



FLASH

MARCHÉS

AOÛT 2018

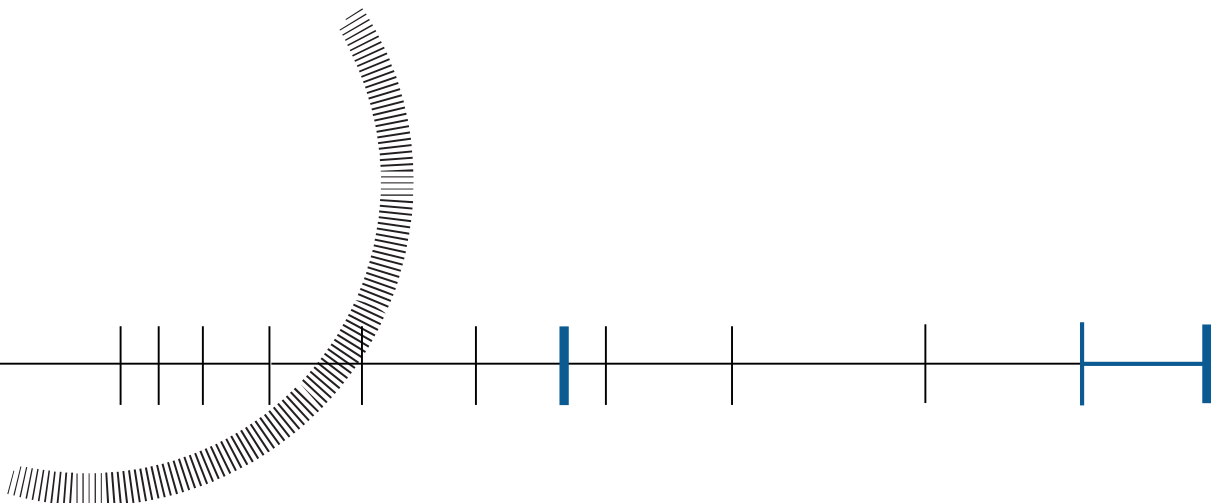
L'OR ET LES MÉTAUX PRÉCIEUX

Situation du marché au 16 août 2018

Suivez-nous !



Benjamin LOUVET
Gérant matières premières



FLASH MARCHÉS

Le cours de l'or a poursuivi sa correction pendant le mois de juillet et en ce début de mois d'août. L'objet de cette note est d'analyser les raisons de cette baisse, dont la violence et l'ampleur nous ont surpris, en particulier dans le contexte politique, économique et géopolitique actuel.

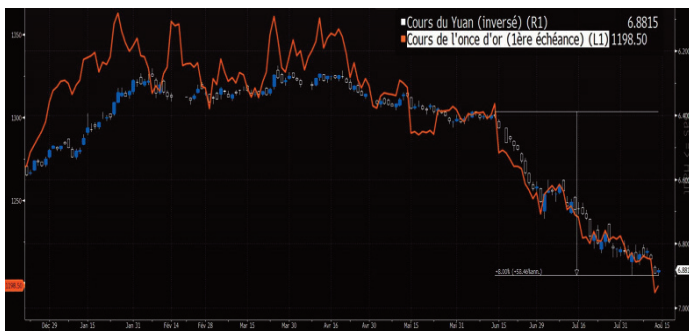
POURQUOI LE COURS DE L'OR BAISSÉ ?

Un certain nombre de facteurs ont pesé sur les prix de l'once à court terme.

Au premier rang de ces éléments figure la guerre commerciale qui s'est engagée entre les États-Unis et le reste du monde et ses conséquences. La politique de taxation des importations mise en place par Donald Trump a notamment influencé l'évolution des parités monétaires.

La Chine a ainsi laissé « filer » sa monnaie, contrecarrant en grande partie les effets indésirables de ces nouvelles taxes. Le Yuan a connu une dépréciation de 8 % depuis le début du différend entre les deux nations. La Chine étant le plus gros acheteur d'or au niveau mondial, ce facteur a sans conteste freiné l'appétit de l'Empire du Milieu pour le métal jaune. La corrélation entre le yuan (en inversé sur le graphique) et l'or est à ce titre frappante.

