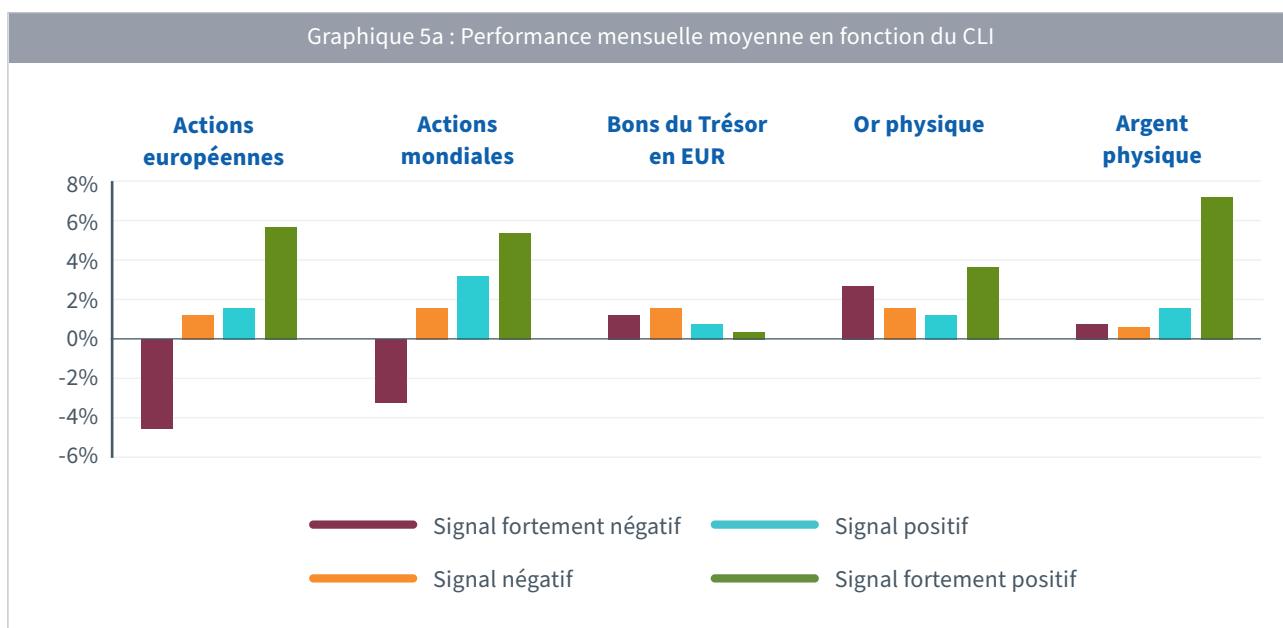
Le billet vert a le potentiel de continuer à s'apprécier. La Réserve fédérale (Fed) a relevé ses taux d'intérêt davantage et à un rythme plus rapide que la Banque centrale européenne (BCE) tandis que la Banque du Japon résiste à tout durcissement monétaire (voir [Navigating the Uncharted Waters Between Growth and Inflation](#)). Dans cette situation, les différentiels de taux se sont élargis entre le dollar américain et les principales devises. Par ailleurs, les différentiels de taux devraient continuer de s'élargir pendant plusieurs mois si les prévisions du consensus à l'égard des taux se vérifient (Graphique 4).



Source : WisdomTree, Bloomberg. Données réelles de janvier 1999 à septembre 2022. Les prévisions vont de septembre 2022 à décembre 2024 et proviennent des enquêtes auprès du consensus réalisées par Bloomberg. **Les prévisions ne sont pas un indicateur de la performance future et tout investissement est exposé à des risques et à des incertitudes.**

¹ Source : Données de Bloomberg, calculs réalisés par WisdomTree. Données de janvier 1980 à août 2022.

L'or se démarque lors des périodes de décélération économique ou de récession, comme l'indique sa performance durant les périodes caractérisées par un indicateur composite avancé (« composite leading indicator » ou CLI) fortement négatif (voir Graphique 5).



