

# NOTE COMMODITIES

Juillet 2016

Suivez-nous !



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



## MÉTAUX PRÉCIEUX

### Platinoïdes : de l'ombre à la lumière

*Les PGM pourraient surperformer l'or.*

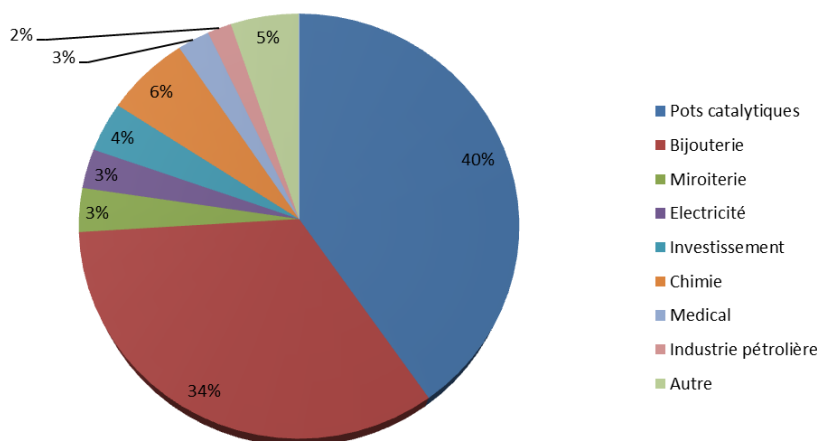
Avec le retour sur le devant de la scène de l'or et de l'argent qui réalisent un parcours exceptionnel depuis le début de l'année (+27,55% et +46,09% respectivement, au 11/07/2016), les autres métaux précieux ont du mal à exister... Le platine et le palladium réalisent malgré tout un bon début d'année (+23,71% et +10,96% respectivement). Portés tant par des facteurs structurels que conjoncturels, ceux que l'on regroupe sous l'acronyme PGM (Platinum Group Metals) pourraient même dépasser le métal jaune dans les semaines à venir.

*La production est limitée, et la consommation focalisée sur la joaillerie et les pots catalytiques.*

Avec une production annuelle confidentielle inférieure à 200 tonnes pour chacun d'eux et des usages toujours plus nombreux, ces deux métaux vont connaître une cinquième année de déficit, selon Johnson Matthey, l'un des plus gros consommateurs. Principalement utilisé en joaillerie (34%) et pour la fabrication des pots catalytiques (40%), le platine dépend aujourd'hui essentiellement de l'Afrique du Sud pour sa production, le pays assurant plus de 70% de l'offre minière mondiale. Le palladium est lui quasi exclusivement utilisé pour la fabrication de pots catalytiques (78%), principalement pour les moteurs essence, et dépend de la Russie et de l'Afrique du Sud pour son approvisionnement (40% environ chacun).

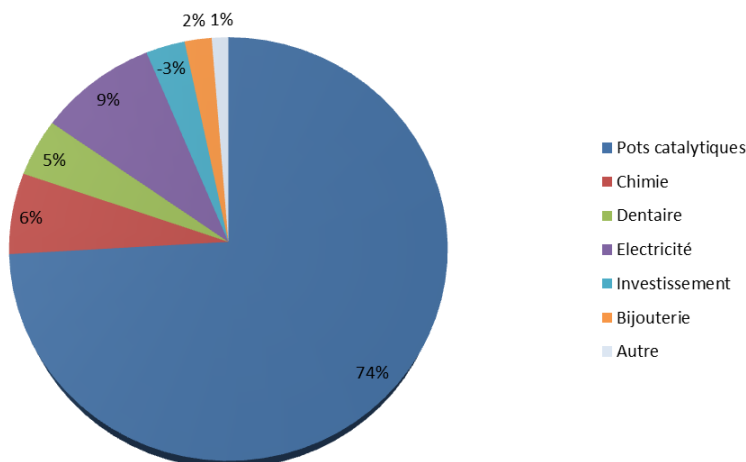
### Consommation de platine en 2016 (prévision)

Source: Johnson Matthey, mai 2016



### Consommation de palladium en 2016 (prévision)

Source: Johnson Matthey, mai 2016



*L'offre est soumise au risque conjoncturel de grève en Afrique du Sud, l'un des principaux producteurs de ces métaux.*

