

# NOTE COMMODITIES

Février 2017

Suivez-nous !



[@CommoOFI](https://twitter.com/CommoOFI)



## MÉTAUX PRÉCIEUX

### Métaux précieux : les prévisions 2017

La LBMA publie ses prévisions

Comme chaque année, la London Bullion Metal Association (LBMA) a publié une synthèse de l'avis des analystes sur les différents métaux précieux (dossier complet [ici](#)).

L'or est globalement attendu en hausse, mais les prévisions sont très hétérogènes...

Les analystes s'attendent à un cours moyen de l'or de 1 244\$ sur l'année, soit une hausse d'environ 5% par rapport à mi-janvier, très proche des cours actuels, mais les avis sont très hétérogènes. Le principal mot d'ordre cette année semble le terme incertitude. Que ce soit l'imprévisibilité de la politique menée par Trump et ses éventuelles conséquences, les discussions et la mise en place du Brexit ou les différentes élections en Europe, les sujets ne manquent pas pour rebattre les cartes. Dans ces conditions, garder un peu d'or peut faire office de protection en cas de réalisation d'un événement adverse.

### Synthèse des prévisions des analystes pour l'or sur 2017

Source : LBMA



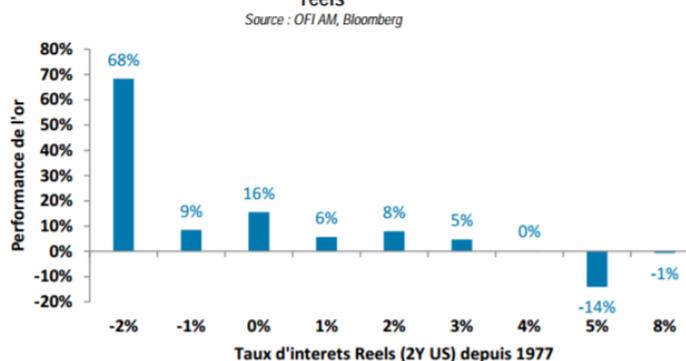
...en raison de divergences d'anticipation sur la politique monétaire américaine.

Le point de discussion majeur tourne autour d'une éventuelle poursuite de la hausse des taux d'intérêt réels (taux nominaux corrigés de l'inflation) suite à la hausse des anticipations d'inflation survenue fin 2016 dans le sillage de l'élection de D. Trump. Pour rappel, les cours de l'or ont une forte tendance à évoluer à l'inverse des taux d'intérêts réels (voir graphe page suivante et lire notre note sur le sujet [ici](#)).

La remontée de l'inflation début 2017 a fait rebaisser les taux d'intérêt réels. L'attitude de la FED sera déterminante.

Alors que les taux d'intérêt nominaux américains ont progressé de près de 0.80% sur le deuxième semestre 2016, les taux réels sont remontés, car l'inflation ne s'était pas encore matérialisée. C'est chose faite depuis début 2017, ce qui a entraîné une détente des taux réels et une remontée des cours de l'or. A présent, deux camps s'opposent : ceux qui parient sur une action relativement agressive de la FED, qui devancerait l'appréciation de l'inflation et ferait remonter les taux réels (impact négatif sur l'or) et ceux qui pensent que la FED adoptera une attitude plus prudente, abandonnant son orthodoxie sur l'inflation et laissant les taux réels légèrement corriger (impact haussier sur l'or). Reste que sans inflation, la politique monétaire annoncée par Janet Yellen en décembre (trois hausses de taux en 2017) sera très difficile à tenir financièrement.

Performances moyennes annuelles de l'or en fonction du niveau des taux d'intérêts réels



Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

*La bijouterie recule en Asie.*

Point qui fait plus consensus, une demande de bijouterie en baisse en Asie pourrait limiter dans une certaine mesure l'appréciation des cours du métal jaune.

*Les spéculateurs sont pour l'heure peu exposés.*

A contrario, les positions ouvertes des intervenants financiers misant sur une hausse de l'or restent sur des niveaux raisonnables après avoir atteint un point haut mi-2016 et pourraient donc servir de catalyseur en cas de regain d'inquiétude.

