



## Market Insight

# Perspectives relatives à l'or jusqu'au T3 2024 : un actif galvanisé par le contexte géopolitique

Novembre 2023

À l'heure où nous publions ces perspectives, l'or a clairement bénéficié des tensions géopolitiques. La guerre entre Israël et Gaza a poussé un grand nombre d'investisseurs à chercher des valeurs refuges, et l'or constitue le candidat parfait.

Cependant, dans les semaines qui ont précédé cette publication, l'or s'est trouvé en proie aux doubles vents contraires d'une appréciation du dollar américain et d'une vente massive d'obligations. Bien qu'il se soit relativement bien maintenu face à ces pressions, il a commencé à s'envoler, la moyenne mobile sur 50 jours (MMS50) de son cours tombant en dessous de la MMS200 vers la fin du mois de septembre. C'est ce que les analystes techniques appellent une croix de la mort ou « death-cross » en anglais. Cependant, malgré son nom inquiétant, ce marqueur technique signifie souvent une nouvelle base. Et il est vrai que l'or a considérablement rebondi, malgré l'intensification de ces vents contraires.

Dans l'incertitude quant à la durée et la gravité de la guerre, la déstabilisation au Moyen-Orient nous rappelle que les tensions géopolitiques, financières ou économiques peuvent s'intensifier à tout moment, et qu'il est préférable de détenir un « actif de sécurité » avant que l'événement ne survienne. L'or constitue donc un atout stratégique précieux.

Alors que la demande institutionnelle pour ce métal a été réduite depuis plusieurs mois, la demande des particuliers, notamment en Chine et en Turquie, demeure très forte. Les banques centrales ont également été très actives sur les marchés de l'or cette année et nous ne nous attendons pas à ce que cette tendance s'atténue. Bien que la demande dans ces créneaux d'investissement puisse sembler être une réaction aux problèmes locaux, nous pensons que, dans le monde entier, les investisseurs institutionnels sont susceptibles de s'inquiéter de plus en plus des risques mondiaux, qu'ils soient géopolitiques ou financiers, et de rechercher davantage d'outils de couverture.

Nous reconnaissons que la lutte pour l'attention des investisseurs institutionnels se révélera difficile à l'heure où les actifs défensifs tels que les bons du Trésor américain affichent un rendement (jusqu'à l'échéance) supérieur à 5 % sur 2 ans, et proche de 5 % sur 10 ans, en comparaison avec l'actif à rendement nul qu'est l'or. Néanmoins, l'or s'est imposé comme une couverture très efficace contre les risques financiers, géopolitiques et inflationnistes. Alors que de nombreux investisseurs pensaient que les risques inflationnistes étaient sous contrôle il y a quelques semaines, une reprise des prix de l'énergie a conduit un grand nombre d'entre eux à remettre en question cette hypothèse (et devrait à nouveau soutenir la demande d'instruments de couverture).

## Or et géopolitique

L'or est également considéré comme une valeur refuge, ce qui signifie que pendant les périodes d'incertitude économique ou de risque géopolitique accru, les investisseurs se sont historiquement tournés vers ce métal précieux pour se protéger, ce qui a fait augmenter son prix. Ainsi, il peut agir comme une forme d'assurance de portefeuille et contribuer à fournir une protection contre les baisses durant les turbulences du marché. Notre analyse montre que lorsque le risque géopolitique (indice GPR) a augmenté de 1 écart-type au-dessus de sa moyenne historique (indiquant une tension géopolitique accrue), l'or a augmenté de 9 % en glissement annuel en moyenne, tandis que l'indice S&P 500 Equity a chuté de 8,6 % en glissement annuel au cours de ces mêmes mois<sup>1</sup>. L'illustration 1 présente les performances de l'or après une série d'événements financiers et géopolitiques clés.

