

NOTE COMMODITIES

Avril 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

Or : un actif réel à durée longue...

Note : Ce document a été élaboré à partir de deux articles écrits par les équipes de PIMCO, dont vous pourrez trouver les liens ci-après. Il s'agit pour l'essentiel d'une traduction.

Les taux d'intérêts réels sont un élément déterminant du prix de l'or.

Dans la note de conjoncture du mois dernier, nous évoquons l'importance de l'investissement financier dans la détermination du prix du métal jaune et le rapport intrinsèque reliant l'or au niveau des taux d'intérêts réels. Dans le même esprit, Nicholas J. Johnson, de la société PIMCO, en fait l'élément déterminant du cours de l'or pour les dernières années.

L'or est un actif sans risque de défaut, à valeur fixe dans le temps, corrigé de l'inflation.

Selon lui, l'or peut être considéré comme un actif qui ne peut faire défaut et dont la valeur, ajustée de l'inflation, si elle évolue au fil du temps, reste, au final, constante. En d'autres termes, cet actif n'a pas de risque de crédit et conserve son pouvoir d'achat au fil du temps. Quelle que soit la valeur de cet actif, elle devrait dès lors évoluer en fonction des taux d'intérêts réels rémunérant les actifs de très bonne qualité, soit quasiment sans risque de défaut : les obligations d'état américaines. En cas de remontée des taux d'intérêts, un investisseur sera moins enclin à payer pour un actif sans rendement comme l'or. Sur les dix dernières années, la relation est évidente.

Prix de l'or ajusté de l'inflation et taux d'intérêts réels 10 ans

Source : Bloomberg, PIMCO



La financiarisation de l'or a renforcé le lien avec les taux...

Avec le développement des produits financiers sur l'or, et notamment des ETF depuis 2004, la relation s'est renforcée, la demande financière représentant la demande marginale et permettant de fixer le prix en fonction, notamment, des autres actifs disponibles.

... qui se comporte comme un actif réel de durée 26,8 ans.

Cette relation peut être quantifiée. Une régression du prix de l'or par rapport à celui des taux d'intérêts réels à 10 ans (extrait de la cotation des obligations TIPS indexées sur l'inflation) montre que, toutes choses égales par ailleurs, un mouvement de hausse de 100 points de base sur les taux d'intérêts réels à 10 ans se traduit historiquement par une baisse de 26,8% sur le cours de l'or ajusté de l'inflation. L'or se serait donc comporté, au cours des dernières années, comme un actif de durée réelle 26,8 ans.

Ce lien explique en grande partie la hausse récente du métal jaune.

Cette relation n'est pas parfaite, et il arrive que le mouvement sur l'or précède de quelques jours le mouvement sur les taux, ou vice versa. Jusqu'à début mars, les taux d'intérêts réels ont connu une correction de l'ordre de 35 points de base, ce qui explique en soi environ 10% d'appréciation des cours du métal jaune depuis le début de l'année. La baisse du dollar face aux autres monnaies, étant donné la relation asymétrique entre le billet vert et les matières premières, permet également d'expliquer une partie de la hausse du précieux métal.

Le regain d'intérêt des investisseurs finaux a permis de limiter la correction...

Début mars, une partie des gains ont été rendus, dans le sillage du regain de confiance généré par les déclarations de plusieurs membres de la réserve fédérale américaine, ayant entraîné un rebond des marchés et une remontée des anticipations de taux par les investisseurs. La correction aurait sans doute dû être de plus grande ampleur, mais le retour de l'intérêt des investisseurs avec, notamment, l'équivalent de plus de 300 tonnes

qui aurait dû intervenir lors de la remontée des taux en mars.

d'or achetées sur les ETF depuis le début de l'année, a limité le repli. Les anticipations de hausse de taux aux Etats-Unis ont ensuite été fortement revues à la baisse à la suite du discours de Janet Yellen, montrant l'incertitude qui entoure la poursuite de la politique monétaire américaine.

