

● MATIERES PREMIERES

Matières premières : des raisons d'être optimiste pour 2016!

Après une forte appréciation des matières premières liée à la croissance des émergents...

La période de forte croissance économique des pays émergents a entraîné une forte augmentation de la consommation de matières premières, qui a nécessité un développement important des capacités de production mondiale. La Chine, en particulier, est devenue le principal consommateur de la plupart des métaux, avec une part de marché avoisinant les 50%. L'indice générique de matières premières BCOM a ainsi vu ses cours progresser de 200% entre 2000 et 2008. Aussi, lorsque la croissance de l'Empire du Milieu a ralenti, les capacités de production sont très rapidement devenues excédentaires.

...le ralentissement chinois a entraîné un ajustement des prix.

Lorsque l'économie ralentit, le marché doit résorber les surcapacités. Cela entraîne, dans un premier temps, un resserrement des coûts de production, des cessions d'actifs non stratégiques et une réduction des projets de développement des entreprises. En se concentrant sur leurs activités les plus rentables, les sociétés reportent de quelques mois l'ajustement de la production. Mais, ce faisant, elles maintiennent une pression sur les prix des marchandises pour, finalement, pousser les acteurs les plus faibles hors du marché. L'équilibre étant à nouveau assuré entre offre et demande, les prix retrouvent une certaine stabilité, jusqu'à la prochaine phase d'accélération économique qui se traduit par un nouveau déséquilibre, cette fois dû au manque d'offre. L'ajustement se fait alors par une hausse des prix, permettant de financer les projets de développement de capacités. Ainsi, il est très fréquent, comme le montre le tableau ci-après, que les matières premières les plus performantes une année, se retrouvent mal classées l'année suivante.



Mais le marché n'a toujours pas retrouvé son équilibre.

Traditionnellement, l'ajustement entre l'offre et la demande est plus rapide. En effet, jamais les marchés de matières premières n'avaient connu une période de correction de 3 années consécutives, comme celle que nous vivons actuellement. Les raisons de ce « retard » sont multiples.

Les couvertures initiées par les sociétés ayant recours à l'emprunt...

En premier lieu, certaines compagnies avaient protégé leurs production grâce à des ventes à terme d'une partie de leur production. En particulier, dans le secteur des pétroles de schiste, dont le cycle de production très court nécessite des investissements permanents, les banques ont régulièrement demandé aux compagnies de couvrir une partie de leur production afin d'assurer une certaine visibilité de leurs revenus. Ainsi, c'est près de 30% des revenus des sociétés de pétrole de schiste qui provenait des couvertures initiés l'an passé.

... les politiques de subventions des différents gouvernements...

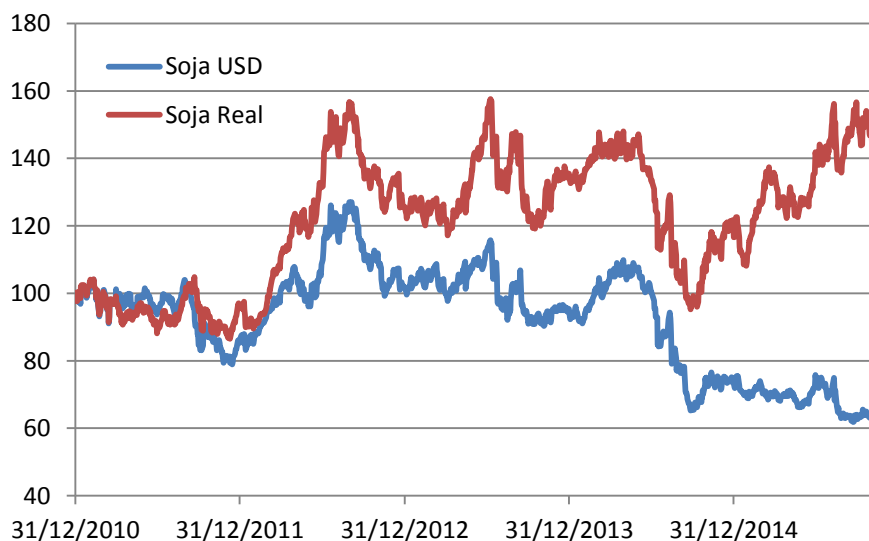
Les gouvernements ont aussi leur part de responsabilité, notamment dans les pays émergents, avec la mise en place de politiques de subvention empêchant à la libre concurrence de permettre les ajustements nécessaires sur la production. L'exemple le plus flagrant est l'industrie de l'aluminium. Alors que les compagnies américaines annonçaient la fermeture de capacités pour équilibrer le marché et tenter de stabiliser les prix du métal (lire [ici](#)), la Chine, elle, voyait certains de ses gouvernements de province abaisser le prix de l'électricité pour les compagnies opérant sur leur territoire, afin de leur permettre de maintenir leur activité (lire [ici](#)). Pire : dans le secteur de l'acier, une étude du département du commerce américain évoque un taux de subvention de l'industrie de... 236% en Chine ! L'Inde, plus raisonnable, apporterait une aide à ses entreprises de l'ordre de 8% (lire [ici](#)).

