

MÉTAUX PRÉCIEUX

État des lieux
et perspectives 2019



@CommoOFI

Après un début d'année 2018 en demi-teinte, les cours des métaux précieux se sont fortement repris au dernier trimestre de l'année. Sur fond de craintes sur la croissance économique et de changement d'orientation de la politique monétaire des grandes Banques Centrales, les cours de l'or ont ainsi repris près de 10 % depuis début octobre 2018.

Ce mouvement est-il juste une correction de la baisse récente ou une tendance plus durable ? État des lieux et perspectives des cours des métaux précieux pour 2019.



Sommaire

ÉTAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

Or et argent	2
Palladium	5
Platine	6

Or et argent

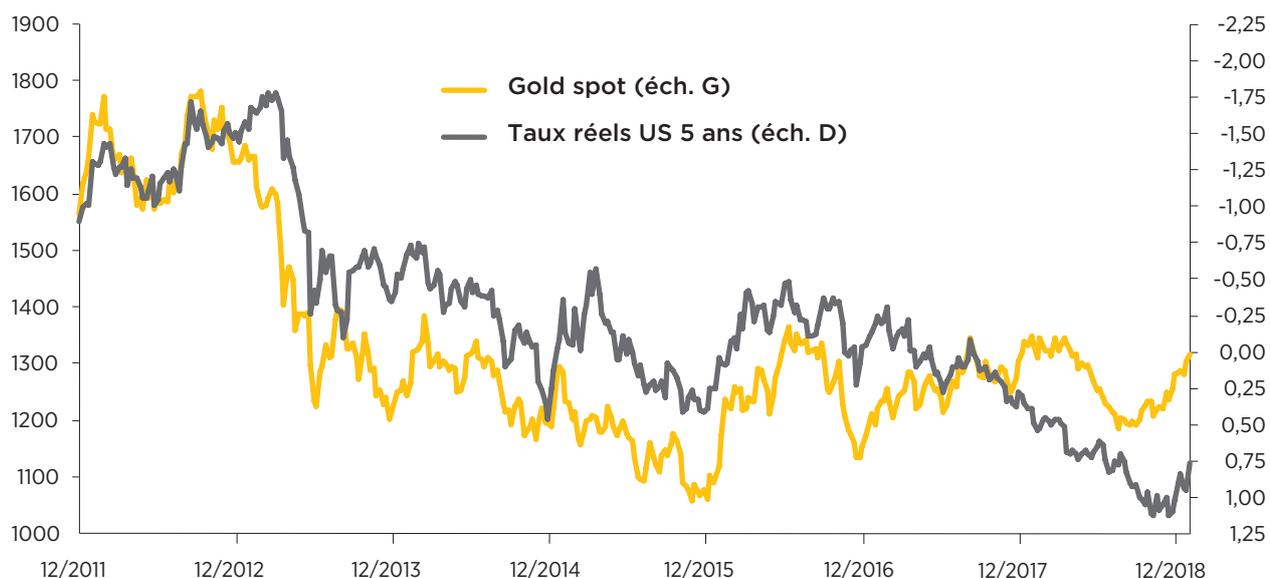
Pour bien comprendre les derniers mouvements du cours de l'or et de l'argent, il est nécessaire tout d'abord de rappeler le lien fort qui existe entre le niveau des taux d'intérêt réels et le cours de l'or.

Le métal jaune n'ayant aucun rendement intrinsèque, à l'inverse des actions (dividendes) et des obligations (coupons), l'or ne trouve grâce auprès des investisseurs que lorsque la rémunération des obligations recule.

Aussi, dans la logique de resserrement des taux d'intérêt amorcé par la Réserve fédérale américaine (Fed) depuis quelques mois, et alors que les anticipations d'inflation se voulaient plus positives, les cours de l'or ont connu un début d'année 2018 difficile.

Les choses ont changé à compter de fin septembre. D'abord, les anticipations d'inflation ont, petit à petit, été revues à la baisse, notamment en raison du fort recul des prix du pétrole à ce moment. Dans le même temps, les taux longs aux États-Unis ont atteint un niveau de 3,25 % qui a entraîné un mouvement de réallocation des actions vers les obligations. Ceci a mis un cap sur la progression des taux.