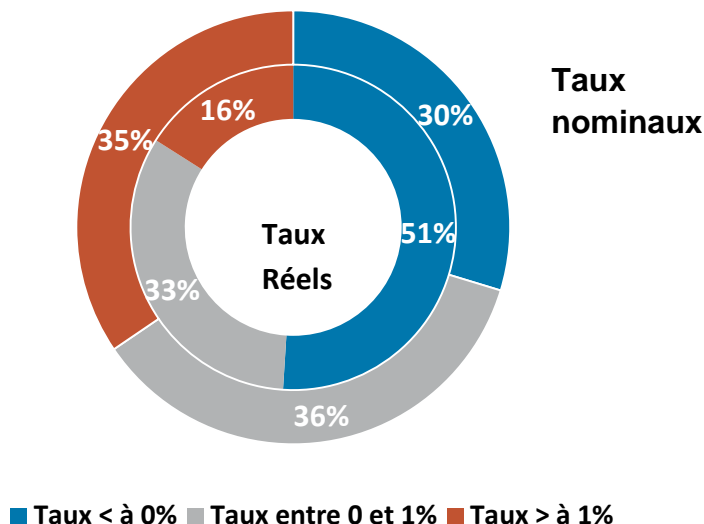
L'importance de la dette publique à travers le monde...

Si l'on rapproche cette analyse de la situation de la dette publique des principales économies développées, l'or pourrait rester un actif incontournable pour les mois et les années à venir. Rappelons qu'aujourd'hui, 30% de la dette publique émise à travers le monde affiche un rendement nominal négatif. Ce chiffre monte à 51% lorsqu'on raisonne en taux d'intérêts réels !

Répartition des dettes souveraines en fonction du niveau de leur taux d'intérêts

Total des dettes représentées : 29 200 milliards de dollars US

Sources : Bloomberg, World Gold Council



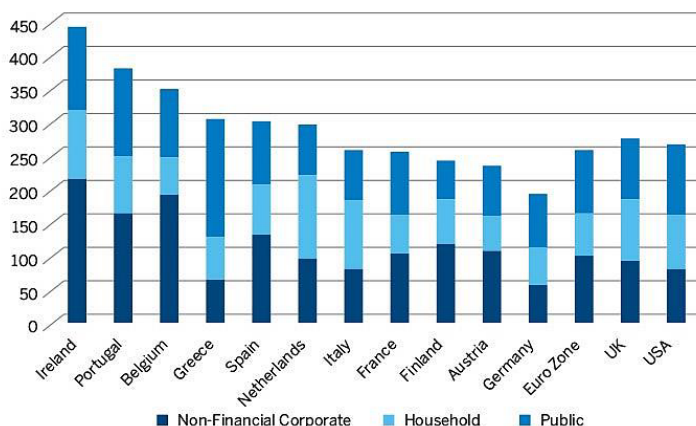
Note : Données au 21 mars 2016. Les dettes souveraines prises en compte : Australie, Canada, Danemark, Zone Euro (Investment Grade), Japon, Suède, Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis. Les taux d'intérêts réels sont calculés comme le taux nominal minoré du taux d'inflation CPI YoY disponible le plus récemment publié.

... interdit toute remontée des taux d'intérêts réels.

C'est à cette condition que la dette publique reste soutenable. Avec une dette publique qui avoisine ou dépasse les 100% du PIB dans la plupart des économies, garder des taux réels faibles est le seul moyen d'éviter un défaut. Les taux ne sont donc pas prêts de monter, et l'or devrait continuer à briller...

Dettes par pays, en % du PIB

Source : « Deleveraging, what deleveraging ? », Buttiglione, Luigi et al, ICMB, 2014



Note : Pour retrouver les articles de PIMCO ayant servi à la rédaction de cette note dans leur intégralité, cliquez [ici](#) et [ici](#).

PRODUITS PÉTROLIERS

Doha : jeu de dupes ?

Certains des grands producteurs de pétrole se réunissent à Doha pour discuter d'un gel de la production.

A la fin de cette semaine se tiendra la tant attendue conférence de Doha. Pour mémoire, cette réunion, réclamée à cors et à cris par la Russie et certains des pays les plus fragiles de l'OPEP, Venezuela et Nigeria en tête, se tiendra le 17 avril au Qatar et a pour but d'obtenir un accord de gel de production de l'ensemble des pays présents. Elle devait réunir l'ensemble des pays de l'OPEP, la Russie, Oman et le Bahreïn, ainsi que le Mexique en qualité d'observateur. Toutefois, l'Iran a fait savoir que le ministre du pétrole du pays, victime d'un « agenda trop chargé », ne pourrait assister à la réunion et serait représenté.

Nombre de pays produisent au maximum de leurs capacités, rendant tout gel inutile.