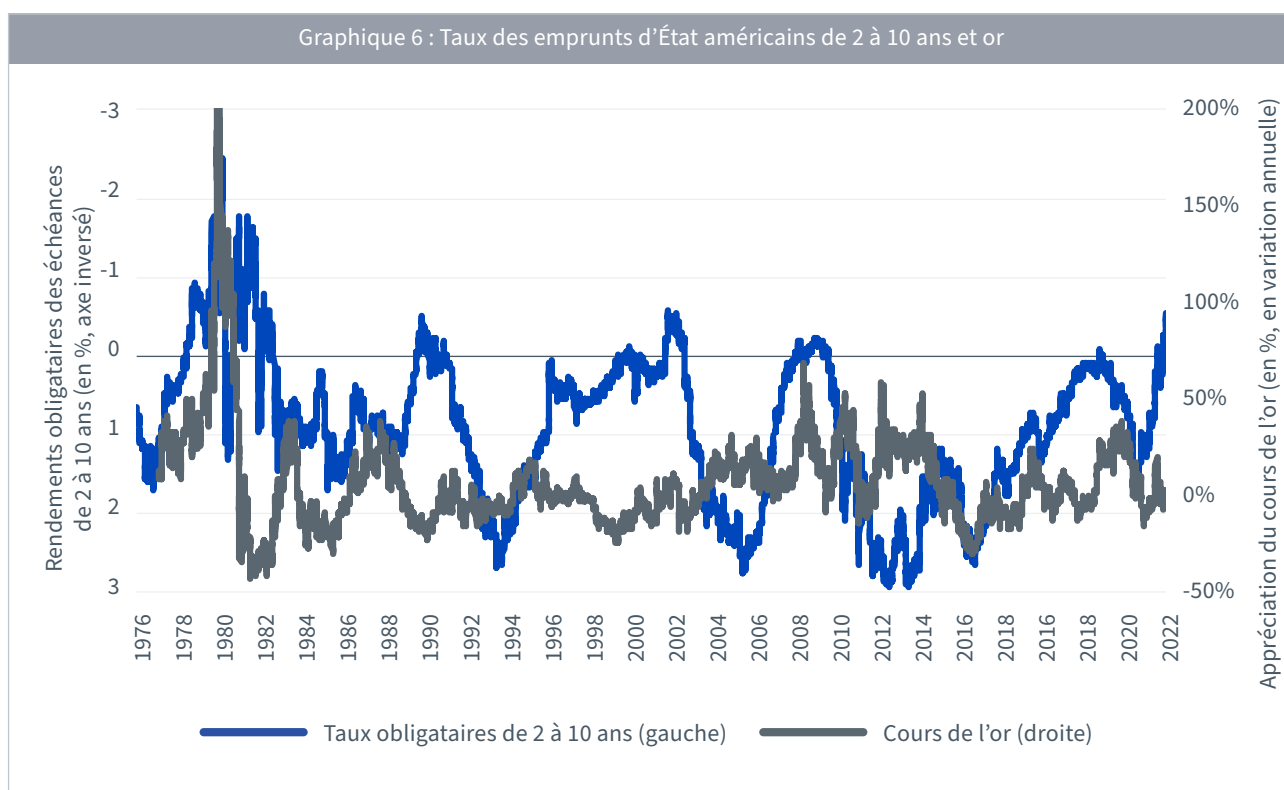
Source : WisdomTree, Bloomberg. De juillet 1998 à juin 2022. L'OCDE est l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques. Les calculs reposent sur les performances mensuelles en dollar. **La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.**

6 Market Insight

Comme mentionné dans nos [perspectives générales](#), le risque de récession augmente. Un indicateur de ce risque est l'inversion de la courbe des rendements obligataires. Aujourd'hui, nous constatons l'une des plus fortes inversions de positions vendeuses en vue d'un aplatissement de la courbe (« bear-flattening ») depuis 1981 (Graphique 6), ce qui correspond à une source de performance sur l'or plus observée depuis des décennies.