C'est cette étroitesse de l'offre aussi bien que de la demande qui donne aujourd'hui à ces deux métaux leur potentiel d'appréciation. La production est en effet menacée aujourd'hui, du fait des négociations salariales qui commencent en Afrique du Sud et qui s'annoncent compliquées (lire [ici](#)). Les deux principales organisations syndicales, l'AMCU (Association of Mineworkers and Construction Union) et le NUM (National Union of Mineworkers) demandent en effet des augmentations de salaires de 56% et 20%, afin d'obtenir un « salaire vital ». Les compagnies minières ont pour l'instant proposé des hausses liées au taux d'inflation actuel (6,1%), ce qui rend très probable un appel à la grève des leaders syndicaux dans les jours qui viennent. Rappelons qu'en 2014, lors de la dernière phase de discussions sur les salaires, l'incapacité à trouver un accord avait débouché sur une grève quasi-totale de près de 5 mois et une perte du tiers de la production annuelle.

*Les discussions pourraient être compliquées par la remontée récente des prix.*

Toutefois, les discussions démarrent aujourd'hui sous d'autres auspices. Au terme de ce mouvement social, les trois principaux producteurs, Amplats, Implats et Lonmin s'étaient vus contraints de réduire leur activité et de licencier plus de 70 000 personnes ! Mais la remontée récente des prix des PGM pourrait pousser les salariés à être gourmands, d'autant que la difficulté technique à arrêter l'activité des mines de platinoïdes laisse assez peu de marge de manœuvre aux producteurs.

*L'opposition des différents syndicats peut compliquer la situation.*

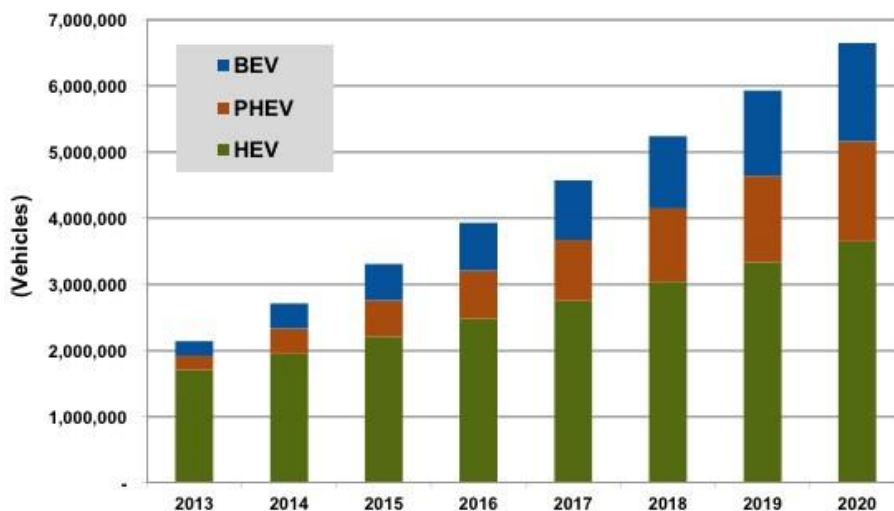
Il faudra aussi surveiller les relations entre les deux corps représentatifs. En effet, en 2012, la lutte entre les deux organismes pour la première place en termes de représentativité lors des renégociations salariales avait débouché sur les incidents dramatiques de Marikana, qui avaient fait plus de 40 morts (lire [ici](#)).

*La demande, elle, reste soutenue, du fait du développement du marché automobile, et malgré l'émergence de l'électrique.*

Côté demande, le marché automobile étant en progression dans toutes les zones géographiques, la demande de PGM devrait continuer à augmenter. On utilise aujourd'hui 2 à 3 grammes de PGM dans un moteur essence à la norme EURO 5, et 7 à 8 grammes dans un véhicule diesel (lire [ici](#)). Les évolutions technologiques devraient avoir assez peu d'influence sur la consommation de platinoïdes. En effet, le développement des motorisations électriques, c'est-à-dire n'émettant aucune pollution lors de leur fonctionnement (voir la note de conjoncture du mois dernier sur ce point : [ici](#)) rend en théorie le pot catalytique, nécessaire au traitement des fumées d'échappement, inutile.

### Croissance des ventes de véhicules électriques

Source : Navigant Research, Sept. 2013



BEV= Battery Electric Vehicle, véhicule ne possédant qu'un moteur électrique.

PHEV= Plug-in Hybrid Electric Vehicle, qui ont des batteries rechargeables sur secteur, mais ont également un moteur conventionnel.

