

NOTE COMMODITIES

Septembre 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

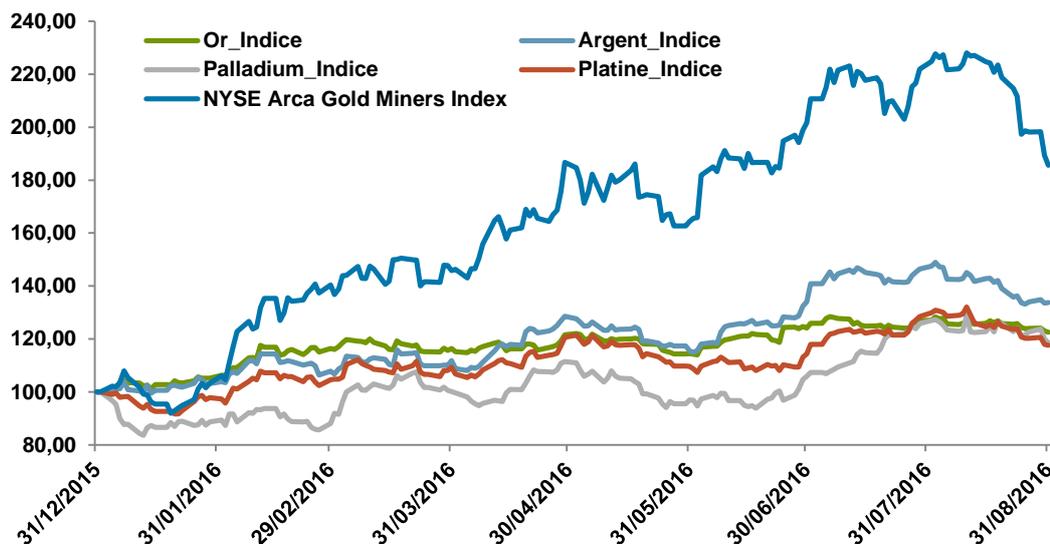
Or : Pourquoi et comment investir ?

L'or peut-il poursuivre sa hausse ?

Après un début d'année en fanfare, il est légitime de se poser la question de l'avenir des métaux précieux. Avec une appréciation proche ou au-delà des 20% sur l'année pour chacun des 4 principaux métaux précieux (or, argent, platine et palladium) et une hausse de plus de 85% pour l'indice global des actions minières aurifères NYSE ARCA Gold Miners Index, nombre d'investisseurs se demandent en effet si l'essentiel de la hausse ne serait pas derrière nous...

Performance des métaux précieux et de l'indice de compagnies aurifères NYSE ACA, du 31/12/2015 au 31/08/2016

Source : OFI AM

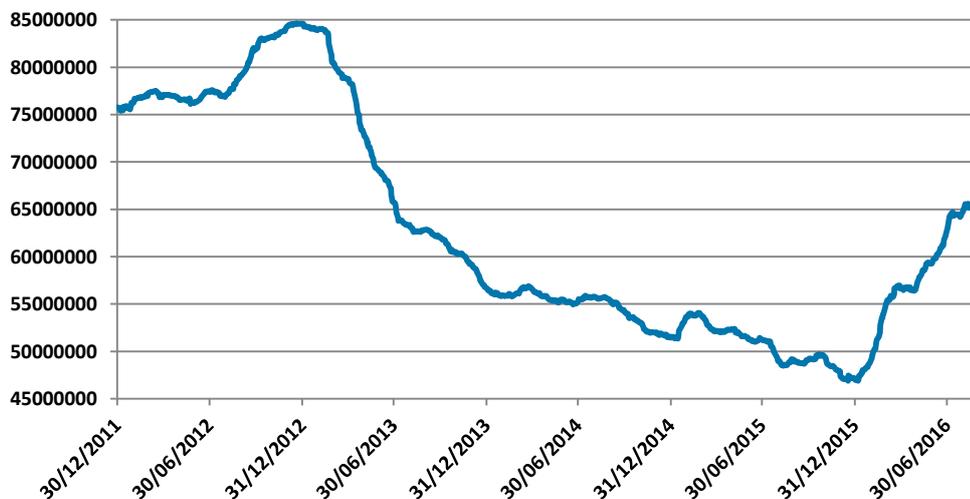


Avec une demande d'investissement qui reste soutenue...

