

NOTE COMMODITIES

Mars 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

Métaux précieux : Or, inflation et politique monétaire

Ou pourquoi la hausse des taux n'est pas une mauvaise nouvelle...

L'or a amorcé un rebond depuis le début de l'année.

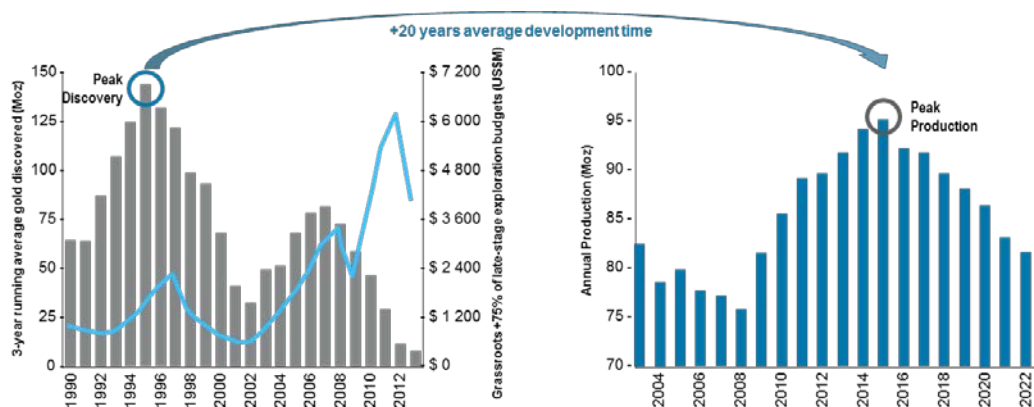
Alors que l'or réalise l'un de ses meilleurs débuts d'année depuis 35 ans avec une hausse de 16% en deux mois, beaucoup s'interrogent sur le potentiel de ce rebond. Après trois années consécutives de baisse et alors que la banque centrale américaine vient d'amorcer une modification majeure de sa politique monétaire, l'or serait-il sur le point de reprendre une tendance haussière durable, ou ne s'agit-il que d'un rebond technique ?

La production a atteint un pic en 2015 et devrait décliner.

Sur le plan fondamental, les principaux changements sur le marché de l'or se situent sur la production minière et la demande financière. L'extraction d'or a en effet connu ce que l'industrie considère déjà comme son pic de production en 2015. Aucune découverte majeure n'ayant été faite au cours des 20 dernières alors que les teneurs en minerai des gisements en activité diminuent, la production devrait ainsi diminuer de 8% d'ici 2018 selon le patron de Goldcorp (lire [ici](#)).

Découvertes et production d'or

Source : Goldcorp

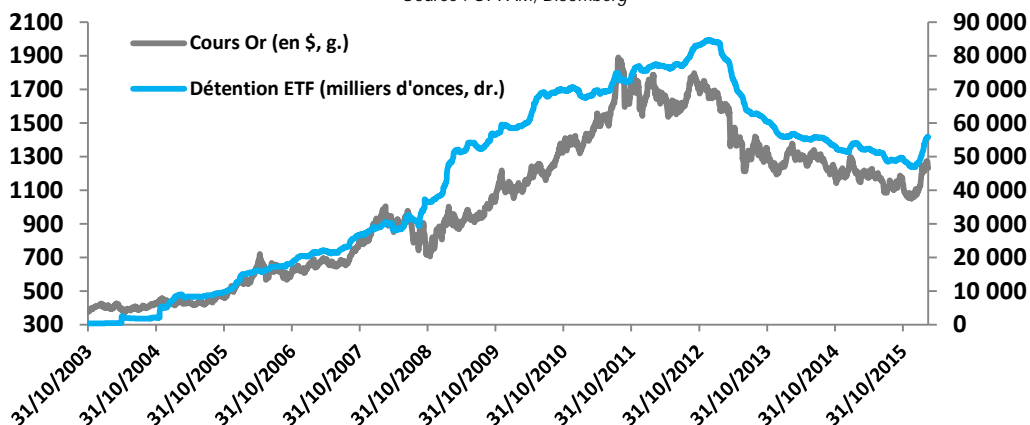


L'investissement constitue la demande marginale et est donc déterminant dans la fixation du prix.

