

NOTE COMMODITIES

Juin 2016

Suivez-nous !



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



MÉTAUX PRÉCIEUX

L'or et les Banques centrales

L'or a servi à asseoir la crédibilité des monnaies...

Jusque dans les années 30, l'étalon or constituait le système monétaire de référence. Pour asseoir la crédibilité des papiers monnaies, la banque centrale s'engageait alors à assurer à tout moment la conversion en or des billets en circulation, à une parité fixée à l'avance.

...même si la garantie qu'il apportait était soumise au risque politique.

En réalité, il ne s'agissait pas là d'une vraie couverture mais plus d'une garantie car au 19^{ème} siècle notamment, l'obligation était systématiquement levée dans les temps difficiles. Ce fut le cas par exemple en Angleterre, où le Peel's Bank Act a été maintes fois suspendu pour permettre à la banque centrale d'agir en tant que prêteur en dernier ressort. Ce fut également le cas pendant les périodes de crises, comme la première guerre mondiale. C'est ce qui a fait dire au philosophe anglais Bertrand Russell que « une garantie purement juridique, comme l'étalon-or, ne garantit rien en période de stress, et est inutile le reste du temps ».

La convertibilité était nécessaire à la création des monnaies.

Quoi qu'il en soit, dans l'instauration du papier monnaie, la certitude de pouvoir revenir à tout moment à l'or était un moyen d'assurer la confiance, afin que les investisseurs soient certains que les gouvernements n'allaient pas simplement imprimer des billets pour financer leur budget...

L'engagement des banques centrales à contrôler les prix l'a peu à peu rendue secondaire.

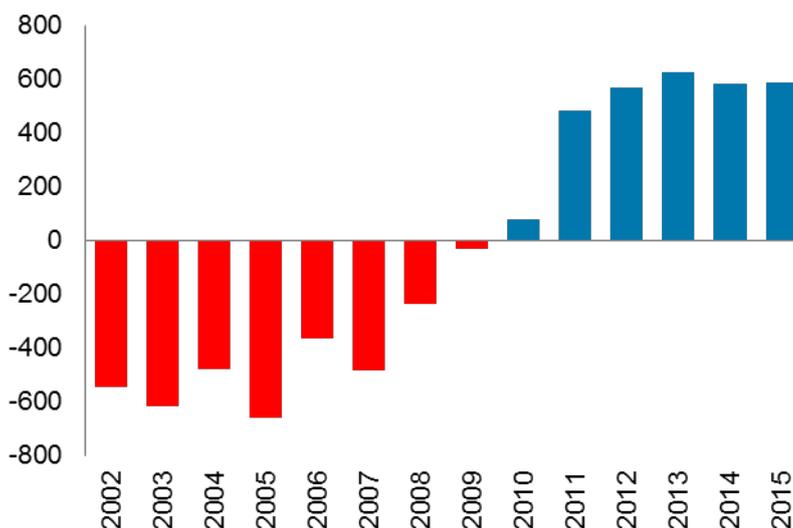
Progressivement l'or est passé au second rang comme étalon de référence. Après les accords de Bretton Woods en 1944 et jusqu'à leur suppression en 1971, la simple promesse d'échanger les dollars à un taux fixe à la demande d'une banque centrale suffisait à rassurer sur la solidité du système financier. Puis, la réserve fédérale américaine (FED) a mis fin à la convertibilité du dollar, et il est rapidement apparu qu'un système monétaire fiduciaire pouvait fonctionner sans référence à l'or, en s'appuyant sur un engagement clair des banques centrales de maintenir la stabilité des prix et de contenir l'inflation.

Les banques centrales ont ainsi cédé une partie de leurs stocks.

Avec l'habitude de recourir aux monnaies fiduciaires (du latin « fiducia », la confiance), l'or n'a donc plus de raison objective de figurer au bilan des banques centrales. C'est d'ailleurs sans doute ce qui a amené certaines d'entre elles entre 1971 et la fin de la décennie 2000 à se débarrasser d'une partie de leurs stocks d'or. Certaines ont même jugé utile de limiter leurs ventes par un accord (Central Bank Gold Agreement), afin de ne pas trop peser sur le marché.