Pour jauger du potentiel de poursuite de ce mouvement, il convient tout d'abord de rappeler les raisons d'une telle appréciation. Sur les métaux précieux, c'est une forte hausse de la demande d'investissement qui est à l'origine de l'accélération. Avec 115 tonnes achetées durant l'été, ce sont désormais 560 tonnes qui ont rejoint les coffres des investisseurs depuis le début de l'année. On a ainsi rattrapé 2 années et demie de vente !

Détention des ETF sur l'or, en millions d'onces

Source : Bloomberg



...Le faible niveau des taux d'intérêt qui reste favorable aux actifs réels,...

A l'origine de cet engouement pour le métal jaune : l'intérêt relatif de l'or comme actif financier, à l'heure où les taux d'intérêt ne rémunèrent plus le risque, et où désormais près de 13 000 milliards de dollars de dettes souveraines portent même intérêt négatif. C'est ce que nous appelons, dans notre note de conjoncture du mois de mai, la théorie de la relativité (lire notre note de mai [ici](#)).

...Le niveau d'endettement des états développés qui ne permet pas d'envisager une remontée rapide des taux d'intérêt,

Qui plus est, dans un contexte où les principales économies développées ont atteint des niveaux d'endettement pour beaucoup supérieurs à 100% avec des taux de croissance qui restent anémiques, le sentiment que cette situation de taux d'intérêt réels faibles ou négatifs va perdurer se développe (lire notre note de mars [ici](#)). C'est ainsi que Deutsche Bank, tout comme UBS, est passé à l'achat sur le métal jaune, avec un objectif à 1700 \$ l'once (lire [ici](#) et [ici](#)). De même, les plus grands gérants de hedge funds, de Georges Soros à Bill Gross (lire [ici](#)) en passant par Stanley Druckenmiller (lire [ici](#)) ou Jeff Gundlach (lire [ici](#)) sont tous des fervents adeptes de l'investissement dans l'or.

Le potentiel reste intact. Faut-il préférer l'or ou les minières ?

Dès lors, la question se pose du meilleur moyen de profiter de cette tendance. Certains penchent pour les actions des compagnies minières aurifères. Après avoir été très positifs sur cette classe d'actifs en début d'année (voir notre note de décembre, « les compagnies aurifères, prochaines licornes ? », [ici](#)), la forte hausse de ce secteur pousse désormais à la prudence. Quelle que soit l'approche retenue, la valorisation semble aujourd'hui élevée.

L'or dispose d'un potentiel d'appréciation plus large, et les actions valorisent déjà un cours du métal jaune supérieur au niveau actuel.

Ainsi, pour Deutsche Bank, la valeur de l'or évolue de manière totalement proportionnelle à celle du bilan des principales banques centrales. Avec une appréciation de celle-ci de 300% depuis 2005, une telle progression justifierait un prix de l'once de... 1700\$ (lire [ici](#)). De son côté, UBS affirme que, sur la base des méthodes de valorisation classiques où le cours des actions aurifères est fonction du cours de l'or, les actions intègrent un prix de l'or d'au moins 1489\$, à un taux d'actualisation de 5% (Gold vs. Gold equities – Fickle or fundamental, note du 16/08/2016. Pour plus de détails sur cette note, nous contacter). Conclusion : soit les actions sont trop chères, soit c'est l'or qui doit s'apprécier. Dans les deux cas, mieux vaut s'exposer au métal qu'aux actions aurifères.

L'investissement en actions est néanmoins souvent préféré par les investisseurs.

L'investissement au travers des actions est souvent préféré par les institutionnels. Habités à gérer des contraintes d'actif/passif et souvent effrayés par les problématiques de coût de portage des matières premières (le contango), ils sont rassurés par l'investissement en actions, et la visibilité que donne le versement du dividende qui lui est associé. Pour autant, il semble que, d'un point de vue de la gestion du couple rendement / risque, cette solution ne soit pas optimum. Les actions minières sont en effet porteuses de risques intrinsèques et ont souvent une volatilité supérieure à celle de l'or.

Toutefois, un investissement combinant une position actions globale et un investissement dans l'or en direct permet d'obtenir un meilleur couple rendement / risque.

