



Asset
Management

NOTE COMMODITIES

Mars 2017



Suivez-nous sur twitter :

@CommoOFI

MÉTAUX PRÉCIEUX

Métaux précieux : « L'or est l'ultime police d'assurance »

La probable remontée des taux d'intérêt US pèse sur l'or à court terme

A l'heure où l'or reprend son souffle après un début d'année en fanfare, certains s'interrogent sur la pérennité du mouvement d'appréciation du métal jaune. En cause : le changement de politique monétaire outre-Atlantique et la probable remontée des taux d'intérêts par la Réserve Fédérale américaine (FED). Le marché a en effet intégré une probabilité désormais à 100% d'une hausse de taux lors de la prochaine réunion de la banque centrale américaine qui, en faisant remonter les taux d'intérêt réels, rend l'or moins attractif.

Mais les taux d'intérêt réels resteront faibles.

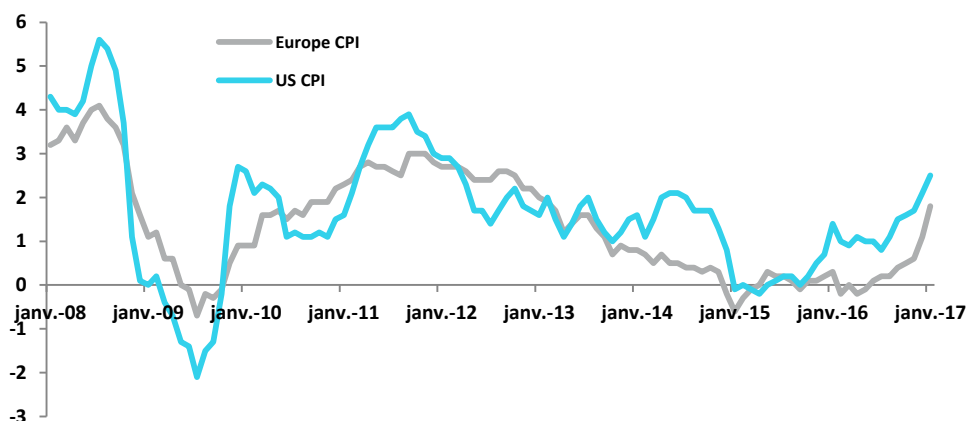
Reste que selon nous, comme nous l'avons déjà évoqué à plusieurs reprises (lire [ici](#), [ici](#) et [ici](#)), une remontée franche des taux d'intérêt ne peut se faire qu'en cas de matérialisation d'une inflation sous-jacente, qui soit de nature à maintenir les taux d'intérêt réels à un niveau faible. Dans un tel contexte, l'or n'a historiquement pas pâti de la remontée des taux nominaux.

L'inflation repart...

A l'heure où les taux d'intérêt remontent, qu'en est-il donc de l'inflation ? Celle-ci repart sensiblement aux Etats-Unis et se redresse même en Europe, avec des niveaux au plus haut depuis plus de 4 ans.

Indice des prix à la consommation, Eurozone et USA de 2008 à 2017

Source : Bloomberg, Eurostat

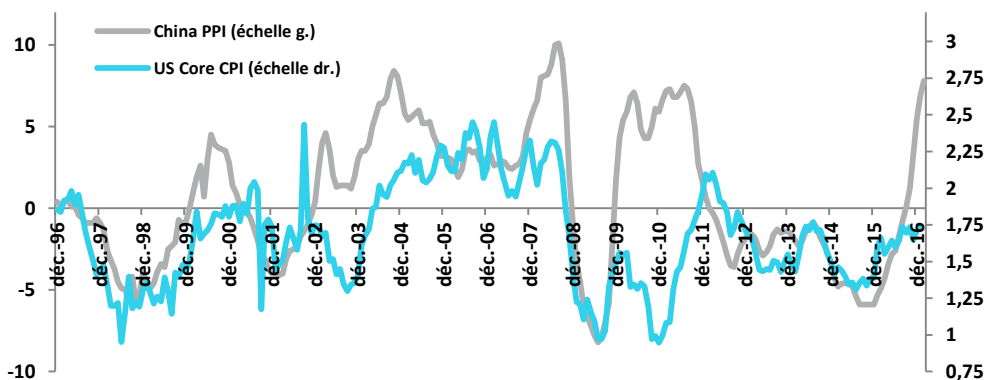


... et la hausse des prix à la production en Chine devrait faire monter les prix à la consommation.