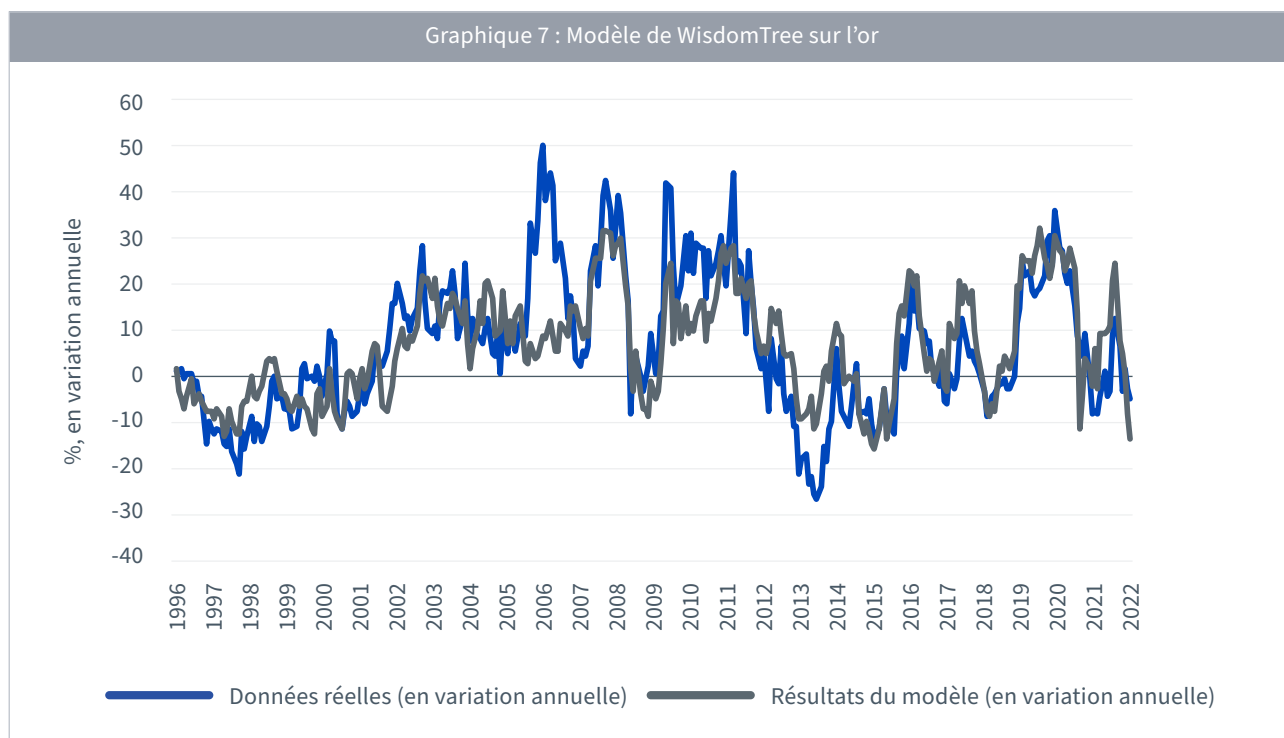
Voici quelques exemples majeurs de positions vendeuses en vue d'un aplatissement de la courbe observées par le passé :

- + Entre août 1978 et juillet 1982, l'inversion de la courbe a été favorable au cours de l'or (qui a signé une performance nominale cumulée de 66 %)
- + Entre juin 2006 et juin 2007, l'inversion de la courbe a été favorable au cours de l'or (qui a signé une performance nominale cumulée de 10 %)