Côté demande, c'est surtout la demande financière qui fait la différence. Alors que, sur les trois dernières années, la demande pour la bijouterie, les banques centrales et la technologie est restée relativement stable (10% de variation maximum sur la période), la demande financière (pièces et lingots et ETF) a, elle, connu une très forte volatilité. Dès lors, c'est cette demande marginale qui est en grande partie responsable de la tendance sur le métal jaune. La corrélation entre la demande d'ETF et les cours de l'or est, à ce titre, assez révélatrice. Ainsi, après avoir sorti un peu plus de 130 tonnes en 2015, les investisseurs ont déjà acheté près de 275 tonnes d'or depuis le début de l'année !

Cours de l'or et détention d'ETF

Source : OFI AM, Bloomberg



L'or n'ayant pas de rendement, il est délaissé lorsque les autres actifs ont un rendement satisfaisant.

Ce phénomène a surpris. L'or n'a pas, par opposition aux autres actifs, de rendement intrinsèque. Si les actions délivrent un dividende et les obligations un coupon, l'or, lui, ne rapporte rien. C'est la raison pour laquelle, depuis le changement de ton de la réserve fédérale américaine (FED), avec la fin des Quantitative Easing et l'annonce du « tapering », l'or a connu une si forte détente de ses cours. Dans un monde où les taux d'intérêts ont vocation à remonter, la rémunération des investissements traditionnels augmente et rend le métal jaune beaucoup moins attirant, limitant la demande financière pour le précieux métal.

Aujourd'hui, une grande partie de la dette gouvernementale a un rendement négatif.

Comment, dès lors, expliquer la progression des cours observée depuis la mi-décembre, alors même que la FED est passée à la vitesse supérieure en remontant ses taux d'intérêts ? Une partie de la réponse se trouve sans doute dans la politique monétaire des autres banques centrales que la FED. Avec plus de 7000 milliards de dollars de dettes d'états portant désormais un intérêt négatif (la dette allemande est négatif jusqu'à 9 ans, la dette japonaise jusqu'à 14 ans), l'or redevient attractif avec son rendement nul...

Taux de rémunération de la dette allemande et japonaise, en fonction de sa maturité

(au 8/03/2016) Source : Bloomberg



Alors que les taux remontent outre Atlantique...

Malgré tout, selon cette logique financière, la remontée des taux outre-Atlantique aurait dû peser sur les cours du métal jaune et non les soutenir. La réalité est toute autre. Historiquement, les Etats-Unis ont connu 7 cycles de hausse des taux (période où les taux ont été remontés au moins trois fois d'affilée, sans baisse entre temps).

Périodes de hausse des taux aux USA, performance de l'or et niveau des taux Fed Funds

Source : OFIAM, Bloomberg

Période	Performance	Taux Fed Funds moyen
12-1972 / 08-1973	67%	8,19%
02-1974 / 06-1974	19%	11,15%
07-1977 / 11-1979	288%	8,95%
07-1980 / 12-1980	-4%	13,54%
04-1988 / 05-1989	-20%	8,49%
01-1994 / 06-1995	0,70%	4,83%
06-2004 / 08-2007	70%	3,92%

Note : Le taux Fed Fund est le taux auquel les banques se prêtent de l'argent entre elles. Il peut changer tous les jours (la FED ne fixe qu'un taux objectif) et sert de référence pour la fixation des taux d'emprunt du reste de l'économie. C'est la raison pour laquelle ce taux est retenu comme un indicateur du sens de variation des taux d'intérêts.

...on constate qu'historiquement ça n'a pas empêché l'or de s'apprécier.

Dans l'ensemble, on constate que ces périodes ont été assez favorables à l'or, à l'exception notable de la période 1988-1989 qui a vu les cours de l'or corriger de 20%. La période de l'année 1980 où l'or corrige de 4% est particulière car elle suit de très près (8 mois) la précédente phase de hausse, qui n'a été interrompue que par une baisse des taux.