Elle reste encore un peu en retard en Chine, mais la forte reprise des prix à la production dans ce pays devrait finir par impacter les prix à la consommation. Rappelons que les prix à la production de l'Empire du Milieu ont progressé de 7,8% en février, au plus haut depuis 9 ans. Rappelons également qu'historiquement, on observe une corrélation assez bonne entre l'indice des prix à la production en Chine et l'indice des prix à la consommation (core) aux Etats-Unis.

Evolution des prix à la production en Chine et des prix à la consommation (core) aux USA de 1997 à 2017

Source : Bloomberg



Alan Greenspan, ancien président de la FED, évoque un contexte favorable à l'inflation.

Le contexte est particulièrement favorable au retour de l'inflation. C'est en tout cas la conviction d'Alan Greenspan, ancien Président de la FED de 1987 à 2006 qui, dans une interview qu'il a donnée à Gold Investor en février (lire [ici](#), page 11 du magazine), explique que « le risque d'inflation commence à augmenter ». « Aux Etats-Unis, le taux de chômage est à présent inférieur à 5% », indique-t-il, « ce qui a traditionnellement généré des tensions sur les salaires et les coûts unitaires ». Selon lui, dans un contexte où la baisse tendancielle de la productivité diminue le potentiel de croissance, nous pourrions nous diriger vers une période de stagflation.

Pour lui, c'est ça qui conduira à l'appréciation de l'or, qui est « aujourd'hui une assurance ».

C'est cet accroissement significatif de l'inflation qui conduira finalement selon lui à l'appréciation de l'or. Peut-être pas à court terme, mais il s'agit d'une protection à long terme. « Investir dans l'or aujourd'hui est une assurance » dit-il. Avant d'ajouter : « Je vois l'or comme la principale devise mondiale. C'est la seule devise, avec l'argent, qui ne présente pas de risque de contrepartie [...] L'or, tout comme l'argent, est la seule devise ayant une valeur intrinsèque ».

Ce discours diffère largement de la politique monétaire qu'il a menée pendant 20 ans...

Intéressant d'entendre l'ancien patron de la plus grande banque centrale au monde, qui a conduit pendant près de deux décennies une politique monétariste keynésienne pour les USA amenant le pays à l'une des plus grandes créations monétaires de tous les temps, vanter les qualités de la relique barbare... Il semble en réalité que les 20 ans que Greenspan a passés à la tête de la FED n'ont été qu'une parenthèse. En effet dès 1966, celui-ci écrivait :

...et correspond plus aux propos qu'il tenait avant de devenir banquier central.

« Dans le cadre d'un étalon-or, le montant de crédit qu'une économie peut supporter est déterminé par les actifs réels de cette économie, puisque chaque instrument de crédit est en fin de compte une revendication sur un actif tangible. Mais les obligations d'Etat, elles, ne sont pas assises sur des actifs tangibles, mais seulement sur la promesse du gouvernement de rembourser sur la base de recettes fiscales futures, ce qui les rend difficilement absorbables par les marchés financiers. Un grand volume de nouvelles obligations d'Etat ne peut être vendu au public qu'à des taux progressivement plus élevés. Ainsi, le déficit des dépenses publiques est sévèrement limité dans le cadre d'un étalon-or. L'abandon de celui-ci a permis aux statisticiens du bien-être d'utiliser le système bancaire comme un moyen d'accroître le crédit sans limite ». (Pour lire la version originale complète, cliquer [ici](#)).

Selon lui, avec l'étalon-or, « nous n'aurions jamais atteint cette situation »

Et Greenspan en est presque à regretter le fait que l'on ait abandonné l'étalon-or. « Aujourd'hui, revenir à l'étalon-or serait perçu comme un acte désespéré. Mais si l'étalon-or était toujours en place aujourd'hui, nous ne nous serions jamais retrouvés dans la situation où nous sommes [...] Nous n'aurions jamais atteint cette situation d'extrême endettement si nous étions encore sous « gold standard », car l'étalon-or est justement un moyen de s'assurer que la politique fiscale ne dérape pas ».