Cours de l'or en dollar et parité Yuan/USD (en inversé)



Source : Bloomberg

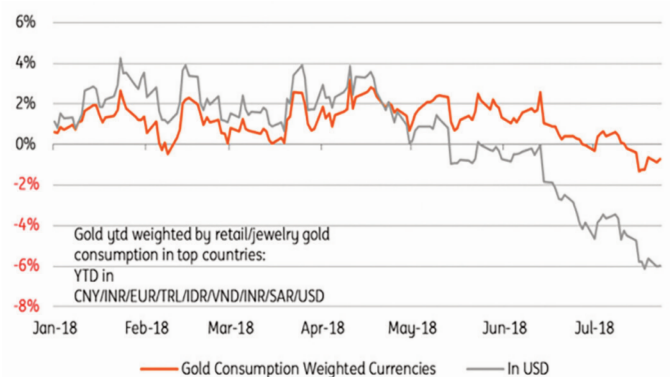
Nous ne pouvons également exclure, compte tenu des mesures prises par le gouvernement chinois pour limiter la spéculation sur la monnaie chinoise (augmentation des dépôts) et de la corrélation entre le métal jaune et le yuan, qu'un certain nombre de spéculateurs aient utilisé l'once d'or comme un proxy pour jouer la baisse de la monnaie chinoise.

Baisse du Yuan, mais baisse également de la **roupie indienne**, second marché pour le métal jaune. La roupie a ainsi atteint ce mois-ci son plus bas niveau historique contre le dollar.

D'une manière plus générale, le dollar s'est réapprécié face à l'ensemble des devises émergentes, ce qui pénalise fortement la capacité d'achat de ces marchés sur les biens libellés en dollars. Or, parmi les principaux acheteurs de métal jaune se trouvent certains des principaux pays émergents : la Chine, nous l'avons dit, mais également l'Inde et, dans une moindre mesure, la Turquie (sixième pays en termes de volume d'achat en 2017, selon les chiffres de Thomson Reuters GFMS).

Ceci n'a pas permis aux pays émergents de profiter de la baisse des cours de l'or pour renforcer leurs achats, la baisse de leurs devises annihilant la quasi-totalité de la baisse des cours du précieux métal. Ainsi, la variation de prix sur les principaux marchés émergents (pondérés par le poids de chacun de ces marchés) est très faible en devises locales.

Or en dollar et en devises (pondérées par la consommation joaillière et finale)



Sources : Bloomberg, Metal Focus, ING Research

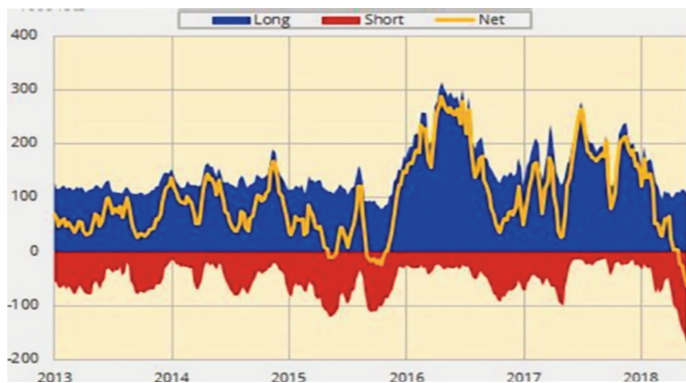
La baisse de la roupie indienne explique ainsi un recul de la demande d'or dans ce pays depuis le début de l'année. Toutefois, ce recul doit être nuancé. En effet, après l'opération de démonétisation des billets fin 2016 en Inde, le commerce de l'or dans le pays avait été fortement perturbé. Aussi, les chiffres du dernier trimestre 2016 avaient été très mauvais, avant une forte reprise début 2017. En conséquence, si les chiffres peuvent paraître mauvais sur les deux premiers trimestres de 2018 en raison de l'effet de base, ils sont en réalité bien meilleurs que les achats de l'année 2016 et seulement très légèrement en deçà de ceux de 2015 (- 3 %).