Ce sont les taux réels, corrigés de l'inflation, qui doivent être pris en compte pour mesurer la rentabilité des investissements...

Comment expliquer que, dans un contexte de taux largement positifs, l'or réalise globalement d'aussi bonnes performances ? Le niveau des taux d'intérêts est un instrument de politique monétaire au service de l'économie. Lorsque l'économie accélère, les prix ont tendance à s'apprécier et si l'on n'y prend pas garde, l'inflation ainsi générée peut mener à une perte importante de pouvoir d'achat et entraîner un effondrement de la consommation et un arrêt brutal de la croissance économique. C'est la raison pour laquelle les banques centrales surveillent de très près les niveaux d'inflation. L'indicateur le plus couramment utilisé est l'indice des prix à la consommation (CPI).

...l'inflation venant grever la performance de l'investisseur.

En cas d'accélération de l'inflation, les banques centrales remontent les taux d'intérêts, afin de limiter le recours à l'emprunt et d'éviter une surchauffe de l'économie. L'inflation venant grever la valeur des actifs, le taux d'intérêt réel payé à un investisseur est donc, en réalité, le taux nominal fixé par les banques centrales, corrigé du niveau de l'inflation, que l'on mesure grâce au CPI.

Sur les périodes correspondant aux cycles de hausse des taux aux Etats-Unis, on constate ainsi une photo bien différente sur les taux d'intérêts réels que celle donnée par les taux d'intérêts nominaux :

Périodes de hausse des taux aux USA, performance de l'or, niveau des taux Fed Funds et taux d'intérêts réels

Source : OFI AM, Bloomberg

Période	Performance	Taux Fed Funds moyen	Taux d'intérêts réels moyens
12-1972 / 08-1973	67%	8,19%	1,84
02-1974 / 06-1974	19%	11,15%	-2,5
07-1977 / 11-1979	288%	8,95%	-0,48
07-1980 / 12-1980	-4%	13,54%	-1,41
04-1988 / 05-1989	-20%	8,49%	4,01
01-1994 / 06-1995	0,70%	4,83%	2,94
06-2004 / 08-2007	70%	3,92%	-2,96

En période de taux réels négatifs, historiquement l'or s'apprécie...

Ainsi, dès lors que les taux d'intérêts réels sont négatifs, l'or réalise une performance largement positive. L'exception de l'année 1980 est liée à la très forte volatilité de l'inflation et des taux au cours de cette période. Si l'on considère que celle-ci est dans la continuité de la période de hausse précédente, l'or progresse de 309% sur la période allant de juillet 1977 à décembre 1980.

...le désavantage lié à son rendement disparaissant.

En cas de taux d'intérêts réels négatifs, le désavantage compétitif de l'or par rapport à un placement obligataire disparaît et les investisseurs préfèrent se repositionner sur le précieux métal plutôt que de voir leur capital déprécié.

Actuellement, les taux d'intérêts réels restent négatifs.

Il faudrait donc des taux d'intérêts réels faibles pour que l'or conserve un fort potentiel d'appréciation. A ce titre, la situation actuelle pourrait s'avérer extrêmement favorable. D'abord parce que malgré la remontée des taux directeurs nominaux par la FED en décembre 2015 à 0,5%, les taux d'intérêts réels restent, pour l'heure, avec un CPI à 1,4%, très largement négatifs.

Le niveau d'endettement des USA leur interdit de remonter les taux en l'absence d'inflation.

Ensuite, si la FED envisage de remonter les taux d'intérêts aujourd'hui, un élément nous permet d'être certains que le rythme de remontée sera très progressif et qu'aucune hausse ne pourra se faire en l'absence d'inflation. En effet, le niveau d'endettement actuel des économies développées est tel que toute hausse des taux d'intérêts nominaux ne peut s'envisager que dans un contexte inflationniste, sous peine de voir le poids de la charge de la dette étouffer la faible reprise d'économies encore fragiles.