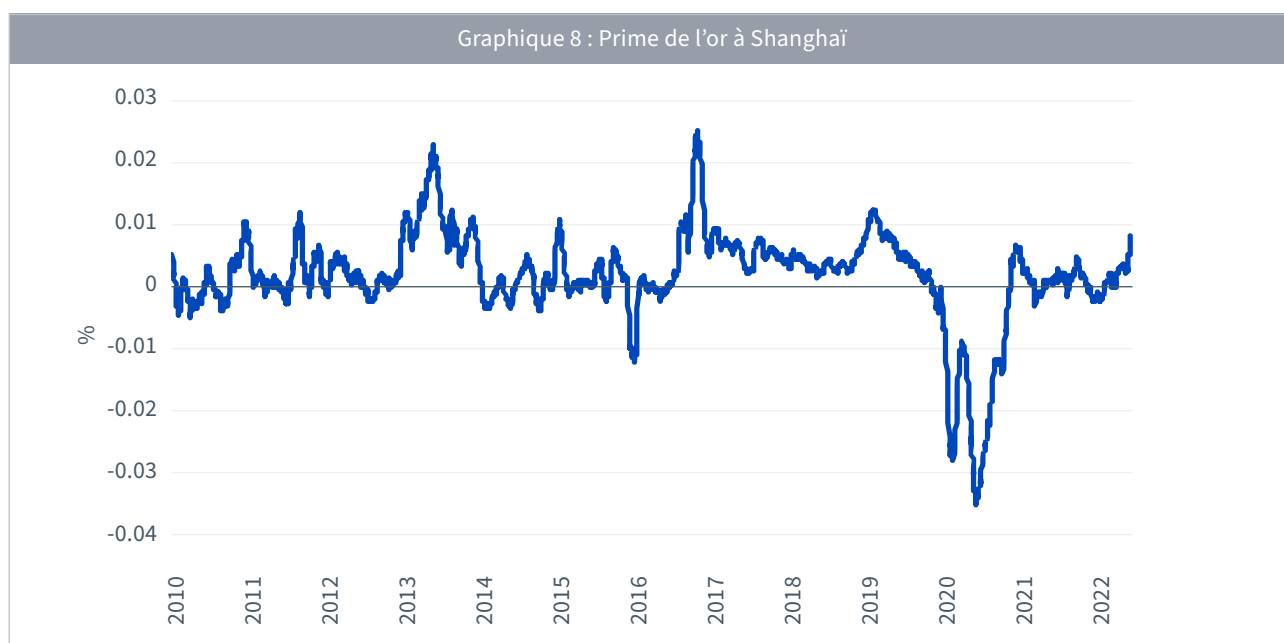
Source : WisdomTree, Bloomberg. Période : de juin 1976 à septembre 2022. Nous définissons l'inversion de la courbe des taux comme un rendement négatif des emprunts d'État américain de 2 à 10 ans. Lorsque les échéances à 2 ans progressent plus rapidement que celles à 10 ans, nous définissons cette situation comme une position vendeuse en vue d'un aplatissement de la courbe. **Lorsque les échéances à 10 ans diminuent plus rapidement que celles à 2 ans, nous définissons cette situation comme une position acheteuse en vue d'un aplatissement de la courbe.**

L'inversion de la courbe des taux n'est pas explicitement intégrée à notre modèle interne de prévisions, mais elle peut expliquer pourquoi l'or s'en sort mieux que nous ne le pensions. Notre modèle (décrit dans l'article [Gold: how we value the precious metal](#)) indique que l'or aurait dû se replier de 15 % en variation annuelle en août 2022 sous le poids d'une appréciation du dollar américain et d'un repli des cours des obligations (Graphique 7). Pourtant, l'or ne s'est replié que de 5 %. Il se peut que le risque de récession continue de soutenir l'or davantage que notre modèle ne le suggère.