Achats d'or par les banques centrales, en tonnes

Source : World Gold Council, 2015



Mais depuis 6 ans, les banques centrales des pays émergents achètent...

Il n'y aurait donc plus d'utilité aujourd'hui pour les banques centrales de posséder de l'or, dénué de tout rôle dans le système financier international. Et pourtant, depuis maintenant plus de 6 ans, les banques centrales sont devenues nettes acheteuses d'or. Alors que les banques centrales des pays développés ont arrêté leurs ventes d'or, après avoir lourdement été critiquées étant donné le mauvais timing de ces opérations (lire [ici](#) et [ici](#)), les

... pour diversifier leurs risques vis-à-vis des devises étrangères. L'or présente l'avantage de n'être la dette de personne.

banques centrales des pays émergents, devant l'explosion de leurs balances commerciales et de leurs réserves de changes, ont commencé à acheter de l'or à titre de diversification. Ainsi, les Banques centrales de Chine, de Russie ou encore du Kazakhstan, ont toutes augmenté sensiblement leurs réserves d'or ces dernières années. La raison en est simple comme nous l'explique Mervyn King, l'ancien gouverneur de la banque d'Angleterre de 2003 à 2013 : au-delà de la raison objective de diversification, de décorrélation et de survie, et malgré l'absence de rendement de cet actif, « lorsque des choses inattendues arrivent, particulièrement lorsque les gouvernements émergent ou s'effondrent, alors l'or est un moyen de paiement que tout le monde est prêt à accepter. C'est la raison pour laquelle les banques centrales ont toujours accordé un rôle à l'or dans leurs réserves ». Plus que cela, il ajoute, à propos des banques centrales des pays émergents : « je peux comprendre pourquoi ils ressentent le besoin d'avoir une partie de leurs avoirs sur l'or. Au cours de la dernière décennie, la créance de certains pays émergents sur les Etats-Unis s'est accrue. Qui sait de quoi demain sera fait, et la Chine et d'autres pays ne veulent pas se retrouver dans la situation où tous leurs avoirs internationaux sont dans les faits dépendants des USA. » En clair, l'avantage de l'or est qu'il n'est la dette de personne... Car King ajoute : « Bien sûr les Etats-Unis ne voudront pas revenir sur leurs dettes, mais si une conflagration terrible arrivait, alors tous les actifs chinois sur le sol américain pourraient être annulés ». Cela laisse sans voix dans la bouche d'un banquier central... (Pour retrouver l'intégralité de l'interview de Mervyn King, lire [ici](#), page 14).

Kenneth Rogoff leur propose même d'aller plus loin et d'augmenter leur allocation sur le métal précieux en vendant les obligations d'états qu'ils détiennent.

King n'est pas le seul à accorder un rôle de choix à l'or dans l'allocation des banques centrales. On a ainsi vu ces dernières semaines, émerger une proposition de Kenneth Rogoff, ancien chef économiste du FMI. Celui-ci conseille aux banques centrales des marchés émergents d'investir dans l'or ! Plutôt surprenant (lire [ici](#))... L'idée est la suivante : en ayant tous recours aux obligations d'état des pays développés pour investir leurs réserves de change, les banques centrales poussent les taux de rémunération de ceux-ci toujours plus bas. Si elles décidaient de vendre une partie de ces obligations (Rogoff parle de 10% du total de leurs réserves) pour acheter de l'or, elles transformeraient un actif dont le prix est bloqué par des taux proches de zéro, contre un actif – l'or – dont la quantité disponible est limitée, mais dont le prix, lui, peut évoluer sans limite à la hausse. En clair, Kenneth Rogoff est en train de nous dire que les banques centrales auraient tout intérêt à vendre de la dette d'état, pour acheter de l'or dont le prix pourrait s'envoler et leur profiter !

Les volumes concernés sont colossaux et pourraient faire fortement monter le prix du métal jaune.