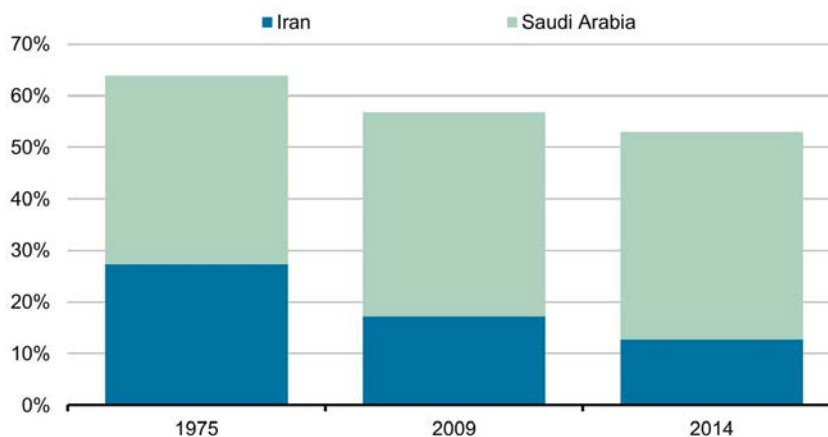
Dès lors que peut-on réellement espérer de cette réunion ? L'hétérogénéité des acteurs présents rend l'émergence d'un accord compliqué. On trouve tout d'abord un grand nombre de pays en situation de demandeurs. Que l'on parle du Venezuela, de l'Équateur, de l'Algérie ou du Nigeria, la réalité économique de ces pays leur impose de produire en permanence au maximum de leur capacité. Un accord consistant à geler la production de ces acteurs au niveau actuel n'aura donc aucun impact sur leurs revenus ni sur la production à venir d'hydrocarbures.

L'Iran ne souhaite pas geler sa production.

Vient ensuite l'Iran. Le pays, qui voit progressivement les sanctions internationales à son encontre être levées, a d'ores et déjà fait savoir qu'il ne souhaitait pas participer à toutes opérations visant à limiter sa production. La République des mollahs entend bien retrouver le niveau de production qui était le sien avant les discussions sur son programme nucléaire et reprendre sa part de marché sur le marché international. Cela implique une remontée de sa production d'au moins 1 million de barils (lire [ici](#) et [ici](#)).

Part de marché de la production du Moyen Orient

Source : BP Statistical Review of World Energy



La Russie joue sur les mots et compte profiter du recul naturel attendu de sa production...

Restent donc la Russie et l'Arabie Saoudite. Et on ne peut pas dire que ces deux pays jouent franc jeu. La Russie, tout d'abord, dont la production était ces derniers temps à son plus haut niveau de l'ère post-soviétique, à près de 11 millions de barils par jour en décembre (lire [ici](#)). Dans ces conditions, parler de gel de production au niveau du mois de janvier n'est pas une vraie contrainte. D'autant que les Russes jouent sur les mots. D'abord parce que ce n'est un secret pour personne, le manque d'investissement qu'a entraîné la baisse des prix de l'or noir, fait que la production russe va diminuer naturellement en deuxième partie d'année. Les champs développés dans l'ouest de la Sibérie sont anciens et devraient connaître un déclin plus tard dans l'année (lire [ici](#)).

... et des opérations de maintenance habituelle pour augmenter ses exportations et ainsi tenter de gagner des parts de marché.

Ensuite, les Russes ont soigneusement choisi les mots employés pour définir les objectifs de la réunion de Doha : il s'agit d'obtenir un gel de la production. Hormis le fait que la production russe va légèrement diminuer, les Russes comptent surtout profiter du fait que l'accord concerne la production et pas les exportations (lire [ici](#)) ! Ainsi, le pays qui prépare une phase de maintenance beaucoup plus importante qu'à l'habitude, avec près de 4,3 millions de tonnes de capacités de raffinage à l'arrêt en avril, contre 1,9 million en mars, disposera de capacités supplémentaires d'exportation. Cela permettra à la Russie de lutter avec les autres principaux pays exportateurs pour conserver des parts de marché à l'international. Il y a ainsi un affrontement indirect entre l'Arabie Saoudite et la Russie pour approvisionner la Chine (lire [ici](#)) !

Les Saoudiens ont récemment conditionné un accord à la participation de l'Iran.

