

Focus 01/16

Focus pour la clientèle institutionnelle
Avril 2016



Les investisseurs institutionnels en pleine ruée vers l'or ?

Dans les années d'après crise, son prix a atteint des sommets et sa cote auprès des investisseurs était plus haute encore, avant de retomber une fois de plus dans un sommeil profond, lorsque les marchés ont repris de l'allant. Nous parlons naturellement de l'or.

Depuis début 2016, nous observons à nouveau chez les investisseurs institutionnels *auri sacra fames** et un retour de l'or dans les portefeuilles des institutionnels – ce qui n'a d'ailleurs rien de surprenant en période d'incertitude macroéconomique et de taux négatifs.

Au vu de ce phénomène, nous dédions ce numéro de « Focus » au métal jaune. En tant que l'un des premiers négociants en métaux précieux à l'échelle mondiale, nous transmettons volontiers notre expérience et nos estimations. Mais qu'est-ce qui fait donc l'attrait de l'or ? Pourquoi est-il si prisé pendant les phases baissières et délaissé pendant les phases haussières ? Dans quelle mesure résiste-t-il à l'inflation ? Sous quelles formes est-il négocié et lesquelles conviennent aux investisseurs institutionnels ?

Ce petit guide répond à toutes ces questions et à d'autres que vous vous posez peut-être. Il s'adresse aux caisses de pension et autres investisseurs institutionnels intéressés par l'achat et la détention physique d'or.

« Tout se presse après l'or, de l'or tout dépend. »

Goethe avait raison. Lorsque les taux sont négatifs et que l'incertitude macroéconomique règne, l'or physique gagne en importance à titre de couverture et d'instrument de diversification de portefeuille.

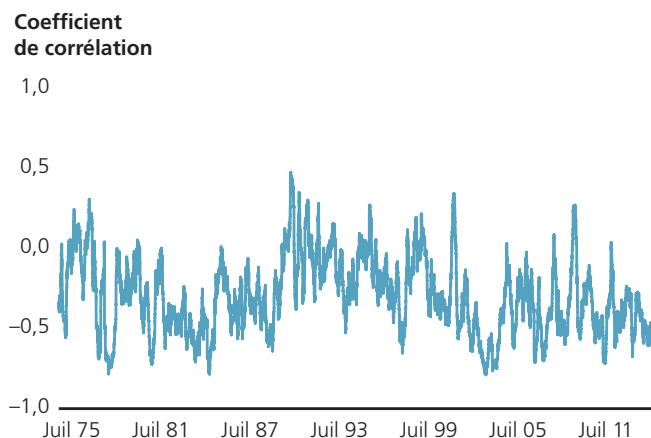
Nombre d'arguments plaident en faveur de l'or : premièrement, l'effet de diversification sur le portefeuille ; deuxièmement, son statut de valeur refuge et de placement à long terme ; troisièmement, la protection contre les risques de change.

En règle générale, l'or présente une faible corrélation avec la plupart des classes d'actifs, et notamment avec les actions. Nous constatons cette année un intérêt prononcé pour ce métal précieux – notamment en raison des incertitudes macroéconomiques mondiales, de la politique de taux négatifs pratiquée par de nombreuses banques centrales, des rendements faibles, des craintes de destruction de fortune, des préoccupations quant à l'état de l'économie chinoise ainsi que des perspectives modifiées relatives aux hausses des taux américains. Aussi passons-nous les arguments en faveur de l'or à la loupe :

L'or en tant que couverture contre le dollar US

A long terme, l'or affiche une corrélation négative avec le dollar américain. Malgré cela, leurs évolutions peuvent aussi parfois être parallèles durant certaines phases – c'est le cas la plupart du temps en cas d'aversion généralisée pour le risque et lorsque les investisseurs sont en quête de valeurs sûres comme l'or et le billet vert.