... la dévaluation
des devises
émergentes...

Le retard d'ajustement des prix trouve aussi son origine dans la distribution géographique de l'outil de production. En effet, l'essentiel de la production de matières premières se fait aujourd'hui dans les pays émergents, dont le ralentissement a entraîné un ajustement majeur de la parité monétaire. Ainsi, les producteurs de ces zones géographiques, dont les charges sont libellés en monnaies locales, mais les revenus sont assurés en billet vert ont pu continuer à produire malgré la baisse des prix à l'international. Au Brésil, les producteurs ont vu leurs revenus augmenter de plus de 40% depuis 2010, alors même que les prix du sucre ou du soja corrigeaient de près de 40% ! Même phénomène en Russie, où une compagnie pétrolière locale a les mêmes revenus aujourd'hui qu'en 2010 ! Enfin, au Chili, l'impact de la baisse du cuivre a été à moitié amorti.

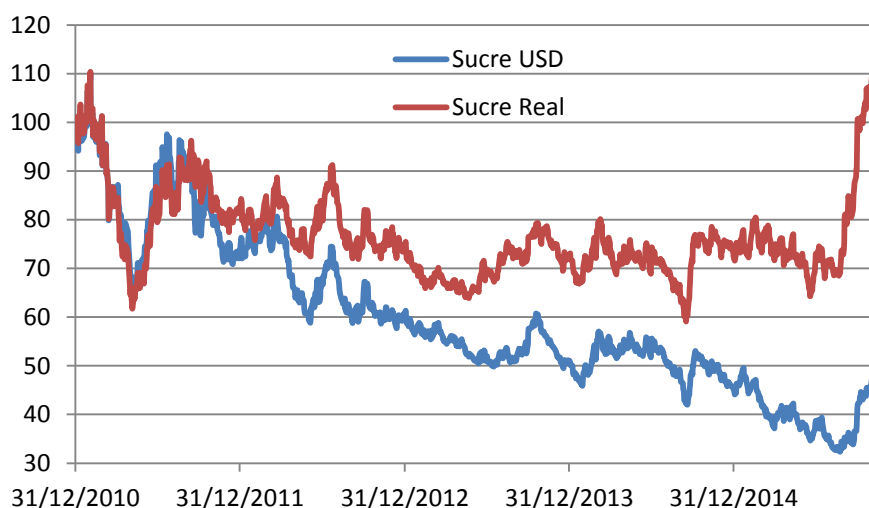
Evolution des prix du soja, en dollar et en réal, base 100 le 31/12/2010

(Source : OFI AM, Bloomberg)