HEV= Hybrid Electric Vehicle, qui ont une batterie qui se recharge en roulant et un moteur conventionnel

*Les moteurs hybrides, les plus courants, consomment davantage de PGM,*

En réalité, comme le montre le graphique ci-dessus, si les véhicules à moteur électrique ont un bel avenir, ce sont malgré tout essentiellement des véhicules hybrides (PHEV et HEV) qui seront commercialisés. Or, selon les chiffres publiés par Johnson Matthey (lire [ici, page 23](#)), le nombre fréquent de démarrage à froid du moteur thermique sur les véhicules hybrides rend nécessaire l'utilisation de davantage de platinoïdes, la faible température diminuant l'efficacité de la réaction chimique nécessaire à la réduction des particules toxiques.

*les nouveaux  
moteurs thermiques  
aussi.*

Qui plus est, les nouvelles technologies de moteurs thermiques, que l'on parle de moteurs à mélange pauvre (hausse de la teneur en oxygène dans la combustion, d'où une baisse de la consommation d'essence, mais une hausse des émissions polluantes d'oxydes d'azote, les NOx) ou des moteurs à essence turbo à injection directe (amélioration de la consommation d'essence, mais davantage d'émissions à traiter là aussi) entraînent eux aussi une plus grande consommation de platinoïdes.

*Les véhicules à  
hydrogène sont  
encore plus  
gourmands.*

Enfin, restent les véhicules à hydrogène (fuel cell vehicle). Si eux aussi ne produisent aucune émission, l'utilisation de PGM est indispensable à la fabrication de leur batterie, et ce en grande quantité : 30 à 80 grammes de platine par véhicule.

*La réglementation  
va également  
augmenter les  
besoins.*

A cela s'ajoute que les normes environnementales ne cessent de se durcir partout dans le monde afin de respecter les objectifs fixés par la COP21. L'Europe va ainsi se doter dès l'année prochaine d'une nouvelle réglementation EURO 6c, basée sur les émissions en condition réelle de circulation. Cela nécessitera sans doute là aussi d'augmenter les teneurs en platinoïdes de nos pots d'échappement.

## PRODUITS PÉTROLIERS

### Pétrole : La guerre des nerfs continue...

*En 2014, L'OPEP engage un bras de fer avec les pétroles de schiste.*

En novembre 2014, l'OPEP (Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole) décidait de ne pas réduire sa production malgré une offre mondiale excédentaire par rapport à la demande. Motif : en cas de marché excédentaire, c'est aux producteurs les moins compétitifs de sortir du jeu. Sont alors directement visés les pétroles de schiste américain et les sables bitumineux canadien.

*Aujourd'hui, ceux-ci indiquent que les couvertures initiées leur permettent de reprendre la production.*

Depuis, un bras de fer s'est engagé entre les Etats-Unis et l'OPEP, et chacun essaye d'expliquer régulièrement pourquoi il est en train de gagner le combat. Dernier exemple en date : on apprenait début juillet que 17 des 30 compagnies interrogées par Reuters avaient augmenté la couverture de leur production pétrolière (lire [ici](#)). Ces opérations de « hedging », qui consistent à s'assurer un prix de vente pour sa production de pétrole future dès maintenant, permettent de s'assurer une visibilité sur les revenus à venir. Cela permettrait notamment d'obtenir davantage de financement et ainsi de pouvoir relancer sa production.

*Mais le « hedge » reste limité et ne couvre qu'une faible part de la production...*

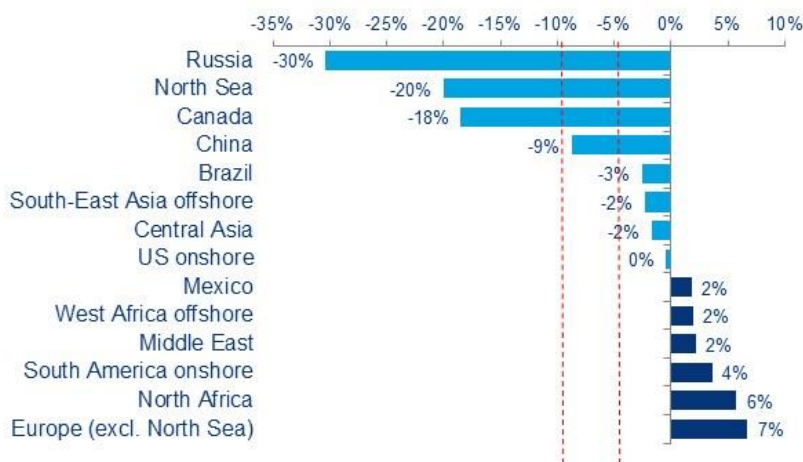
Cela pose néanmoins plusieurs questions. D'abord, celle de l'ampleur de la hausse de ces couvertures. Sur ce sujet, les informations sont rares. Et si le hedging est au plus haut de 1 an pour nombre d'entre elles, il ne faut pas oublier que la baisse continue des cours de l'or noir depuis 2014 n'avait pas incité les producteurs à se hedger pendant l'année 2015. L'effet de base que cela induit peut donc fausser la perception de l'ampleur des positions de couverture initiées en 2016. Avec une couverture annoncée de 55 millions de barils, pour une production de pétrole de schiste de l'ordre de 4,9 millions de barils par jour en 2015, l'assurance prise couvre une dizaine de jours de production, ce qui reste bien faible...