Illustration 1 : Performance de l'or suite à des événements financiers et géopolitiques

	Date de l'événement	Évolution du prix de l'or à 1 an	Évolution du prix des actions mondiales à 1 an	Surperformance relative de l'or
<b>Announcement du déficit du gouvernement grec</b>	20/10/2009	26,5 %	4,4 %	22,1 %
<b>Crise financière mondiale</b>	15/09/2008	31,6 %	-12,7 %	44,3 %
<b>Attaque terroriste du 11 septembre</b>	11/09/2001	16,9 %	-15,1 %	32,0 %
<b>Bulle Internet</b>	11/03/2000	-6,0 %	-17,5 %	11,5 %
<b>Opération Tempête du désert (première guerre du Golfe)</b>	02/08/1990	-3,5 %	-2,9 %	-0,5 %
<b>Krach des « junk bonds »</b>	13/10/1989	6,9 %	-16,0 %	22,9 %
<b>Lundi noir</b>	19/10/1987	-11,6 %	-0,7 %	-10,8 %
<b>Démission de Nixon</b>	09/08/1974	14,9 %	4,4 %	10,5 %
<b>Guerre du Kippour</b>	06/10/1973	47,4 %	-42,0 %	89,4 %

Source : Bloomberg, WisdomTree. De janvier 1971 à octobre 2023. Or sur la base des prix au comptant de Bloomberg et actions sur la base de l'indice S&P 500. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Bien que nous insistions sur le fait que nous ne savons pas combien de temps dureront les tensions actuelles au Moyen-Orient, l'or a servi historiquement d'outil de couverture précieux.

## Or et marchés obligataires

Les marchés s'attendent à ce que les taux d'intérêt de la Réserve fédérale (Fed) demeurent plus élevés sur un temps plus long. Contrairement à la plupart des cycles de taux, où les baisses interviennent peu de temps après la dernière hausse, les marchés obligataires tablent sur une pause prolongée à des niveaux élevés. Cela a porté les rendements nominaux des bons du Trésor à 10 ans à leur plus haut niveau depuis 2007 et les rendements réels à leur plus haut niveau depuis 2008.

L'or, cependant, se maintient, le précieux métal jaune continuant de défier ses relations historiques avec le rendement réel.

1. D'après les données de croissance annuelle, de janvier 1986 à septembre 2023. Or sur la base des prix au comptant de Bloomberg, des données S&P 500 de Bloomberg et du risque géopolitique (indice GPR) de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

Illustration 2 : Or vs taux réels (rendement des titres protégés contre l'inflation des bons du Trésor)