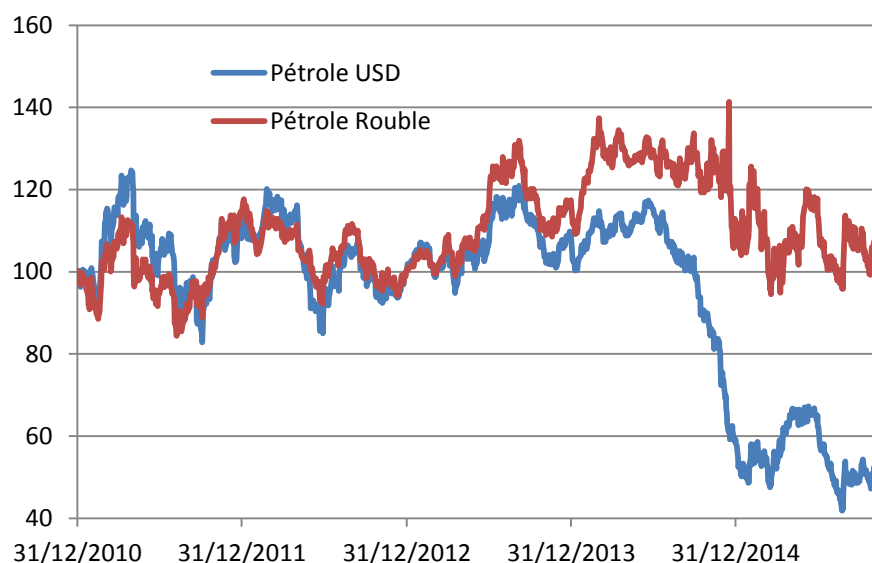
Evolution des prix du sucre, en dollar et en réal, base 100 le 31/12/2010

(Source : OFI AM, Bloomberg)



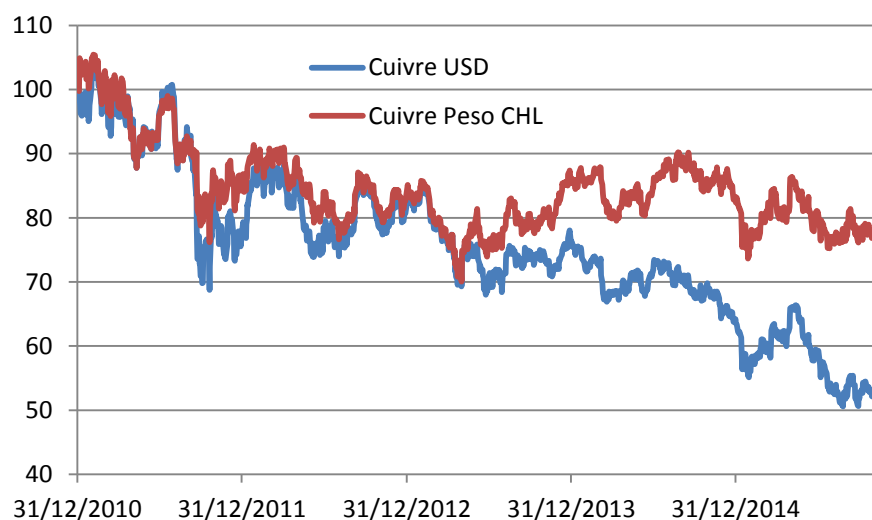
Evolution des prix du pétrole, en dollar et en rouble, base 100 le 31/12/2010

(Source : OFI AM, Bloomberg)



Evolution des prix du cuivre, en dollar et en peso chilien, base 100 le 31/12/2010

(Source : OFI AM, Bloomberg)

