

NOTE COMMODITIES

Mai 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

Or : la théorie de la relativité.

Les analystes voient leurs prévisions sur l'or à la hausse.

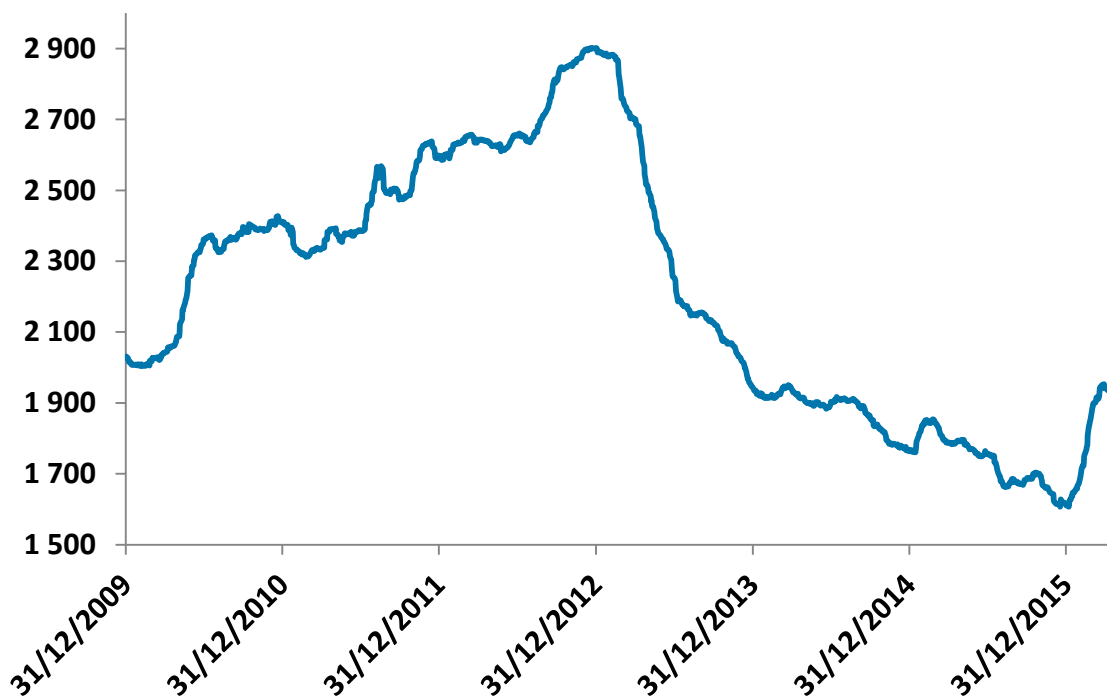
Il aura fallu quatre mois et une progression de plus de 20% sur les cours de l'or, pour voir le sentiment des analystes financiers sur le métal jaune changer radicalement. Alors qu'au début de l'année l'ensemble des analystes était baissiers (voir notre note de conjoncture de février [ici](#)) avec un objectif de cours à 1091\$ l'once en moyenne pour 2016, le dernier sondage réalisé par Reuters fait ressortir un consensus mieux orienté (lire [ici](#)). Avec un prix moyen attendu à 1209 \$ pour 2016, le consensus s'attend désormais à la première hausse depuis 3 ans ! Même Goldman Sachs, qui faisait partie des plus pessimistes, vient de revoir ses projections à la hausse (lire [ici](#)).

Banques privées, hedge funds et institutionnels augmentent leurs investissements.

Le résultat est une vague d'achats par les hedge funds (lire [ici](#) et [ici](#)) autant que par les banques privées (lire [ici](#)). Les institutionnels ne sont pas en reste et Munich Re, premier réassureur au monde, a ainsi indiqué le mois dernier qu'il renforçait son exposition au métal jaune (lire [ici](#)). Au total, depuis le début de l'année, l'investissement dans l'or au travers des ETP dépasse les 360 tonnes, selon le World Gold Council.

Or détenus par l'ensemble des ETP, en tonnes

Source : Bloomberg



En l'absence de rendement, l'or est généralement écarté des investissements par les institutionnels.

Alors pourquoi cet intérêt soudain pour le métal jaune ? La réponse se situe sans doute dans la valeur relative des actifs à la disposition des investisseurs. L'or est considéré par nombre d'investisseurs comme un produit d'épargne qui, contrairement aux autres actifs financiers, a le défaut de n'offrir aucun rendement. Là où les actions versent un dividende et où les obligations offrent un coupon, le précieux métal n'offre aucune contrepartie financière à sa détention. Ainsi en valeur relative est-il souvent délaissé, à l'exception des périodes de stress financier où il joue un rôle de valeur refuge.

Mais le rendement négatif des obligations le rend aujourd'hui très attractif en valeur relative.