La situation de la **Turquie** a sans doute également eu des conséquences sur la demande d'or. Outre l'impact sur la demande du secteur de la bijouterie que nous avons déjà évoqué, le gouvernement turc a appelé la population à convertir toutes ses devises et son or en monnaie locale afin de soutenir la devise. S'il est peu probable que ce message ait été entendu, il laisse en revanche penser que le gouvernement a peut-être eu recours à la vente d'une partie de ses réserves d'or (estimées à près de 250 tonnes) pour soutenir sa monnaie. Ceci a pu participer à la faiblesse récente des cours.

Côté investissements, il semble qu'il y ait eu une lassitude des spéculateurs sur l'or. En effet, malgré l'accumulation de risques politiques, commerciaux et géopolitiques, l'or n'a pas réussi à s'apprécier. La politique monétaire de la réserve fédérale américaine (Fed) n'y est sans doute pas étrangère. En effet, la remontée des taux d'intérêt réels, dont la faiblesse constitue le facteur principal de l'intérêt financier du métal jaune, a poussé les investisseurs à alléger leurs positions sur l'or. Le ton résolument « hawkish » de la Fed pousse même aujourd'hui les spéculateurs à parier sur une poursuite de la correction des cours de l'or. Ainsi, la position ouverte vendeuse sur le métal jaune atteint aujourd'hui un record.

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

Positions ouvertes des spéculateurs, en milliers de lots



Sources : Bloomberg, Saxo Bank

Même les détentions d'ETF, qui avaient mieux tenues, ont corrigé de près de 10% depuis mai, pour revenir à leur niveau de début d'année.

LES AUTRES MÉTAUX PRÉCIEUX

De leur côté, les platinoïdes (platine et palladium) ont aussi été violemment touchés. Le caractère industriel de ces métaux incite à la méfiance en cas de durcissement de la guerre commerciale.

En particulier, les platinoïdes, très utilisés dans l'industrie automobile pour la fabrication de pots catalytiques, ont souffert des discussions en cours entre l'Europe et les États-Unis qui pourraient déboucher sur une taxation des importations de véhicules européens aux États-Unis. La réduction des ventes que pourrait générer une telle décision fait craindre un recul de la consommation de ces deux métaux.

L'argent, lui, est très utilisé dans l'industrie d'une façon plus générale, mais en particulier dans la fabrication des panneaux solaires, une production majoritairement chinoise dans le viseur de Donald Trump.

DES RAISONS D'ÊTRE OPTIMISTE

Le marché de l'or semble avoir pâti à court terme de situations spécifiques en Turquie, en Inde et en Chine, mais également du ton très ferme de la Fed sur la politique monétaire américaine.

Si nous ne pouvons exclure une poursuite de la baisse du Yuan et des autres monnaies émergentes dans le cadre des discussions en cours entre les États-Unis et le reste du monde, il est important de noter que si le ton devait se durcir, notamment avec la Chine, les investisseurs pourraient modifier leur perception du risque qu'une guerre commerciale ferait peser sur l'économie. Cela redonnerait de l'intérêt à l'or, au moins pour les économies développées à la recherche de valeurs dites « refuges ». Ce n'est pas notre hypothèse pour l'instant : jusqu'aux élections de mi-mandat, la Chine devrait essayer de calmer le jeu en opérant uniquement en réaction aux décisions de Trump, afin de limiter l'impact économique des sanctions commerciales. Au-delà des élections en revanche, si Donald Trump devait conserver son attitude, il est plausible de penser que la Chine pourrait durcir le ton...

Au-delà de cette perspective, la montée du dollar fait peser plusieurs risques sur l'économie américaine. Donald Trump, tout d'abord, a déjà fait remarqué (au travers de tweets, son mode de communication favori) qu'il trouvait la politique monétaire de la Fed trop stricte et qu'elle n'aidait pas sa politique en raffermissant le dollar notamment.

