

NOTE COMMODITIES

Novembre 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

Métaux précieux : Après Trump...

L'or a surpris en corrigeant après l'élection de Trump.

Coup de tonnerre sur les marchés financiers ! Une fois de plus, le résultat attendu des élections a été déjoué avec l'élection à la tête des Etats-Unis de Donald Trump. D'abord orienté fortement à la hausse à l'ouverture des marchés asiatiques, l'or se retournait dans la journée pour finir à peine négatif. Dans les jours qui ont suivi, la correction s'est poursuivie et même accélérée.

La baisse a en fait été déclenchée par des craintes de limitation des importations de métal jaune en Inde, en parallèle de l'opération de démonétisation en cours. Mais cette possible suspension ne pourra être que temporaire.

Si l'élection américaine est sans doute responsable de nombre de mouvements sur les marchés récemment, et si ceux-ci peuvent sans doute expliquer une partie de la baisse des métaux précieux, l'accélération du 11 novembre trouve plus probablement son explication dans les rumeurs qui ont touché le marché de l'or ce jour-là. Certains évoquent en effet la possibilité que l'Inde interdise toute importation du précieux métal jusqu'au mois de mars dans le cadre de sa lutte contre l'économie parallèle. Le gouvernement voudrait notamment éviter que les bijoutiers échangent les billets de 500 et 1000 roupies qui vont être retirés de la circulation contre du métal jaune, moyennant une commission importante (lire [ici](#)). Néanmoins, les difficultés générées par la décision de démonétiser des billets qui représentent 86 % de la monnaie en circulation (vous avez bien lu, lire [ici](#)) et l'attachement culturel et légal des indiens à l'or (voir note du mois dernier [ici](#)) rendent une telle décision intenable sur le long terme, sous peine de voir les Indiens se reporter massivement sur le marché noir pour s'approvisionner en précieux métal. On évoque déjà des transactions avec des primes de 50% chez certains bijoutiers et 53% sur le marché de Karol Bagh à New Dehli pour les achats réalisés en anciens billets! Le gouvernement a pour sa part refusé de commenter (lire [ici](#)).

Les propositions politiques du candidat Trump ont fait remonter le dollar américain.

Mais revenons aux propositions du candidat Trump pour tenter d'évaluer leur possible impact sur l'économie et sur les marchés. La conséquence la plus immédiate de l'arrivée de Trump au pouvoir est son impact sur le dollar. Les nombreuses déclarations du candidat républicain et ses propositions économiques sont plutôt de nature à soutenir le billet vert. D'abord, il y a la volonté affichée de protectionnisme. Donald Trump a clairement indiqué sa volonté de renégocier les traités internationaux, que l'on parle du NAFTA (North America Free Trade Agreement) signé avec le Canada et le Mexique, du TPP (Trans Pacific Partnership) signé avec 12 pays bordant le Pacifique à l'exclusion notable de la Chine, ou du TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) signé avec l'Europe. L'idée est simple : l'ensemble de ces accords de globalisation ont plus profité aux pays émergents qu'aux Etats-Unis, selon Trump. En ouvrant le vaste marché américain à des pays où les coûts de production étaient bien inférieurs à ceux de l'industrie américaine, l'ouverture des frontières a coûté des millions d'emplois et poussé à une délocalisation des entreprises, ce qui a sensiblement réduit l'investissement. Ceci devrait peser sur les devises des grands pays exportateurs, au premier rang desquels le Japon (la Chine n'est pas concernée, sa monnaie étant administrée). En revanche, l'incertitude générée par cette situation devrait pousser les investisseurs vers le dollar.

Les anticipations d'inflation font monter les taux d'intérêt.

La mise en place de barrières douanières pourrait en outre être envisagée, ce qui aurait à court terme un impact notable sur les prix. Ceci pourrait amener la réserve fédérale américaine à remonter ses taux pour lutter contre ces effets inflationnistes. Rappelons par ailleurs que Donald Trump s'est plaint à plusieurs reprises pendant la campagne de l'impact négatif des faibles taux d'intérêt sur les épargnants américains.