Évolution comparée du cours de l'or et du niveau des taux d'intérêt réels américains (inversée)



Sources : Bloomberg et OFI AM au 31/01/2019

Dans un second temps, les indicateurs des grandes zones économiques ont entamé une correction qui a fait craindre un ralentissement économique, voire le possible début d'une récession. Parallèlement, les tensions commerciales de plus en plus persistantes entre les États-Unis et la Chine ont accentué les craintes sur le potentiel de croissance de l'économie mondiale.

Ces éléments ont amené la Fed et son Président, Jerome Powell, à modifier leur discours et à évoquer la possibilité que les taux américains soient désormais proches du taux neutre.

Cela a entraîné une révision des anticipations de hausse de taux outre-Atlantique par les intervenants financiers, qui ont petit à petit acté le fait qu'il n'y aurait probablement pas de hausse en 2019.

Les cours de l'or et des métaux précieux ont alors rebondi, tenant compte de la correction que ce changement de discours impliquait pour le niveau des taux d'intérêt réels. L'or est toutefois aujourd'hui légèrement surévalué par rapport au niveau des taux d'intérêt réels (voir graphique). Ceci trouve, selon nous, son explication dans le fait qu'au-delà des mouvements initiés sur les taux, la Fed a également agi par l'intermédiaire de ses achats d'obligations, qui peuvent s'apparenter à une opération d'assouplissement monétaire. Ces prix nous semblent donc totalement justifiés.

Aujourd'hui, le discours dans lequel s'est engagé la Fed rend très difficile tout retour à une politique de resserrement monétaire. Aussi, le prix de l'or présente selon nous peu de risque de correction de grande ampleur, rendant le risque d'investissement asymétrique.

En effet si, à l'inverse, la situation économique devait se détériorer davantage, il ne fait aucun doute selon nous que la Fed aura à nouveau recours à des politiques de Quantitative Easing (rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale), que ce soit par des moyens conventionnels (baisse de taux) ou non conventionnels (achats d'obligations).

Si le marché anticipe aujourd'hui une politique monétaire plus neutre, il ne prend pas en compte en revanche un tel scénario de retour à une politique monétaire plus accommodante. Si tel devait être le cas, les cours de l'or et de l'argent présenteraient alors un nouveau potentiel d'appréciation.

Les facteurs pouvant amener les États-Unis à une telle inflexion de leur politique monétaire seraient, par exemple, l'impossibilité pour les États-Unis et la Chine de trouver une solution rapide à leur différend commercial ou, plus globalement, un ralentissement économique plus marqué, comme les dernières déclarations du FMI le laissent craindre ([lire ici](#)).

Tous ces éléments, baisse des taux et potentiel ralentissement économique outre-Atlantique, auraient pu conduire à une dépréciation de la monnaie américaine. Mais la dégradation simultanée des indicateurs économiques dans l'ensemble des grandes économies développées a permis au billet vert de se maintenir. Toutefois, après un cycle de croissance parmi les plus longs de l'histoire, si la baisse du dollar n'est pas acquise, il devrait avoir du mal à poursuivre sa progression. L'or ayant généralement une corrélation négative avec le dollar, ce manque de potentiel d'appréciation du dollar constitue plutôt un facteur de soutien au prix des métaux précieux.

PERSPECTIVES

Les cours actuels de l'or et de l'argent semblent correctement intégrer le virage pris par la Fed vers une politique monétaire moins restrictive. Si la situation économique justifiait un retour à une politique accommodante, avec un arrêt de la réduction de son bilan par la Fed, voire même une reprise du mouvement de baisse des taux, l'or devrait alors reprendre sa progression vers les niveaux de 1 400 à 1 450 \$ l'once. L'argent pourrait, dans cette hypothèse, voir ses cours remonter vers 16,50 à 17,00 \$ l'once.

Pour envisager de dépasser ces niveaux de prix, il faudrait l'apparition d'un facteur exogène qui justifie une politique encore plus accommodante de la part des Banques Centrales. Plusieurs événements constituent des déclencheurs potentiels : situation au Moyen-Orient, au Venezuela, la perspective d'un hard Brexit ou encore la situation italienne. Dans cette hypothèse, difficile de fixer un objectif, puisque le mouvement dépendra de l'intensité de la crise. Un objectif minimum autour de 1 550 \$ l'once semble toutefois réaliste pour l'or, et à 18,00 \$ l'once pour l'argent.

