

# NOTE COMMODITIES

Octobre 2016

Suivez-nous !



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



## MÉTAUX PRÉCIEUX

### Or : Les facteurs à surveiller pour la fin d'année

*L'or peut-il poursuivre sa hausse ?*

Coup de froid sur le marché de l'or. Après le très bon début d'année qui a vu les cours du métal jaune s'adjuger plus de 28% à la fin l'été, les cours du précieux métal ont reculé de 7% dans les tous premiers jours d'octobre. Pourquoi cette baisse ? Fin d'une tendance ? Début d'une correction ? Voici les points d'attention pour les semaines à venir pour déterminer s'il s'agit d'une correction passagère ou d'un changement de fond.

*La FED pourrait remonter ses taux, ce qui pèse sur le métal jaune.*

Le premier point, sans doute le plus fondamentale, est l'attitude des principales banques centrales, la Réserve Fédérale américaine (FED) en tête. La baisse s'est en effet déclenchée le 4 octobre 2016 à la suite des propos de Jeffrey Lacker, le président de la FED de Richmond, indiquant que le marché de l'emploi et le niveau actuel de l'inflation justifiait, selon lui, une remontée des taux nettement au-dessus des niveaux actuels (lire [ici](#)). Dans les minutes qui ont suivi cette déclaration, les anticipations de hausse de taux aux Etats-Unis lors de la réunion de la FED du 14 décembre s'envolaient. Le métal jaune franchissait alors à la baisse les 1300\$ l'once, avant d'accélérer pour finir la séance en recul de plus de 3%. La baisse s'est poursuivie dans les jours qui ont suivi. Rappelons que Jeff Lacker, s'il est bien membre du conseil des gouverneurs de la FED, ne participe actuellement pas au vote de la politique monétaire américaine (pour plus d'information sur le fonctionnement de la FED, lire [ici](#)). Son avis n'est donc que consultatif.

*Mais les taux d'intérêt réels devraient rester faibles...*

Si ces propos sont autant suivis, c'est parce que l'un des plus importants supports de l'or cette année a été l'incapacité de la banque centrale américaine à remonter ces taux, compte tenu de la trop grande fragilité de la situation économique. Le maintien de taux d'intérêts nominaux faibles et de taux réels négatifs rend relativement attractif un placement comme l'or, dont le rendement se contente d'être nul (voir notre note de conjoncture du mois de mai, La théorie de la relativité : [ici](#) et la note du mois de mars, Or, inflation et politique monétaire : [ici](#)).

*... afin d'assurer la soutenabilité de la dette publique.*

L'éventuelle remontée des taux nominaux par la FED doit donc s'apprécier en complément de l'évolution du niveau d'inflation des prix. Celui-ci ayant récemment progressé (l'inflation aux Etats-Unis, hors énergie et alimentation, s'établit actuellement à 2,3%, au plus haut depuis avril 2012), une hausse des taux en décembre ne changerait pas fondamentalement le niveau des taux réels. Il est d'ailleurs compliqué d'envisager une remontée des taux plus franche, compte tenu d'un autre facteur incontournable : la dette. Les Etats-Unis ont aujourd'hui une dette d'état qui représente environ 104% de leur PIB. Dans une telle situation, une remontée des taux d'intérêts de 1% coûte 1,04% du PIB d'intérêts supplémentaires tous les ans. Difficile à envisager au vu des niveaux de croissance actuels...

*La Chine et l'Inde sont deux soutiens forts des cours de l'or.*

Rien de vraiment nouveau, donc, du côté de la FED. Les taux nominaux vont sans doute remonter en décembre mais, sans nouvelle remontée de l'inflation, il sera difficile d'aller plus loin dans la normalisation de la politique monétaire outre-Atlantique. Le second point crucial pour le marché de l'or est l'attitude de ses deux principaux clients : la Chine et l'Inde. Il est d'ailleurs à noter que la baisse de l'or est intervenue la semaine où l'ensemble des marchés chinois était fermé pour cause de fête nationale. Outre l'absence de soutien que cela a engendré, il est probable qu'un certain nombre d'intervenants aient positionné des ordres de protection (stops) qui pourraient expliquer l'accélération à la baisse après le franchissement des 1300 \$. Mais le pays reste, outre le plus gros producteur d'or au monde (516 tonnes en 2015), un très gros consommateur de métal jaune. L'Empire du milieu a ainsi consommé 529 tonnes d'or au premier semestre 2016 selon les statistiques de la China Gold Association, contre 986 tonnes pour toute l'année 2015 (lire [ici](#)).