Ce raisonnement appelle quelques remarques. D'abord, Rogoff propose aux pays émergents de transformer 10% de leurs réserves, arguant que cela les mettrait encore très loin des standards de détention des pays développés. Prenons l'exemple de la Chine qui, d'après l'économiste, possède actuellement des réserves de change de l'ordre de 3 300 milliards de dollars. On parle donc d'un achat d'or de 330 milliards de dollars de métal jaune soit, sur la base des cours actuels de l'once d'or, environ 8000 tonnes ! Pratiquement 2 ans et demi de production mondiale, autant que les réserves d'or de la FED ! Autant dire, comme le précise Rogoff, que le cours de l'or n'est pas limité à la hausse car, dans un tel scénario, il est très probable que le prix du métal jaune connaîtrait effectivement une forte appréciation. D'autant que nous n'avons parlé là que de la Chine...

Si les pays développés ont des réserves d'or qui s'apprécient en conséquence, quel impact attendre sur le coût de financement de la dette ?

Ensuite, l'argument de Rogoff est de dire que cette opération ne bénéficierait pas qu'aux pays émergents, dans la mesure où les pays développés possèdent déjà de grandes réserves d'or qui pourraient ainsi s'apprécier. Ceci est certes vrai, mais les réserves officielles de la FED par exemple, s'élèvent à 8000 tonnes aujourd'hui. Ce sont les plus importantes au monde. Ainsi, même un doublement du prix de l'or ne leur permettrait de gagner « que » 300 milliards de dollars, soit à peine 1,5% de PIB, et ce une seule fois. Mais il ne faut pas oublier par ailleurs, l'impact que les ventes d'obligations par les banques centrales émergentes auraient sur les taux d'intérêts auxquels pourraient se financer les économies développées. Et là, l'impact est durable et porte, pour les Etats-Unis par exemple, sur plus de 19 000 milliards de dollars de dettes...

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : La voiture électrique signe-t-elle la fin du pétrole ?

La Norvège et d'autres pays envisagent de bannir les véhicules à moteur thermique d'ici 2025...

Tremblement de terre dans l'industrie automobile : la Norvège a annoncé en début de mois vouloir totalement bannir les véhicules thermiques à horizon 2025 (lire [ici](#)) ! Elon Musk, le patron de Tesla, a répondu à cette nouvelle par la déclaration suivante : « Quel pays extraordinaire ! ». La semaine suivante, on apprenait que la Hollande envisageait la même décision (lire [ici](#)) et des rumeurs ont circulé sur une réflexion similaire en Allemagne. Au final, l'Allemagne aurait pour l'instant simplement précisé qu'un mandat de ce type serait nécessaire à horizon 2030 pour respecter les objectifs d'émissions de gaz à effet de serre (lire [ici](#)).

...pour réduire les émissions de gaz à effet de serre et limiter le réchauffement climatique.

L'objectif d'une telle mesure est clair : arriver à un parc automobile 100% électrique et régler définitivement le problème du changement climatique tout en se débarrassant de notre dépendance au pétrole. Le transport fonctionne aujourd'hui à plus de 90% à base d'énergies fossiles et est le deuxième plus important pôle d'émission de gaz à effet de serre (24% des émissions européennes, le transport routier dans son ensemble représente 71,9% de ce total), derrière l'industrie.

La mise en pratique d'une telle décision à un horizon aussi court est compliquée.

Mais passer de cette décision à la pratique n'est pas chose aisée et pose plusieurs questions. D'abord, sur la base du parc automobile existant aujourd'hui en Norvège et des nouvelles immatriculations, il faudrait déjà 15 ans pour arriver à l'objectif fixé par le gouvernement. Mais l'interdiction de vente des véhicules à moteur thermique ne sera effective qu'en 2025 et, d'ici là, même si les ventes de véhicules électriques progressent, les ventes de véhicules en général progressent elles aussi. Même si la croissance de l'électrique est plus rapide que les autres types de véhicules, il sera difficile d'atteindre l'objectif avant 2035.

Mais la voiture électrique n'est pas aussi propre qu'on pourrait le penser.