Mais aujourd'hui, à l'heure où les obligations d'Etat portant un taux d'intérêt négatif atteignent les 10 000 milliards de dollars de dettes et où les banques commencent à facturer des taux négatifs sur les dépôts, l'or présente au moins l'avantage de ne rien coûter. En d'autres termes, de plus en plus d'investisseurs en viennent à se dire que « Rien, c'est mieux que moins que rien » ! L'or a en outre la qualité de ne pas présenter de risque de contrepartie, à l'heure où les obligations d'Etats ne portent plus de « taux sans risque » mais un « risque sans taux » !

L'importance de la dette des pays développés interdit une remontée des taux d'intérêt réels.

Se posent alors deux questions : la faiblesse des rendements des obligations gouvernementales ET ces achats en relatif peuvent-ils durer ? Les exemples de la France ou des Etats-Unis permettent d'apporter une réponse à la première question. Entre 2008 et 2015, la dette de la France est passée de 68% de son PIB à 96%. Dans le même temps, la charge de la dette française, c'est-à-dire les intérêts dont l'Etat français doit s'acquitter chaque année, est passée de 44,5 milliards d'euro à... un montant inchangé de 44,5 milliards d'euro ! Aux Etats-Unis, la situation n'est guère plus attrayante : la dette y est passée de 76% à 104% du PIB sur la même période, tandis que la charge de la dette passait de 451 milliards de dollars à 402 milliards l'an passé (lire [ici](#), [ici](#) et [ici](#)).

Dettes des Etats-Unis, en % du PIB

Source : *Tradingeconomics.com, US Bureau of Public Debt*



Avec un tel niveau d'endettement, comme nous l'évoquions le mois dernier, conserver des taux d'intérêt réels faibles ou négatifs est un impératif.

Les montants importants de dettes portant taux d'intérêt négatif laissent un potentiel d'investissement relatif très important pour l'or.

Quant au potentiel de poursuite de l'investissement, certains voient dans la forte augmentation récente un mouvement difficilement soutenable. Toutefois, on est encore 30% en dessous des plus hauts atteints en termes de détention, ce qui laisse malgré tout une marge d'appréciation notable. Mais surtout, si une part même mineure des investissements en obligations gouvernementales était réorientée vers le métal jaune sur la base de l'intérêt relatif de ces placements, le potentiel de hausse reste très important. Pour mémoire, le total des investissements dans les métaux précieux depuis le début de l'année, positions spéculatives et ETP inclus, atteint à peine 115 milliards de dollars, ce qui représente environ 1% du total des émissions obligataires à taux négatifs.

Si une correction à court terme est possible...

Si, à court terme, les incertitudes quant à la politique monétaire américaine pourraient amener à une légère reprise sur le dollar et des prises de bénéfices sur les métaux précieux, la gestion du « passif monétaire » impose des taux d'intérêt réels qui devraient rester bas pour longtemps.

...les échéances politiques de juin et l'investissement relatif devraient permettre une poursuite de la hausse.

Les métaux précieux pourraient en outre profiter dès le mois prochain d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs en recherche d'outils de couverture face aux échéances politiques majeures qui nous attendent dès le mois de juin. En particulier, l'or pourrait profiter des craintes de « Brexit » lors du referendum du 23 juin... et ainsi relancer le mouvement d'appréciation des métaux précieux.

MÉTAUX PRÉCIEUX *(suite)*

Or et taux d'intérêt : les leçons de l'histoire...

Le rachat de l'or des américains par la FED à 5000 \$ l'once comme solution à la crise financière ?

Même si, avec leurs politiques monétaires ultra-accommodantes, les banques centrales des pays développés ont réussi à stabiliser la situation économique, force est de constater que la reprise reste timide et fragile. Pour tenter d'améliorer la situation, Harley Bassman, directeur général adjoint chez PIMCO (l'un des plus importants gérants d'actifs au monde), a proposé récemment une solution passée inaperçue : que la réserve fédérale américaine (FED) rachète l'or des américains... sur la base d'un cours de 5000 dollars l'once (lire [ici](#)) ! Rappelons que l'once d'or cote aujourd'hui autour de 1250 dollars l'once.

Une idée qui fait écho à l'action de la FED lors de la crise de 1929.