Par ailleurs, ce regain d'intérêt pour le billet vert devrait finir par entraîner une baisse des taux d'intérêt sur la monnaie américaine. Aujourd'hui, les taux sont sur des niveaux techniques importants.

Taux d'intérêt US à 10 ans, en %



Source : Bloomberg

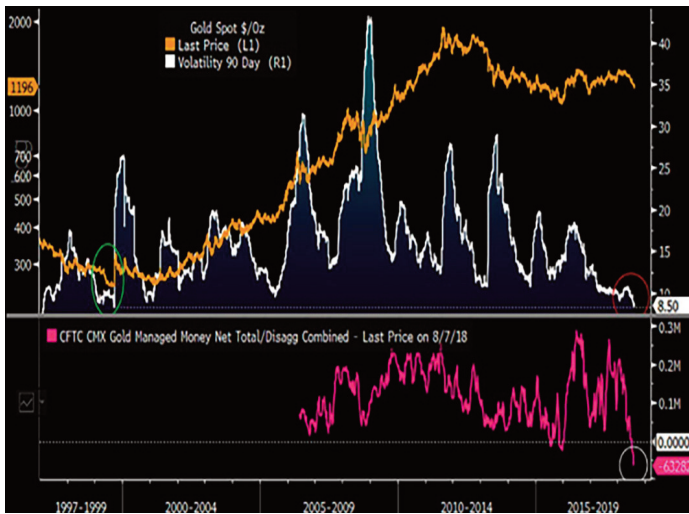
De son côté, l'Inde devrait entrer dans une dynamique de demande bien plus favorable qui devrait constituer un vrai support au prix du métal jaune et l'impact direct de la Turquie devrait peu à peu se dissiper. Les chiffres indiens du mois de juillet sont ainsi très rassurants, avec un rebond de 44 % de la demande par rapport à l'année dernière ([lire ici](#)). L'arrivée d'un grand salon de la bijouterie, mais aussi l'approche de la saison des mariages et des festivals devrait permettre de poursuivre cette tendance. À noter également que le gouvernement indien a décidé d'améliorer les subventions aux agriculteurs sur les céréales ([lire ici](#)) et que la mousson, cette année, devrait être plutôt meilleure que l'an passé ([lire ici, en fin d'article](#)). Ceci est particulièrement important car en Inde, les deux tiers des achats d'or sont réalisés par la population rurale.

Sur le plan technique, de nombreux éléments historiques plaident pour une reprise rapide et forte des cours de l'or. Tout d'abord, comme le fait remarquer Mike McGlone, stratège chez Bloomberg Intelligence ([lire ici, lien vers un article plus complet réservé aux titulaires d'une licence Bloomberg](#)) le niveau de volatilité constaté sur le métal jaune est sur ses plus faibles niveaux depuis près de 20 ans. En 1999, lorsque la volatilité avait connu une telle compression, cela avait débouché sur une appréciation de 34 % des cours en quelques semaines.

Ce phénomène pourrait en outre être amplifié par la position ouverte vendeuse des spéculateurs, qui atteint un record depuis le début d'enregistrement des données (2006). Les risques de « short covering »⁽¹⁾ sont donc importants.

⁽¹⁾ Rachat des positions vendeuses en urgence en cas de remontée des cours. Ce mouvement peut avoir tendance à amplifier le rebond des cours. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Cours de l'or (en \$/oz), volatilité 90 jours (en %) et positions des spéculateurs (en milliers de lots)



Source : Bloomberg

Par ailleurs, comme nous l'avons vu, les détentions d'ETF sont aujourd'hui revenues à leur niveau de début d'année. Ceci peut laisser penser que les mains les plus faibles (rentrées récemment et perdantes sur leurs positions) sont maintenant pour l'essentiel sorties du marché. Le potentiel de correction semble donc limité sur cet aspect.