Source : Bloomberg, modèle sur les cours de WisdomTree. De mars 1996 à août 2022. **Les prévisions ne sont pas un indicateur de la performance future et tout investissement est exposé à des risques et à des incertitudes.**

Lors du développement de notre modèle, nous avons découvert qu'une fois les taux de change contrôlés, les rendements obligataires, l'inflation et le sentiment des investisseurs, les variations de l'offre et de la demande physiques n'avaient pas d'impact statistiquement significatif sur les cours. Mais cela ne signifie pas que le marché physique n'a pas d'influence sur les cours, une forte demande physique peut créer dans certaines circonstances un niveau plancher pour les cours de l'or. En 2013, lors d'une lourde correction de ses cours, la demande des consommateurs pour l'or a fortement augmenté en Chine (le faible niveau des cours entraînant une demande substantielle de la part des consommateurs). Cette situation a conduit au pic observé sur le premium de l'or à Shanghai (c'est-à-dire le %age supérieur aux cours au comptant auxquels s'échange l'or à Shanghai). Or nous commençons à observer une nouvelle hausse de ce premium sur l'or à Shanghai (Graphique 8), ce qui témoigne une nouvelle fois d'un solide intérêt de la part des particuliers chinois.



Source : Bloomberg, WisdomTree. Du 1^{er} janvier 2010 au 14 septembre 2022. **La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.**

8 Market Insight

Perspectives sur l'or à l'aide du modèle de prévisions de WisdomTree

Sur la base des opinions macroéconomiques présentées dans nos [perspectives générales](#), nous établissons une perspective cohérente pour l'or (scénario central) à l'aide du modèle décrit dans l'article [Gold: how we value the precious metal](#). Nous présentons également les scénarios acheteur et vendeur.

- + **Scénario neutre:** Dans le cadre de notre scénario neutre, nous tablons sur une poursuite de l'appréciation du dollar américain sur la période de prévision jusqu'au 3^{ème} trimestre 2023. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans devraient augmenter jusqu'au 1er trimestre 2023 après quoi ils se replieront à l'approche de la fin du durcissement monétaire de la Réserve fédérale américaine. À cet égard, nous sommes d'avis qu'elle relèvera l'objectif des Fed fund à 4 %, soit un niveau nettement supérieur aux rendements que devraient atteindre les bons du Trésor américain à 10 ans. Ce niveau des Fed funds maintiendra inversée la courbe des taux obligataires, signe d'un affaiblissement économique imminent. Or l'or a tendance à enregistrer de belles performances dans des scénarios de récession. Par ailleurs, nos prévisions concernant l'inflation sont supérieures à celles du consensus. D'ici le 3^{ème} trimestre 2023, l'inflation s'élèvera à 5 % aux États-Unis, soit un niveau qui devrait soutenir le cours de l'or. Nous maintenons notre positionnement spéculatif net sur les contrats à terme sur l'or vers les niveaux de septembre 2022 pendant toute la période de prévision. Dans ce scénario, l'or pourrait progresser à 1 910 dollars l'once d'ici la fin septembre 2023 contre 1 720 dollars l'once début septembre 2022.
- + **Scénario acheteur:** Dans ce scénario (moins probable), la Réserve fédérale arrêtera de relever ses taux d'intérêt plus tôt, ce qui diminuera la pression à la hausse sur les taux des obligations à 10 ans. Cette décision réduit également le différentiel de taux entre les États-Unis et les autres pays, ce qui contribuera à une dépréciation du billet vert. Toutefois, l'interruption précoce du cycle de durcissement monétaire laissera l'inflation croître par rapport à notre scénario neutre. Dans ce scénario acheteur, le sentiment des investisseurs à l'égard de l'or progressera depuis des niveaux relativement faibles, à des positions nettes longues sur 150 000 contrats sur l'horizon de prévision. Dans ce scénario, l'or pourrait progresser à 2 330 dollars l'once d'ici la fin septembre 2023 contre 1 720 dollars l'once début septembre 2022.
- + **Scénario vendeur:** Dans le scénario baissier, la Fed adopte une politique monétaire beaucoup plus offensive et pousse ainsi fortement à la hausse les rendements obligataires à 10 ans. La Fed réussira à abaisser l'inflation à moins de 2 % et l'or ne disposera plus d'un support inflationniste. Le dollar américain s'apprécie également (légèrement) plus vite que dans le scénario neutre car la Fed sera plus offensive que les autres banques centrales. L'intérêt des investisseurs pour le métal précieux diminue encore à environ la moitié des positions acheteuses nettes observées en septembre 2022.