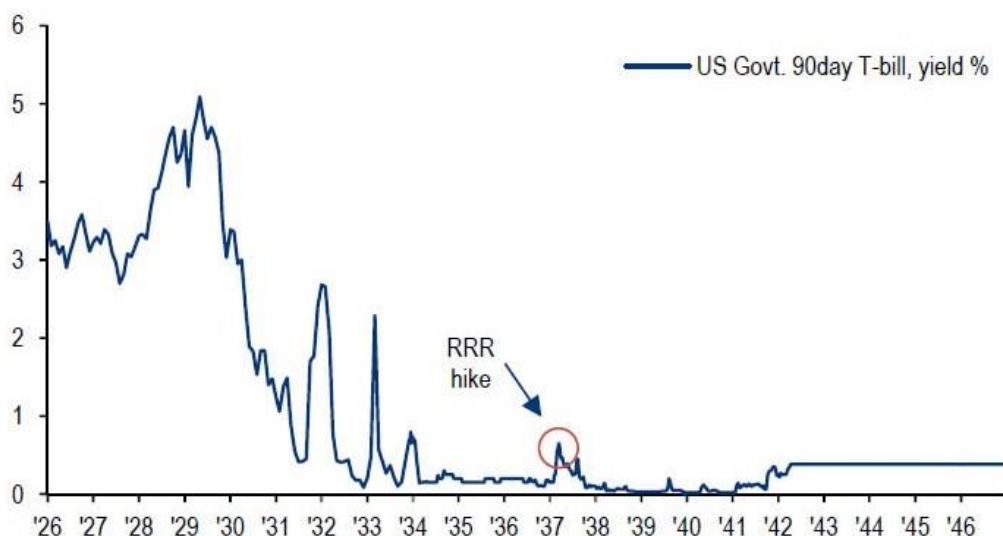
Si cette idée peut paraître saugrenue sur le papier - son auteur la présente d'ailleurs comme un conte de fées qui n'arrivera probablement jamais - elle fait en réalité écho à une page de l'histoire américaine, et pas n'importe laquelle : l'utilisation de l'or pour la résolution de la crise de 1929.

Pour répondre à l'effondrement de l'économie américaine...

Dans les années qui ont suivi la crise de 1929, le PIB américain s'est contracté de près de 43%. En réaction, la FED a commencé à intervenir sur les taux d'intérêt, qui ont été progressivement abaissés jusqu'à des niveaux proches de zéro, pendant que des mesures non conventionnelles étaient adoptées.

Niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis de 1926 à 1947, en %

Source : Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg



...le gouvernement américain décide de la confiscation de l'or de la population et constitue un stock d'or important.

L'une des mesures non conventionnelles phare de cette époque fut la décision en 1933 du président nouvellement élu Franklin D. Roosevelt de promulguer une loi ordonnant la confiscation de l'or des américains. Le texte (Executive order 6102, lire [ici](#)) rendait illégal la détention d'or par les citoyens américains qui dès lors, devaient ramener leur or à leur banque, sous peine de 5 à 10 ans de prison ou de 10 000 \$ d'amende (ou les deux). C'est à cette occasion qu'une grande partie des 8000 tonnes du stock d'or actuel du gouvernement américain a été constituée (voir graphique page suivante). C'est aussi à cette fin que Fort Knox, le principal lieu de stockage de l'or de la FED aux Etats-Unis, a été construit. Le précieux métal leur était racheté à sa valeur officielle, soit 20,67 \$ l'once. Le cours de l'or était en effet fixé à l'époque à la suite du Gold Standard Act de 1900.

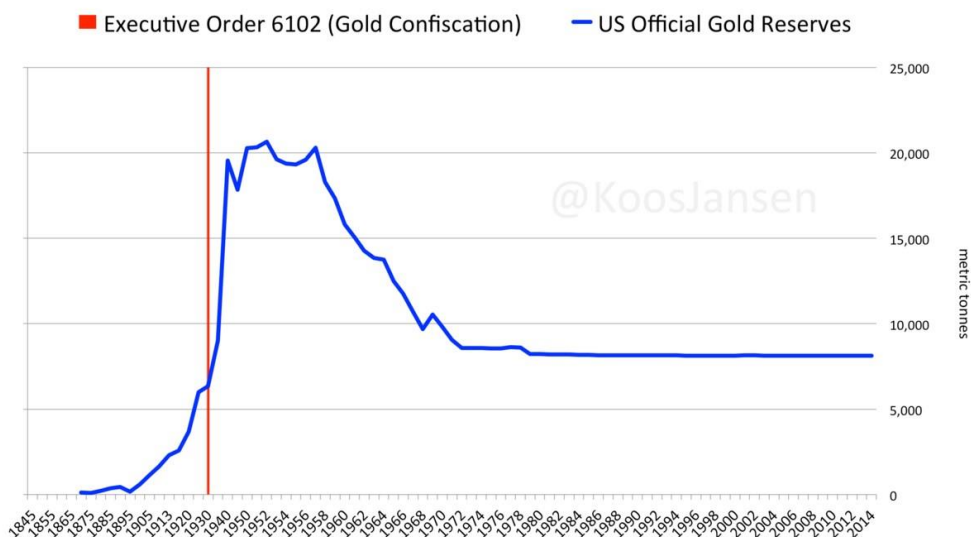
Cela lui permet de libérer la création monétaire assise sur les détentions d'or.