C'est ce que révèle une étude menée par les équipes de recherche de PIMCO (lire [ici](#)). Il en ressort que, pour s'exposer au secteur des matières premières au travers des actions, il est plus pertinent de mixer un investissement dans un indice global tel que le S&P 500 d'une part, et dans des contrats à terme sur les matières premières d'autre part. En moyenne, un portefeuille synthétique diversifié de ce type conserve une corrélation élevée (0,80) avec un portefeuille sectoriel « matières premières », tout en assurant généralement un meilleur rendement et, dans tous les cas, un meilleur couple rendement / risque (Sharpe ratio). Cette analyse est particulièrement vraie pour le secteur aurifère, pour lequel le portefeuille synthétique réalise une performance nettement supérieure à un indice des compagnies minières aurifères, et ce avec un risque nettement inférieur ! Une contrainte, cependant : il est souvent nécessaire de recourir à un effet de levier, qui peut parfois poser problème à certains investisseurs...

Performances comparées d'un portefeuille synthétique (S&P 500 et contrats à terme) et d'un indice sectoriel d'actions matières premières

Source : PIMCO

Performance analysis		Broad NRE	Oil	Agriculture	Mines	Gold	Steel
Time period		12/1979 12/2015	1/1993 12/2015	12/1979 12/2015	1/1987 12/2015	1/1988 12/2015	1/1987 12/2015
Resource Equity	Performance	8.7%	9.7%	11.1%	9.0%	-1.9%	4.6%
	Volatility	20.4%	19.2%	21.8%	27.6%	37.4%	28.3%
	Sharpe ratio	0.19	0.37	0.29	0.20	-0.14	0.04
Replicating Portfolio	Performance	11.1%	7.8%	10.4%	11.8%	7.9%	13.4%
	Volatility	17.0%	13.6%	13.0%	18.5%	29.4%	23.5%
	Sharpe ratio	0.37	0.38	0.44	0.45	0.15	0.42

Green: Higher performance. Red: Lower performance. Source: Bloomberg, Kenneth R. French data library and PIMCO as of 31 Dec 2015

Note : NRE = Natural Resource Equities, actions ressources naturelles.

L'équipe de gestion actifs réels d'OFI AM a poursuivi cette étude, afin d'en vérifier les conclusions et leur application à un indice de métaux précieux plus diversifié, l'indice propriétaire OFI « Basket Precious Metals ». Cet indice est composé de 35% d'or, et de 20% de platine, de palladium et d'argent. Les 5% restants sont investis dans un produit de trésorerie court terme (eurodollar 3 mois).

Au terme de nos recherches, il ressort :

Appliqué à notre indice diversifié propriétaire sur métaux précieux, l'apport de cette réplique synthétique tant en performance qu'en volatilité est bénéfique.

- Qu'un portefeuille synthétique composé d'un investissement dans le S&P 500 et d'un investissement dans l'indice OFI « Basket Precious Metals » offre une bien meilleure performance, mais aussi un risque réduit par rapport à un investissement dans un indice d'actions minières aurifères (indice fourni par la Kenneth R. French library, utilisé par PIMCO dans son étude, et disponible [ici](#)).
- Qu'un investissement dans ce portefeuille synthétique est également bien meilleur qu'un investissement dans un portefeuille qui n'utiliserait que l'or, montrant l'intérêt de la diversification sur les autres métaux précieux. L'amélioration est vraie tant en matière de performance qu'en matière de volatilité. La corrélation de performance (0,52) est toutefois moins élevée que le résultat obtenu sur un portefeuille plus diversifié.

Ainsi, pour ceux qui seraient convaincus de l'intérêt d'une exposition aux métaux précieux mais qui souhaiteraient conserver un biais actions dans leur allocation, notamment pour des besoins de visibilité des revenus, un portefeuille synthétique combinant une exposition au S&P 500 à un investissement dans un indice de métaux précieux pourrait s'avérer judicieux...

Synthèse des résultats des simulations OFI AM et PIMCO sur la performance et la volatilité comparées d'un portefeuille d'actions matières premières et d'un portefeuille synthétique S&P 500 et Basket Precious Metals

		Etude PIMCO	Etude OFI AM
		OR	Basket Precious Metals
Investissement dans des Actions minières aurifères	Performance	-1,40%	-3,52%
	Volatilité	39,50%	38,59%
	Ratio de Sharpe	-0,1	-0,16
Portefeuille synthétique (investissement dans le S&P 500 et des contrats à terme)	Performance	10,30%	11,83%
	Volatilité	31,60%	24,46%
	Ratio de Sharpe	0,24	0,37

Les performances passées ne sont en rien une garantie des performances à venir.