*...et le cours auquel il a été réalisé est bas. Or, si le coût de production a été abaissé ces dernières années, l'ampleur de la correction pourrait être moins importante qu'anticipé.*

Se pose également la question du cours auquel ces couvertures ont été réalisées. Le dernier trimestre a vu les cours du pétrole osciller entre 35 et 50 dollars le baril. Cela signifie que beaucoup des positions initiées l'ont été, comme pour Marathon Oil ou Denbury Resources, autour des 40\$. S'il semble bien que certains gisements puissent être rentables à ce prix, cela reste malgré tout l'exception, les plus gros gisements restant à des prix supérieurs à 50, voire 60\$ le baril (lire [ici](#)). En effet, si les coûts de production restent une donnée très difficile à obtenir dans la guerre de communication que se livrent les différents acteurs du marché pétrolier, Wood Mackenzie, l'un des principaux consultants du secteur des matières premières, a publié récemment une étude qui pose question sur la réalité de la baisse des coûts de production opérationnels de l'industrie pétrolière (lire [ici](#)). Si, au niveau mondial, les coûts de production ont bien été abaissés de 9% l'an dernier, ce chiffre cache une grande disparité. Ainsi, si l'on enlève la Russie, dont la baisse des coûts provient notamment de la dépréciation du rouble, la réduction au niveau mondial n'est plus que de 4%. Mais surtout, si l'on se concentre sur la production américaine « onshore », on constate que les coûts opérationnels sont, dans l'ensemble restés stables !

### Variation des coûts de production entre 2014 et 2015 (par baril équivalent pétrole)

Source : Wood Mackenzie



La réalité de la baisse des coûts dans le secteur des shale oil est indiscutable et a pu être obtenue grâce à la renégociation des contrats de service dès 2014. Mais cette baisse n'est sans doute pas à la hauteur de ce

*La baisse étant liée à la renégociation des contrats de service, le manque de main d'œuvre disponible dans ce secteur pourrait produire un effet boomerang.*

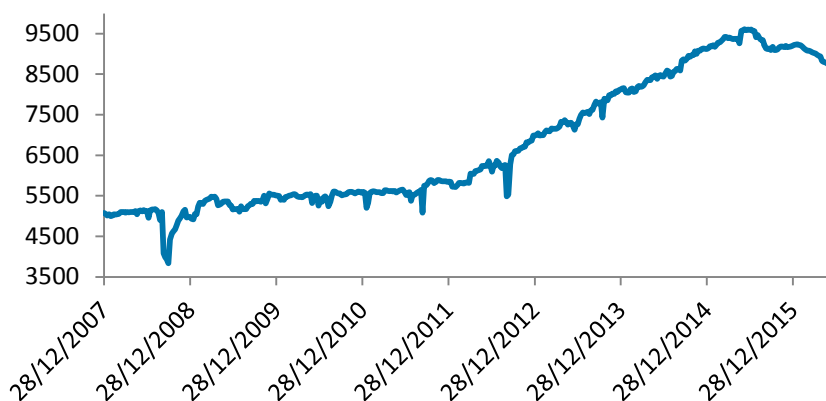
qu'essayent de nous faire croire les producteurs de schiste. Le problème est que si, comme l'indique le directeur de Schlumberger, l'essentiel de ces gains vient de la renégociation des contrats de services (lire [ici](#)). Cela implique également qu'en cas de reprise de l'activité, le coût des services remontera rapidement. Peut-être même plus rapidement qu'il n'a baissé. En effet, au problème de retrouver de la main d'œuvre qualifiée malgré un taux de chômage faible outre-Atlantique, vient s'ajouter le fait que l'industrie pétrolière aborde un « tournant démographique ». La crise pétrolière qui a touché l'industrie dans les années 80 a éloigné toute une génération de ce secteur, laissant aujourd'hui un manque de main d'œuvre âgée de 30 à 50 ans, alors que les compagnies voient les « baby boomers » préparer leur départ en retraite (lire [ici](#)).