En réalisant cette opération, le but de la FED était double. D'abord, le Federal Reserve Act de 1913 stipulait que le montant des billets émis par la FED devait être couvert à hauteur de 40% par les détentions d'or. A la fin des années 20, la limite d'émission de billets était presque atteinte. La FED, en augmentant ses stocks d'or s'assurait de pouvoir augmenter la masse monétaire en circulation. Ensuite, en rendant illégal la détention d'or, la FED s'assurait également que personne ne pourrait demander à le récupérer et ainsi la contraindre à limiter ou à

réduire sa création monétaire.

Réserve d'or du gouvernement américain, en tonnes

Source : BullionStar.com, WGC



En 1934, le taux de conversion de l'or est augmenté, relançant l'économie américaine, qui croît de près de 50% en 3 ans.

A la suite de cette opération, la FED ayant désormais les mains libres, réalisa ce que l'on peut sans doute considérer comme l'une des plus grandes dévaluations compétitives de l'histoire. Au terme du Gold Reserve Act de 1934, elle passa en effet la parité de change de l'or de 20.67 à 35 \$ l'once ! L'or a commencé à largement affluer des pays étrangers, entraînant une forte création monétaire en dollars, d'où une forte dévaluation du billet vert, une baisse des taux d'intérêt, une hausse des prix et, de ce fait, une hausse de la consommation intérieure et extérieure. Durant les 3 années qui ont suivi, de 1934 à 1936, le PIB américain a ainsi progressé de 48%, tandis que le Dow Jones s'envolait de près de 80%.

C'est ce qui pourrait pousser la FED à envisager une telle possibilité aujourd'hui.

Si la mise en place d'un tel programme de rachat par la FED peut paraître inenvisageable aujourd'hui, il est vrai qu'il y a encore quelques années personne n'imaginait la mise en place de taux négatifs. L'impact inflationniste serait immédiat, et la transmission à l'économie réelle, les achats étant directement réalisés auprès des particuliers, beaucoup plus simple qu'avec les plans de « quantitative easing » opérés par les Banques centrales au cours des années passées...

Le resserrement monétaire reste difficile. En 1936, les remontées successives du taux des réserves bancaires...

Reste à savoir si une telle solution pourrait nous permettre de sortir de la situation économique et de la problématique de la dette qui est celle des pays développés aujourd'hui. A ce titre, la suite de l'histoire de la crise de 29 est instructive, en particulier à l'heure où la FED se pose la question de remonter à nouveau ses taux d'intérêt en juin... En 1936, à la suite des effets bénéfiques sur la croissance du « plan Roosevelt » et des opérations de quantitative easing réalisées par la FED, la crise est contenue. La banque centrale décide alors d'amorcer son resserrement monétaire, aidée en cela par la décision outre-Atlantique de la France et de la Suisse de dévaluer leur monnaie. Le « tightening » prend la forme d'une remontée des ratios de réserves réglementaires, visant à réduire le crédit. La première hausse intervient en août 1936 et reste sans effet majeur sur le marché. Début 1937, l'économie semble toujours solide, les marchés actions restent bien orientés, de même que la production industrielle. L'inflation frôle les 5%. Ce qui amène les autorités monétaires à amorcer un second puis un troisième resserrement des conditions de crédit en mars, puis en mai 1937.

... ont poussé les taux à la hausse et déclenché la liquidation des obligations.

Mais à l'issue du second resserrement, les taux courts s'envolent de 0,1 à 0,7%. Les ventes d'obligations s'accroissent et les taux longs remontent rapidement également. Le secrétaire d'Etat au Trésor, Henry Morgenthau, furieux, demande à la FED de répondre à la panique en réalisant des opérations de rachat d'obligations (ce que l'on appelle aujourd'hui « quantitative easing »).

LA FED a alors refusé d'aller plus loin dans le quantitative easing.