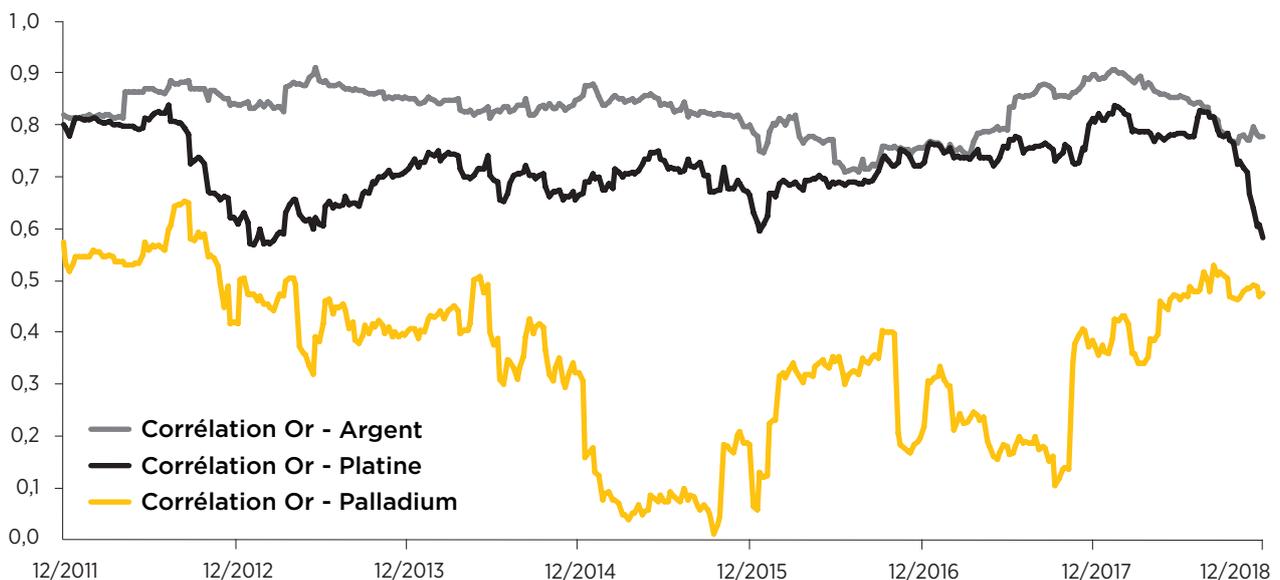
À plus long terme, c'est la problématique d'endettement des principales économies mondiales dans un contexte de baisse du potentiel structurel de croissance de ces économies qui constitue le meilleur atout du marché de l'or et de l'argent. Comment, en effet, dans un monde où les plus grandes économies mondiales (États-Unis, Japon, France, Italie...) sont endettées à plus de 100 % de leur PIB, envisager que les taux d'intérêt réels remontent ?

Cette crainte sur le niveau d'endettement des grandes économies est sans doute ce qui explique le mieux le nouvel appétit des Banques Centrales pour les métaux précieux. Celles-ci ont en effet réalisé en 2018 leurs plus gros achats d'or depuis plus de 50 ans ([lire ici](#)) ! Cette volonté de diversifier leurs investissements vers un actif sans risque de contrepartie (l'or n'est la dette de personne) pourrait se poursuivre et, là aussi, constituer un facteur de soutien aux cours du métal jaune.

Certains analystes du LBMA (London Bullion Metal Association) ([lire ici](#)) ont toutefois un avis divergent. Ils envisagent une résolution rapide de la guerre commerciale, ce qui permettrait une progression de la croissance mondiale. La Fed pourrait alors relancer la hausse des taux, pénalisant les cours du métal jaune. Le mouvement serait cependant forcément limité du fait de la problématique de la dette.

Note : la corrélation historique élevée entre l'or et l'argent nous amène à ne pas faire d'analyse spécifique sur ce marché, son évolution étant intimement liée à celle de l'or.

Corrélation entre l'or et les autres métaux précieux



Source : corrélation 52 semaines glissantes, OFI AM au 31/12/2018

Palladium

Le palladium a connu une année 2018 très volatile.