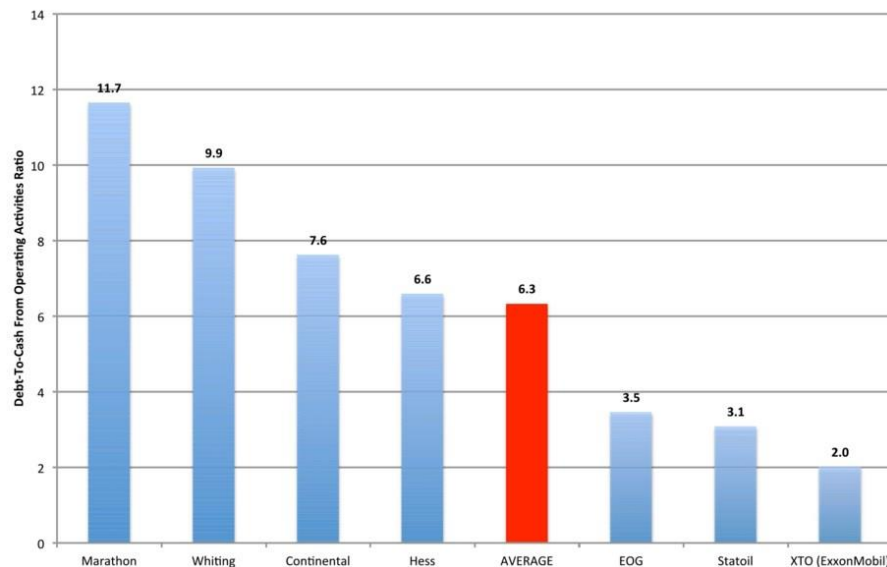


... et la mauvaise allocation en risque liée à la politique monétaire ultra-accommodante...

C'est enfin la politique monétaire ultra-accommodante des banques centrales qui a retardé le processus d'ajustement de l'outil productif. En abaissant le coût de l'argent jusqu'à zéro, les autorités ont rendu possible le maintien en vie de projets dont la rentabilité avait disparu. Pire, en confisquant le taux sans risque, elles ont poussé les investisseurs vers des produits plus risqués afin de compenser le manque à gagner. C'est ainsi que les pétroles de schiste aux Etats-Unis ont pu poursuivre leur développement ces dernières années, en obtenant des lignes de crédit des banques jusqu'à atteindre un niveau de dette égale à 6,3 fois les cash flows attendus !

Ratio dette sur Cash Flow des compagnies pétrolières opérant dans les shale

(Source : Art Berman, Forbes)



... ont retardé l'ajustement des capacités de production. Mais la situation change.

Les banques voient leurs conditions de crédit...

... les couvertures arrivent à leur terme...

... et les subventions sont remises en cause.

Surtout, la tendance haussière sur le dollar pourrait bientôt toucher à sa fin...

... et obliger les émergents à réduire leur production.

Mais les choses pourraient bientôt changer, et les ajustements si longtemps repoussés enfin s'opérer. D'abord parce que la mauvaise allocation du capital vers des projets trop risqués ne peut durer éternellement. Ainsi, avec ce ratio de dette sur cash flow, les banques sont aujourd'hui dans une situation qui leur interdit d'aller plus loin. A titre de comparaison, sur la période allant de 1992 à 2012, ce ratio a été en moyenne de 1,58 pour l'industrie pétrolière. Alors que certaines banques régionales systémiques sont déjà dans une situation délicate, il sera difficile pour les sociétés à ce point endettées de renouveler leurs financements.

L'effet bénéfique des couvertures de production arrive lui aussi à son terme. Selon les dernières estimations, seul 10% en moyenne de la production des compagnies pétrolières américaines de schiste pour 2016 aurait fait l'objet de couverture au cours de cette année. Qui plus est, le cours moyen de ces couvertures est selon toute vraisemblance bien inférieur à celui des couvertures précédentes, le pétrole n'ayant pas connu des niveaux comparables à ceux de l'année 2014.