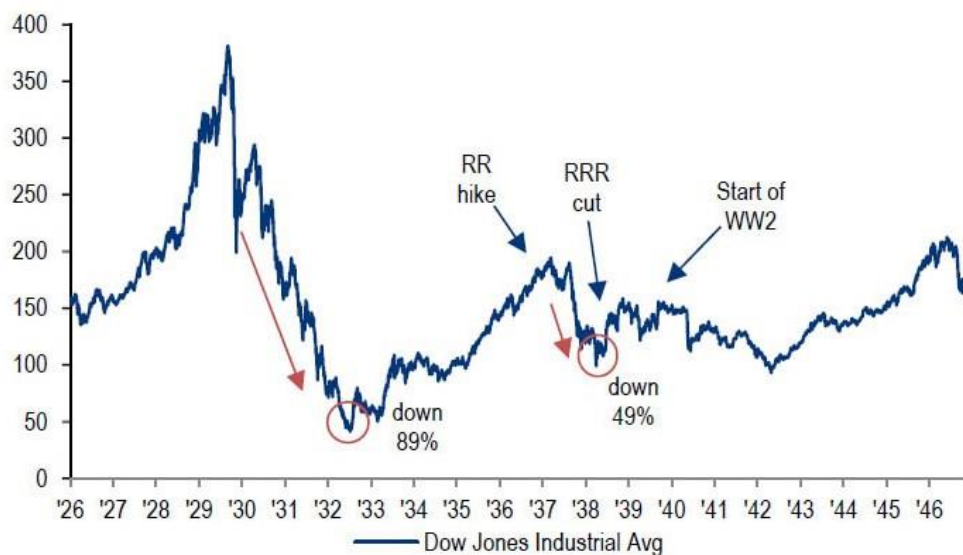
Marin S. Eccles, alors président de la FED, répond à Morgenthau : équilibrez le budget du pays et augmentez les impôts pour commencer à rembourser la dette. Eccles, s'inquiète en effet de l'augmentation du bilan de la FED, qui atteint alors 20% du PIB américain (à titre de comparaison, il est aujourd'hui d'un peu plus de 25% du PIB US).

*L'économie
américaine a alors
replongé.*

Dans les deux années qui suivent, de 1937 à 1939, la bourse américaine corrige de 49%. Puis la seconde guerre mondiale éclate. On ne retrouvera les niveaux de 1937 que 10 ans après, une fois le conflit terminé.

Dow Jones Industrial, de 1926 à 1947

Source : Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg



Gageons donc que les autorités américaines connaissent cette page de leur histoire, et qu'elles sauront en tirer les leçons pour le resserrement de politique monétaire en cours... D'autant que les autres banques centrales, elles, comme en 1936, poursuivent leurs politiques accommodantes.

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : pourquoi les prix remontent malgré l'échec de Doha ?

Les prix de l'or noir remontent malgré l'échec de la réunion de Doha.

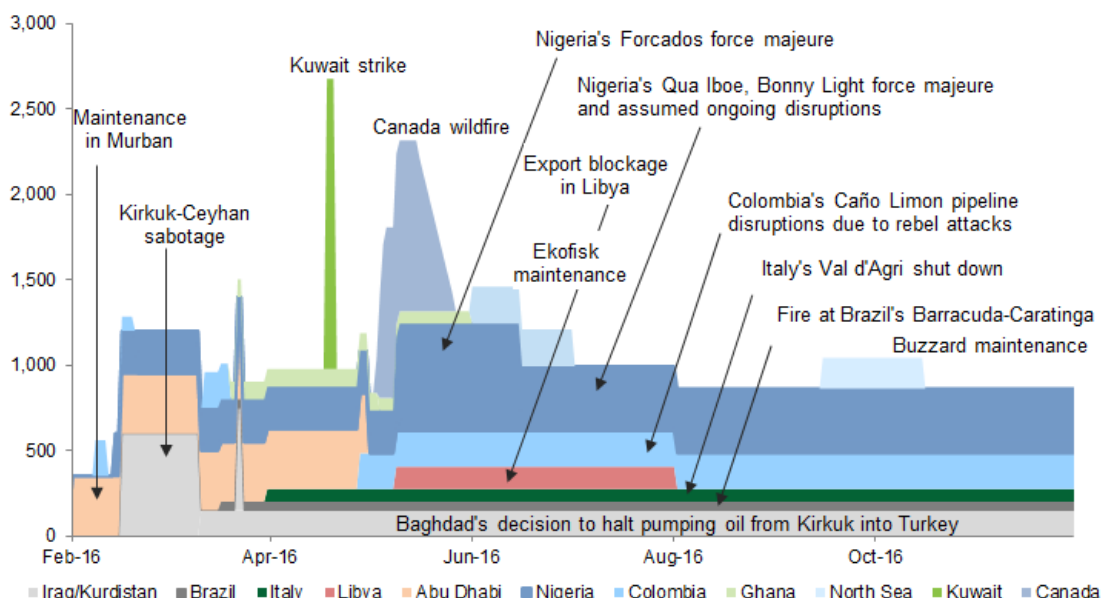
A l'issue de la réunion des pays producteurs de pétrole à Doha, le 17 avril dernier, l'absence d'accord a laissé craindre une lourde correction des prix. Il n'en a rien été, les prix progressant de plus de 10% depuis. Quelles sont les raisons qui expliquent une telle hausse, alors même que les principaux pays producteurs se livrent à une guerre de parts de marché les amenant à produire au maximum de leurs capacités ?

Les baisses de production inattendues se multiplient...

C'est d'abord un problème d'interruptions imprévues de capacités de production en cascade qui a emmené le marché vers de nouveaux plus hauts récents.

Ensemble des interruptions de production pétrolières, en milliers de barils par jour

Source : Reuters, Platts, Goldman Sachs Investment Research



...Au Koweït, en raison d'une grève...