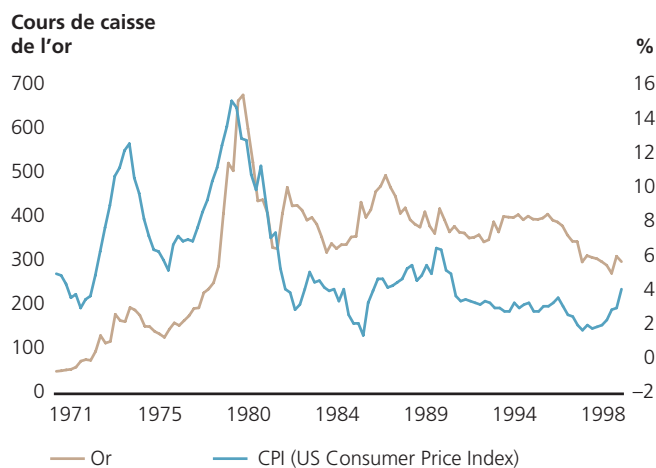
Corrélation entre l'or et l'USD



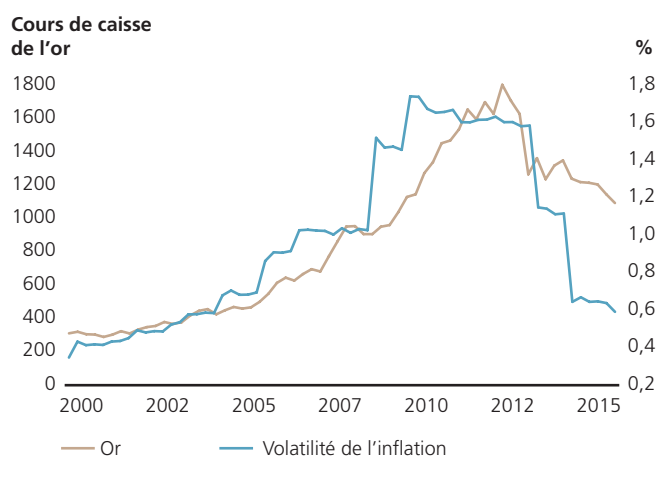
L'or en tant que protection contre l'inflation

Il existe selon nous toujours une corrélation avec l'inflation globale, même si elle était plus évidente avant 2000. Pour nous, les incertitudes quant à l'inflation résultent plutôt de la politique des banques centrales ou du risque de mauvaises décisions politiques. D'autant plus qu'aujourd'hui, les banques centrales tentent d'influencer l'inflation ; dans un tel contexte, les incertitudes relatives à l'inflation correspondent au risque résultant de la détention d'espèces. En adoptant des mesures de politique monétaire non conventionnelles comme l'assouplissement quantitatif, les banques centrales ont semé l'incertitude quant à l'évolution future de l'inflation. Aussi le rôle de l'or en tant que réserve de valeur, couverture contre les risques inflationnistes et placement sûr pendant les périodes de politiques monétaires floues s'en retrouve accentué.

Cours de caisse de l'or et inflation américaine



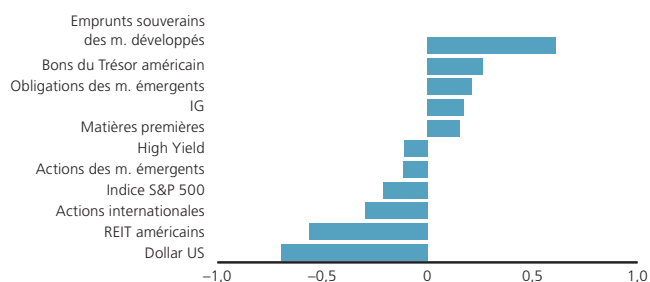
Prix de l'or et volatilité de l'inflation



L'or en tant qu'élément de diversification d'un portefeuille

L'or est le complément idéal à des fins de diversification des portefeuilles d'investissement, étant donné que ses relations avec les autres classes d'actifs fluctuent. Son manque de corrélation en fait un instrument de couverture attrayant – surtout pour les portefeuilles très exposés au dollar ou aux actions. Grâce à sa corrélation négative avec les obligations à haut rendement, il peut tenir lieu de couverture dans les situations à risque.