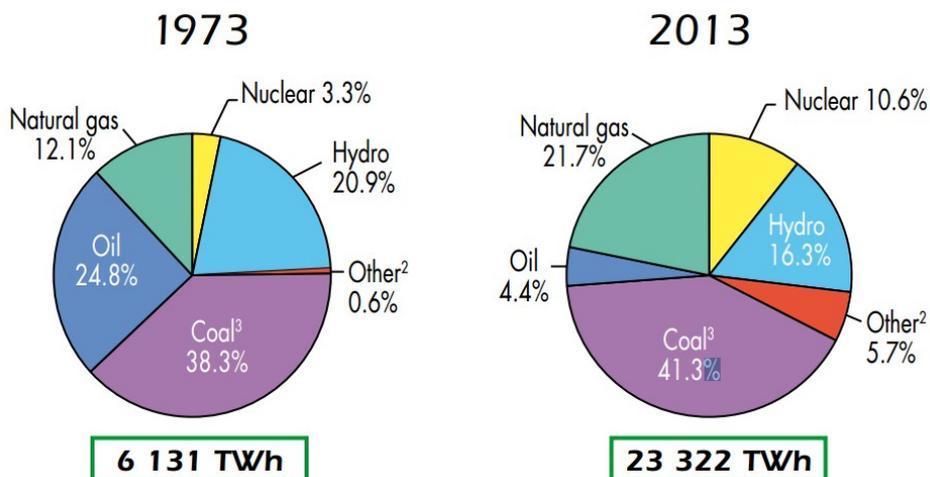
Par ailleurs, pour ce qui est de la réduction des gaz à effet de serre, cette décision pose question. L'idée que sous-tend une telle décision est celle martelée par les fabricants de véhicules électriques : ces véhicules sont « zéro émission » et ne polluent pas. Au-delà du débat sur la production de gaz à effet de serre pendant le processus de fabrication – auxquels certains constructeurs, comme Tesla, ont essayé de répondre en réalisant un outil de production à émission négative – se pose la question des émissions de gaz toxiques pendant la durée de vie du véhicule. En effet, comme le faisait remarquer Christophe de Margerie, l'ancien président de Total, ce que les constructeurs oublient de mentionner lorsqu'ils vendent un véhicule « propre », c'est ce qu'il se passe « derrière la prise » lorsque la voiture « fait le plein ». En effet, lors du processus de recharge, les véhicules électriques font appel à l'électricité produite par le réseau du pays où ils se trouvent.

L'électricité est aujourd'hui principalement produite à partir de charbon...

Or, aujourd'hui, le charbon constitue à lui seul la source de production de plus de 40% de l'électricité mondiale, et sa part a augmenté au cours des dernières décennies. Viennent ensuite le gaz (22% environ) et, dans une moindre mesure, le pétrole (4,4%). Les énergies non émettrices (hydro-électrique, nucléaire, éolien,...) représentent moins du tiers de la production mondiale.