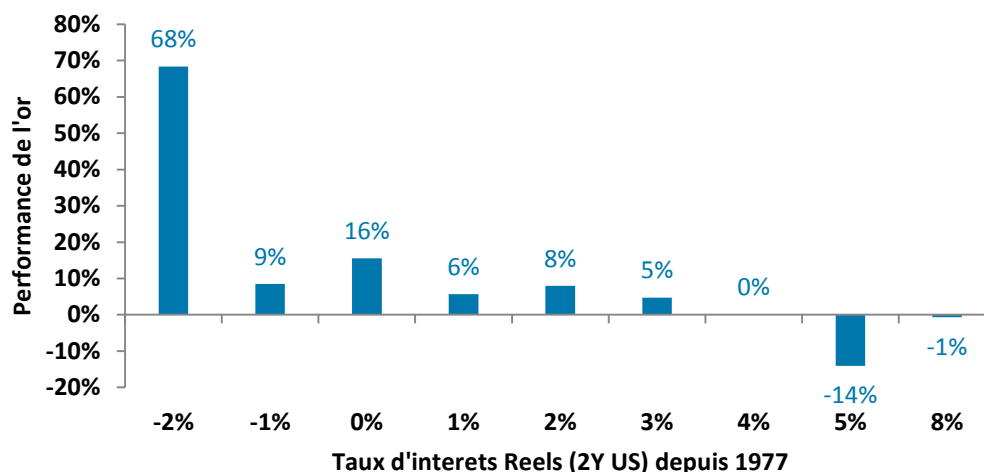
L'or pourrait de ce fait connaître une très bonne année 2016.

L'or est ainsi dans un contexte particulièrement favorable pour les mois à venir. Le poids de la dette des économies occidentales garantit une remontée progressive des taux, qui ne pourront qu'accompagner un redressement de l'inflation. En clair, comme l'a rappelé Mario Draghi lors de la dernière réunion de la Banque Centrale Européenne, les taux d'intérêts réels resteront durablement bas. On ne peut même écarter une situation encore plus favorable, dans le cas d'un revirement de la politique monétaire américaine, Janet Yellen, la présidente de la FED, ayant même indiqué que des taux d'intérêts négatifs aux USA ne pouvaient être exclus ! L'or, depuis 1977, s'est toujours particulièrement bien comporté dans de tels contextes.

En particulier, lorsque les taux réels sont négatifs, historiquement, l'or a en moyenne toujours réalisé une performance positive. La « relique barbare » comme la surnommait Keynes, a peut-être encore de beaux jours devant elle... C'est en tout cas ce que semble penser Munich Re, plus gros réassureur mondial, qui a annoncé cette semaine avoir augmenté son investissement en or, en raison du niveau « punitif » des taux d'intérêts (lire [ici](#)).

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

Source : OFI AM, Bloomberg



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

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : Des paroles... et des actes.

Une réunion aura lieu en avril pour étudier un gel de la production pétrolière.

Cette semaine a été annoncée la prochaine réunion, à Doha le 17 avril, d'une quinzaine des plus gros pays producteurs de pétrole, afin de discuter d'un possible gel de la production pétrolière au niveau actuel, afin d'aider à rééquilibrer le marché (lire [ici](#)). En négociation depuis plusieurs semaines, l'espoir suscité par cette réunion a permis au cours de l'or noir de rebondir de plus de 30% par rapport à ses plus bas.

L'Arabie Saoudite appuie l'initiative.

L'Arabie Saoudite a annoncé son soutien sans faille à cette réunion. En cela, le pays reste sur sa ligne de conduite indiquée depuis le début de la chute des cours du pétrole : pas d'intervention sans un large consensus et une participation du plus grand nombre.

Mais la production des principaux participants est proche des plus hauts historiques.