*L'approche de la période de fête en Chine devrait assurer une forte demande.*

La fête nationale chinoise marque traditionnellement le lancement de la période de forte consommation en Chine, qui se termine avec le nouvel an chinois, dans les premiers mois de l'année. La demande du pays pourrait donc augmenter. On a d'ailleurs vu ces dernières semaines apparaître une prime par rapport au prix officiel de 3\$, symbole d'une tension sur le marché.

*En Inde, après une période de faible demande, le retour des acheteurs se fait sentir...*

La situation est identique en Inde où, après un début d'année très décevant en matière de demande (en raison notamment d'une grève des bijoutiers) qui s'était soldé par des rabais pouvant atteindre 70\$ par rapport aux prix internationaux au début de l'été, l'once de métal précieux a traité la semaine dernière avec une prime de 1 à 2\$ l'once (lire [ici](#)) ! La baisse récente a été saisie par les indiens comme une opportunité.

*...à l'approche de la saison des mariages...*

L'attachement de l'Inde à l'or est d'abord culturel. La loi indienne ne prévoyant pas de place aux filles dans la succession, les parents indiens transmettent leur patrimoine à leurs filles grâce à une dote qui leur est remise lors

de leur mariage. L'avantage de ce système est que dans la culture indienne, l'or est le seul actif familial dont la responsabilité est confiée à la femme. Aussi en cas de divorce, la femme quittera son mari en emportant son or.

*... et le début de la saison des festivals où les Indiens offrent de l'or en offrande dans les temples.*

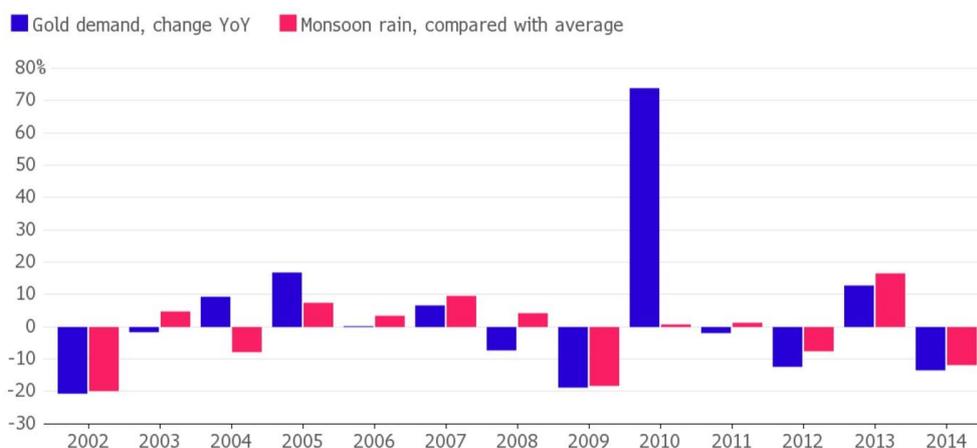
Les indiens sont en outre très religieux et, à ce titre, considèrent qu'il y a des périodes du calendrier hindou qui sont propices aux mariages. On parle même de saison des mariages. Après un long moment considéré comme peu propice, celle-ci recommencera le 11 novembre prochain (lire [ici](#)). Par ailleurs, la fin d'année est la période des festivals dans le pays, et notamment le plus important d'entre eux pour la religion hindou : Diwali, ou fête des lumières. A cette occasion, nombre d'indiens achètent de l'or pour faire des offrandes aux dieux dans les temples. Certains attendent ainsi une hausse de la demande de 50% d'ici le festival (lire [ici](#)) !

*La bonne mousson cette année est également un facteur positif pour les achats d'or.*

Enfin, il est à noter que dans ce pays, plus de 800 millions de personnes dépendent de l'agriculture pour survivre. Or, cette année, la mousson en Inde a été la meilleure depuis au moins trois ans (lire [ici](#)). La conséquence devrait être une hausse du revenu des agriculteurs, qui utilisent traditionnellement l'or comme véhicule de thésaurisation. On observe ainsi une corrélation directe entre le niveau de la mousson et la demande de métal jaune :

### Niveau de la mousson et demande d'or en Inde

Source : Bloomberg



L'Inde et la Chine devraient donc plutôt constituer un facteur de soutien aux cours de l'or.