Certains états américains réfléchissent au sujet.

Si l'hypothèse d'un retour à l'étalon-or peut nous paraître pour le moins improbable aujourd'hui, certains états américains l'envisagent aujourd'hui sérieusement. Du Maine à l'Idaho en passant par l'Alabama et le Texas, plusieurs états envisagent ainsi des propositions de loi redonnant à l'or un statut de monnaie.

L'Arizona étudie ainsi un projet de loi faisant de l'or une monnaie dans l'Etat.

Mais c'est l'Arizona qui, le premier, a envisagé cette possibilité et l'a soumise la semaine dernière à la commission du Sénat de l'Etat, qui l'a approuvée par 4 voix contre 3. La proposition, intitulée HB2014, stipule que, conformément à la Constitution des Etats-Unis, l'or et l'argent doivent être considérés comme des monnaies et, à ce titre, ne devraient pas être soumis à taxation lors des échanges contre d'autres monnaies, et notamment le dollar américain.

Celle-ci est soutenue par Ron Paul, élu au Congrès et fervent défenseur de l'étalon-or.

La proposition devra encore passer devant la commission des lois de l'Etat, puis devant le Sénat avant d'être promulguée. Mais elle a reçu un soutien de poids, en la personne de Ron Paul, élu au Congrès américain et, depuis toujours, fervent défenseur de l'étalon-or. Le même Ron Paul à qui Alan Greenspan fait référence à la fin de son interview : « Lorsque j'étais président de la Réserve Fédérale j'avais l'habitude de témoigner devant le député américain Ron Paul, qui est un fervent défenseur du métal jaune. [...] Je lui ai expliqué que la politique monétaire US essayait de suivre les signaux qu'un étalon-or aurait créés. C'est une politique monétaire saine même avec une monnaie fiduciaire. A ce titre, je lui ai dit que même si nous étions revenus à l'étalon-or, la politique n'aurait pas beaucoup changé ». Un peu en contradiction avec ce que l'on a vu de la politique monétaire américaine et ce que l'ancien président de la FED déclare quelques paragraphes plus haut... En tout cas, l'or semble s'installer un peu plus dans le débat sur la politique monétaire, avec un avocat bien surprenant...

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : Changement de stratégie ?

La baisse du pétrole a surpris à la CERAAweek conference, qui se tenait à Houston cette semaine.

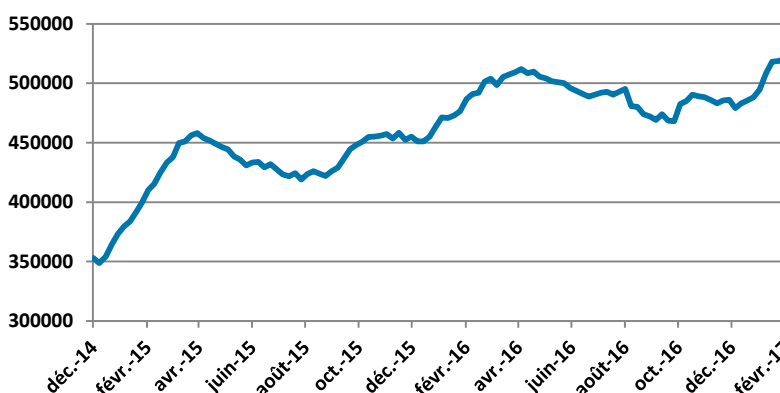
La semaine dernière se tenait à Houston la CERAAweek, l'une des conférences les plus suivies dans les milieux pétroliers. On y croisait les patrons de Total, Shell ou BP, aussi bien que le ministre du pétrole saoudien ou le secrétaire général de l'OPEP. Et la semaine partait sur de bonnes bases : alors qu'il y a un an le baril de brut américain s'échangeait autour de 30\$, contre près de 55\$ en ce début du mois de mars. Mais le 8 mars, les cotations sur le pétrole marquaient leur plus fort recul depuis un an, avec une correction de 5% sur la journée.

C'est la hausse des stocks qui inquiète les investisseurs...