Mais pour que l'effet sur les prix soit pérenne, il est indispensable qu'à ces grandes déclarations succède une mise en œuvre, sous peine de voir la déception des opérateurs se traduire par une rechute violente des cours du pétrole. Et, sur le plan des actes, les premières indications laissent pour le moins perplexes. Le 17 mars, le JODI, une organisation internationale visant à améliorer la transparence des informations du marché du pétrole (lire [ici](#)), indiquait ainsi que l'Arabie Saoudite avait pompé plus de 10 millions de barils par jour pour le 11^{ème} mois consécutif en janvier, augmentant même sa production de près de 100 000 barils par jour à 10,23 millions de barils. De plus, le pays a augmenté de 35 000 barils ses exportations, au plus haut de 10 mois. Certes, ces données remontent au mois de janvier, mais elles impliquent une chose : si l'Arabie Saoudite gèle sa production, ce sera tout près de son record de production historique atteint en juin 2015 (10.564 millions de barils). De son côté, la Russie, selon les calculs de Bloomberg, aurait atteint un nouveau pic de production de l'ère post soviétique à 10,92 millions de barils par jour !

Les capacités excédentaires de production sont plus qu'hypothétiques.

En réalité, on peut s'interroger sur la portée réelle de cette limitation de la production. L'Arabie Saoudite est censée disposer de capacités supplémentaires de production de l'ordre de 1,5 millions de barils qui n'ont jamais été mis en œuvre et dont certains se demandent s'ils seraient réellement utilisables en cas de besoin. Les autres pays produisent tous à leur maximum. On se retrouve donc dans la situation un peu particulière où le monde croule aujourd'hui sous un excédent de pétrole de l'ordre de 1,5 million de barils par jour, mais sans aucune marge de manœuvre !

Il va donc falloir sortir des acteurs pour réduire la production.

Dans ce contexte, s'il n'est pas question de réduire la production en deçà des limites de capacités physiques des puits, le seul moyen de rééquilibrer le marché passe par la disparition d'une partie des producteurs. Ali Al Naimi, le ministre saoudien de l'énergie l'a très bien rappelé lors de son intervention à l'IHS CERWeek le mois dernier : « Abaissez vos coûts de production, trouvez des financements ou liquidez ! » (lire [ici](#)).

L'Arabie Saoudite a organisé ce revirement stratégique depuis début 2014.

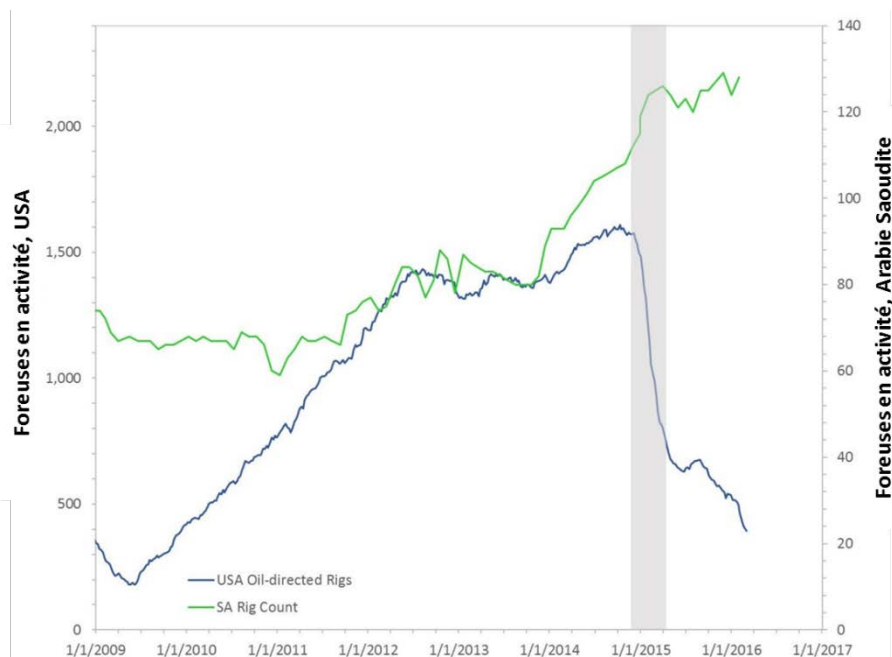
Le message est toujours aussi clair, et l'attitude de l'Arabie Saoudite n'est pas nouvelle. Dès 2014, le royaume des Saoud a changé de stratégie devant la montée en puissance de nouveaux acteurs et notamment du pétrole de schiste américain. Comprenant le danger, avant même la décision de l'OPEP fin novembre de ne pas réduire sa production, l'Arabie Saoudite s'est en effet mise en ordre de marche pour préparer le bras de fer actuel. C'est en effet début 2014 que le pays a commencé à fortement relancer ses investissements pétroliers, multipliant les forages afin de pouvoir étouffer les concurrents les moins rentables et regagner des parts de marchés (voir graphique page suivante). Et si un forage n'assure pas de production immédiate, il en dit en revanche très long sur les intentions des saoudiens....