*Le palladium fait davantage consensus. Le marché devrait rester en déficit structurel, malgré un plafonnement attendu des ventes de voitures.*

Les analystes sont plus mesurés pour les platinoïdes, en particulier le palladium. Le cours moyen sur l'année devrait s'établir à 762\$ en 2017, soit une hausse de 2,4% par rapport à mi-janvier. Après une année 2016 très profitable (+21,5%) marquée par une forte dynamique des ventes de voitures – rappelons que le palladium est utilisé à 80% pour les pots catalytiques de voitures essence – un ralentissement de la croissance des ventes au niveau mondial pourrait intervenir. Les ventes semblent marquer le pas aux Etats-Unis et la Chine a réduit l'avantage fiscal sur les ventes de petites voitures : de 5% en 2016, les taxes sont passées à 7,5% (contre 10% en temps normal). Le marché du palladium devrait toutefois rester en déficit structurel, apportant un soutien aux cours. Des tensions sur le marché physique sont également apparues en fin d'année et pourraient créer la surprise si elles se confirmaient en 2017.

*Le platine devrait connaître une hausse plus modérée, en raison du recul du marché du diesel.*

Une hausse modérée des cours du platine d'environ 5% (prix moyen sur l'année), à 1 014\$, est attendue. Le scandale sur les émissions de diesel et son impact sur les ventes de voitures, en particulier en Europe, reste un handicap important. Les principaux soutiens sont plutôt liés aux autres métaux précieux. Un effet de substitution pourrait se mettre en place dans la bijouterie si les cours du platine s'affaiblissent trop par rapport à ceux du métal jaune (ils sont déjà inférieurs de 200\$ à ceux de l'or). De la même façon, si les cours du palladium se rapprochent trop de ceux du platine, les constructeurs automobiles pourraient être tentés de substituer du palladium par du platine, qui présente l'avantage d'avoir une bien meilleure efficacité. Il faudrait toutefois que les industriels jugent cette tendance durable pour appliquer les modifications nécessaires sur les nouveaux véhicules produits. Ainsi les cours du platine pourraient être « tractés » par ceux de l'or et, dans une moindre mesure, ceux du palladium.

*Le sentiment général sur les métaux précieux s'améliore.*

Globalement, le sentiment général sur les métaux précieux est bien meilleur que l'année dernière où le scepticisme régnait. Rappelons que les niveaux de progression indiqués dans ce sondage sont des moyennes sur l'année, et que nombre d'intervenants voient des prix nettement supérieurs à ces appréciations moyennes en cours d'année.

*Pour nous, c'est l'impossibilité de laisser monter les taux réels qui permettra à l'or d'atteindre 1400\$.*

Le niveau des taux d'intérêt réels, qui dépendra des choix et de la réactivité de la FED face à une possible résurgence de l'inflation, devrait être le moteur principal de l'évolution des cours de l'or cette année. En tout état de cause, selon nous, l'importance de la dette américaine empêchera une remontée des taux réels sous peine de plonger les Etats-Unis dans une crise financière. Notre objectif de cours sur l'or, dans ce contexte, reste toujours le même, entre 1350 et 1400\$ l'once courant d'année 2017.

## PRODUITS PÉTROLIERS

### **Pétrole : L'OPEP a-t-elle adopté la méthode des « forward guidance » de la FED?...**

*Malgré des avis divergents, les prix du pétrole sont stables.*

En ce début d'année, le pétrole s'est fait un peu oublié. Avec un prix extrêmement stable depuis le début de l'année, oscillant entre 51\$ et 55\$ le baril, on pourrait croire que le marché a trouvé un nouvel équilibre. Curieux quand on sait que les avis ont rarement été aussi divergents sur l'avenir des prix de l'or noir.

*Mais cette stabilité est gérée par l'OPEP et l'Arabie Saoudite.*

En réalité, il semble que cette relative stabilité soit voulue, voire calculée par l'OPEP et l'Arabie Saoudite en particulier. Plusieurs indices permettent en effet d'imaginer que le marché est aujourd'hui sous contrôle, et que le nouveau binôme à la tête de la stratégie pétrolière en Arabie Saoudite, le vice prince héritier Mohammed Bin Salman et le ministre du pétrole Khaled al Falih, soient à la manœuvre.

*En amont de la réunion de Vienne, des discussions avec les plus grands intervenants du marché et l'Arabie Saoudite se sont tenues.*

Il semble ainsi que, dès les accords d'Alger, ces deux-là savaient déjà très bien où ils voulaient aller. En effet, au-delà de la remarquable leçon de diplomatie qu'ils ont donnée au monde avec cet accord et celui qui a suivi, à Vienne (lire notre flash sur le sujet [ici](#)), cette réunion a aussi été l'occasion de préparer le coup d'après.