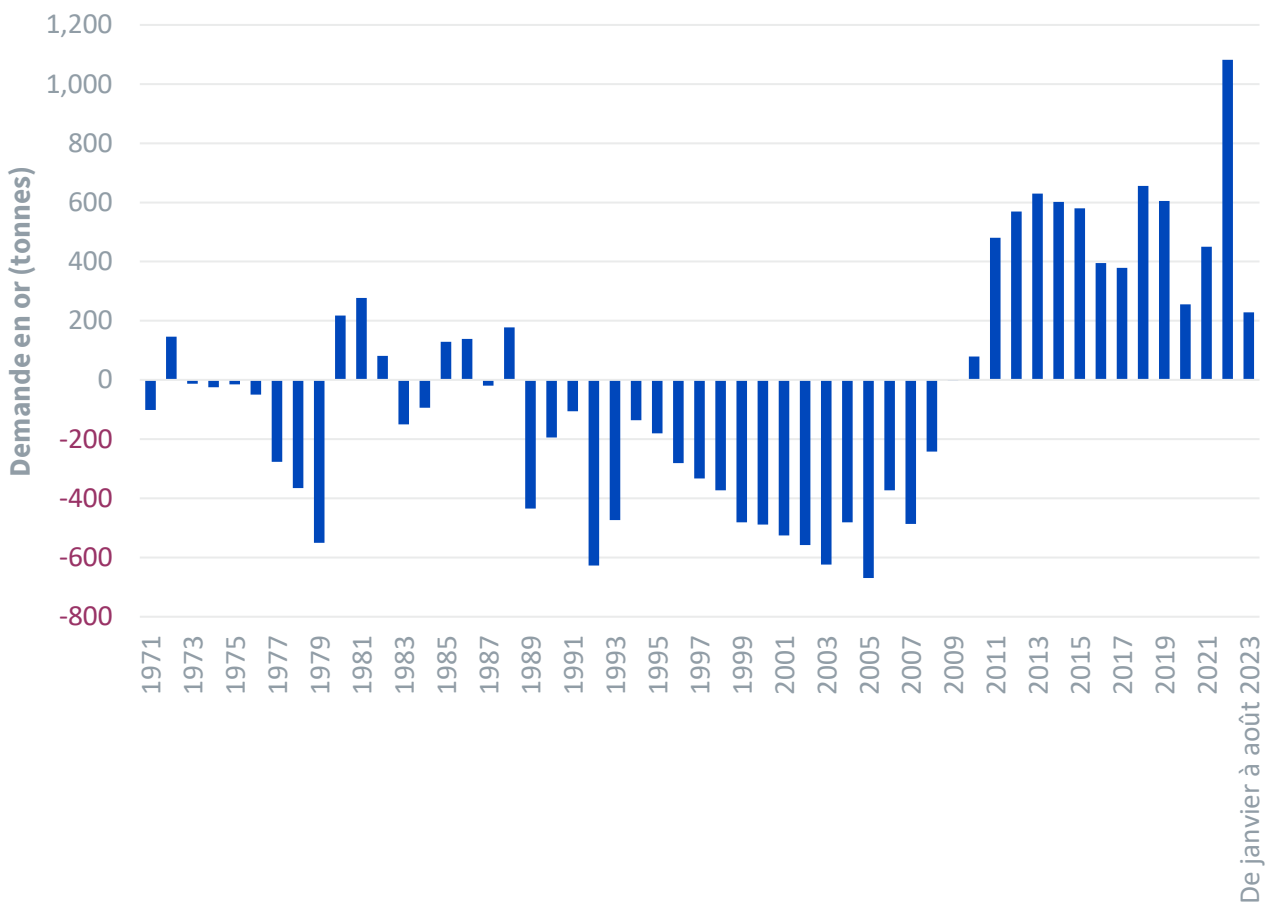
Source : Bloomberg, WisdomTree. 30/01/1997 – 24/10/2023. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Dans les dernières éditions de nos Perspectives relatives à l'or, nous avons commenté les inversions de la courbe des rendements obligataires (rendements à dix ans inférieurs aux rendements à deux ans), ainsi que leur capacité à anticiper les récessions. L'or a tendance à être très performant en périodes de récession. Le décalage entre une inversion et une récession peut être long et généralement supérieur à un an. L'inversion actuelle dure depuis au moins 15 mois et nous ne sommes pas encore en récession. Cependant, les marchés sont agités et expriment de l'inquiétude concernant l'avenir. Au cours des dernières semaines, la courbe des rendements est devenue moins inversée. Toutefois, cela ne doit pas être interprété comme un signe positif pour l'économie. Tout d'abord, historiquement, nous avons observé que l'inversion de la courbe des taux a généralement tendance à se résorber au début d'une récession. Deuxièmement, dans le passé, la plupart des « désinversions » se sont produites en raison de la baisse des rendements à court terme (rendements à deux ans), au cours d'un phénomène nommé « pentification haussière ». En ce moment, nous constatons une hausse de la « désinversion » due à des rendements plus longs (rendements à 10 ans). Cette « pentification baissière » d'une courbe inversée n'est pas très fréquente. Les quelques exemples passés ne nous permettent pas de tirer des conclusions sur ce que cela signifie pour l'économie ou l'or.

## Demande d'or des banques centrales

Après avoir atteint un niveau record en 2022, la demande d'or des banques centrales a conservé une forte dynamique. L'illustration 3 présente l'achat annuel d'or du secteur officiel depuis 1971, et les achats cumulés au cours des huit premiers mois de 2023. Entre mars et mai 2023, la banque centrale turque vendait de l'or sur les marchés nationaux pour répondre à la forte demande de lingots, de pièces et de bijoux, suite à une interdiction temporaire partielle des importations de lingots d'or. Cette interdiction a été mise en place pour atténuer l'impact économique du tremblement de terre survenu en février 2023. Depuis la levée de l'interdiction d'importation, la banque centrale turque a repris un programme d'achat soutenu et nous avons observé trois mois consécutifs d'acquisition (achats de 43 tonnes de juin à août 2023). Cependant, en raison des ventes, les flux cumulés du secteur officiel turc ont été négatifs (ventes de 70,5 tonnes de janvier à août 2023). Nous pensons que la Turquie sera très active dans le réapprovisionnement de ses réserves. La Banque populaire de Chine a déclaré 10 mois consécutifs d'achats d'or, pour un montant de 217 tonnes, de novembre 2022 à août 2023. Avant cette période, la Chine n'avait déclaré aucun achat depuis 2019.