Chronologiquement, la première raison a été l'annonce d'une grève majeure des employés du secteur pétrolier au Koweït, pour protester contre des réductions de salaires en raison de la baisse des prix de l'or noir (lire [ici](#)). La production a plongé de 60% en quelques heures, passant ainsi de 2,8 à 1,1 millions de barils, le lendemain de la réunion de Doha. Mais cette grève n'a pas duré et, trois jours après, les employés reprenaient le travail et la production remontait progressivement (lire [ici](#)).

...puis au Venezuela, le phénomène El Niño ajoutant une crise énergétique à la crise économique...

C'est ensuite la situation au Venezuela qui est venue inquiéter les marchés. Le pays, touché par le phénomène météorologique El Niño, a vu ses capacités de production électrique fortement réduites (lire [ici](#)). Afin de profiter au maximum de la manne pétrolière, le pays a en effet décidé de faire reposer l'essentiel de sa production électrique sur les énergies renouvelables, et notamment sur la production hydro-électrique. Le barrage de Guri, en particulier, produit près du tiers de l'électricité du pays. La baisse à un niveau critique de la retenue d'eau du barrage, a obligé le gouvernement à limiter la consommation d'énergie. Celui-ci a même décidé de la semaine de 2 jours pour les fonctionnaires ! La production pétrolière pourrait gravement en pâtir, de même que la production de produits raffinés. Selon Philippe Verleger, elle pourrait déjà avoir baissé de 300 à 400 000 barils par jour (lire [ici](#)).

...avant les incendies qui ont frappé le Canada, obligeant à l'arrêt d'une part importante de la production.

Début mai, c'était ensuite au tour du Canada d'inquiéter le marché. Les incendies de forêts géants qui ont touché la région de Fort Mc Murray ont obligé à l'arrêt d'une grande partie de la production de pétrole de la région (lire [ici](#)). Au total, ce sont aujourd'hui plus d'un million de barils de production quotidienne qui manquent à l'appel et, alors que l'on espérait une reprise rapide, les dernières évolutions de la direction de l'incendie laissent à penser qu'une capacité de production de 1,2 millions de barils par jour pourrait rester hors service pour plusieurs jours (lire [ici](#)).

Le Nigéria est à présent touché par des attaques de rebelles...

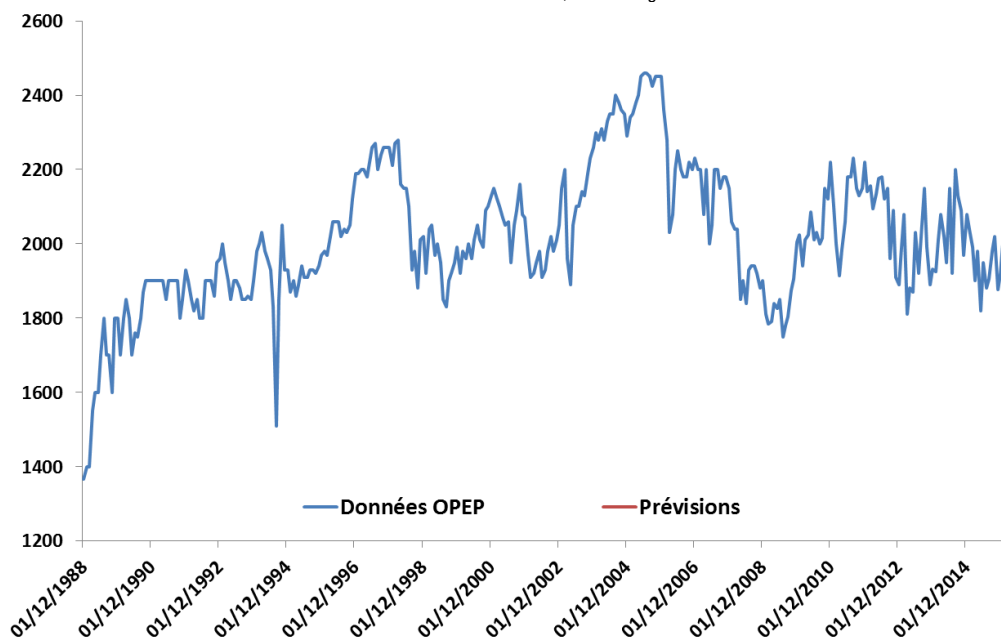
Enfin, c'est surtout aujourd'hui la forte dégradation de la situation au Nigéria qui maintient la pression haussière sur les cours de l'or noir. En à peine quelques semaines, un groupe de rebelles qui se fait appeler les justiciers du delta du Niger, a réduit la production pétrolière du pays à 1,4 million de barils par jour (lire [ici](#)). La production du pays est ainsi à son plus bas niveau depuis 27 ans, ce qui le prive de son rang de premier producteur africain, au profit de l'Angola. Les trois plus gros terminaux pétroliers du pays sont notamment aujourd'hui à l'arrêt.