Corrélation de l'or avec divers actifs



Or et taux d'intérêt

Pour les investisseurs qui détiennent de l'or à des fins de diversification et de couverture contre les risques d'événements extrêmes (« tail risks »), il convient de comparer les coûts de détention de l'or aux taux d'intérêt réels : les investisseurs doivent en effet aussi tenir compte des coûts d'opportunité liés à leurs positions en or. Intuitivement, on dirait donc que l'or présente une corrélation négative à long terme avec les rendements réels.

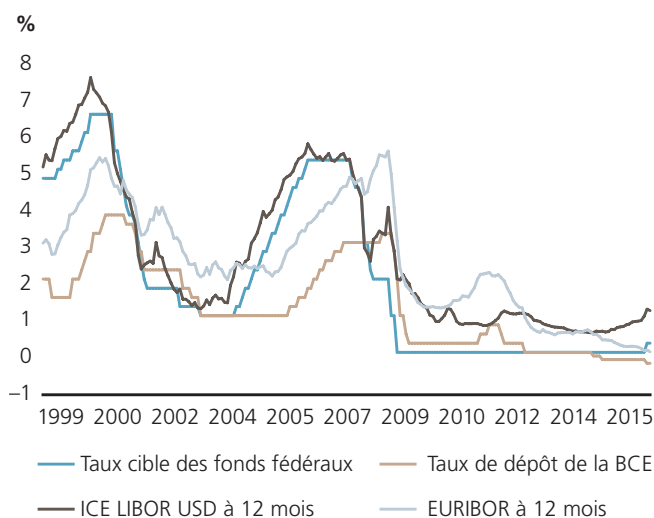
En ce qui concerne les positions en or physique, les coûts de détention résultent principalement des coûts de financement (qui dépendent de la note de crédit de l'emprunteur) et des frais d'entreposage. Ces derniers n'existent pas pour les contrats de futures sur l'or ; les investisseurs doivent toutefois verser des dépôts de garantie. En raison de la situation de contango sur le marché (rendement de report négatif), dans laquelle le prix d'un future est supérieur au prix spot attendu au moment où la maturité du contrat sera atteinte, d'où une courbe de future ascendante, les coûts liés aux remaniements des positions en futures sont eux aussi inexistantes.

Les rendements négatifs sont souvent mis en avant comme argument défavorable aux placements dans l'or – une affirmation peu convaincante, étant donné que l'écart entre l'or et les autres classes d'actifs diminue progressivement, du fait de la politique des taux négatifs des banques centrales.

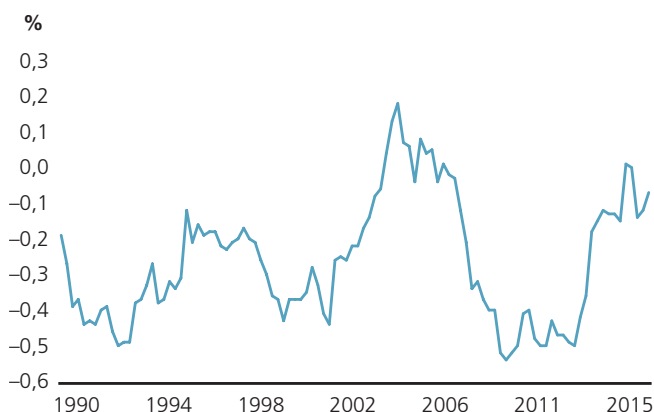
Car la baisse des taux durant la dernière décennie a fait plonger les coûts de financement, de sorte qu'un placement dans l'or coûte moins cher aujourd'hui qu'il y a 16 ans.