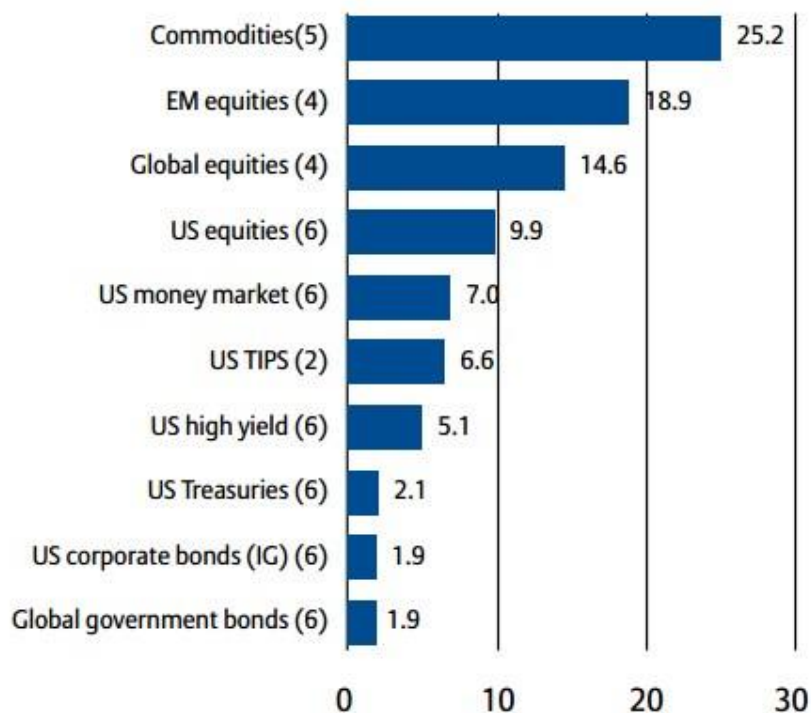
Quant aux subventions, les gouvernements étrangers ont commencé à réagir. Les Américains ont ouvert une enquête après des demandes faites par les entreprises américaines auprès du département du Commerce. En Europe aussi, la résistance s'organise et l'industrie de l'acier de l'Union Européenne a averti qu'elle n'hésiterait pas à faire une demande de taxation des importations chinoises si de telles pratiques devaient perdurer (lire [ici](#)). En Arabie Saoudite, enfin, ce sont les restrictions budgétaires qu'implique la baisse des prix du pétrole qui poussent le gouvernement à repenser sa politique de soutien à la consommation d'hydrocarbures.

Enfin, et c'est sans doute l'élément le plus important, la tendance haussière sur le dollar pourrait bientôt toucher à son terme et déclencher une réduction massive et immédiate des capacités de production des pays émergents. Si l'idée d'un recul du dollar peut paraître contre-intuitive à l'heure où l'on parle d'une remontée des taux outre-Atlantique, l'histoire nous montre que la hausse du dollar se poursuit traditionnellement jusqu'à la première hausse des taux de la réserve fédérale américaine. Plus précisément, selon Steen Jakobsen, le chef économiste de Saxo Bank, cela a été le cas dans 4 des 5 précédents cycles de resserrement monétaire aux Etats-Unis, la hausse du billet vert s'interrompant en moyenne 33 jours avant la première revalorisation des taux d'intérêt (lire [ici](#)). Cette baisse du dollar serait bien vue des autorités américaines qui pourraient alors compter sur un regain de compétitivité de leur économie.

La fermeture de capacité, couplée à la réduction en cours des investissements dans le renouvellement des outils de production et au regain de pouvoir d'achat des pays émergents en dollars, pourrait ainsi déclencher une vague d'appréciation des matières premières, comme lors des précédents cycles de hausse des taux aux Etats-Unis. En effet, comme le montre une étude réalisée par Allianz Global Investors (lire [ici](#)), les matières premières ont, en moyenne, vu leurs prix s'apprécier de 25,2% lors des précédents cycles de resserrement monétaires.

Performance moyenne par classe d'actifs pendant les cycles de hausse des taux de la FED, en % pendant le cycle de hausse

(Source : Allianz Global Investors, Bloomberg, Datastream, Bank of America)



¹ Number of Fed rate hike cycles considered since 1983 in brackets. Global equities, Emerging Market equities and global government bond returns in local currency. Number of episodes with positive absolute returns: commodities (4 out of 5), EM equities (3 out of 4), global equities (3 out of 4), US equities (5 out of 6), US money market (6 out of 6), US TIPS (2 out of 2), US high yield (4 out of 6), global government bonds (3 out of 5), US Treasuries (4 out of 6), US investment grade corporate bonds (4 out of 6).

Les financiers pourraient rejoindre le mouvement et faire de 2016 l'année des matières premières.

Un tel mouvement pourrait en outre profiter de flux financiers liés au retour des investisseurs sur la classe d'actifs. En effet, après une correction de près de 3 ans, l'indicateur d'optimisme sur le marché des matières premières a touché un plus bas il y a quelques mois. Historiquement, le rebond du marché est intervenu dans les 15 mois qui ont suivi, avec une ampleur supérieure à 30% dans chacun des cas. Au moment où l'on ne s'y attend plus, les matières premières pourraient donc, en 2016, retrouver tout leur attrait.

Rédigé par Benjamin Louvet, spécialiste matières premières.