Après avoir touché de nouveaux plus hauts historiques en début d'année, il a perdu plus de 30 % entre fin janvier et mi-août. Tout ceci alors même que les fondamentaux restaient relativement inchangés. En particulier, le marché du prêt de métal pointait toujours vers une très forte tension du marché physique (voir à ce sujet notre flash d'août 2018, [ici](#)). La deuxième partie de l'année a vu la rémunération du marché du prêt de métal s'envoler, ce qui a permis aux prix du palladium de repartir de l'avant pour finir l'année sur des nouveaux plus hauts historiques, après un rebond des cours de près de 60 % entre le 16 août et la fin de l'année !

L'année 2018 s'est soldée par une appréciation des cours du palladium de l'ordre de 15 %, après une année 2017 en progression de près de 60 %, et déjà plus de 20 % en 2016 !

Les raisons de cette progression ininterrompue sont toujours les mêmes. Le palladium est un petit marché, dont la production est essentiellement (environ 80 % de la production) assurée par deux pays : la Russie et l'Afrique du Sud. En l'absence de découvertes majeures dans ce domaine au cours des dernières années, la production est extrêmement contrainte. Le marché devrait ainsi connaître cette année sa 8^e année consécutive de déficit de la production par rapport à la demande. Les cours du palladium ont d'ailleurs encore progressé de plus de 14 % depuis le début de l'année (au 8 février 2019) après avoir atteint de nouveaux plus hauts historiques dans les dernières semaines !

Le mouvement semble donc bien parti pour se poursuivre. Néanmoins, des inquiétudes sur la demande pourraient marquer un coup d'arrêt à cette progression fulgurante. Le palladium étant essentiellement utilisé pour la fabrication de pots catalytiques pour véhicules à essence (plus de 75 % de la demande), le ralentissement constaté dans les ventes automobiles, en particulier en Chine (- 14 % depuis septembre, - 3 % sur l'année) pourrait inquiéter. Le recyclage est amené à se développer et pourrait soulager partiellement le marché.

Cependant, les normes environnementales devenant de plus en plus strictes en Chine, les constructeurs automobiles pourraient se voir obligés d'équiper leurs véhicules de catalyseurs plus efficaces. Cela passerait obligatoirement par l'utilisation de davantage de platinoïdes.

Enfin, le développement de la voiture électrique ne constitue pas une menace à court terme, les volumes étant trop faibles. Il pourrait même favoriser une hausse de la consommation de platinoïdes si ce sont essentiellement des véhicules hybrides qui sont vendus. En effet, un véhicule hybride fonctionnant à des températures moins élevées du fait de la bascule fréquente d'un moteur à l'autre, nécessite l'utilisation de davantage de platinoïdes pour traiter correctement les fumées d'échappement (10 à 15 % environ).

Dernier facteur de soutien pour les prix du palladium : la demande financière reste très vigoureuse. L'existence d'une structure de prix à terme très favorable a poussé la demande sur les contrats futures sur des niveaux historiquement élevés. Le prêt de métal étant également fortement rémunérateur, les stocks des fonds adossés à du physique ont tendance à diminuer.

PERSPECTIVES

Le marché pourrait être volatile. Mais à moins d'un ralentissement économique marqué, ou d'une poursuite du recul des ventes autos en Chine et dans le reste du monde, ce qui n'est pas notre scénario, les prix du palladium devraient rester élevés, voire poursuivre leur hausse vers les 1 400 / 1 450 \$ l'once.

Platine

Alors que les prix du palladium volent de record en record, le prix du platine ne cesse de reculer. En baisse de 45 % sur 5 ans, il a encore perdu près de 17 % en 2018.

La première raison d'une telle correction est l'absence de discipline des producteurs sud-africains. Rappelons que ce pays réalise à lui tout seul un peu plus de 70 % de la production mondiale de platine. La hausse continue des coûts de production et la baisse des teneurs en minerai a érodé progressivement la marge des grands groupes miniers. Cependant la baisse de la devise sud-africaine par rapport au dollar a permis aux exploitants de retarder la fermeture d'un certain nombre de projets peu ou plus rentables. De plus, certains de ces producteurs ont pu profiter de la hausse des prix du palladium, ce métal étant souvent un co-produit des mines de platine. Ainsi, alors qu'en 2016 déjà, le consultant PriceWaterHouseCoopers faisait état de l'insoutenabilité de la situation financière de ces compagnies, celles-ci ont pu poursuivre leur activité.