Tout ceci pourrait peser sur l'économie américaine et notamment augmenter les défauts d'entreprises.

Mais la remontée du dollar américain n'est pas sans conséquence. Elle rend les entreprises exportatrices moins compétitives, ce qui pourrait peser sur la croissance américaine dès 2017. Le cabinet d'analyse Oxford Economics estime ainsi que la croissance économique américaine pourrait ainsi perdre 5 % par rapport à un scénario central (2 % de croissance annuelle chaque année, lire [ici](#)) d'ici 2021, et tomber à 0 % en 2019. En outre, la remontée des taux outre Atlantique aurait deux conséquences difficiles à maîtriser. D'abord, la remontée des taux d'intérêt pourrait entraîner une vaste vague de faillite. Rappelons que nombre d'entreprises américaines recourent à l'endettement pour financer leur développement, et pourraient ainsi se voir dans une situation difficile. Des sociétés comme les sociétés de pétrole de schiste, déjà très endettées, pourraient ainsi être dans l'impossibilité de poursuivre le développement de leur activité. D'autre part, le maintien de taux d'intérêt très faibles a permis à des sociétés exsangues de se maintenir à flot, ce qui pourrait ne plus être le cas.

Le protectionnisme américain pourrait déclencher des représailles.

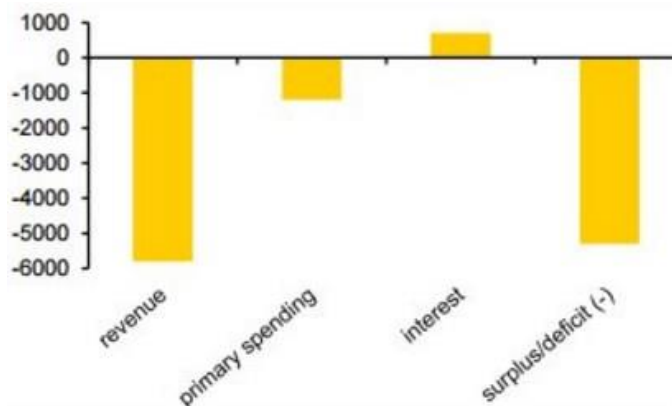
De même, si Trump confirme la mise en place de mesures protectionnistes, il faudra aussi voir quelle attitude adoptera la Chine. Le pays est en effet aujourd'hui un grand détenteur d'emprunts d'état américain, et pourrait envisager d'alléger ses détentions en représailles de l'attitude hostile des américains. La hausse des taux pourrait alors être très rapide et entraîner une grave crise obligataire.

Le programme fiscal et les investissements annoncés par Trump pourraient creuser le déficit US...

Dans les autres mesures phares du programme de Trump, il y a également la mise en place d'un grand plan de relance et des baisses d'impôts pour les plus riches, ainsi que pour les entreprises. Toutes ces mesures, positives pour la consommation, restent en revanche non financées. Un chiffrage réalisé par les analystes du comité pour un budget fédéral responsable (CRFB) évoque un coût total de plus de 5 000 milliards de dollars, soit plus de 30% du PIB des Etats-Unis !

Impact estimé des mesures fiscales annoncées par Trump sur le budget fédéral,

En milliards de \$
Source : CRFB, Commerzbank



... ce qui limite le potentiel de remontée des taux d'intérêt réels.

Cela viendrait donc s'ajouter à la dette déjà faramineuse des Etats-Unis. Rappelons que la dette des USA devrait s'établir à plus de 108 % de son PIB selon le FMI (lire [ici](#)) en 2016. Dans un tel contexte, on peut s'interroger sur la remontée des taux que pourraient impliquer les autres mesures du programme Trump. En effet, lorsque l'on a une dette égale à 100 % de son PIB, une remontée des taux de 1 % implique à terme une hausse de 1 % du coût de la dette.

Une hausse des taux nominaux n'est pas mauvaise pour l'or, tant que les taux réels restent faibles.