En effet, de manière assez exceptionnelle (mais pas inédite), l'Arabie Saoudite a, en amont de la réunion de Vienne, organisé une série de rencontres privées avec les plus gros intervenants du marché pétrolier. On apprend ainsi que la veille de la réunion, la délégation saoudienne avait reçu Mark Couling, responsable de l'activité pétrole chez Vitol, ou encore Pierre Andurand, qui gère l'un des plus gros hedge funds du monde sur les produits pétroliers (lire [ici](#)).

*L'Arabie Saoudite a pu en profiter pour faire passer des messages.*

Que s'est-il dit lors de cette réunion ? Aucune information n'a fuité. Mais on peut imaginer que, si l'Arabie Saoudite est venue tester la réaction du marché, elle en a peut-être aussi profité pour faire passer des messages... Un peu à la manière de la réserve fédérale américaine (FED), qui avait il y a quelques années mis en place la politique des « forward guidance », qui consistait à informer le marché de ses intentions, afin d'éviter toute déstabilisation.

*Car malgré des annonces de stocks record aux USA...*

On notera ainsi que, malgré des hausses de stocks de pétrole records aux Etats-Unis ces dernières semaines (le chiffre de 13,8 millions de barils d'augmentation des stocks hebdomadaires, annoncé le 8 février dernier, est ainsi le second plus important jamais publié), les prix du pétrole se sont maintenus, voire même appréciés. Il y a quelques mois encore, un tel chiffre aurait suffi à déclencher une correction de plusieurs pour cent.

*...et même si ceux-ci peuvent être relativisés...*

Certes, ces chiffres sont à relativiser. La hausse de production en fin d'année dernière de certains des plus gros producteurs, dans leur lutte pour les parts de marché (Arabie Saoudite, Russie,...), a inondé le marché d'or noir. Les bateaux mettant en moyenne un mois et demi entre leur chargement au Moyen Orient et leur arrivée aux USA sur les côtes du Golfe du Mexique, les importations représentent une grosse part de cette augmentation des stocks. Les chiffres devraient donc rebaisser dans les prochaines semaines.

*... il semble que les spéculateurs ne s'inquiètent pas d'une baisse des cours. Les positions acheteuses sont énormes !*

Toujours est-il que certains intervenants semblent très confiants dans la tenue des prix du pétrole. On constate ainsi que les spéculateurs sont aujourd'hui positionnés à l'achat sur les marchés à terme pétroliers pour un volume record équivalant à près de 900 millions de barils (voir graphique page suivante et lire [ici](#)). Plus encore, l'étude des états optionnels montre une position vendeuse très importante sur les puts 50\$ pour les trois prochains mois (plus de 20 000 lots sur chaque échéance). En clair, de gros intervenants semblent assez confiants sur le fait que l'or noir ne passera pas sous les niveaux de 50\$. Est-il dès lors possible d'imaginer que les Saoudiens, lors de la réunion de Vienne, aient donné des « assurances » aux traders ? Un peu comme le « Whatever it takes » de Mario Draghi qui avait permis à l'euro de finalement trouver un support en 2012 ?

*L'Arabie Saoudite apprécie un marché calme et solide, à l'approche de la cotation d'Aramco*

Possible... D'autant qu'un prix du pétrole élevé arrangerait fortement les saoudiens, à l'heure où l'introduction en bourse de Saudi Aramco, la compagnie nationale de production pétrolière, se précise. Plus les perspectives de l'or noir seront bonnes et les prix stables, plus les investisseurs seront prêts à payer pour acquérir une part de la plus grosse entreprise du monde !

## Positions ouvertes des fonds sur le Brent et le WTI, long, short et agrégées

Source : Bloomberg, Saxo Bank



*Pour que les efforts de réduction ne soient pas vains, il ne faut pas que les pétroliers de schiste profitent de la hausse des cours.*

Mais la politique d'influence présumée de l'Arabie Saoudite ne s'arrête peut-être pas là. Car un autre sujet inquiète éminemment le royaume des Saoud : que les efforts fournis ne profitent pas aux producteurs de pétrole de schiste nord-américains. Si les challenges sont encore nombreux pour ces « nouveaux venus » de la production pétrolière (voir notamment notre note d'octobre [ici](#)), la remontée des prix du pétrole devrait leur donner davantage de latitude. C'est peut-être la raison qui explique le changement de ton observé au cours du mois de janvier dans la communication de Khaled Al-Falih. Celui-ci a en effet annoncé ([lire ici](#)) qu'il ne serait probablement pas nécessaire de reconduire l'accord de réduction de la production signé à Vienne au-delà des 6 mois initialement prévus.