Exemple : LIBOR (coûts de financement) + 10 pb (frais d'entreposage) = coûts de la détention d'or
2000 : 6,75% (LIBOR à 12 mois) + 0,10 = 6,85%
2016 : 1,14% (LIBOR à 12 mois) + 0,10 = 1,24%

Taux directeurs et coûts de financement



Corrélation entre l'or et les taux d'intérêt réels américains à 1 an



Les possibilités offertes aux investisseurs sont les suivantes

Il existe différentes manières d'investir dans de l'or ; le profil de l'investisseur définit le chemin à suivre. En règle générale,

les investisseurs misent sur une stratégie « Buy and Hold ». Les préférences de l'investisseur, sa propension au risque ainsi que les coûts sont toutefois déterminants.

	Attribué (conservation individuelle)	Non attribué (conservation collective)
Description	Comptes et dépôts de clients avec métaux séparés et liste exhaustive des lingots, avec poids et analyse.	Comptes avec droit général du client sur le métal ; les lingots d'or spécifiques aux clients ne sont toutefois pas entreposés.
Or physique ?	Oui	Oui
Exposition au risque de crédit du dépositaire ?	Non	Conservation collective : non Compte métal : oui
Coûts	8–10 pb	5–10 pb
Confidentialité	Non divulgué	Non divulgué

	ETFs	Futures
Description	Les Exchange Traded Funds sont des fonds ouverts, dont les parts sont cotées en Bourse et qui peuvent reposer sur de l'or physique ou sur des contrats de futures (certains ETF reposant sur de l'or physique publient des listes de lingots d'or).	Un contrat d'achat ou de vente d'or à une échéance donnée. Dans la pratique, la plupart des positions en futures sont calculées en espèces.
Or physique ?	Selon l'ETF	Non
Exposition au risque de crédit du dépositaire ?	Non, la plupart du temps	Aucune indication
Coûts	30 pb (GLD)	Marge de garantie : actuellement : 4675 USD Marge d'entretien : actuellement : 4250 USD, rendement de report négatif
Confidentialité	Des déclarations doivent avoir lieu pour certaines positions, p. ex. au moyen du formulaire 13f de la SEC.	La CFTC publie le Commitment of Traders Report hebdomadaire (réparti entre Commercial, Non-Commercial, Reportable et Non-Reportable).

Fiche d'information sur le négoce d'or physique

L'or physique est négocié aussi bien pour des raisons tactiques en cas de fluctuations des prix que pour ajuster la part en or d'un portefeuille nouvellement pondéré. Les limit orders sont rares ; les deux adjudications d'or quotidiennes font ici figure d'exception.

Comment l'or est-il négocié ?

Dans la plupart des monnaies, en kilogrammes ou en onces.

Sous quelle forme ?

Soit sous forme de lingots standard, pesant 12,5 kg, soit sous forme de lingots d'un kg, avec un aloi de 0,995 ; pour les lingots d'or de plus petite taille, les frais de production augmentent.

Déroulement de la commande

Par téléphone ou au moyen d'un e-tool (NEO). L'or est négocié tout au long de la journée ainsi que lors des deux adjudications de la LBMA (London Bullion Market Association), une le matin et une l'après-midi.

Liquidités

Selon la LBMA, 23,5 millions d'onces d'or (env. 666,214 tonnes) ont été échangés entre membres de chambres de compensation en décembre 2015.

Coûts approximatifs

Coûts des adjudications

–5/+5 centimes pour chaque adjudication ; le prix de transfert du négociant OTC d'UBS peut aussi servir de base.

Coûts premium Loco Zurich
Dépendent de l'offre d'or en Suisse; en général, pas plus de 0.30 USD/once ou 10.00 CHF/kg.

Coûts de production
10.00 CHF/kg pour les lingots standard (0,995)
50.00 CHF/kg pour les lingots d'un kg (0,995)
75.00 CHF/kg pour les lingots d'un kg (0,9999)
Majoration tarifaire UBS: 30.00 CHF/kg
Frais de dépôt: forfaitaires

Date de valeur

J+2

Entreposage

Les investisseurs qui achètent et conservent de l'or physique préfèrent généralement la conservation individuelle à la conservation collective – ils sont ainsi les seuls propriétaires et ont accès à la liste des lingots d'or exigée à des fins d'audit.