Il semblerait qu'aujourd'hui, elle concurrence directement les pétroles de schiste en adoptant une politique commerciale agressive aux USA.

Il serait donc surprenant de voir les saoudiens changer d'attitude. D'autant que d'autres indices laissent à penser que le pays reste à la manœuvre. En particulier, les chiffres d'importations pétrolières aux Etats-Unis. La question est apparue en début de mois, lorsque les statistiques américaines ont été publiées. On apprenait ainsi que les stocks américains de pétrole avaient augmenté de 10,4 millions de barils la semaine du 26 février, essentiellement en raison d'une hausse de près de 500 000 barils par jour des importations. Alors que les stocks sont à des niveaux historiques, pour quelle raison les compagnies américaines continuent-elles à importer d'aussi grandes quantités du pétrole ? Qui plus est, le pétrole importé est d'une qualité comparable à celle des pétroles de schiste, déjà abondants. La seule explication logique à un tel comportement est la présence sur le marché d'un vendeur agressif au sein de l'OPEP, cherchant ainsi à convaincre les raffineurs de recourir à leurs services...

Nombre de foreuses en activité, USA et Arabie Saoudite

Source : Oilprice.com



Les Iraniens essayent eux aussi de gagner des parts de marché, en concurrençant le pétrole saoudien.

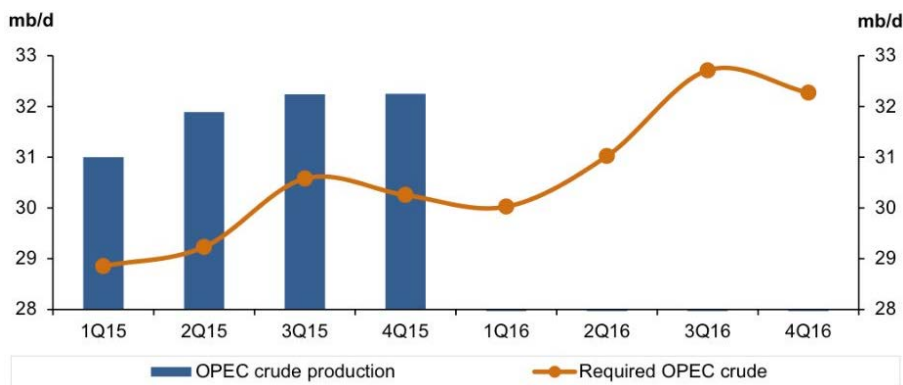
De leur côté, les Iraniens, de retour sur le marché international depuis la levée des sanctions en début d'année, sont eux aussi très clairs dans leurs intentions. Mettant leurs actes en accord avec leurs déclarations, ils refusent catégoriquement de prendre part à tout gel de production. Contraints dans leurs exportations depuis 2011, les Perses ne cachent pas leur volonté de reconquérir les parts de marché perdues et de ramener leurs exportations au niveau où elles étaient avant les sanctions, soit 2,5 millions de barils par jour environ contre 1,4 million en 2015. Pour ce faire, la République islamique n'hésite pas à adopter une politique de prix très agressive, en particulier sur les pétroles les plus demandés, comme le « Heavy Grade », qui concurrence directement les pétroles irakiens et saoudiens à l'export.

Le rééquilibrage pourrait se faire naturellement dans les semaines à venir, du fait du ralentissement probable des shale oil.