*En attendant, les faillites se poursuivent et la SEC enquête sur la réalité des réserves des producteurs.*

En attendant, les faillites continuent et le rééquilibrage prend forme. On apprend ainsi ce mois-ci, après la publication des chiffres hebdomadaires de l'agence américaine à l'énergie (EIA), que la baisse de production outre-Atlantique atteignait 1 million de barils par jour sur un an (lire [ici](#)). Dans le même temps, et malgré la remontée des cours de l'or noir, les faillites se poursuivent. C'est à présent 70 compagnies nord-américaines qui se sont déclarées en faillite (lire [ici](#) et [ici](#)). Et les ennuis s'amoncellent : c'est maintenant la Securities and Exchange Commission (SEC) qui enquête sur la réalité des réserves des producteurs de shale aux USA (lire [ici](#)).

### Production américaine de pétrole depuis 2008 (en milliers de barils par jour)

Source : EIA

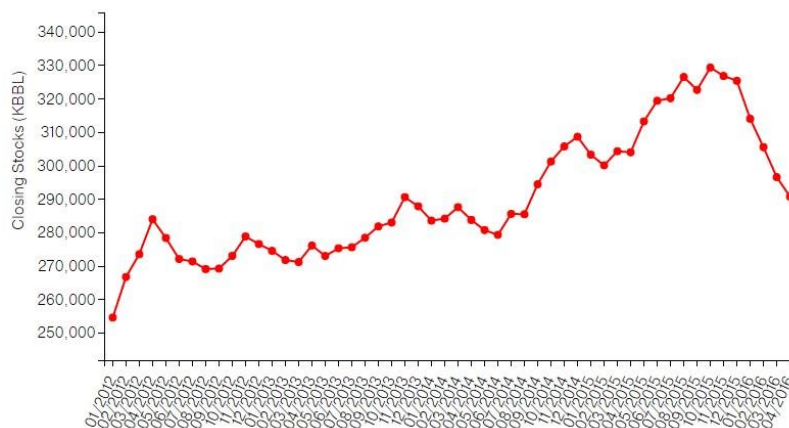


*De son côté, l'Arabie Saoudite puise dans ses stocks pour appuyer le sentiment d'abondance du marché.*

De leur côté, les Saoudiens et l'OPEP font profil bas, mais n'en restent pas moins actifs... On apprend ainsi au mois de juin que les stocks de pétrole du royaume des Saoud, avaient reculé au cours des six derniers mois, alors même que la production du pays se maintient sur des niveaux records (lire [ici](#)). Curieux ? Pas tant que ça. L'Arabie Saoudite a eu, ces derniers mois, une politique commerciale très agressive, proposant régulièrement son pétrole à un prix officiel de vente (OSP, Official Selling Price) affichant une décote par rapport aux prix internationaux. Cette stratégie a eu pour effet de gonfler les stocks des grandes nations, et notamment des Etats-Unis, où les grands investisseurs s'en servent pour estimer l'équilibre entre l'offre et la demande.

### Stocks pétroliers, Arabie Saoudite (milliers de barils par jour)

Source : JODI



*Elle limite ainsi les débouchés pour le pétrole de schiste et maîtrise le prix du pétrole.*

L'Arabie Saoudite a ainsi pu réaliser un double objectif : concurrencer le pétrole de schiste directement en vendant son pétrole à un prix compétitif, et donner l'illusion de stocks abondants pour maintenir une pression sur les prix. Et on peut imaginer qu'elle pourrait aujourd'hui utiliser son stock pour maîtriser le rythme de remontée des prix, ajustant ses exportations en fonction du niveau de prix qu'elle souhaite.

*Résultat : le monde est plus dépendant que jamais du pétrole arabe...*

Quoi qu'il en soit, l'Arabie Saoudite et le Moyen Orient ont d'ores et déjà gagné une victoire : le monde n'a pas été aussi dépendant du pétrole du Moyen-Orient depuis 45 ans (lire [ici](#))! Le bras de fer continue donc, même si il semble bien que ce soit l'OPEP et l'Arabie Saoudite qui aient le sort des pétroles de schiste entre leurs mains, et décident de leur rythme de développement futur...

**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 13/07/2016.