Alors pourquoi, alors que le marché semblait d'un calme olympien depuis plusieurs mois maintenant, ce soudain revirement ? En premier lieu, les stocks américains inquiètent. De semaine en semaine, malgré la baisse de production décidée par les pays membres de l'OPEP, les chiffres hebdomadaires montrent des volumes toujours importants et ce, en grande partie, en raison d'importations toujours conséquentes.

Stocks US hebdomadaires de pétrole, en milliers de barils

Source : EIA



...même si celle-ci devrait se résorber dans les prochaines semaines.

Même si, comme nous l'avions mentionné le mois dernier (lire [ici](#)), l'augmentation des stocks est encore le résultat de l'arrivée de bateaux commandés il y a plusieurs mois alors que la bataille pour les parts de marché faisait rage, plus le temps passe et plus le maintien de chiffres élevés angoisse. Cela peut expliquer des prises de bénéfices.

L'importance des positions spéculatives explique aussi l'ampleur du mouvement.

C'est là une autre explication de la violence du retournement : les positions ouvertes des intervenants financiers restent sur des niveaux très élevés. A la veille de la correction, ils avaient ainsi une position combinée de près de 875 millions de barils, tout proche du record inscrit le 21 février à 951 millions de barils. Dans un tel contexte, tout mouvement de correction se retrouve rapidement amplifié.

Positions ouvertes des spéculateurs (Brent + WTI), en milliers de barils

Source : Bloomberg, Saxo Bank



Mais ce sont surtout les

Mais la vraie question, qui inquiète aujourd'hui, est de savoir ce que va faire l'OPEP ou, plus précisément, l'Arabie Saoudite. Le cartel et son membre le plus puissant ont accepté, en début d'année, de réduire leur

déclarations confuses de l'OPEP qui inquiètent.

production pour une période de 6 mois, en partenariat avec certains pays non membres mais dont l'essentiel de la production est assuré par des entreprises nationales (Russie, Soudan, Oman, Azerbaïjan,...). Le but : supprimer les excédents de stocks créés au cours des derniers mois par une production supérieure à la demande, afin que l'organisation puisse maximiser ses profits.

La reprise de la production des pétroles de schiste a amené l'OPEP à durcir sa position.

Dans un premier temps, tout a bien fonctionné et les prix se sont redressés, misant sur une réussite de l'opération. Mais aujourd'hui, les chiffres publiés par les pétroliers de schiste font craindre le début d'une nouvelle guerre. En effet, ils ne cessent de communiquer sur des hausses de production à venir extrêmement optimistes (lire [ici](#) et [ici](#)). Cela a amené l'Arabie Saoudite et l'OPEP à durcir leur position. Dans un premier temps, le secrétaire général de l'OPEP a organisé une série de réunions inédites avec les acteurs de marché, afin de mieux comprendre leurs attentes, d'une part, mais aussi de les questionner sur les raisons qui peuvent pousser les banques à octroyer autant de financements au secteur, malgré une rentabilité pas toujours évidente (lire [ici](#) et [ici](#)).

L'organisation a ainsi annoncé qu'elle ne sacrifierait pas sa part de marché pour rééquilibrer le marché.

Ces réunions sont aussi l'occasion de faire passer des messages et, comme nous le mentionnions le mois dernier, de donner de la visibilité au marché avec des méthodes proches des « forward guidances ». Cela a ainsi été l'occasion pour l'OPEP et l'Arabie Saoudite de réaffirmer leur volonté de permettre le rééquilibrage du marché pétrolier. Mais cela aussi été l'occasion, là comme ailleurs, de réaffirmer une position très ferme : si l'OPEP et l'Arabie Saoudite souhaitent un prix plus élevé, cela ne se fera pas au détriment de leurs parts de marché. « No free rides », ont même précisé les officiels saoudiens à l'attention des pétroliers de schiste (lire [ici](#)).

La bataille commerciale continue sur le terrain.

Le message aux producteurs américains est clair. D'autant que sur le terrain, la bataille continue. On a ainsi vu, à la surprise générale, l'Arabie Saoudite abaisser son prix officiel de vente (OSP) à destination de l'Asie sur son pétrole le plus léger, qui est en concurrence direct avec le pétrole de schiste (lire [ici](#)).

Si les compagnies et les banques ne tenaient pas compte de ces avertissements, la stratégie de l'OPEP pourrait évoluer.