*Les achats d'ETF n'ont pas arrêté malgré la correction récente.*

Le troisième facteur de soutien à surveiller est la demande d'investissement. Celle-ci se matérialise notamment par les souscriptions aux différents ETF. Elle a connu un fort regain d'intérêt depuis le début de l'année, avec des souscriptions de plus de 560 tonnes, annulant ainsi les ventes réalisées pendant les deux dernières années. Là encore, les nouvelles sont plutôt bonnes pour le métal précieux. En effet, malgré la forte correction récente, les ETF sur le métal jaune n'ont pas connu de ventes, mais bien au contraire de nouvelles souscriptions de plus de 169 000 onces (un peu plus de 5 tonnes)... Toutefois, si les détentions d'ETF devaient recommencer à baisser sensiblement, on pourrait craindre une accélération de la baisse des cours de l'or.

*Le risque politique, avec de nombreuses élections à venir dans les pays occidentaux, est de nature à soutenir l'investissement dans les valeurs « refuges ».*

Dernier point d'attention : le risque politique. L'une des raisons qui a poussé un certain nombre d'intervenants à augmenter leur exposition à l'or, ce sont les nombreuses échéances électorales à venir. Il y aura ainsi le referendum italien en novembre, de même que les élections américaines ce même mois. Viendront ensuite les élections en France puis en Allemagne. Les risques envisagés sont une déstabilisation européenne en cas de victoire du non au référendum italien ou de défaite de Merkel, et un risque sur la croissance mondiale en cas de victoire de Trump aux Etats-Unis. Si aucun de ces risques ne se matérialise, on pourrait donc voir des prises de bénéfices. Toutefois, il convient de noter que la probabilité d'une victoire de Trump n'est aujourd'hui quasiment plus considérée. Aussi, en cas de surprise, l'or pourrait connaître un regain d'intérêt.

*Il ne faut pas non plus ignorer les tensions entre la Russie et les USA.*

Au-delà de ce risque politique, on peut aussi mentionner un risque géopolitique. En effet, on constate aujourd'hui de plus en plus de tensions dans les relations entre Russes et pays occidentaux. Vladimir Putin a ainsi suspendu l'application d'un traité sur le plutonium militaire signé en 2000 avec les Etats-Unis (lire [ici](#)), alors même que les négociations entre les deux superpuissances sur la Syrie sont suspendues. Une visite officielle du Président russe en France a par ailleurs été annulée. Si la fracture devait encore s'aggraver dans les mois qui viennent,

créant une nouvelle source d'instabilité pouvant notamment pénaliser la croissance mondiale, l'or pourrait aussi en profiter.

*Sans changement fondamental sur le marché, la baisse semble avant tout liée à une sortie massive des spéculateurs.*

Demande physique bien présente aussi bien de la part des ETF que des deux principaux acheteurs d'or que sont l'Inde et la Chine, tensions politiques plus importantes que jamais et situation de politique monétaire quasiment inchangée... Se pose dès lors la question de savoir ce qui a pu provoquer la correction des cours ? Il ressort de l'analyse des positions ouvertes sur les contrats à terme que l'essentiel de la pression baissière provient sans doute de ventes massives enregistrées en particulier sur les contrats futures américains. Compte tenu de la forte réduction observée sur la position ouverte sur ces contrats, il est probable que l'essentiel de ces ventes soient en réalité une liquidation de positions acheteuses. C'est important car cela signifie uniquement des prises de bénéfices, plutôt que la constitution de positions vendeuses.

*Une fois la correction passée, le mouvement pourrait repartir.*

Il en ressortirait donc qu'il n'y a pas de changement majeur d'opinion sur le métal jaune, mais plutôt une correction, sans doute dans l'attente d'en savoir davantage sur l'attitude qu'adoptera la FED. Et compte tenu de la problématique de la dette, c'est peut-être là une opportunité rare...