Etude PIMCO / Gold : période 01/1993 - 12/2015

Etude OFI AM / Indice Basket Precious Metals : période 01/1997 - 12/2015 ()*

() : Performances reconstituées brutes de FdG,*

données disponibles depuis courant 1986 + 10 ans nécessaires pour calcul du beta 10 ans glissant

Pour l'étude d'OFI AM, l'investissement en actions est réalisé également uniquement sur des valeurs minières aurifères, étant donné l'absence de catégorie spécifique sur les minières spécialisées dans les platinoïdes. Les résultats diffèrent légèrement des résultats de PIMCO en terme de performance, la période sous revue pour les actions ayant été ajustée à la période d'étude disponible pour les contrats à terme.

PRODUITS PÉTROLIERS

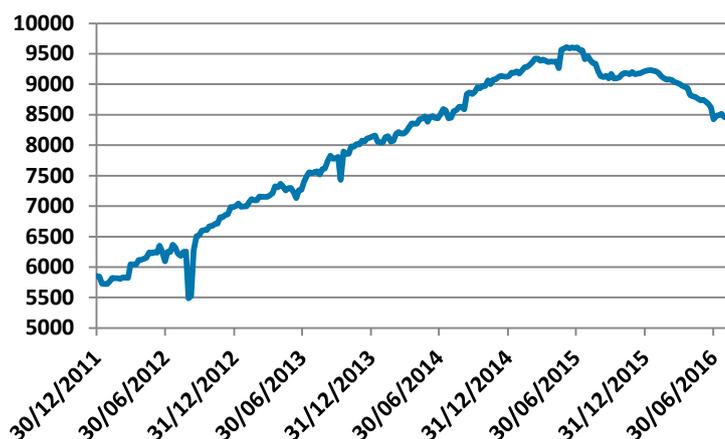
Pétrole : Et maintenant ?

Le pétrole s'est stabilisé entre 45 et 50\$ le baril cet été. Après la forte hausse en début d'année,

Après un été agité, les prix du pétrole semblent s'être stabilisés entre 45 et 50\$ le baril. Les prix ont amorcé leur rebond en début d'année, avec la réduction de la production liée aux interruptions imprévues au Canada (incendies de forêt), en Lybie et au Nigeria. La réduction des extractions américaines de pétrole de schiste ont ensuite accentué le mouvement. C'est maintenant 1 100 000 barils de production quotidienne qui a été perdue outre-Atlantique !

Production pétrolière américaine, en milliers de barils par jour

Source : Energy Information Administration, 26/08/2016



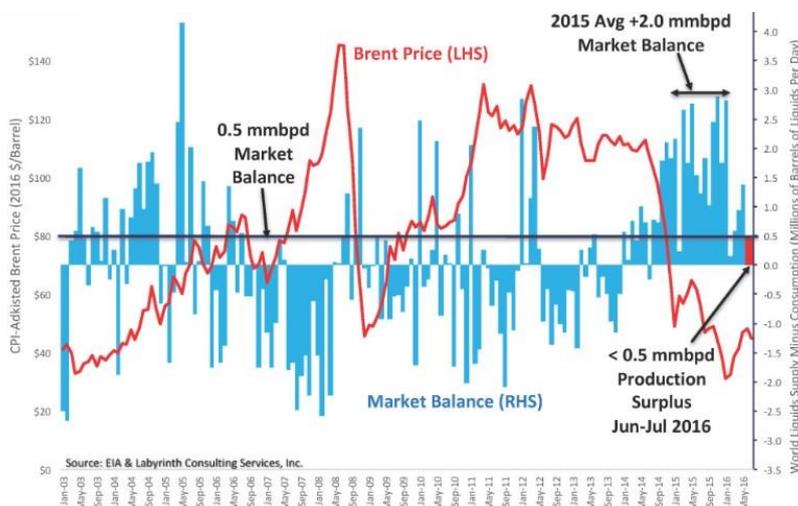
Des craintes sur la consommation et la remise en route d'une partie de la production ont pesé sur les prix.

Mais les craintes sur la consommation américaine ont ressurgi pendant l'été, avec la publication de mauvais chiffres de croissance, mais aussi l'annonce par le département de l'énergie d'une erreur d'estimation de la consommation nationale (lire [ici](#) et [ici](#)). L'erreur a tout de même conduit à surestimer la consommation de près de 600 000 barils par jour ! Le retour des capacités de production canadienne et la signature d'un accord de cessez-le-feu au Nigeria ont ensuite pesé sur les cours.