Dans le même temps, la demande de ce métal a fortement reculé au cours des dernières années. Le platine étant principalement utilisé pour la fabrication de pots catalytiques des véhicules diesel, le recul de ce marché à la suite du scandale du « dieselgate » (la part de marché du diesel en Europe est ainsi passée de 44,0 % à 35,9 % en un an) a entraîné une baisse de la consommation de l'ordre de 10 % sur les deux dernières années. Aussi ce marché est-il en surplus depuis deux ans.

Les choses pourraient changer dans les mois à venir. D'abord, il semble que l'essentiel du recul du marché du diesel soit derrière nous. De plus, le développement du marché de la pile à combustible (véhicule à hydrogène), encore confidentiel, devrait se développer progressivement, en particulier pour les véhicules lourds. La pile à combustible utilise une quantité importante de platine. De nouvelles normes environnementales pour les poids lourds, fonctionnant au diesel, devraient entrer en application en Chine et en Inde, entraînant une augmentation de la quantité de platine dans les pots catalytiques. La demande industrielle devrait également progresser, entraînant une hausse de la demande globale de l'ordre de 2,40 % en 2019 (source Johnson Matthey).

Côté production aussi, les choses évoluent. Impala Platinum, l'un des grands producteurs de platine sud-africain, a récemment annoncé la fermeture de 5 de ses 11 principaux sites et le licenciement de 13 000 de ses 40 000 employés dans les deux ans. Cela aura pour conséquence de réduire l'offre mondiale de ce métal de près de 3,5 %.

Autre élément, l'accord salarial qui avait été conclu entre les grandes organisations syndicales et les compagnies minières sud-africaines arrive à son terme cette année, ce qui pourrait entraîner des arrêts d'activité minière plus ou moins longs pendant les négociations.