## PRODUITS PÉTROLIERS

### Pétrole : Après Alger...

*L'accord sur la remontée des prix de la production pétrolière à Alger...*

Le 28 septembre, à Alger, coup de tonnerre : à la surprise générale, l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) annonçait un accord « historique » pour limiter la production pétrolière (lire [ici](#)) ! Au terme de leurs discussions, les membres du cartel sont tombés d'accord pour plafonner leur production à un niveau de « 32,5 à 33 millions de barils par jour ». Et c'est là que les problèmes commencent... Car le diable se cache dans les détails !

*...a permis une remontée des prix de l'or noir, même si elle ne devrait entrer en vigueur en novembre.*

D'abord, si le principe d'une réduction a été entériné, il n'interviendra qu'après la réunion de l'OPEP du mois de novembre. C'est en réalité ce que la plupart des intervenants attendaient. Là où les saoudiens et les autres membres du cartel ont été malins, c'est qu'en annonçant la réduction dès maintenant alors que personne ne l'attendait, ils ont fait remonter les prix de près de 15% en quelques jours, augmentant d'autant leurs recettes... avec un mois et demi d'avance. Pas négligeable.

*Les désaccords avec l'Iran ont été esquivés...*

Ensuite, contrairement à ce que l'on pourrait croire, les problèmes de fond, à savoir les dissensions fortes au sein du groupe, n'ont pas du tout été réglées mais plutôt ignorées. Notamment, les saoudiens ont accepté l'idée que les Iraniens ne participent pas au mouvement de réduction, actant le fait que ceux-ci pourraient produire « au maximum de ce qui est raisonnable » (lire [ici](#)). Pas exactement une position d'intransigeance. D'autant que le Nigeria et la Lybie, compte tenu de leur situation spécifique, sont eux aussi exclus des mesures de réduction.

*...et en attendant, l'Arabie Saoudite conserve une politique de prix très agressive.*

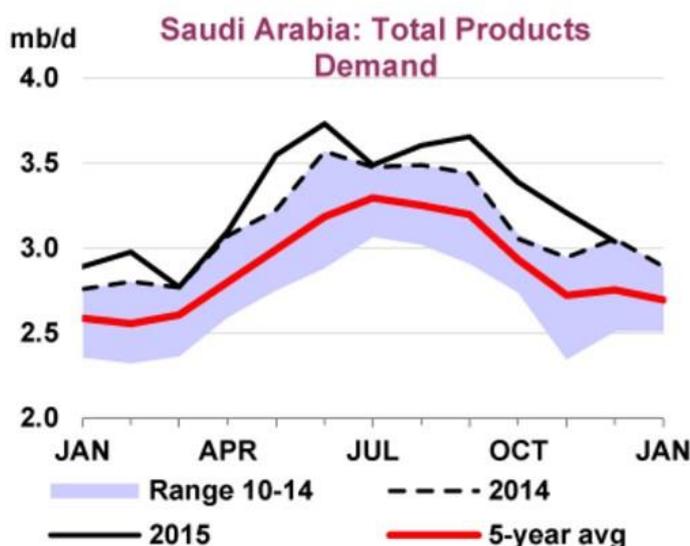
L'Arabie Saoudite semble donc avoir fait un effort considérable pour obtenir ce qu'elle voulait : une remontée des prix sur des niveaux plus confortables. Car en attendant novembre, l'Arabie Saoudite compte bien continuer à profiter de la hausse récente. C'est ainsi que, dès le lendemain de la réunion d'Alger, le royaume des Saoud annonçait avoir abaissé le prix demandé pour son pétrole sur le marché asiatique pour les livraisons du mois de novembre (lire [ici](#)).

*Le royaume peut abaisser sa production sans réduire ses exportations. Mais cela pourrait décevoir le marché.*

Malgré tout, ces deux actions – être plus agressif sur ses ventes à l'international et réduire sa production - ne sont pas incompatibles. En effet, du fait de la fin de la période estivale et des besoins d'énergie qu'elle entraîne pour la climatisation, la fin d'année voit traditionnellement les besoins en produits pétroliers du royaume saoudien diminuer de plusieurs centaines de milliers de barils par jour. Il est donc tout à fait possible pour l'Arabie Saoudite de réduire sa production sans pour autant réduire la quantité de pétrole disponible sur le marché international. L'effet sur les prix pourrait dès lors être de courte durée...