Conditions
Les clients doivent détenir un dépôt auprès d'UBS afin de pouvoir procéder à des transactions.

Conservation individuelle
Les métaux précieux du client sont conservés séparément de ceux d'UBS SA. Le client est leur unique propriétaire et peut en exiger la livraison à tout moment. En cas de faillite d'UBS SA, tous les métaux précieux conservés individuellement ne tomberaient pas dans la masse en faillite. Etant donné que ces positions n'apparaissent pas dans le bilan d'UBS SA, il n'existe pas de risque bilatéral.

Conservation collective
UBS conserve les métaux précieux du client dans un dépôt collectif. Le client est copropriétaire du dépôt collectif, les droits de propriété étant calculés par pièce ou au poids. En cas de faillite d'UBS SA, le droit de copropriété sur les métaux précieux du dépôt collectif ne tomberait pas dans la masse en faillite. Etant donné que ces positions n'apparaissent pas dans le bilan d'UBS SA, il n'existe pas de risque bilatéral.

Faits et contextes sur le thème de l'or et d'UBS

- UBS est présente à l'échelle mondiale sur les marchés des métaux précieux. Nous avons régulièrement remporté la première place parmi les « Energy Risk Commodity Rankings », l'enquête la plus importante du secteur, ces cinq dernières années. Et en 2015 et 2016, nous avons été numéro un dans les catégories suivantes : « Dealer in gold, silver, platinum and palladium », « Dealer in Precious Metals Research » ainsi que meilleur « Precious Metals Dealer overall ».
- Nous possédons à l'échelle mondiale l'un des plus importants portefeuilles de métaux précieux et avons accès, en tant que prestataire leader des produits physiques et des dérivés, à des liquidités considérables. Nous disposons en outre d'un vaste savoir-faire dans le domaine du négoce physique, car nous couvrons une grande partie du marché de l'or physique.
- La Suisse est une plaque tournante importante pour l'or physique, qui y est négocié depuis des décennies sous forme de lingots d'or de marque. Nos coffres-forts dédiés à la conservation individuelle et collective comptent parmi les plus grands d'Europe. UBS est la plus grande chambre de compensation suisse et elle est très étroitement liée avec les quatre affineurs d'or accrédités par la LBMA en Suisse.
- L'activité commerciale d'UBS s'appuie sur les normes environnementales et sociales les plus strictes. Nous appliquons dans le cadre de toutes les transactions et activités ainsi qu'en relation avec tous les produits et prestations des directives détaillées relatives aux risques environnementaux et sociaux, afin de pouvoir identifier et évaluer ces risques dans le cadre de nos relations avec les clients et fournisseurs.
- En tant qu'entreprise participant au négoce de l'or, UBS est membre depuis plusieurs années déjà de la LBMA (London Bullion Market Association), dont elle s'est engagée à respecter les normes et directives. La LBMA applique une « Responsible Gold Guidance », conforme notamment aux règles de la SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) sur les « minéraux conflictuels ».
- Les conditions de la « Responsible Gold Guidance » de la LBMA comprennent un cadre de due diligence (vérification au préalable) applicable aux raffineries d'or de LBMA Good Delivery. Le respect de la « Responsible Gold Guidance » conditionne l'accréditation des raffineries par la LBMA. Les conditions imposées par la LBMA aux raffineries mettent l'accent sur la provenance du métal en circulation. Le métal physique vendu par UBS vient exclusivement de raffineries accréditées par la LBMA.
- UBS est membre de la Swiss Better Gold Association, qui soutient le développement d'une chaîne de création de valeur de l'or durable, de la mine jusqu'au marché.