*L'Arabie Saoudite essaye ainsi d'instiller le doute sur la pérennité des cours actuels.*

Une telle déclaration quelques jours à peine après la mise en place de la nouvelle stratégie a de quoi surprendre. Comment savoir dès à présent l'impact que va avoir la réduction de production, alors que celle-ci commence à peine ? L'explication réside peut-être dans l'impact que de telles paroles peuvent avoir sur la structure de prix à terme du pétrole.

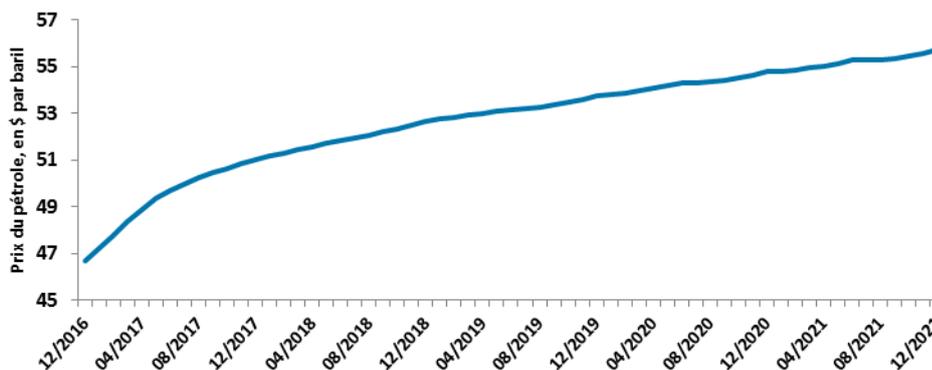
*Elle s'assure ainsi des prix élevés à court terme en raison de sa réduction de production...*

Explication. Lorsqu'on parle du prix du pétrole, on parle généralement de son prix au comptant. Mais l'or noir cote également sur les marchés à terme, ce qui permet aux producteurs ou aux consommateurs, de fixer dès aujourd'hui leur prix d'achat ou de vente à un horizon donné. Dans un marché efficient, il ne peut pas y avoir un prix d'achat plus intéressant que l'autre, les investisseurs arbitrant dans ce cas la situation et ramenant les prix à l'équilibre. Dans ces conditions, le prix à terme doit être équivalent au prix au comptant, majoré de la somme qu'il faudrait payer pour stocker le pétrole jusqu'au terme. C'est ce que l'on appelle la structure de prix à terme.

Normalement le prix à terme est donc systématiquement supérieur au prix au comptant. C'est une situation qui porte le nom de « contango ». A la veille de la réunion d'Alger, le marché du pétrole était en contango prononcé, c'est-à-dire que plus on allait loin dans le temps, plus le prix du pétrole était élevé (voir graphique ci-dessous).

## Structure du prix à terme du WTI, au 1<sup>er</sup> Novembre 2016

Source : Bloomberg



Ainsi, alors que le prix du baril était d'un peu plus de 46\$ au comptant, un producteur de schiste pouvait s'assurer de vendre sa production 2017 à près de 51\$ le baril (prix du contrat décembre 2017). L'avantage d'une telle structure c'est qu'elle permet à un producteur d'aller voir une banque pour obtenir le prêt nécessaire à la réalisation de ses opérations, en pouvant assurer le banquier que l'opération sera rentable, vu qu'il a déjà pu fixer le prix de vente de sa marchandise.