#### Consommation de produits pétroliers de l'Arabie Saoudite

Source : Agence Internationale à l'Energie

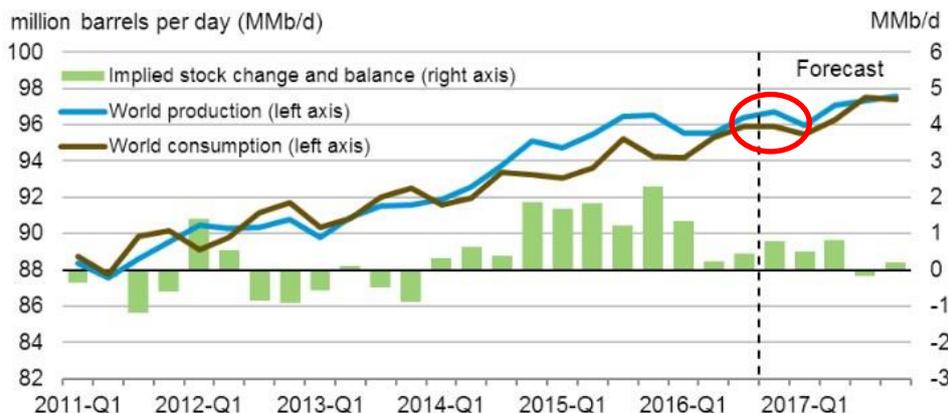


L'accord prévu devrait être revu après six mois. Ce qui nous emmène à la fin du deuxième trimestre qui est,

traditionnellement, le moment où la consommation repart à la hausse (voir graphique ci-dessous)... Le calendrier semble donc particulièrement bien choisi pour ne pas engager à grand-chose !

### Production, consommation et stocks de produits pétroliers mondiaux

Source : Agence américaine à l'énergie (EIA), STEO, Octobre 2016



*Un impact majeur est peu probable. D'autant qu'il reste à définir la réduction de production plus précisément...*

Difficile, donc, d'imaginer un impact structurel majeur de cette décision. D'autant que les difficultés ne s'arrêtent pas là. Il reste en effet à définir quelle doit être la réduction de la production. Et pour cela, il faudrait déjà s'entendre sur la production actuelle. Premier problème, suivant les sources, le chiffre diffère sensiblement. Ainsi, selon l'OPEP, leur production était de 33,39 millions de barils par jour en septembre, mais pour Bloomberg le chiffre était de 33,75 millions et pour Reuters, qui s'aligne sur les chiffres de l'IEA (International Energy Agency) on était plutôt sur une base de 33,64 millions. Si l'on parle d'une réduction à 32,5 millions de barils, le volume enlevé du marché varie de 900 000 barils sur la base du chiffre de l'OPEP, à 1 250 000 barils si le chiffre de référence est celui de l'IEA. Une belle différence de 350 000 barils par jour !

*...et la répartition de l'effort entre les différents pays membres. Or, le mode de calcul ne satisfait pas tout le monde.*

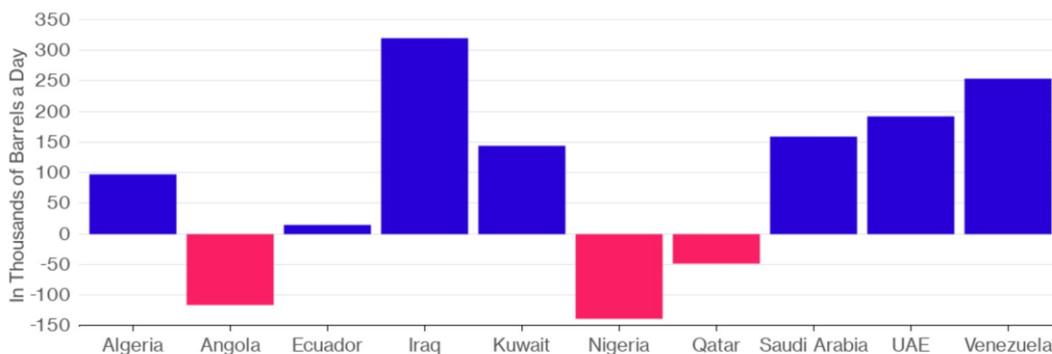
Enfin, afin d'assurer cette réduction, dont le poids doit être partagé par – presque - tous au terme de l'accord, il va falloir attribuer un quota à chaque membre du cartel auquel chacun devra se tenir. Mais là encore, la tâche n'est pas simple. D'abord parce qu'un certain nombre de pays, dont le Venezuela et l'Irak ont fait savoir qu'ils n'étaient pas d'accord avec les chiffres officiels de production que l'OPEP lui attribue. Là encore, l'écart peut paraître minime puisque l'on ne parle que de quelques centaines de milliers de barils. Mais à l'heure où le surplus de production mondial est estimé à quelques 700 000 barils, le baril marginal est crucial.