Evolution de la production électrique mondiale, par source, en %

Source : IEA, Key World Statistics 2015

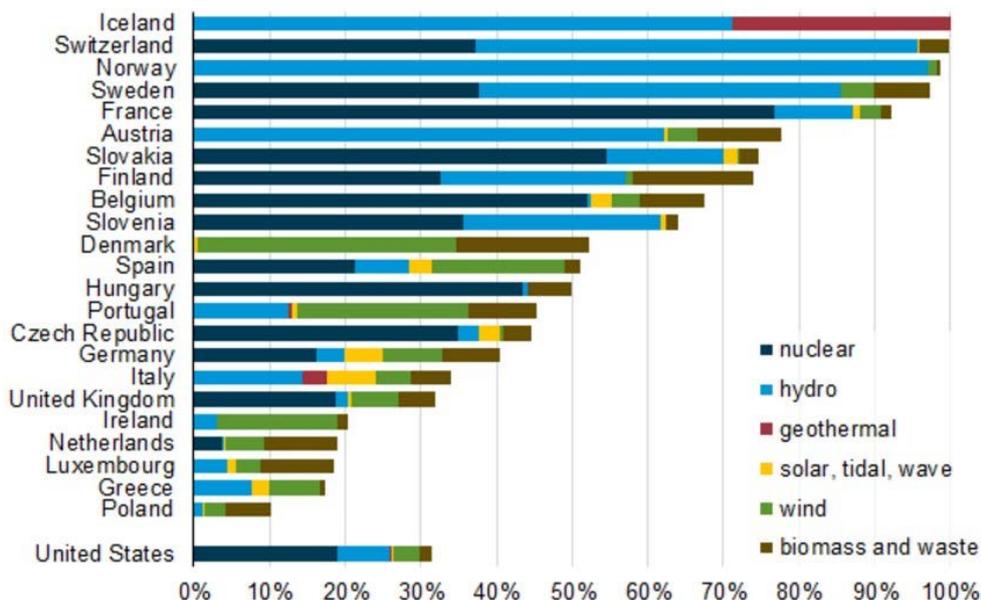


La Norvège est un cas à part, avec 95% de son électricité d'origine renouvelable...

La Norvège est néanmoins un cas à part. Avec plus de 95% de sa production électrique d'origine renouvelable, rouler à l'électrique est un acte écologique. De même, en France, où le parc nucléaire fournit près de 75% de l'électricité consommée, rouler avec un véhicule électrique est là aussi très propre.

Part de l'énergie électrique d'origine non carbonée en Europe et aux USA, en %

Source : EIA (2013)

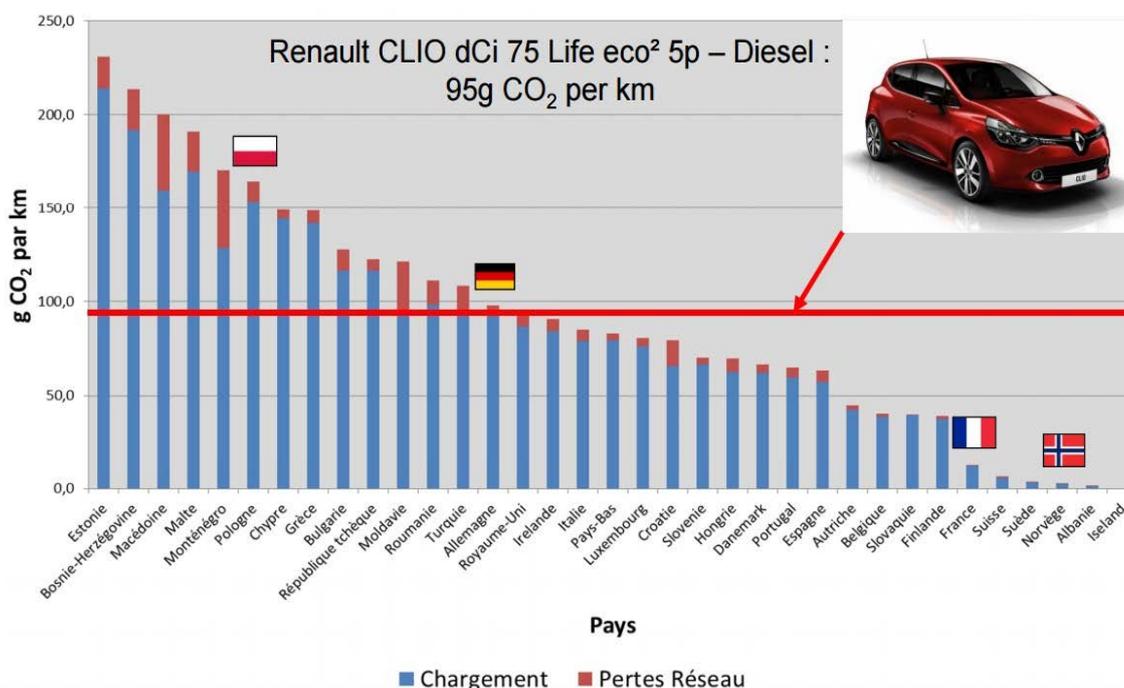


...mais ce n'est pas le cas partout.

Mais il n'en est pas de même partout dans le monde. Ainsi, une étude comparative menée sur la base du mix de production électrique de chaque pays, a fait ressortir que, pour beaucoup d'entre eux, il est préférable en matière d'émission de CO2 de rouler en véhicule thermique qu'en voiture 100% électrique !