Votre interlocuteur dans votre région

Argovie, Soleure

Adrian Mäder, tél. 062 835 92 44
adrian-zb.maeder@ubs.com

Bâle

Saverio Pavan, tél. 061 288 34 23
saverio.pavan@ubs.com

Berne, Haut-Valais

Ulrich Jutzi, tél. 031 336 42 82
ulrich.jutzi@ubs.com

Suisse orientale

Roger Markus Müller, tél. 071 221 85 28
roger-r.mueller@ubs.com

Suisse romande

Philippe R. Troesch, tél. 022 363 71 28
philippe.troesch@ubs.com

Tessin

Bruno Arrigoni, tél. 091 801 92 48
bruno.arrigoni@ubs.com

Suisse centrale

Yves Braun, tél. 041 208 16 02
yves.braun@ubs.com

Zurich

Philippe Ryffel, tél. 044 237 32 45
philippe.ryffel@ubs.com

Informations complémentaires

Votre conseiller en placement ou votre interlocuteur régional se tient à votre disposition pour répondre à vos questions ou convenir avec vous d'un entretien-conseil.

Vous pouvez commander différentes publications pour la clientèle institutionnelle à l'adresse sh-ia@ubs.com

Vous trouverez de plus amples informations à l'adresse ubs.com/clientele-institutionnelle

A l'usage exclusif de la clientèle institutionnelle (caisses de pension, compagnies d'assurances – à l'exclusion des Family Offices) domiciliée en Suisse. L'éditrice du présent document est la société de droit suisse UBS Switzerland AG. La diffusion du présent rapport n'est autorisée qu'aux conditions prévues par le droit applicable.

Ce document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques, d'une situation financière particulière ou de besoins spéciaux d'un destinataire particulier. Son objectif est purement informatif et il ne constitue ni une incitation ni une invitation à soumettre une offre, à conclure un contrat, à acheter ou à vendre des titres ou des instruments financiers apparentés. Il se peut que les produits ou titres décrits dans le présent document soient inadéquats ou interdits à la vente dans diverses juridictions ou pour certains groupes d'investisseurs.

Les informations rassemblées et les avis émis dans ce document reposent sur des données dignes de confiance et des sources fiables. Ces informations et avis ne prétendent toutefois pas être exacts, ni être exhaustifs en ce qui concerne les indications relatives aux titres, marchés et évolutions dont il est question. Les performances (simulées ou réelles) passées des divers investissements n'offrent aucune garantie quant aux évolutions futures. La performance présentée ne tient pas compte des frais et commissions éventuellement prélevés lors de la souscription et du rachat de parts. Les commissions et les frais peuvent influencer négativement sur la performance. Si la monnaie d'un instrument ou d'un service financier est différente de votre devise de référence, les fluctuations de change peuvent accroître ou réduire sa performance.

Les informations et les avis indiqués sont uniquement applicables au moment de l'élaboration du document et peuvent être modifiés sans préavis. Tout instrument de placement et prestation financière comporte des risques. La liquidation de certains placements peut être problématique. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme revenant à l'investisseur peut être inférieure à celle que celui-ci a investie. Si la monnaie d'un instrument de placement ou d'une prestation financière est autre que celle du pays de domicile, le prix, la valeur et/ou le rendement peuvent varier à la hausse ou à la baisse selon les fluctuations de change. Les variations de taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un placement.

Tant UBS Switzerland AG que les autres membres du Groupe UBS sont autorisés à prendre des positions d'achat et de vente sur les titres et les autres instruments financiers mentionnés dans le présent document.

Fonds UBS de droit suisse et luxembourgeois. Le prospectus, le prospectus simplifié, les informations essentielles pour l'investisseur, les statuts ou conditions contractuelles ainsi que les rapports annuels et semestriels des fonds UBS peuvent être obtenus gratuitement auprès d'UBS Switzerland AG, case postale, CH-4002 Bâle, ou d'UBS Fund Management (Switzerland) SA, case postale, CH-4002 Bâle.