*L'Irak, notamment, a fait part de son désaccord sur les chiffres de référence servant de base au calcul de sa quote-part.*

Dans le cas de l'Irak, les chiffres, obtenus auprès de sources secondaires (consultants pétroliers), diffèrent de ceux fournis par le pays lui-même d'environ 320 000 barils par jour (4,455 millions de barils contre 4,775 millions). Dès lors, si l'OPEP attribue un quota de production de 4,4 millions de barils par jour, l'organisme considère qu'il demande un effort de baisse de production de 55 000 barils par jour au pays, là où les autorités irakiennes estiment qu'on leur demande d'abaisser leur production de 375 000 barils. Inacceptable.

### Ecart d'estimation de production entre sources officielles et secondaires, par pays

Source : Bloomberg, OPEC Monthly Report, Octobre 2016



La volatilité sur les prix du pétrole pourrait donc ne pas être terminée. Et ce n'est peut-être pas pour déplaire à

*Cette incertitude pourrait être calculée pour peser sur les vellétés d'investissement dans les schistes.*

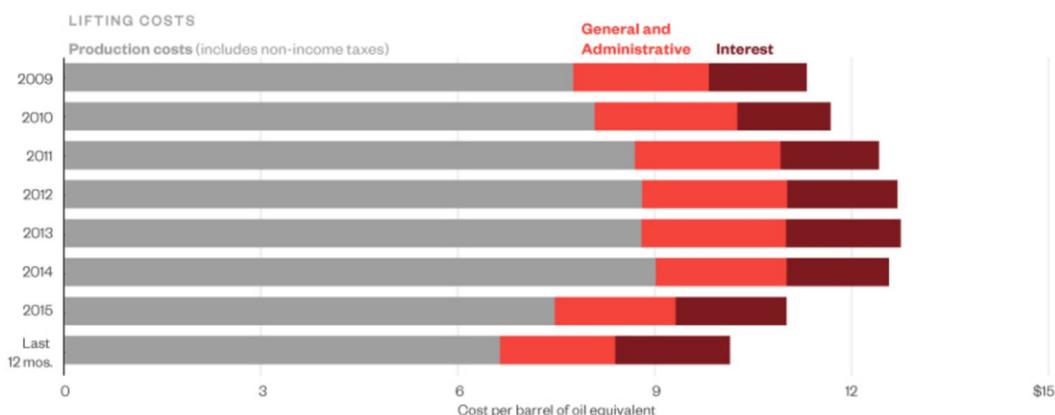
l'Arabie Saoudite... Car nous sommes à nouveau dans la période de l'année où les banques renégocient leurs conditions de crédit avec les sociétés productrices de pétrole de schiste. L'incertitude qui entoure l'avenir des prix du pétrole pourrait ainsi ne pas faciliter la tâche des sociétés américaines, qui restent dans une situation extrêmement tendue. Qui plus est, une remontée des prix dont on ne peut garantir la pérennité limite forcément les vellétés d'investissement.

*Les producteurs de shale ont de plus en plus de mal à cacher la précarité de leur situation.*

Les Saoudiens sont à présent tout près de gagner leur guerre contre les producteurs non conventionnels d'Amérique du Nord. D'autant que le vernis craque de plus en plus aux USA et la précarité des opérateurs de schiste apparaît un peu plus chaque jour. Les artifices de présentation consistant à présenter les gains de productivité de quelques puits comme une généralité ne trompent plus personne, de même que ceux visant à présenter des coûts de production largement sous-évalués. C'est ce que confirme notamment l'étude très complète menée par Bloomberg Gadfly (lire [ici](#)). Les journalistes se sont notamment penchés sur la méthode de publication des sociétés pétrolières qui consiste à publier leur coût d'extraction (coût de production du pétrole, majoré des taxes, des frais généraux et des charges d'intérêt) en dollars par baril « équivalent pétrole ».