Si le ralentissement économique envisageable pourrait ramener les investisseurs vers l'or, c'est bel et bien cette « prison de dettes » qui permet de rester optimiste sur l'or malgré son plongeon récent. En effet, celle-ci assure que toute remontée des taux n'est envisageable que dans un contexte inflationniste pour éviter la banqueroute et maintenir la soutenabilité des remboursements. Une hausse des taux dans un tel contexte n'est pas néfaste pour l'or. Tant que les taux d'intérêt réels (taux nominaux corrigés de l'inflation) restent faibles, l'or reste un actif attractif relativement aux actifs financiers traditionnels. C'est ainsi que l'une des plus fortes phases d'appréciation de l'or, à la fin des années 70, s'est produite alors même que les taux d'intérêt étaient supérieurs à 8 %!

Périodes de hausse des taux aux USA, performance de l'or, niveau des taux Fed Funds et taux d'intérêt réels

Source : OFIAM, Bloomberg

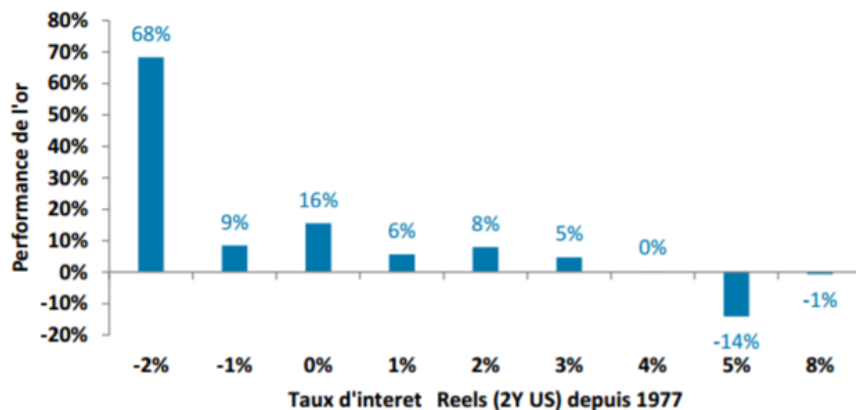
Période	Performance	Taux Fed Funds moyen	Taux d'intérêt réels moyens
12-1972 / 08-1973	67%	8,19%	1,84
02-1974 / 06-1974	19%	11,15%	-2,5
07-1977 / 11-1979	288%	8,95%	-0,48
07-1980 / 12-1980	-4%	13,54%	-1,41
04-1988 / 05-1989	-20%	8,49%	4,01
01-1994 / 06-1995	0,70%	4,83%	2,94
06-2004 / 08-2007	70%	3,92%	-2,96

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

Par ailleurs, l'or se comporte extrêmement bien lorsque les taux d'intérêt réels sont faibles ou négatifs, ce que garantit le niveau de la dette.

Performances moyennes annuelles de l'or en fonction du niveau des taux d'intérêt réels

Source : OFI AM, Bloomberg



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

L'inexpérience de Trump pourrait générer de la volatilité.

Enfin, à l'heure où un président sans expérience politique accède à la tête du plus puissant pays du monde, les marchés pourraient connaître un regain de volatilité. Dans un tel contexte, l'or pourrait dès lors constituer un pôle de stabilité.

Quoi qu'il en soit, même si l'attitude du gouvernement indien pourrait peser sur les cours de l'or à court terme, la baisse actuelle pourrait donc constituer une rare opportunité d'achat compte tenu d'une dette devenue de plus en plus ingérable...

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : Après Trump...

Trump vient d'être élu et propose de nombreux changements.

Le secteur de l'énergie est sans doute aujourd'hui l'un de ceux qui posent le plus de questions à l'issue de l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis ! Les déclarations du candidat tant en termes de politique étrangère, que commerciale, environnementale ou industrielle ont été nombreuses, et il n'est pas toujours facile de s'y retrouver...

L'administration Obama essaye de passer le maximum de réformes avant la fin du mandat...