...qui menacent les installations pétrolières et font chanter le gouvernement.

Après être restés calmes pendant plusieurs années au terme de négociations avec les autorités, les militants n'ont pas apprécié la campagne récente anti-corruption menée par le gouvernement. Le nouveau président élu l'an passé refuse en effet de continuer à acheter leur silence, promettant de les traiter comme « on traite avec Boko Haram » (lire [ici](#)). Les rebelles, de leur côté, promettent de mettre l'économie du pays à genoux et ont menacé les compagnies étrangères si elles n'arrêtaient pas leur production dans les deux prochaines semaines. Les interruptions pourraient donc se prolonger, voire prendre encore de l'ampleur...

Production pétrolière du Nigéria (au 15/05/2016)

Source : OPEP, Bloomberg



La Libye reste minée par des querelles internes.

La production libyenne reste quant à elle toujours aussi erratique, évoluant au gré des conflits entre les différentes autorités en place. C'est aujourd'hui le port d'Hariga qui est bloqué, menaçant d'interrompre totalement la production d'ici un mois (lire [ici](#)).

En Mer du Nord, on procède à des maintenances.

Enfin, des opérations de maintenance prévues en Mer du Nord le mois prochain devraient réduire la production de la zone pour le quatrième mois consécutif.

L'ensemble de ces interruptions a rééquilibré le marché.

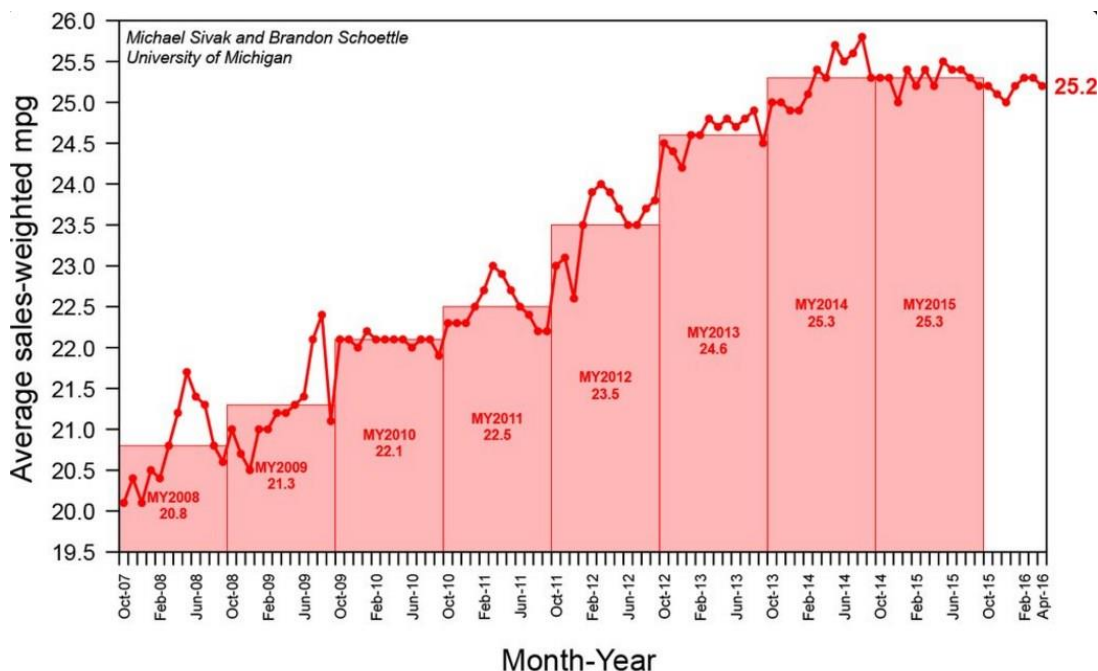
L'ensemble de ces éléments cumulés a permis de totalement rééquilibrer l'offre et la demande de pétrole. En l'absence de capacités excédentaires de production importantes, l'ensemble des pays tournant à plein régime, ce rééquilibrage pourrait durer.

Dans le même temps, la consommation est extrêmement vigoureuse.

Dans le même temps, on constate également une hausse plus importante que prévue de la consommation pétrolière. L'Agence Internationale à l'Energie a ainsi revu à la hausse la consommation du premier trimestre, à 1,4 millions de barils par jour, et prévient que si la demande doit être révisée à l'avenir, ce sera probablement à la hausse (lire [ici](#)). La demande est notamment tirée par la Chine, mais aussi l'Inde, qui devient le marché où la croissance de la demande est la plus forte. La demande d'essence est également en forte hausse sur tous les principaux marchés. En cause, entre autre, la reprise des ventes des véhicules de grosse cylindrée, plus gourmands en carburant.