Les banques devraient peut-être aussi écouter l'OPEP, car elles figurent aussi parmi les premières concernées par ce qui pourrait être une nouvelle stratégie du cartel. Une approche qui pourrait consister à redonner de la volatilité pour ne pas permettre un modèle pérenne d'augmentation de la production pour les shale. C'est peut-être de cela que l'OPEP menace implicitement les banques et les producteurs. Cette stratégie, dite du « flip flop » avait déjà été évoquée il y a un an comme une stratégie possible pour limiter le développement des shale (lire [ici](#)).

L'OPEP réaffirme ainsi sa suprématie sur les prix du pétrole.

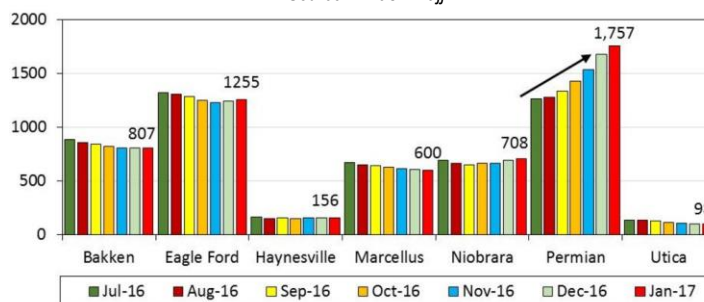
C'est aussi une occasion pour l'OPEP de rappeler à tout le monde qui fixe les règles : après avoir mis au pas les pays de l'OPEP en les obligeant à suivre ses règles (lire [ici](#)), elle est en train d'expliquer aux shale qu'il n'y aura pas de développement de leur industrie sans son accord et celui de son principal membre. L'OPEP et son producteur principal reste donc plus que jamais, LE « swing producer », c'est-à-dire celui qui décide du prix du pétrole. Ainsi, si l'Arabie Saoudite décidait demain d'augmenter sa production, les producteurs de schiste n'auraient d'autre choix que de subir et de réduire leur production.

Le marché pourrait devenir très volatile, ce qui serait difficile à gérer pour les producteurs américains.

La conséquence de tout ça pourrait être un prix bien plus volatile de l'or noir pour les mois à venir avec, en ligne de mire, un possible nouveau bras de fer entre les deux nations productrices. On peut d'ailleurs se demander si les shale ne sont pas en train d'anticiper ce phénomène, car on peut observer que malgré les discours très optimistes, le nombre de DUC, ces puits forés mais pas encore mis en exploitation, est en augmentation dans les champs les plus porteurs (bassin Permien). Simple délai technique disent certains. Il faudra voir dans les prochains mois si les producteurs américains ne sont pas simplement en train de prendre en compte l'avertissement saoudien.

Nombre de DUC (Drilled but UnCompleted), par bassins pétroliers aux USA

Source : Anas Alhajji



Perdants à court terme, les shale pourraient à long terme y trouver leur compte...au détriment des majors.

Les grands perdants d'une telle stratégie seraient dès lors les shale, certes, mais à court terme. Les explorateurs aussi, en particulier à l'international, car les grands projets seraient encore retardés. Mais, à plus long terme, cette situation pourrait convenir aux deux acteurs. En effet, la baisse de production des compagnies de pétrole conventionnelles liée au manque d'investissement de ces dernières années, pourrait permettre aux shale de trouver leur place, au détriment des compagnies traditionnelles, sans perte de marché de la part de l'OPEP. Une stratégie gagnant-gagnant, possiblement au détriment des majors. Une chose est sûre : c'est toujours l'Arabie Saoudite et l'OPEP qui mènent le bal...

Ces points seront sans doute abordés lors de la visite d'Etat du vice prince héritier saoudien cette semaine.

Toutes ces questions seront sans doute l'un des sujets qu'aborderont ensemble Donald Trump et Mohamed Bin Salman lors de la visite de celui-ci aux USA cette semaine (lire [ici](#)). Le changement de stratégie n'est sans doute pas définitivement arrêté, notamment car l'Arabie Saoudite a toujours besoin d'un prix du pétrole relativement élevé pour réussir le succès de l'introduction en bourse de sa compagnie nationale, la Saudi Aramco. Mais il semble bien que la volatilité soit de retour sur le marché de l'or noir...

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 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 15/03/2017.