Emissions de CO2 d'une Renault ZOE, 100% électrique, comparées à celle d'une Clio Diesel (ligne rouge) en Europe

Source : John Laurie, IEA, Renault



En Pologne, en Chine ou aux USA, on pollue plus en roulant en véhicule électrique !

Ainsi est-il plus intéressant de rouler en véhicule thermique en Pologne, où la majeure partie de l'électricité est produite à partir de charbon, mais aussi, dans une moindre mesure, en Allemagne. Pour ce qui est des grands marchés automobiles, la Chine fait partie des plus mauvais élèves (au niveau de la Macédoine) et les USA sont également mal situés et augmenteraient leurs émissions en passant au 100% électrique (le pays se situe au niveau de la Bulgarie).

Une transition énergétique est donc nécessaire, même si elle sera difficile à réaliser.

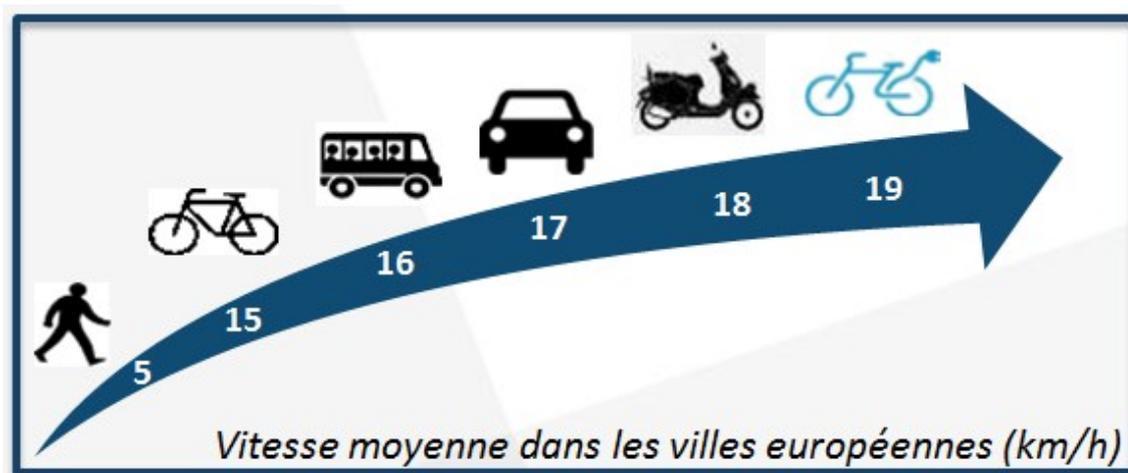
La transition vers le tout électrique devra donc nécessairement s'accompagner d'une transition énergétique, visant à modifier notre mix de production électrique. Et là encore, le challenge est de taille. En effet, selon une étude menée par les scientifiques du département recherche et développement d'EDF et publiée dans la Revue de l'énergie en 2007 (lire [ici](#)), avant même d'avoir un problème de mix énergétique va se poser le problème de la production d'énergie en quantité suffisante. En effet, selon eux, c'est avant 2040 que « la demande énergétique mondiale ne peut plus être satisfaite avec les technologies aujourd'hui opérationnelles » dans un scénario optimiste. Et ceci ne sera possible qu'avec une croissance modérée de la demande, malgré des hypothèses de croissance soutenue pour les renouvelables et les énergies conventionnelles (lire [ici](#)).

La frugalité énergétique et le changement de nos modes de déplacement est donc indispensable.

Le véhicule électrique n'est donc probablement pas la solution à nos problèmes environnementaux, et ne solutionnera pas en outre notre problématique de quantité d'énergie disponible. La solution consistera donc plutôt à repenser le transport (covoiturage, vélo, transport en commun...) et à nous inscrire dans une nouvelle logique : la frugalité énergétique. Rappelons par exemple que la vitesse moyenne constatée dans les villes européennes est de 15 km/h pour un vélo, 16 pour un bus et 17 km/h pour une voiture. Le moyen le plus rapide est le vélo électrique !

Vitesse moyenne constatée dans les villes européennes

Source : Frost & Sullivan, PREDIT, 6t-Bureau de recherche, 2015



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 23/06/2016.