[Retrouvez moi sur twitter :](#)



● PRODUITS PETROLIERS

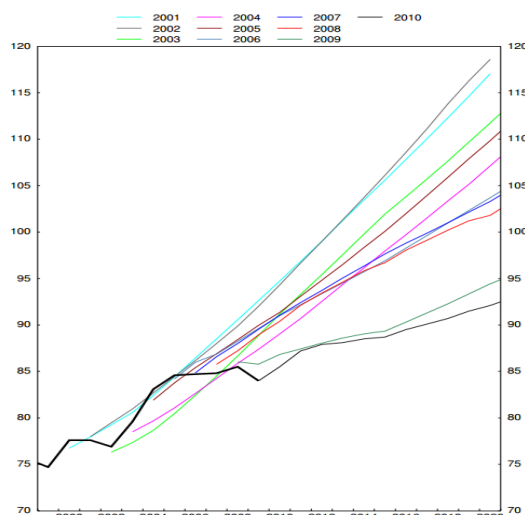
Pétrole: Et si les prix rebondissaient ?

D'après le rapport de l'AIE, la baisse du pétrole ne fait aucun doute.

Le 10 novembre, l'Agence Internationale à l'Énergie (AIE), l'organisme fondé par l'OCDE pour coordonner les politiques énergétiques de ses états membres, publiait son très regardé World Energy Outlook pour 2015. Le but de ce rapport : passer en revue les grands enjeux des marchés mondiaux de l'énergie et, sur ces bases, de déterminer quelle pourrait être l'évolution des prix de l'or noir. Le constat est sans appel : les prix resteront bas pour longtemps, le rééquilibrage entre l'offre et la demande ne devant pas arriver avant 2020, avec un niveau de 80 dollars le baril.

Mais il ne s'agit là que de prévisions...

Notons tout d'abord qu'il ne s'agit là que de prévisions. Et, en la matière, l'AIE, exactement comme tous les analystes, se trompe régulièrement. Ainsi, en mai 2014, quelques jours à peine avant que l'or noir n'amorce sa chute de plus de 60% (lire [ici](#)), l'AIE avait enjoint l'OPEP de remonter sa production afin d'éviter un embrasement des prix du pétrole. A plus long terme aussi, l'organisation n'a pas un historique de prévisions irréprochable, comme le montre le graphique suivant, qui présente les prévisions de production pétrolière faite par l'agence au fil des années :



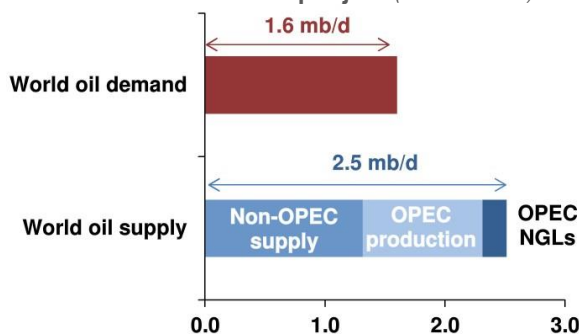
Production quotidienne mondiale de pétrole estimée, modèle technologique, en millions de barils par jour

(Sources : FMI, AIE)

... et si le marché est aujourd'hui en surplus,...

Il est vrai que sur le papier, rien ne pousse à l'optimisme. L'OPEP le faisait également remarquer dans son rapport du mois de novembre (lire [ici](#)), l'année 2015 a certes vu la demande mondiale augmenter d'1,6 millions de barils par jour, mais dans le même temps la production s'est, elle, appréciée de 2,5 millions de barils par jour. Il s'en est suivi une augmentation des stocks qui, au niveau mondial, dépassent aujourd'hui les 3 milliards de barils, un niveau jamais atteint, en hausse de 9% sur l'année.

Croissance de l'offre et de la demande de pétrole dans le monde, sur les 3 premiers trimestres de 2015, en millions de barils par jour (Source : OPEP)



... le manque d'investissement pourrait rapidement le ramener à l'équilibre.