L'Iran chasse sur les terres de l'Arabie Saoudite, qui s'attaque au pétrole américain : on comprend bien qu'il va falloir qu'un acteur cède pour que l'équilibre s'établisse de façon plus durable. Comme nous l'indiquions dans la note de conjoncture du mois dernier (lire [ici](#)), la situation financière des compagnies pétrolières de schiste américaines en fait le candidat le plus probable. Dans le cas d'une confirmation du ralentissement de la production américaine, le second semestre étant traditionnellement une période de plus forte consommation, du fait de la forte consommation d'essence dans l'hémisphère nord pour la trêve estivale et des besoins de climatisation au Moyen-Orient, l'offre pourrait alors se retrouver en adéquation avec la demande sans nécessité d'ajustement supplémentaire immédiat de la part de l'OPEP.

Production et demande pour le pétrole de l'OPEP

Source : OPEP



La réunion de Doha permet de préparer l'avenir. A court terme, elle augmente les revenus des pays producteurs.

On peut se demander, à la lueur de ces éléments, pourquoi les Russes passent autant de temps à essayer de mettre en place une conférence dont on sait qu'il ne sortira rien. La diplomatie étant une politique des petits pas, il est possible qu'il s'agisse pour eux de préparer l'avenir. Cette réunion a au moins deux mérites en ce qui les concerne. D'abord, elle a poussé les spéculateurs à prendre leurs bénéfices et a permis aux cours, comme on l'a vu, de reprendre plus de 30%, assurant ainsi près de deux milliards de dollars de revenus supplémentaires par mois aux saoudiens et aux russes.

A plus long terme, elle permet de recréer la confiance entre la Russie et l'Arabie Saoudite.

Ensuite, elle permet de renouer le contact avec les saoudiens. Il ne faut pas oublier que les relations entre le royaume des Saoud et Vladimir Poutine sont compliquées. Les deux pays supportent les camps opposés dans le dossier syrien, et les précédentes crises pétrolières ont rompu la confiance entre les deux nations. En effet, lors des deux précédentes crises d'offre en 2001 et en 2008, les autorités soviétiques s'étaient engagées à conjointement abaisser leur production avec les saoudiens, avant de laisser le royaume réaliser seul les efforts et de continuer à augmenter leur production de leur côté (lire [ici](#)).

Ainsi, si une baisse est nécessaire pour rééquilibrer le marché à un niveau acceptable par les producteurs et insuffisant pour les shale, l'Arabie Saoudite sera plus facile à convaincre.

Si l'on part du principe que la baisse de production nécessaire à un rééquilibrage des prix sur des niveaux plus raisonnables bien qu'insuffisants pour un redémarrage des pétroles de schiste (entre 55 et 65 \$ le baril, voir la note du mois de février) n'interviendra qu'en deuxième partie d'année (voir graphique page précédente), il est important d'ici là de rétablir la confiance entre les parties prenantes. On peut, dans ces conditions, voir le retrait surprise des russes de Syrie cette semaine, quelques heures avant l'annonce du soutien saoudien à la réunion de Doha, comme les premiers pas d'une diplomatie russe en vue de préparer les discussions qui seront nécessaires pour envisager une réduction au quatrième trimestre. N'oublions pas qu'il est plus simple pour les saoudiens de réduire leur production que pour les russes, dont les installations en partie vieillissantes et installées dans des zones géographiques comme la Sibérie rendent leur exploitation compliquée.

En attendant, les prix du pétrole pourraient rebaisser.

A court terme, si les discussions autour de la réunion de Doha ont permis aux cours de remonter en poussant notamment les spéculateurs à couper leurs positions, ce mouvement ne peut être pris pour acquis tant que la production américaine n'aura pas sensiblement amorcé sa correction et que les stocks n'auront pas commencé à baisser outre-Atlantique. Ceci pourrait intervenir dès le mois prochain mais, d'ici là, on ne peut exclure une nouvelle vague de correction et un retour vers les 30\$ le baril. Prudence, donc...

Benjamin LOUVET
Gérant 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 de 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.

OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de OFI Asset Management.

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.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, OFI Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

OFI Asset Management - Société de gestion de portefeuille – RCS Paris 384 940 342 – 22 rue Vernier 75017 PARIS – Agrément COB n°GP 92-12 – Société Anonyme au capital de 42 000 000 Euros.

Achévé de rédigé le 22/03/2016.