Enfin, JP Morgan fait remarquer qu'en moyenne, lors des dernières années des cycles récents d'expansion économique (depuis 1960), dans plus de 80 % des cas, l'or s'est apprécié d'environ 40 % durant la dernière phase d'expansion (dernier quintile, soit environ 2 ans). Si l'on considère que le cycle arrive à son terme dans les 2 ans à venir, cela laisse un beau potentiel d'appréciation. Une exception cependant : en 1991, la fin de cycle s'est accompagnée d'une appréciation du dollar qui avait coûté 8 % de performance au métal jaune. Dans cette perspective, les cours atteints le 15 août seraient proches de l'objectif envisagé par JP Morgan (pour les abonnés, lire le Weekly Gold Monitor de JP Morgan, « \$1,160/oz or \$1,460/oz ? »).

À plus long terme, les raisons qui nous poussent à être positifs sur l'or restent inchangées. En effet, l'état d'endettement des principales économies mondiales reste préoccupant et interdit, à notre sens, toute remontée des taux d'intérêt réels. Ainsi, si l'on prend le cas des États-Unis où l'endettement est de 105 % du PIB et devrait se dégrader jusqu'à 140 % dans les années à venir du fait des allègements fiscaux mis en œuvre par l'administration américaine, une remontée des taux d'intérêt réels de 1 % suffirait à augmenter les intérêts d'emprunt des États-Unis de plus de 1 % (à la durée de la dette près, qui est d'environ 6 à 7 ans).

Concernant les autres métaux précieux, l'issue de la guerre commerciale qui s'est engagée sera importante, en particulier pour les platinoïdes. Toutefois, il est à noter que les prix atteints récemment deviennent vraiment problématiques et pourraient obliger les groupes miniers à réduire leur production.

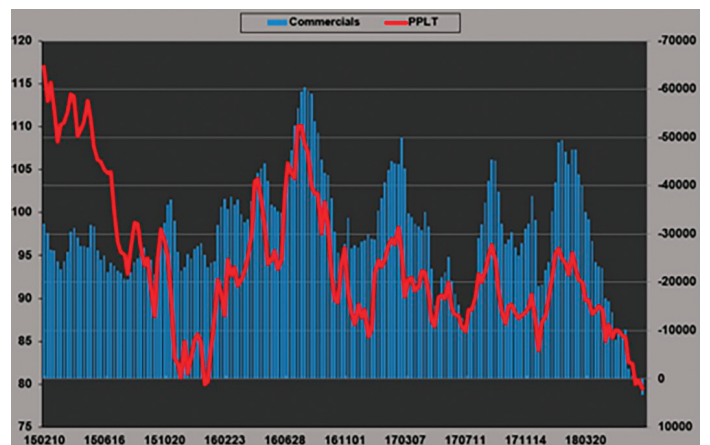
Ceci est particulièrement vrai pour le marché du platine. Déjà, fin 2016, la société Price Waterhouse Coopers évoquait le caractère insoutenable, pour les producteurs miniers sud-africains, des niveaux de prix du métal ([lire ici](#)). Depuis, le métal a perdu près de 15 % supplémentaires, qui n'ont pu être que partiellement compensés par la baisse des coûts de production liée à la correction de la devise sud-africaine (- 6 % depuis début 2017). La situation est donc critique. C'est d'ailleurs ce qui vient de pousser Impala Platinum, l'un des principaux producteurs de platine, à annoncer la fermeture de 5 de ses 11 principaux sites et licencier 13 000 de ses 40 000 employés dans les 2 ans ([lire ici](#)). Cela aura pour conséquence de réduire l'offre mondiale de ce métal de près de 3,5 %.

Un autre élément troublant permet de mesurer l'ampleur des bouleversements en cours sur le marché du platine : les positions ouvertes sur le marché à terme. Celui-ci fait en effet ressortir un élément exceptionnel : la position des intervenants appelés les « commerciaux » est aujourd'hui acheteuse !