Il est d'abord important de noter que la présidence d'Obama n'est pas terminée. En effet, devant l'ampleur des annonces faites par le futur président et pour éviter de lui simplifier le travail, l'administration Obama souhaite avancer au maximum sur les réformes engagées et profiter au maximum des deux mois qui lui restent. C'est ainsi que le ministère de l'Intérieur américain a publié le 15 novembre, soit une semaine après l'élection, une loi visant à limiter les émissions de méthane (lire [ici](#)). Sans mettre un coup d'arrêt à l'exploitation des pétroles de schiste, on parle d'un coût total de mise en conformité supérieur à 500 millions de dollars d'ici 2025, aux dires même de l'Agence de Protection Environnementale (EPA). Certains évoquent même la somme de 800 millions de dollars !

...dont certaines très redoutées par l'industrie pétrolière.

D'autres mesures pourraient suivre, et notamment le très attendu plan quinquennal qui statuera entre autre sur la possibilité ou non de forer en Arctique, mais aussi et surtout sur la dangerosité de la fracturation hydraulique (lire [ici](#)). Certains craignent que l'EPA puisse revenir sur sa première analyse qui concluait que les pétroles de schiste ne constituaient aucun danger pour les réserves aquifères, et sur la possibilité de forage dans le grand nord (lire [ici](#)).

Le coût de ces réglementations est en effet très lourd.

L'ensemble de ces mesures viendra compléter l'interdiction déjà faite aux forages sur la côte Atlantique et la création de réserves sauvages où toute exploration est interdite. Au total, l'administration Obama a déjà ajouté 78020 pages au registre de réglementation fédéral, selon l'American Action Forum (pour en savoir plus sur cette organisation, lire [ici](#)), et d'autres devraient donc suivre. Ces ajouts ont alourdi les coûts réglementaires aux Etats-Unis de 148 milliards de dollars en 2016, et 324 millions de dollars pour la seule semaine ayant précédé les élections !

Trump pourra revenir sur ces décisions, mais cela prendra du temps.

Une fois en place, l'administration Trump, qui a promis un soutien sans faille à l'industrie des énergies fossiles et l'indépendance énergétique aux américains, pourra tout défaire. Mais tout ceci ne se fera ni facilement, ni rapidement. En effet, la Constitution américaine limite, ici comme ailleurs, le pouvoir du président des Etats-Unis, qui devra négocier avec le congrès s'il veut légiférer sur les dossiers énergétiques et avec les démocrates au Sénat, ceux-ci disposant d'une minorité de blocage. Et en cas de litige, l'administration devra défendre ses dossiers devant les tribunaux fédéraux, où elle sera confrontée à des groupes de défense environnementaux aujourd'hui pourvus de gros moyens financiers (lire [ici](#)).

Il pourra alors mettre en œuvre ses promesses...

Parmi les mesures d'aide envisagées figurent notamment la levée de toutes les restrictions sur les exportations énergétiques américaines, d'arrêter la « guerre » contre le charbon, de supprimer le Clean Power Plan et d'aider l'industrie pétrolière en limitant la régulation et en supprimant les interdictions de forages.

...même si certaines d'entre elles se contredisent.

Attention toutefois aux promesses de campagne qui, parfois, se contredisent. Ainsi, en juillet, le candidat Trump avait inquiété l'industrie pétrolière en évoquant dans le Colorado son soutien à la mise en place de référendums populaires locaux sur l'interdiction de la fracturation hydraulique. Il a ensuite évoqué le mois dernier à Denver, son soutien à « une fracturation hydraulique sûre » et à une « production d'énergie sur les terres fédérales dans les régions appropriées ».

Le développement de Keystone XL est ainsi en contradiction avec les velléités de renégociation du NAFTA.

Ce n'est pas le seul secteur où les propositions de Trump se retrouvent en contradiction. Prenons par exemple ses déclarations sur le pipeline de Keystone XL. Rappelons que ce projet de pipeline, qui devait transporter le pétrole des sables bitumineux canadiens vers les raffineries du Golfe du Mexique, avait été rejeté par Barack Obama. Si cela permettrait sans doute aux USA de réduire leur dépendance au pétrole du Moyen-Orient, ce qui est un autre objectif de Trump, on voit en revanche mal comment une telle mesure est compatible avec les velléités protectionnistes de Trump, et notamment sa volonté de renégocier le NAFTA, le traité qui régit les relations commerciales entre les pays d'Amérique du Nord.