Illustration 3 : Demande d'or des banques centrales

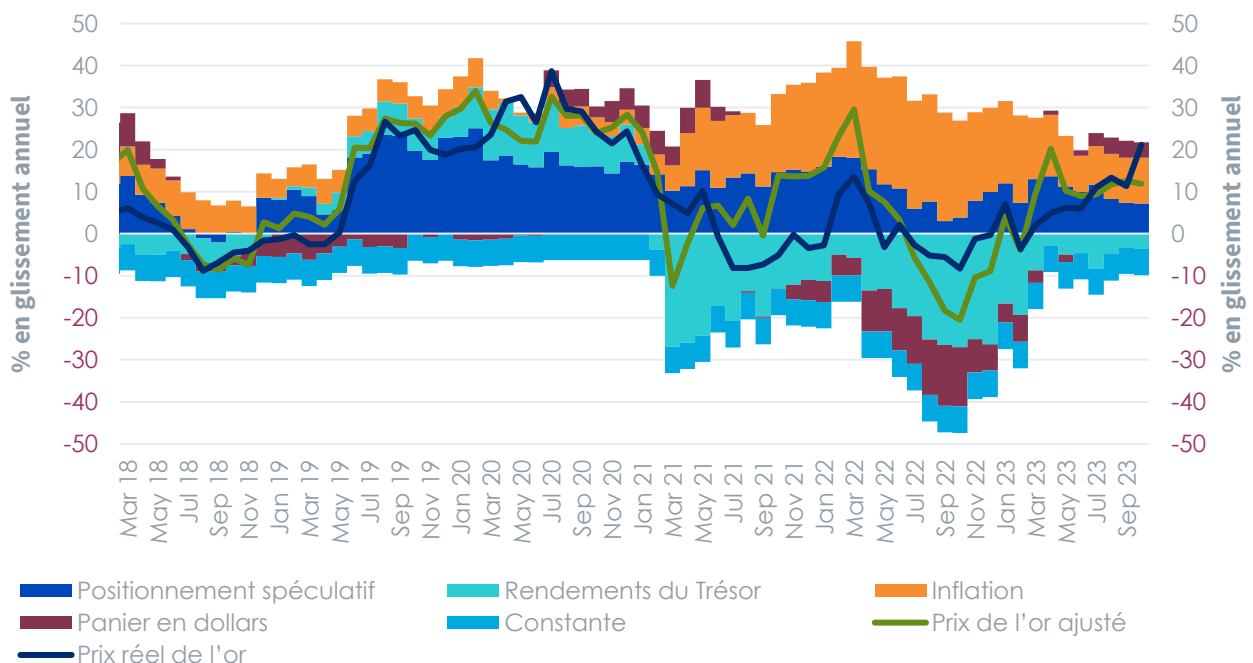


Source : WisdomTree, World Gold Council, Metal Focus, GFMS. De janvier 1971 à août 2023. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