Toute reproduction, distribution ou réédition du présent document, quel qu'en soit l'objectif, est interdite sans l'autorisation expresse et écrite d'UBS Switzerland AG.

Edition d'avril 2016
© UBS 2016. Tous droits réservés.

 Pensionskasse der AZ Medien Gruppe Caisse de pension du Groupe Médias AZ Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing	 Fondo di Previdenza per il personale della IBSA SA Asset Manager – placements collectifs de capitaux UBS	 Fondation de prévoyance pour le personnel de WE Switzerland Fashion AG Mise en œuvre d'un Institutional Mandate	 Handel Schweiz Commercio Svizzera Swiss Trade Commerce Suisse Mise en œuvre d'un mandat Asset Management pour les différentes caisses de prévoyance	 pensionskasse Caisse de pension ASGA Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing avec des fonds Private Label
 Bioforce AG – A. Vogel Mise en œuvre d'un mandat Asset Management	 ÖKK Versicherungen AG Mise en œuvre d'un mandat Asset Management	 Touring Club Suisse Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing	 Hewlett Packard Enterprise Caisse de pension des sociétés Hewlett Packard en Suisse Conseiller de l'investisseur – UBS AST 3 Global Real Estate	 Vaudoise Assurances Vente bien immobilier avec UBS Real Estate Advisory
 Sichere Sache. Nidwaldner Sachversicherung Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing	 THE LINDE GROUP Fondation de prévoyance de PanGas Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing	 Caisse de pension Electrolux SA Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing avec mandat de gestion de fortune	 Caisse de pension de ISS Suisse Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing avec mandat de gestion de fortune	 ASSA ABLOY Fondation de prévoyance pour le personnel de Assa Abloy (Suisse) SA Mise en œuvre d'un Institutional Mandate
 Fondation collective Rivora Mise en œuvre d'une solution Asset Servicing avec des fonds Private Label et des Managed Accounts	 Pensionskasse Caisse de pension Cassa pensioni Caisse de pension BonAssistus Conseiller de l'investisseur – AST 3 Global Real Estate	 intelligente Vorsorgekonzepte Caisse de pensions SHP Asset Manager – placements collectifs de capitaux UBS	 Fondation de prévoyance pour le personnel de BELIMO Automation AG Asset Manager – placements collectifs de capitaux UBS	 Independent Fondation de libre passage Conseil à l'investisseur – investissements dans UBS AST LPP
 Fondation Collective Trianon Gestion d'actifs – placements collectifs UBS	 Visana SA Mise en place d'une solution de marché monétaire – Short Term Bonds	 PKRück Réassurance des caisses de pension Mise en place d'une solution Asset Servicing	 Assurance des Médecins Suisses société coopérative Mise en place d'une solution Asset Servicing	 Caisse de pension Manor Conseil à l'investisseur – UBS Clean Energy Infrastructure Switzerland
 CP de Bâle-Campagne Mise en place d'une solution Asset Servicing avec des fonds Private Label	 La Mobilière Suisse Investisseur de référence lors du lancement d'UBS Clean Energy Infrastructure Switzerland	 Fondation de prévoyance Romande Energie Mise en place d'une solution Asset Servicing	 Fondation de prévoyance du personnel de KPMG Investisseur initial UBS Optio 1e Fondation collective	 Pro Infirmis Mise en place d'une solution Asset Servicing et d'un Institutional Mandate

Taillé sur mesure

Solutions individuelles pour investisseurs institutionnels

Les 30 exemples ci-dessus illustrent tout l'intérêt d'un partenariat stratégique avec UBS pour les investisseurs institutionnels: ils bénéficient d'un conseil de premier ordre et de solutions de placement personnalisées. Ils ont de plus à leur disposition une infrastructure hors pair, une gamme de produits innovants et d'excellentes analyses de risque et de performance, garants d'une transparence, d'une sécurité et d'une maîtrise optimales.

Nous serons ravis de vous recevoir pour un entretien.

ubs.com/clientele-institutionnelle