Le marché est à présent de retour à un niveau très proche de l'équilibre (500 000 barils par jour). En 2013 et 2014, à excédent comparable, le cours du baril était supérieur à 100 \$.

Prix du pétrole Brent (en rouge) et écart production/consommation (en bleu)

Source : EIA et Labyrinth Consulting Services Inc.

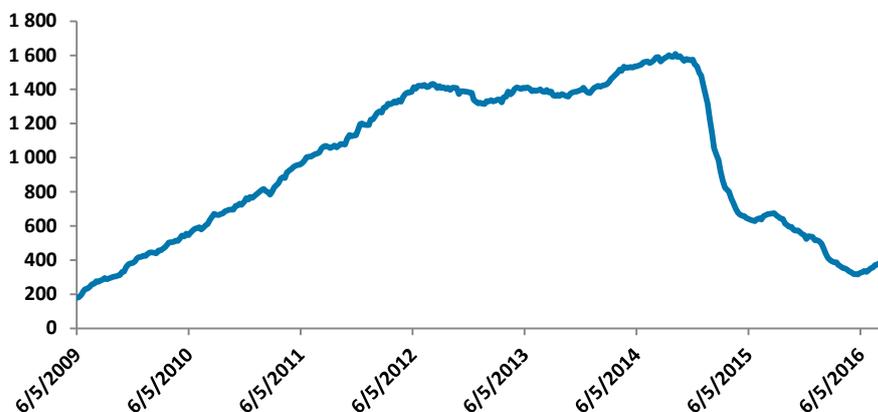


Cet équilibre va dépendre de la capacité des shale oil à redémarrer la production à ces niveaux de prix.

Au final, alors que l'équilibre semble proche, une question reste aujourd'hui en suspens : la capacité de la production américaine à repartir sur la base des cours actuels. Les déclarations se multiplient sur le sujet. Les producteurs de schiste auraient désormais fait de tels gains de productivité qu'ils seraient même plus compétitifs que les Saoudiens (lire [ici](#)) ! Preuve en est, selon eux, la reprise des forages aux Etats-Unis.

Nombre de forages, secteur pétrolier, USA

Source : Baker Hughes



Mais la reprise des forages est très localisée, sur le bassin Permien.

Toutefois, ces éléments sont contestables. D'abord, les forages ajoutés aux Etats-Unis restent peu nombreux. Ensuite, leur distribution est inégale. En effet, l'essentiel d'entre eux a été ajouté sur le bassin Permien, alors même que celui-ci ne représente qu'à peine plus de 20% de la production américaine de schiste et que les réserves prouvées de la zone sont très faibles : à peine 700 millions de barils selon les données de l'EIA ! Curieux...

Elle n'est pas justifiée par une meilleure rentabilité des projets, mais par la recherche de performance des investisseurs actions.

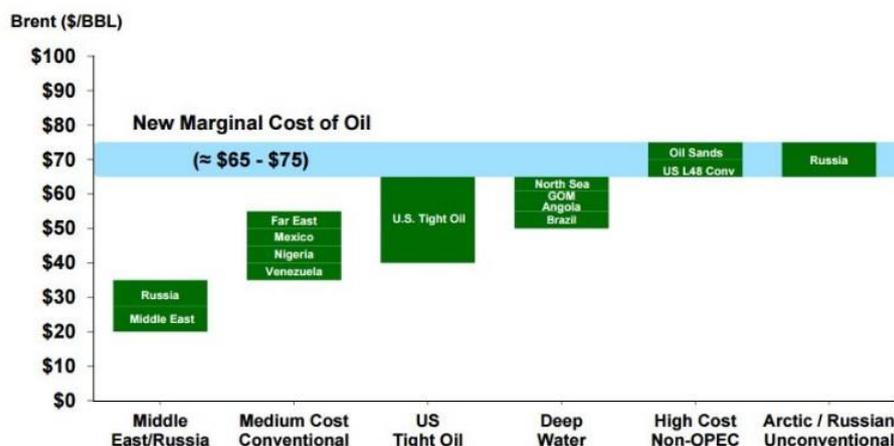
En réalité, il semble que ces forages soient la simple conséquence... de la faiblesse du niveau des taux d'intérêt ! En effet, les investisseurs, à la recherche de moyens de générer du rendement se sont depuis longtemps intéressés aux producteurs pétroliers américains. Or, il ressort aujourd'hui que le bassin permien est celui où la densité de puits forés et le coût d'extraction sont les plus bas. A ce titre, les sociétés les mieux placées et les moins endettées de cette zone trouvent assez facilement de nouveaux financements et sont en mesure de réaliser des nouveaux forages (lire [ici](#)).