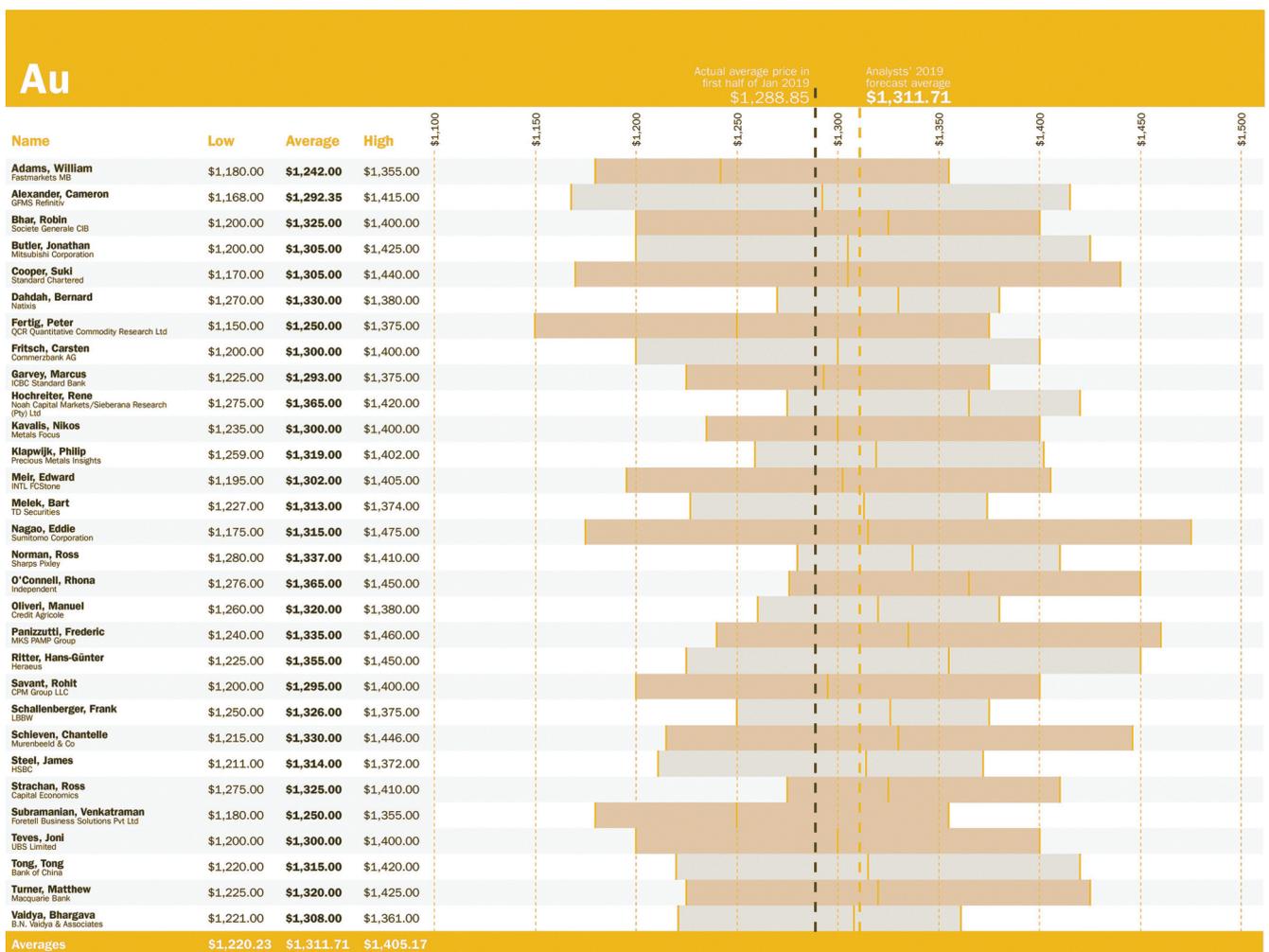
Enfin, nous constatons un regain d'intérêt de la demande financière, avec des détentions sur les ETF qui sont actuellement au plus haut depuis trois ans. Cette demande est peut-être nourrie par le fait qu'un certain nombre d'observateurs évoquent la possibilité que des constructeurs automobiles envisagent de remplacer le palladium par du platine dans leur chaîne de fabrication, compte tenu de l'écart de prix abyssal qui existe aujourd'hui entre ces deux métaux. Le palladium, habituellement moins cher que le platine, vaut aujourd'hui près de 600 \$ l'once plus cher que le platine.

PERSPECTIVES

Hormis ces points qui nous font penser que la baisse potentielle est maintenant limitée, le seul élément de nature à faire repartir durablement le prix du platine à la hausse serait une hausse de sa consommation. Celle-ci pourrait venir d'une utilisation de ce métal en substitution du palladium, devenu beaucoup trop cher. Néanmoins, compte tenu de la complexité de cette opération (process de recherche et développement, changement des chaînes de montage, homologation) ce process sera long (au moins 18 mois). Il n'a par ailleurs pas commencé, les industriels craignant qu'en cas de switch simultané de plusieurs d'entre eux, ils se retrouvent après le changement avec une envolée des prix du platine, ce qui aurait généré des coûts de développement inutiles. Nous avons donc un objectif de cours de 800 à 850 \$ l'once, en légère progression par rapport aux cours actuels.

Note : la LBMA (London Bullion Metal Association) a publié chaque année une synthèse des prévisions des analystes sur les quatre grands métaux précieux. Vous pourrez la retrouver [ici](#).

Synthèse des prévisions de cours sur l'or pour 2019 des analystes interrogés par la LBMA



Source : LBMA - 2019 Precious Metals Forecast Survey

Conclusion

Dans un contexte économique toujours très incertain, et alors que les économies majeures sont lourdement endettées, il est difficile pour les Banques Centrales d'envisager un resserrement monétaire sans un retour de l'inflation.

Une remontée des taux d'intérêt réels serait en effet rapidement insoutenable pour les finances publiques de pays comme les États-Unis ayant un ratio d'endettement de plus de 100 % de leur PIB. **Les taux réels devraient donc rester bas pour longtemps, ce qui constitue le meilleur support pour les cours des métaux précieux.**

Les gains pourraient même s'avérer encore plus importants si la matérialisation d'un des risques qui pèsent actuellement sur le marché (Brexit, Moyen-Orient, Italie, ralentissement économique...) obligeait les Banques Centrales à redevenir accommodantes.