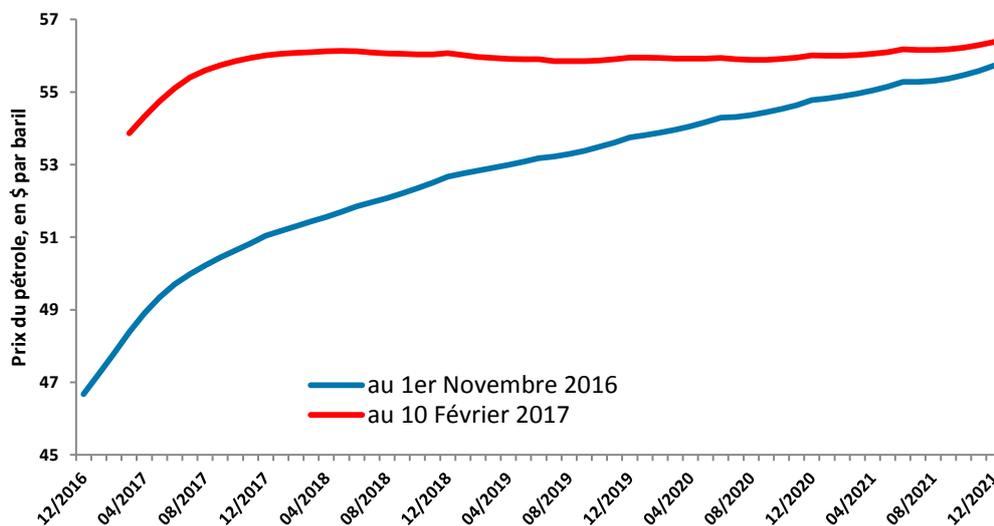
*...tout en maintenant une pression sur les prix à plus long terme...*

Les accords d'Alger et de Vienne ont quelque peu changé la donne. La réduction de production annoncée par l'OPEP et ses partenaires ont en effet réduit la disponibilité immédiate de pétrole, en raison de la baisse annoncée des livraisons de brut par les pays membres du cartel. Les prix au comptant se sont donc appréciés. Toutefois, l'accord étant limité dans le temps, on peut envisager qu'au terme de celui-ci, la disponibilité de pétrole soit à nouveau importante. En conséquence, les prix à terme sont à peine plus chers que les prix au comptant malgré la problématique de stockage, les acheteurs étant prêts à payer cher pour avoir du pétrole immédiatement disponible, mais pas pour du pétrole à plus long terme.

La courbe de prix à terme s'est ainsi complètement aplatie entre novembre et aujourd'hui :

### Structure du prix à terme du WTI comparées, au 1<sup>er</sup> Novembre 2016 et au 10 Février 2017

Source : Bloomberg



Ainsi, au 1<sup>er</sup> novembre, un producteur pouvait vendre son pétrole à horizon décembre 2017 à 51\$ le baril. Aujourd'hui, malgré la montée du prix du pétrole au comptant (passé de 46.67\$ à 53.86\$, soit +15,40%), le producteur ne vend son pétrole à horizon décembre 2017 que 4% de plus que le prix au comptant.

*... qui limite les producteurs de schiste pour trouver des financements auprès des banques.*

Si ces éléments sont un peu techniques, ce que l'on peut en retenir est assez simple : en informant le marché qu'elle ne pense pas prolonger l'Accord de Vienne en juin prochain, l'Arabie Saoudite pèse sur le prix à terme du pétrole, en laissant entendre qu'on pourrait à nouveau voir la disponibilité pétrolière augmenter dans la deuxième partie d'année. Il est dès lors beaucoup plus compliqué pour les compagnies de pétrole de schiste de trouver des financements. Une banque sera en effet beaucoup plus réservée quant à l'idée de faire des prêts à une compagnie qui n'a pas de visibilité sur ses revenus futurs.

Il semble donc bel et bien que l'Arabie Saoudite soit à la manœuvre et ait pris des leçons de communication auprès de la FED... Ceci est d'autant plus important que le duo formé par Bin Salman et Al Falih est jeune. Il faudra donc sans doute s'habituer à cette nouvelle façon de faire.

**Benjamin LOUVET / Olivier DAGUIN**  
Gérants matières premières

Ce document d'information est destiné exclusivement à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les liens vers des sites Web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. OFI Asset Management ne garantit aucunement le contenu, la qualité ou l'exhaustivité de tels sites Web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable. La présence d'un lien vers le site Web d'un tiers ne signifie pas qu'OFI Asset Management a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou qu'OFI Asset Management approuve les informations publiées sur de tels sites Web.

**OFI Asset Management**

Société de gestion de portefeuille - RCS Paris 384 940 342 - 22, rue Vernier 75017 PARIS - Agrément n°GP 92-12 - S.A. à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 42 000 000 euros.

Achévé de rédiger le 10/02/2017.