Les « commerciaux » sont les intervenants du secteur industriel et minier qui souhaitent se couvrir contre un risque de variation des prix. Il s'agit, en somme, des industriels qui consomment du platine ou de ceux qui en produisent. Traditionnellement, les positions de couverture sont beaucoup plus développées chez les producteurs, notamment pour assurer le financement de leurs activités et de leurs nouveaux projets. De ce fait, les positions ouvertes des « commerciaux » sont donc généralement vendeuses. Les « non-commerciaux », composés essentiellement des traders, servent de contrepartie et financent ainsi l'activité minière.

Comme nous le mentionnions précédemment, les positions ouvertes des « commerciaux » sont récemment passées... positives, et ce pour la première fois de l'histoire ! Cela implique que, sur les niveaux de cours actuels, les groupes industriels sont prêts à bloquer leur prix d'achat sur le platine, ou pire encore, que les compagnies minières sont acheteuses sur ces niveaux-là. Dans les deux cas, cela sous-entend que l'industrie de ce métal tire la sonnette d'alarme sur les niveaux de prix atteints.

Évolution du cours de l'ETF sur le platine (PPLT) et de la position ouverte des « commerciaux »



Source : Seeking alpha

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

Dernier élément qui montre l'ampleur de la déconnexion entre le mouvement actuel sur le prix du platine et la perception qu'en ont les investisseurs : un sondage, réalisé par Reuters courant juillet (c'est-à-dire il y a moins d'un mois) auprès de 29 analystes et traders de ce secteur, fait ressortir que ceux-ci prévoient un prix moyen du platine sur l'année de... 922\$ l'once (**lire ici**). La moyenne actuelle depuis le début de l'année étant de 917\$ environ, il faudrait que la moyenne des jours restants dans l'année soit autour de 940\$ pour arriver à un tel objectif. Contre un cours actuel proche de 800\$ l'once, cela implique un fort et rapide rebond des cours.

Enfin, si l'on parle du palladium, la correction semble encore plus surprenante à nos yeux. En effet, la structure de prix à terme et les rémunérations de prêt de métal pointent toutes deux en direction d'un marché toujours tendu. Ainsi, la structure de prix à terme est aujourd'hui en backwardation⁽²⁾, situation assez rare sur les marchés à terme de métaux précieux et qui indique un manque de disponibilité de la marchandise à court terme. La rémunération du prêt de métal, mesurée par le PAFO (Palladium Forward Offered Rate, différence de rémunération entre le taux LIBOR et le taux de rémunération d'un prêt de métal), reste en effet largement négatif, indiquant qu'un prêt de palladium rapporte plus qu'un prêt d'espèces. Qui plus est, ce taux a atteint, le 16 août, son plus haut niveau à 6 %, niveau déjà atteint en début d'année lorsque le métal cotait 140\$ l'once de plus et se situait tout proche de ses plus hauts historiques.

Synthèse

Pour toutes ces raisons, nous pensons que la baisse de l'or et des métaux précieux est purement conjoncturelle et ne saurait perdurer.

Qui plus est, l'appréciation du dollar, si elle se poursuit, pourrait menacer la croissance américaine, mais aussi la solidité de la croissance des émergents.

Enfin, un certain nombre de crises politiques (Italie) ou géopolitiques (Iran) pourraient pousser les investisseurs à rechercher des actifs plus sécuritaires. Les positions ouvertes des spéculateurs pourraient alors constituer un accélérateur pouvant entraîner une appréciation rapide.

⁽²⁾ Se dit d'un marché à terme où les cours des échéances courtes sont plus élevés que les cours des échéances les plus longues. Cette structure de la courbe de prix, assez inhabituelle sur les marchés de métaux précieux, se produit lorsque la crainte de ne pas réussir à se procurer une matière première pousse les investisseurs à payer une prime pour être sûr d'avoir la marchandise tout de suite. Cela traduit la plupart du temps une tension sur l'approvisionnement de la matière première.

Évolution du cours du Swap Palladium Forward 3 M, en %



Source : Bloomberg

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des clients professionnels et 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. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être obligatoirement remis aux

souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. 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. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achevé de rédiger le 16/08/2018.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342

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