## Analyse rétrospective de l'or

Si nous examinons le modèle quantitatif de WisdomTree concernant l'or<sup>2</sup> afin de comprendre ce qui a récemment influencé son prix, nous constatons que malgré la vente massive d'obligations, une inflation positive et le fait que le dollar américain demeure plus faible qu'il y a un an (bien qu'il ait pris de la valeur ces derniers mois), ces facteurs ont eu un impact positif sur l'or. Avec un recul parfait, c'est-à-dire en connaissant toutes les données macroéconomiques pour septembre 2023, le modèle avait précisément prédit les prix de l'or pour ce mois-là. Cependant, à partir du 20 octobre 2023, nous constatons que les prix de l'or semblent plus élevés que ce que notre modèle prévoyait. Nous nous sommes appuyés sur l'hypothèse d'une inflation de 3,7 % en octobre et avons utilisé des prix au comptant pour l'or, les bons du Trésor américain et l'US Dollar Index (DXY) au 20 octobre, ainsi que les dernières données disponibles sur le positionnement des contrats à terme (17 octobre). Nous pensons que la majeure partie de l'écart s'explique par des données de positionnement relativement faibles sur les contrats à terme. Normalement, dans de telles périodes d'incertitude géopolitique, l'on peut s'attendre à ce que le positionnement de l'or soit plus élevé, mais le dernier relevé montre que ce positionnement se situe à la moyenne à long terme de 111 000<sup>3</sup>. De nombreux signes de solidité du marché physique s'observent en effet, mais la demande institutionnelle fait défaut. C'est peut-être l'attrait des rendements obligataires positifs qui fausse l'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'or. Par ailleurs, les données sur le positionnement ne sont disponibles qu'une fois par semaine, avec un retard de plusieurs jours. Il est donc possible que ces données ne reflètent pas le positionnement réel au moment de la lecture du prix.

Illustration 4 : L'impact de chaque variable : attribution des résultats ajustés vs prix réel



Source : Bloomberg, modèle de prix WisdomTree, données au 20 octobre 2023. Le prix de l'or ajusté est le prix que le modèle aurait prévu. La constante ne revêt pas de signification économique, mais est utilisée dans la modélisation économétrique pour prendre en compte d'autres facteurs. Elle peut être considérée comme la mesure dans laquelle les prix de l'or varieraient si toutes les autres variables étaient maintenues à zéro (bien que cela soit peu réaliste). **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

2. Découvrez notre modèle décrit dans [L'or : comment nous valorisons le métal précieux](#).

3. Les dernières données sur le positionnement spéculatif net au 17 octobre 2023 indiquaient une position longue nette de 111 000, ce qui coïncide avec la moyenne à long terme depuis 1995.

## Perspectives relatives à l'or sur la base du modèle de prévision de WisdomTree

En utilisant le même modèle, nous pouvons formuler des prévisions relatives à l'or s'inscrivant en cohérence avec plusieurs scénarios macroéconomiques (Illustration 5).

### Consensus

Notre scénario de consensus repose sur les opinions moyennes de l'enquête Bloomberg auprès des économistes professionnels concernant l'inflation, le dollar américain et les prévisions de rendement des bons du Trésor. D'après ce consensus, il faut s'attendre à ce que l'inflation continue de diminuer (tout en demeurant supérieure aux objectifs des banques centrales), à ce que le dollar se déprécie et à ce que les rendements obligataires chutent de l'un des niveaux les plus élevés observés depuis 2007.

En l'absence de prévision consensuelle concernant le sentiment lié à l'or, nous réduisons notre positionnement spéculatif à un niveau prudent de 75 000, inférieur à la moyenne à long terme de 111 000 observée depuis 1995. Le risque est clairement en hausse cette année, une récession ou une dislocation financière étant susceptible de se matérialiser et les tensions géopolitiques de s'intensifier. L'or est un actif très prisé en période de tensions économiques, financières et géopolitiques, et ces déclencheurs pourraient susciter un sentiment encore plus prononcé autour de ce métal.

Dans le scénario consensuel, l'or atteint 2 090 dollars l'once d'ici au T3 2024, dépassant ainsi les sommets nominaux précédents (2 061 dollars l'once le 7 août 2020). En termes réels, ceci ne représente cependant pas le niveau record, qui a été atteint en janvier 1980. Si le scénario devait se révéler exact, le niveau se situerait en effet 40 % en dessous de ce record. En termes réels, il se situe toujours 17 % en dessous du pic de 2020.