### Coût d'extraction (lifting costs) des principales compagnies d'exploration et production pétrolières US

Source : Publication des entreprises, Bloomberg Gadfly



Note : Pour ce graphique et les suivants, les résultats sont établis sur la base des données des 11 principales sociétés d'exploration et de production opérant principalement sur l'Amérique du Nord. L'impact des éventuelles couvertures est exclu.

*Malgré des coûts d'extraction en baisse, le mix produit des compagnies pétrolières fait ressortir une marge en net recul.*

Sur le papier, un coût d'extraction d'environ 10\$ le baril, même avec un baril de brut à 45\$, reste très attractif, et l'on comprend mal les difficultés évoquées pour les producteurs de schiste américain. Là encore, la réalité de la situation se situe dans les détails. Le baril équivalent pétrole, ou bep, est une mesure qui permet de mettre sur un pied d'égalité en termes de valeur énergétique, le pétrole et les autres hydrocarbures. Le problème, c'est qu'aujourd'hui le gaz naturel ne se vend pas du tout le même prix que le pétrole. Or, même si elles ont fait évoluer leur production récemment pour optimiser la part de pétrole produite, les sociétés pétrolières de schiste restent encore majoritairement des producteurs de gaz, à près de 70% ! Corrigé de ces éléments, le prix de vente obtenu par bep est de... 18,32 \$ !

### Mix produit et prix de vente réalisé en bep, principales compagnies d'exploration et production pétrolières US

Source : Publication des entreprises, Bloomberg Gadfly

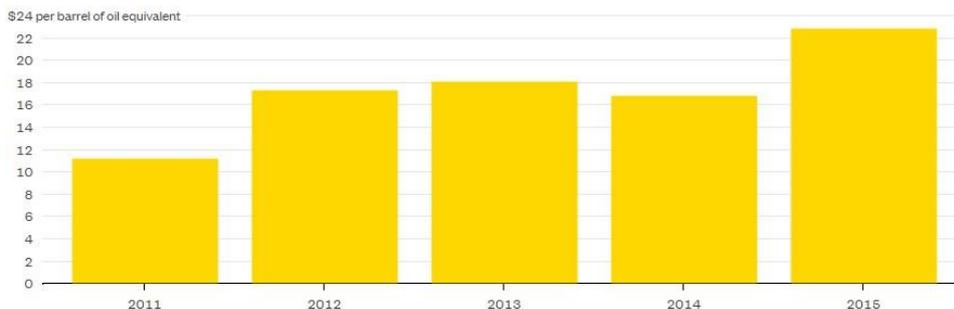


*Une fois déduits les investissements nécessaires pour pérenniser la production, les sociétés sont toutes dans le rouge !*

Au final, cela nous laisse donc une marge en baisse de près de 75% à 18,32\$ moins les 10\$ de coût d'extraction, soit environ 8\$ par baril. Cela pourrait rester raisonnable si l'on omettait que l'industrie du shale, compte tenu de la déplétion très rapide de ce type de puits (un forage de schiste perd 70% de son niveau de production après 12 mois), nécessite la mise en production perpétuelle de nouveaux puits et des frais de recherche importants. Et ces coûts n'ont cessé d'augmenter ces dernières années. Ils s'établissent ainsi, pour les principaux producteurs de shale nord-américain à près de 23\$ par bep !

### Coûts de recherche et développement en bep, principales compagnies d'exploration et production pétrolières US

Source : Publication des entreprises, Bloomberg Gadfly



*La patience des investisseurs n'est pas sans limite...*

La conclusion est sans appel : quelle que soit la décision de l'OPEP lors de sa réunion de novembre, les producteurs de pétrole de schiste sont sur la corde raide, et ne tiennent que grâce à la « générosité » des financements, liée au besoin extrême de rentabilité des investisseurs. Mais la générosité, comme le pétrole, n'est pas une ressource inépuisable, et elle pourrait bien finir par se tarir...

**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 14/10/2016.