Consommation pondérée des véhicules aux USA, en miles par gallon

Source : University of Michigan



Note : la baisse des prix du pétrole à partir de 2014 a entraîné une baisse du nombre de miles parcouru avec un gallon d'essence. Les américains se sont tournés vers des véhicules plus consommateurs.

La production américaine de schiste pourrait à présent fortement baisser en raison de la multiplication des faillites.

Enfin, c'est la multiplication des faillites de sociétés pétrolières aux USA qui fait craindre une accélération de la baisse de production outre-Atlantique. Alors que les faillites en 2015 concernaient un total de dettes de 17,5 milliards de dollars, on en est déjà à plus de 26 milliards cette année (lire [ici](#) et [ici](#)). La situation devient de plus en plus intenable pour les compagnies, et la remontée récente n'y change rien. Si elle peut résoudre la problématique de la production à venir, elle ne rend pas plus supportable le poids de la dette passée. Qui plus est, l'essentiel des gains de productivité enregistrés par les compagnies pétrolières étant lié à la renégociation des contrats de services, la remontée des prix du pétrole risque de renchérir ces mêmes postes. D'autant que les deux années difficiles qui viennent de s'écouler ont fortement réduit la taille et le nombre des sociétés spécialisées dans ce secteur.

La baisse importante des forages devrait prochainement se traduire par une baisse de la production.

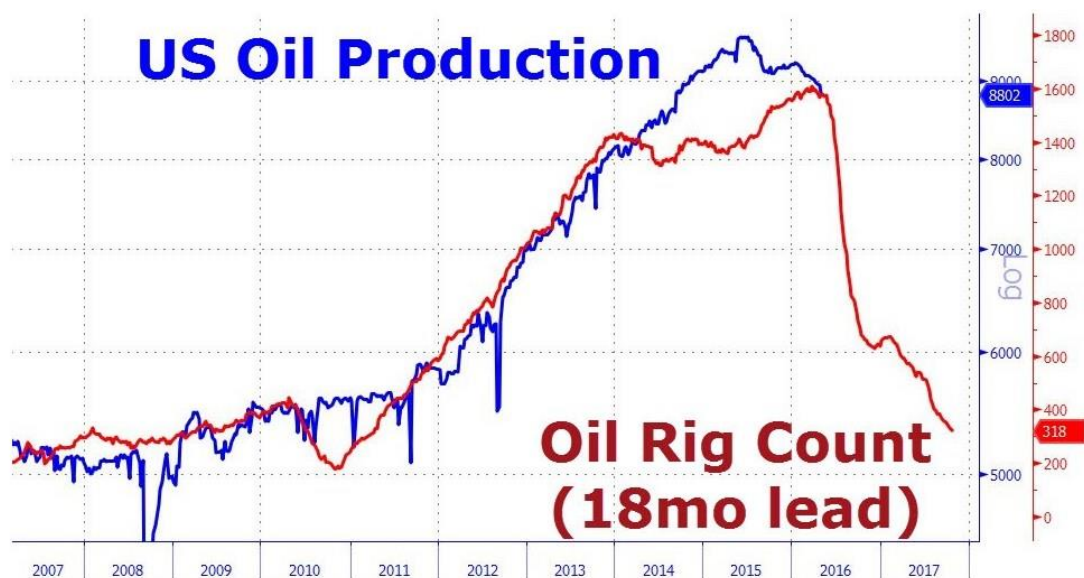
De plus, la baisse rapide de production liée à l'exploitation des pétroles de schiste (pour rappel, un puits de pétrole de schiste perd 70% de sa production après 12 à 18 mois) laisse augurer une possible accélération de la baisse de production. En effet, la forte baisse du nombre de forages aux USA ces derniers mois devrait logiquement être suivie, dans les 12 à 18 mois, d'une baisse comparable dans la production. Le graphique comparant la production au nombre de foreuses en activité, décalé de 18 mois, est en cela assez inquiétant pour la production américaine (voir graphique page suivante). Si l'existence de puits forés mais non complétés (DUC) peut partiellement limiter la chute, l'ampleur de la baisse des forages est telle qu'une accélération semble inévitable.

Les prix pourraient se maintenir, même avec un retour progressif des capacités aujourd'hui arrêtées.

Aussi, si les prix sont sans doute remontés un peu rapidement après la réunion de Doha en raison d'interruptions inattendues de production, même un retour opérationnel progressif de ces capacités ne garantit pas un retournement des prix du pétrole à la baisse. le recul de la production pétrolière américaine devrait en effet prendre le relais, permettant au pétrole de poursuivre sa marche vers un niveau de 60\$ le baril en fin d'année, qui reste notre prévision.

Production pétrolière américaine et nombre de foreuses en activité, décalé de 18 mois

Source : Zerohedge



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 rédigé le 22/05/2016.