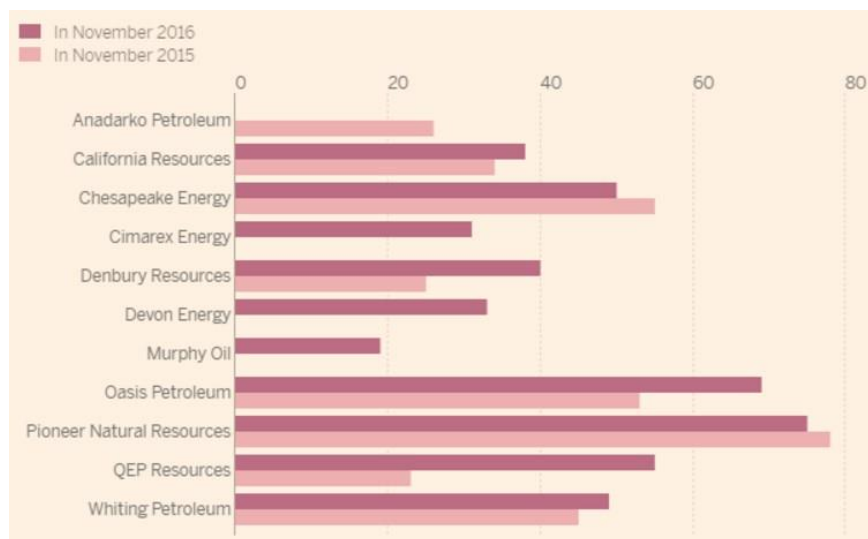
Alors quel effet toutes ces mesures pourrait jouer sur la production pétrolière américaine ? En réalité, la réponse

L'impact de ces mesures sur la production pétrolière est difficile à estimer, un cadre favorable ne suffisant pas toujours à augmenter la production.

est complexe. Les barrières légales assurent que l'impact ne sera pas immédiat. Qui plus est, ces mesures ne peuvent, à elles seules, suffire à stimuler l'investissement. Car si l'administration est plus favorable aux sociétés d'exploitation d'énergies fossiles, c'est bel et bien le prix de l'or noir et des autres hydrocarbures qui décidera des investissements dans les capacités de production. Fatih Birol, chef économiste de l'Agence Internationale à l'Energie (AIE), était assez pessimiste sur ce sujet le 16 novembre lors de la présentation de son World Energy Outlook 2016 (lire [ici](#) et [ici](#)), évoquant une troisième année consécutive de baisse des investissements dans le secteur pétrolier l'an prochain, une première historique. Et les problèmes ne s'arrêtent pas là... Car les producteurs pétroliers, après deux années terribles, ont largement profité de la remontée des cours de l'or noir pour couvrir une part non négligeable de leur production de l'année 2017, certains ayant déjà fixé le prix de plus de 70% de leurs volumes à produire (lire [ici](#)). En clair : une remontée des prix ne profiterait que partiellement aux producteurs américains.

Pourcentage de la production de pétrole couverte pour l'année suivante

Source : Financial Times



La remontée des taux d'intérêt pourrait en outre impacter les producteurs de schiste, très endettés.

Et les problèmes ne s'arrêtent pas là. En effet, l'élection de Donald Trump a eu un effet immédiat sur l'économie américaine dommageable pour les groupes pétroliers : la remontée des taux d'intérêt. Les taux à 10 ans aux USA ont ainsi progressé de plus de 50 points de base depuis l'élection, ce qui renchérit le coût de l'argent. Or, les entreprises pétrolières, en particulier dans le domaine des schistes, ont largement et en permanence recouru à l'emprunt pour financer leurs investissements. Remontée des coûts de financement, prix fixé : même l'aide de Trump pourrait ne pas suffire à assurer le redéploiement de l'industrie pétrolière américaine.

Sur le plan international, Trump veut revoir ses rapports avec le Moyen-Orient.