Graphique 9: Prévisions sur le cours de l'or



Source : prévisions du modèle de WisdomTree, données historiques de Bloomberg, données disponibles au terme de la journée du 31 août 2022. **Les prévisions ne sont pas un indicateur de la performance future et tout investissement est exposé à des risques et à des incertitudes.**

Scénario neutre				
	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023
Prévisions d'inflation	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
Prévisions concernant les taux nominaux à 10 ans	3,30%	3,50%	3,40%	3,35%
Prévisions concernant le taux de change du dollar (DXY)	111	112	113	114
Prévisions concernant les positions spéculatives	100k	100k	100k	100k
Prévisions concernant le cours de l'or	USD 1635/once	USD 1805/once	USD 1895/once	USD 1910/once

Scénario acheteur				
	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023
Prévisions d'inflation	10,0%	9,5%	9,0%	8,0%
Prévisions concernant les taux nominaux à 10 ans	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Prévisions concernant le taux de change du dollar (DXY)	108	105	104	99
Prévisions concernant les positions spéculatives	150k	150k	150k	150k
Prévisions concernant le cours de l'or	USD 1910/once	USD 2340/once	USD 2352/once	USD 2330/once

Scénario vendeur				
	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023
Prévisions d'inflation	7,0%	5,7%	3,9%	1,8%
Prévisions concernant les taux nominaux à 10 ans	3,70%	4,30%	4,68%	4,74%
Prévisions concernant le taux de change du dollar (DXY)	112	113	114	115
Prévisions concernant les positions spéculatives	100k	90k	75k	50k
Prévisions concernant le cours de l'or	USD 1480/once	USD 1460/once	USD 1390/once	USD 1315/once

Source : WisdomTree. **Les prévisions ne sont pas un indicateur de la performance future et tout investissement est exposé à des risques et à des incertitudes.**

Conclusions

L'or fait face aux obstacles posés par le dollar américain et les marchés obligataires, mais le métal est soutenu par une forte inflation. Dans notre scénario neutre, nous tablons sur un ralentissement (mais tout de même une hausse) du dollar et des taux obligataires. Dans le même temps, l'inflation restant sensiblement supérieure à l'objectif de la Fed constituera un soutien pour l'or et le sentiment des investisseurs devrait ralentir sa baisse. Cette situation pourrait entraîner une forte progression de l'or de près de 1650 dollars l'once lors de la rédaction de cet article (le 20 septembre 2022) à un niveau de 1910 dollars l'once d'ici le 3^{ème} trimestre 2023 (soit +15 %).

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'Espace économique européen («EEE») : Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE : Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une offre de vente, ou une sollicitation d'offre d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une offre publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Ce document peut contenir des commentaires indépendants sur le marché rédigés par WisdomTree sur la base des informations publiques disponibles. Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses affiliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.

Ce document peut contenir des déclarations prospectives, y compris notre opinion ou nos attentes actuelles concernant la performance de certains secteurs et/ou catégories d'actions. Les déclarations prospectives sont sujettes à certains risques, incertitudes et hypothèses. Il n'existe aucune garantie quant à l'exactitude de ces déclarations et les résultats réels peuvent différer sensiblement des résultats prévus dans ces déclarations. WisdomTree recommande fortement de prendre ces déclarations prospectives avec la plus grande précaution.

Toute donnée de performance historique incluse dans ce document peut avoir été obtenue par calcul a posteriori («back testing»). Toutefois, le back testing est le processus qui consiste à évaluer une stratégie d'investissement en l'appliquant à des données historiques afin de simuler la performance que cette stratégie aurait produite. Toutefois, la performance ainsi obtenue est purement hypothétique et n'est fournie dans ce document qu'à des fins d'information. Les données obtenues par calcul a posteriori ne représentent pas une performance réelle et ne doivent pas être considérées comme indicatives d'une performance réelle ou future.