Mais ces nouveaux investissements risquent de faire replonger les prix.

Le problème est que l'adjonction de ces nouveaux projets fait rebaisser le prix du pétrole et plafonne de fait l'augmentation de la production aux Etats-Unis. Ainsi, si ces sociétés ont, pour certaines, réalisé de très belles performances, elles restent malgré tout uniquement les moins mauvais élèves de la classe... Même avec un prix de 45\$ le baril comme actuellement, elles continuent à perdre de l'argent.

Coût de revient d'un baril de pétrole, par zone géographique

Source : PIRA



Note : le coût de revient inclut une marge de 10% ATROR.

De plus, le prix de vente du pétrole permien n'est pas celui du WTI.

En effet, même si certaines compagnies arrivent à exploiter des champs à un coût de revient de 40\$ le baril, il ne faut pas oublier que le pétrole de schiste reste un pétrole de moindre qualité. En conséquence, il est généralement vendu avec une décote, par rapport aux références pétrolières traditionnelles, de 5 à 10\$ par baril ! Ainsi, sur le mois d'août, le pétrole du bassin permien cotait en moyenne 7\$ le baril moins cher que le WTI (voir tableau ci-dessous).

Prix du pétrole WTI et du pétrole du bassin Permien

Source : Brynne Kelly, Twitter

	WTI	Perm Sweet
March Avg:	\$ 34.70	\$ 27.88
April Avg:	\$ 37.53	\$ 31.24
May Avg:	\$ 43.10	\$ 36.10
June Avg:	\$ 45.29	\$ 38.55
Jul Avg:	\$ 41.29	\$ 34.54
1-Aug	\$ 36.50	\$ 29.50
2-Aug	\$ 36.00	\$ 29.00
3-Aug	\$ 37.25	\$ 30.25
4-Aug	\$ 38.50	\$ 31.50
5-Aug	\$ 38.25	\$ 31.25
8-Aug	\$ 39.50	\$ 32.50
9-Aug	\$ 39.25	\$ 32.25
10-Aug	\$ 38.25	\$ 31.25
11-Aug	\$ 40.00	\$ 33.00
12-Aug	\$ 41.00	\$ 34.00
15-Aug	\$ 42.25	\$ 35.25
16-Aug	\$ 43.00	\$ 36.00
17-Aug	\$ 43.25	\$ 36.25
18-Aug	\$ 44.75	\$ 37.75
19-Aug	\$ 45.00	\$ 38.00
22-Aug	\$ 43.50	\$ 36.50
23-Aug	\$ 44.50	\$ 37.50
24-Aug	\$ 43.25	\$ 36.25
25-Aug	\$ 43.75	\$ 36.75
26-Aug	\$ 44.00	\$ 37.00
Aug Avg:	\$ 41.09	\$ 34.09

Il faudra donc un prix plus élevé pour rendre rentable même les producteurs qui auraient un coût de production de 40\$.

La nécessité d'un prix plus élevé pour re-solvabiliser les pétroliers nord-américains reste donc entière et la politique d'investissement menée actuellement reste très risquée... Le seul espoir qu'ont les investisseurs est une remontée rapide des cours du pétrole WTI au-delà des 60\$ le baril, pour commencer à reconstituer des marges. Dans le cas contraire, comme dans tous les schémas de cavalerie, il y aura quelques gagnants... et beaucoup de perdants. Mais il semble qu'investir dans des schémas de cavalerie soit devenu un principe de placement comme un autre à l'heure où les rendements ont « disparu » (lire [ici](#)).

L'OPEP l'a bien compris et pilote le prix du pétrole.

En tout cas, les membres de l'OPEP, eux, sont d'après leurs dernières déclarations visiblement très au courant de ce seuil de rentabilité (lire [ici](#)). L'avenir du pétrole de schiste est encore loin d'être écrit...

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 09/09/2016.