Toutefois, si l'on va un peu plus loin dans le rapport, on trouve d'autres informations qui posent question pour l'année 2016. En particulier, l'agence évoque le fait qu'un investissement de 631 milliards de dollars par an est nécessaire pour pouvoir maintenir la production mondiale de pétrole à son niveau actuel. En effet, les champs pétroliers en exploitation s'épuisent progressivement (phénomène de déplétion) à un rythme estimé entre 4 et 5% par an au niveau mondial. Cela signifie qu'il faut trouver l'équivalent de la moitié de la production mondiale actuelle tous les 10 ans, soit 4,5 millions de barils par jour à mettre en exploitation tous les ans, ne serait-ce que pour maintenir la production de pétrole ! Or, selon les derniers éléments publiés, l'investissement, qui s'est élevé à 571 milliards de dollars cette année, devrait baisser d'encore au moins 15% cette année (lire [ici](#)). Au total, c'est ainsi plus de 20% des investissements nécessaires au maintien de la production qui pourraient manquer, ce qui se traduirait par une perte de production de l'ordre de 1 million de barils par jour. Le marché serait alors quasiment à l'équilibre.

La croissance de la demande mondiale...

A cela s'ajoute le fait que le monde, lui, continue de croître et, avec lui, sa consommation de pétrole. S'il n'existe pas de lien mathématique direct entre la croissance économique et celle de la demande de pétrole, le FMI et l'AIE utilise une formule simplifiée permettant de lier les deux :

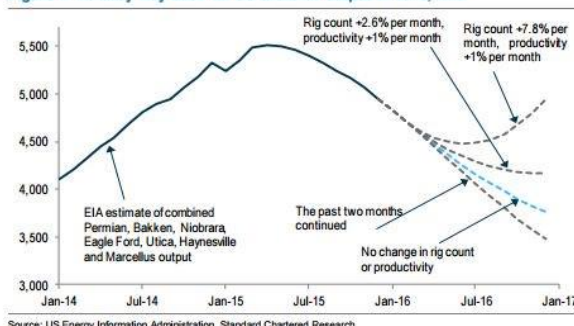
$$\text{Croissance}_{\text{pétrole}} (\text{en } \%) = \text{Croissance}_{\text{économique}} (\text{en } \%) * 90\% - 2$$

Le FMI attendant une croissance mondiale de 3,6% en 2016, on peut donc tabler selon l'organisme sur une croissance de la demande de pétrole de l'ordre de 1.25%, soit environ 1 150 000 barils par jour. L'OPEP parle, elle, de 1 250 000 barils dans son dernier rapport. On pourrait alors se retrouver dans un marché en déficit, de plus d'un million de barils par jour, laissant largement assez de place pour absorber un éventuel retour iranien sur le marché.

... et le ralentissement plus prononcé que prévu des pétroles de schiste pourrait même faire basculer le marché en déficit.

On pourrait donc connaître un rééquilibrage plus rapide que le marché ne l'anticipe et, de ce fait, voir les prix du pétrole remonter dès 2016. D'autant que ce n'est pas là la seule question que soulève le dernier rapport de l'AIE. On peut en effet aussi s'interroger sur la pertinence de l'estimation qui est faite de la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis. Le rapport évoque une réduction de 100 000 barils par jour de la production l'an prochain. Hors, compte tenu des difficultés financières que rencontrent ce secteur (voir plus haut), le risque de voir des entreprises réduire leur activité d'exploitation ou tout bonnement de fermer leurs portes, augmente considérablement. Ainsi, la société Standard Chartered, dans une étude publiée récemment, évoque des chiffres beaucoup plus importants. En effet, selon la banque, si les forages continuent de ralentir au rythme actuel, on pourrait même voir la production de pétrole de schiste baisser de 500 000 à près d'un million et demi de barils !

Figure 1: No easy way back for US shale oil output in 2016, kb/d



Attention, donc de ne pas prendre la baisse du pétrole pour acquise. D'autant que les implications d'un retour du pétrole ne serait-ce que sur des niveaux de 65\$ le baril (plus de 50% de hausse par rapport au prix actuel) ne serait pas sans conséquence sur les actions du secteur des énergies, d'une part, et sur l'inflation et la croissance économique d'autre part.

Rédigé par Benjamin Louvet, spécialiste matières premières.

[Retrouvez moi sur twitter :](#)