L'autre dossier important pouvant impacter le secteur pétrolier est celui de la politique internationale de Trump et, notamment, les relations qu'il envisage d'entretenir avec le Moyen-Orient. Dans les mesures évoquées à ce sujet figure notamment la possible suspension des achats de pétrole à l'Arabie Saoudite et à d'autres pays arabes, à moins que ceux-ci ne s'engagent à fournir des troupes armées pour lutter contre l'Etat Islamique ou à rembourser les efforts militaires américains (mars 2016, New York Times). A aussi été évoquée la possibilité de se payer « directement » en prenant le pétrole irakien et, surtout, l'idée de dénoncer l'accord nucléaire - jugé « désastreux » - signé avec l'Iran.

Il a parlé de dénoncer l'accord sur le nucléaire signé avec l'Iran.

La tentation pourrait être grande de dénoncer l'accord iranien. En effet, le pays se verrait alors à nouveau dans l'impossibilité d'exporter librement son pétrole, ce qui entraînerait immédiatement un rééquilibrage du marché mondial du pétrole, et une remontée des prix de l'or noir. Si certains ont évoqué l'impossibilité de revenir sur cet accord, des solutions techniques existent. L'accord n'est en réalité qu'un « executive order » signé par le président Obama et non ratifié par le congrès. Trump pourrait donc passer un ordre inverse. Au-delà, il pourrait, comme le prévoit l'accord, dénoncer des irrégularités dans la mise en œuvre du plan, ce qui obligerait l'ONU à un vote sur la poursuite de la levée des sanctions... où les USA pourraient mettre leur veto. Une telle mesure rendrait *de facto* impossible d'assurer les cargaisons et mettrait un frein immédiat aux exportations pétrolières du pays (lire [ici](#)). De son côté, la société Total qui vient de signer un contrat d'exploitation avec l'Iran se verrait sans doute dans l'obligation de mettre fin à son projet (lire [ici](#)).

Il en résulterait une hausse des prix mais cela ne réglerait pas tous les problèmes.

La hausse des prix qui s'ensuivrait probablement redonnerait des marges de manœuvre à l'industrie du « shale », servant ainsi les objectifs d'indépendance énergétique de Trump. Reste que l'autosuffisance américaine reste encore bien loin. Aujourd'hui, les USA importent encore plus de 25% du pétrole qu'ils consomment. En outre, le pétrole américain étant inadapté aux raffineries du pays, Trump ne peut pas fermer toutes les portes et devra faire des choix.

Les choix politiques de Trump au Moyen-Orient pourraient avoir des conséquences géopolitiques graves pour la zone géographique.

S'il décidait de dénoncer l'accord iranien et/ou de conditionner ou arrêter ses achats de pétrole saoudien, les conséquences géopolitiques pourraient s'avérer désastreuses. D'abord, de nouvelles tensions avec l'Iran permettraient sans doute aux durs du régime de se renforcer à la veille des élections présidentielles qui se tiendront en mai 2017. Ensuite, la situation irakienne, où les soldats américains travaillent en collaboration avec des milices soutenues par l'Iran dans leur guerre contre l'Etat Islamique, deviendrait difficile à gérer. Enfin, cela relancerait la course à l'armement du pays. Ce qui obligerait l'Arabie Saoudite, en particulier si Trump ne leur garantit plus sa protection, à rentrer elle aussi dans la course, menaçant de mettre le feu au Moyen-Orient tout entier à la moindre étincelle.

A court terme, la décision de l'OPEP sur sa production définira les options dont disposent Trump.

On le voit, l'élection de Trump sera lourde de conséquences pour les marchés pétroliers. Toutefois, compte tenu de l'incohérence d'un certain nombre des propos du président élu, il est pour l'heure difficile de savoir quelles seront les mesures finalement implémentées et, de fait, l'impact probable sur le marché. D'autant que Trump n'a pas à ce jour toutes les cartes en main : la décision de l'OPEP à la fin du mois de novembre s'imposera à lui. Qu'il le veuille ou non, Trump est toujours à la merci de l'OPEP...

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 rédiger le 18/11/2016.