### Scénario haussier

Dans ce scénario, la Réserve fédérale réagit aux signes avant-coureurs de récession et abandonne l'idée de taux d'intérêt plus élevés pendant une période prolongée. Si la banque centrale américaine annonce d'ici à la fin de 2023 qu'elle initiera une expansion monétaire en 2024, les rendements obligataires diminueront, et si elle agit avant la Banque centrale européenne et les autres grandes banques centrales, nous pourrions voir le dollar américain se déprécier plus rapidement. D'après nos prévisions, si la récession se matérialise, l'inflation chutera en dessous des niveaux cibles. En supposant que les craintes de récession auxquelles la Fed répond soient réelles, nous nous attendons à ce que le positionnement des contrats à terme sur l'or reste élevé.

Dans ce scénario, l'or pourrait atteindre 2 300 dollars l'once. Il s'agirait d'un niveau 12 % plus élevé que le plus haut niveau nominal jamais atteint, observé en août 2020, et inférieur d'environ 7 % à celui-ci en termes réels. Il s'agirait toutefois d'un niveau inférieur de 33 % au niveau record historique atteint en 1980.

### Scénario baissier

Dans l'hypothèse baissière, nous maintenons un scénario d'inflation conforme au consensus, avec toutefois des rendements obligataires significativement plus élevés pendant une période prolongée. Les rendements obligataires ont surpris à la hausse cette année, et ce scénario constitue une expérience de réflexion sur ce qu'il advient de l'or quand ces rendements demeurent élevés. Bien que nous reconnaissons qu'un tel scénario augmente le risque de récession, et qu'il pourrait donc se révéler positif pour l'or, attirant davantage d'investisseurs vers ce métal précieux en tant que couverture, nous avons réduit à 50 000 le positionnement spéculatif dans les contrats à terme sur l'or, afin d'élaborer un scénario négatif.

Dans ce scénario, l'or pourrait atteindre 1 670 dollars l'once, ce qui ramènerait les prix aux niveaux de novembre 2022.

Illustration 5 : Prévisions relatives au prix de l'or



Source : Prévisions du modèle WisdomTree, données historiques Bloomberg, données disponibles à la fin septembre 2023. **Les prévisions ne constituent pas un indicateur des performances futures, et tout investissement s'accompagne de risques et d'incertitudes.**

	Consensus			
	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024
Prévisions relatives à l'inflation	3,4 %	3,1 %	2,9 %	2,6 %
Prévisions relatives aux rendements nominaux sur 10 ans	4,50 %	4,33 %	4,10 %	3,90 %
Prévisions relatives au taux de change en USD (DXY)	104,5	103,1	101,3	100,0
Prévisions relatives au positionnement spéculatif	75 000	75 000	75 000	75 000
Prévisions relatives au prix de l'or	1 920 USD/once	2 050 USD/once	2 060 USD/once	2 090 USD/once

Source : WisdomTree. Enquête Bloomberg auprès d'économistes professionnels. Octobre 2023. **Les prévisions ne constituent pas un indicateur des performances futures, et tout investissement s'accompagne de risques et d'incertitudes.**

	Scénario haussier			
	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024
Prévisions relatives à l'inflation	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Prévisions relatives aux rendements nominaux sur 10 ans	3,60 %	3,40 %	3,20 %	3,00 %
Prévisions relatives au taux de change en USD (DXY)	100	98	96	94
Prévisions relatives au positionnement spéculatif	200 000	200 000	200 000	200 000
Prévisions relatives au prix de l'or	2 120 USD/once	2 190 USD/once	2 255 USD/once	2 300 USD/once

Source : WisdomTree. Octobre 2023. **Les prévisions ne constituent pas un indicateur des performances futures, et tout investissement s'accompagne de risques et d'incertitudes.**

	Scénario baissier			
	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024
Prévisions relatives à l'inflation	3,4 %	3,1 %	2,9 %	2,6 %
Prévisions relatives aux rendements nominaux sur 10 ans	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Prévisions relatives au taux de change en USD (DXY)	106	107	108	110
Prévisions relatives au positionnement spéculatif	50 000	50 000	50 000	50 000
Prévisions relatives au prix de l'or	1 825 USD/once	1 760 USD/once	1 700 USD/once	1 670 USD/once

Source : WisdomTree. Octobre 2023. **Les prévisions ne constituent pas un indicateur des performances futures, et tout investissement s'accompagne de risques et d'incertitudes.**

# 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.**

**L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations différentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité 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.

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.