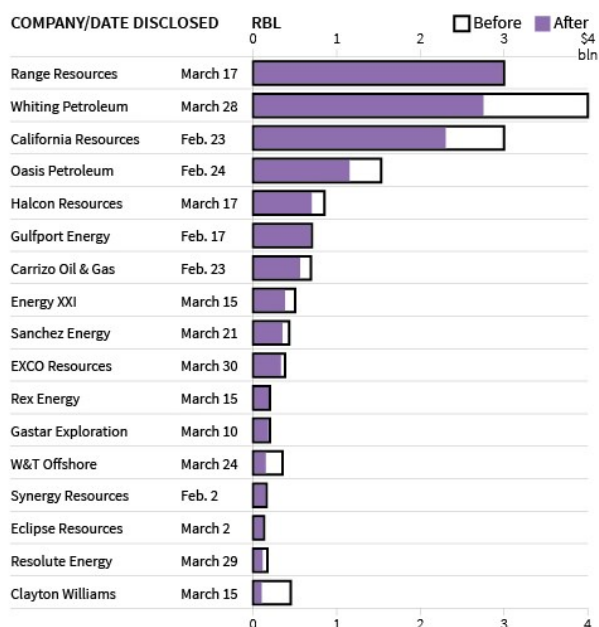
Pas les meilleures conditions pour s'entendre sur quoi que ce soit... D'autant que les Saoudiens eux aussi ont une attitude étrange dans la préparation de la conférence de Doha. Après avoir accordé leur soutien sans réserve à l'initiative de Doha (au lendemain, il est vrai, de l'annonce par les Russes de leur « retrait » de Syrie), les autorités saoudiennes ont ensuite fait savoir qu'elle conditionnait tout accord à la participation de l'Iran. Or, nous l'avons vu, l'Iran refuse de participer.

Le but pourrait être de saboter la réunion, pour mettre la pression sur les banques américaines lors des renégociations en cours des conditions de crédit des compagnies pétrolières...

De là à imaginer que l'Arabie Saoudite ait ajouté la condition de participation de l'Iran afin de s'assurer de l'échec de Doha, il n'y a qu'un pas... Mais pour quelle raison le royaume des Saoud pourrait vouloir une telle situation ? La solution est peut-être à chercher dans la remontée récente des cours de l'or noir et dans les renégociations en cours de l'autre côté de l'Atlantique... La période du mois d'avril est traditionnellement, avec le mois d'octobre, la période de renégociation des conditions de crédit des entreprises pétrolières aux Etats-Unis. Nous l'avons déjà évoqué dans notre note de conjoncture du mois de février (lire [ici](#)), la situation financière de bon nombre de sociétés d'exploration et de production aux USA est critique. Or, les premiers retours sur la phase de négociations en cours se veulent plutôt rassurants : les premières compagnies ayant communiqué sur le sujet font état de réductions limitées à 21% en moyenne. Les banques ont en revanche rajouté des conditions sur l'utilisation des lignes de crédit, afin que celles-ci ne puissent être utilisées qu'une fois le cash disponible consommé (lire [ici](#) et [ici](#)). Plus, il semble que des hedge funds aient à nouveau fourni des financements à des compagnies pétrolières contre des rendements significatifs (lire [ici](#)).

Résultats de la phase de redétermination des crédits basés sur les réserves (RBL)

Source : Reuters



...tout en faisant porter la responsabilité de l'échec sur les iraniens.

Dans ces conditions, l'échec de Doha pourrait permettre à l'Arabie Saoudite de poursuivre sa stratégie de reconquête de parts de marché en faisant rebaisser les prix du pétrole à court terme afin de remettre la pression sur les banques américaines, et ainsi leur rappeler que leur situation reste extrêmement fragile. Cela pourrait en outre permettre aux saoudiens de faire reposer l'échec de la réunion sur les iraniens qui refusent de geler leur production.

La réunion pourrait donc peser sur les prix. Mais cette baisse sera probablement la dernière sur ces niveaux pour les mois à venir.

On a sans doute là une partie de la raison de l'absence du ministre iranien dimanche à Doha. La réunion pourrait donc être suivie d'une période d'incertitude, dans l'attente d'un communiqué officiel de la République d'Iran. Mais l'issue ne fait guère de doute... La réaction du marché devrait alors être une correction et un retour probable sur les niveaux de 30 à 35\$ le baril qui prévalaient avant l'annonce des discussions. Mais ne nous y trompons pas : hormis si la situation économique mondiale venait à se dégrader davantage, cette baisse serait probablement la dernière sur ces niveaux pour les mois à venir. La baisse inéluctable désormais de la production de schiste aux Etats-Unis à court terme, et dans les pétroles non conventionnels en général d'autre part, devrait ensuite ouvrir une période durable de réappréciation progressive des prix.

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.

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 rédigé le 22/03/2016.