



# PLATINIUM

## Flash Stratégie février 2016

### Le rôle inattendu des matières premières

Paris, le 4 février 2016

Au début de l'année 2015, le thème favori des gérants sur les matières premières était celui de l'impact positif sur la conjoncture mondiale de la baisse des prix des matières premières. Ce thème ne s'est jamais confirmé, à telle enseigne que les prévisions de croissance, notamment celles du FMI ont été régulièrement révisées à la baisse tout au long de l'année. C'est cette tendance baissière que nous avons privilégiée par rapport à l'euphorie déclenchée par le modèle de « l'alignement des planètes » qui considérait comme l'une des planètes la baisse des prix des matières premières et plus particulièrement le pétrole.

Aujourd'hui le raisonnement est inversé : le marché se demande s'il est possible d'envisager un retournement de tendance appuyé sur un rebond des prix du pétrole et des matières premières industrielles ? C'est en tout cas le moteur qu'attend le marché pour s'orienter à la hausse.

Que pouvons-nous dire sur cette reprise des cours et son *timing* ?



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

## Les métaux soumis aux aléas d'un cycle économique mondialisé.

### Métaux : Retour aux fondamentaux des cycles économiques.

L'analyse actuelle des marchés est celle qu'ils auraient dû pratiquer dès le début de l'exercice 2015. La baisse des prix des matières premières et notamment du pétrole n'était pas un « cadeau » fait aux économies développées généralement importatrices nettes de matières premières, mais l'indicateur d'un ralentissement marqué dans l'activité industrielle au plan mondial.

La Chine a été plus particulièrement incriminée dans cette tendance en tant que seconde économie mondiale et en tant que zone importatrice nette dans ce secteur. Et pourtant la Chine achète des matières premières en raison de la forte baisse des leurs prix. Normalement la Chine devrait contribuer à rétablir l'équilibre des prix. Il n'en est rien, c'est bien ce qui a inquiété les marchés.

### Aujourd'hui la croissance mondiale ne suffit plus à absorber les excédents de production de matières premières.

La crise actuelle est avant tout une crise (classique) de surproduction. En dehors d'une forte reprise de la croissance industrielle mondiale, peu probable, les prix des matières premières ne pourront reprendre de la hauteur que si intervient une réduction sensible de l'offre dans plusieurs secteurs, par exemple le cuivre, l'acier, le nickel, et surtout l'aluminium. La production d'aluminium a progressé de quelque 50% entre 2010 et

2015 alors que les prix à la tonne ont baissé dans la même période de 45%. D'importants ajustements restent à réaliser dans ce secteur en matière de capacité de production.

On peut enregistrer certains facteurs d'optimisme. Dans le cas de la plupart des métaux les stocks ont déjà fortement baissé pour rejoindre des niveaux à peu près compatibles avec la croissance actuelle. La baisse des prix qui a suivi rapproche les marchés des métaux de leur niveau d'équilibre. Par ailleurs, l'arrêt de la dégradation de la conjoncture générale de certains pays consommateurs nets, notamment l'Inde, pourrait aussi contribuer marginalement à rééquilibrer les différents marchés en particulier celui de l'acier.

### Essayons d'analyser l'évolution récente des cours des matières premières

Il faut garder en mémoire que les matières premières ont toujours connu des variations élevées dues à l'apparition et disparition périodiques de capacités en surproduction.

Précédant la période actuelle, l'histoire des matières premières métallurgiques a présenté différentes phases liées aux décalages par rapport aux cycles économiques, offrant elles-mêmes une forte volatilité. Si on regarde sur moyenne période l'évolution de l'indice des matières premières, on observe clairement deux phases de baisse et deux phases de hausse.

**Graphe I : Evolution de l'indice CRB (en bleu) depuis 1995**  
*Les périodes de QE sont représentées en gris*



De 1995 à 2000 l'indice CRB (Commodity Research Bureau) est passé de 300 à 220 soit plus de 25 % de baisse au cours d'une période où les opérateurs ne s'intéressaient qu'aux nouvelles technologies et les industriels subissaient le comportement des marchés.

De 2001 à 2007, l'indice s'est repris de 220 à 475 (+115%) pour traduire un net rattrapage des secteurs « bricks and mortar » s'appuyant sur les perspectives offertes par l'économie chinoise. Cette phase de hausse s'appuie sur des facteurs sains.

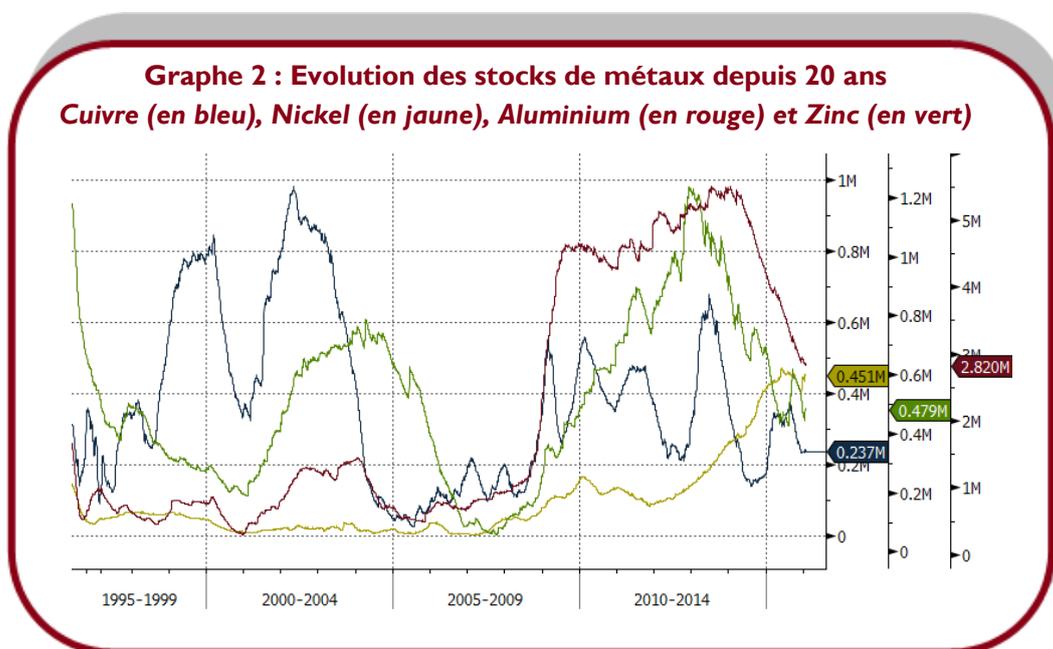
La récession de 2007/2009 a renvoyé l'indice autour de 320 (-30%) avant la bulle due aux QE de 2008 et 2010 où l'indice est remonté de 320 à 475 (+80 %). Depuis l'indice se replie et est revenu autour de 370/380 (-34 %).

### Encore un effet négatif des QE.

La situation actuelle est en effet, avant tout, le produit d'une gestion insensée des banques centrales outrepassant

leur fonction principale d'assurer la liquidité de l'économie pour, soit disant, créer de la croissance. Le processus a consisté à créer des liquidités dans l'espoir de les voir entrer dans le circuit de production. Ce modèle n'a pas fonctionné mais il a libéré des sommes considérables de monnaie cherchant à leur tour des placements rentables. Les placements en actions et en obligations en ont profité et se situent depuis plusieurs années au niveau de bulles financières. Toutefois, en l'absence de problème de stockage, ils n'inquiètent pas les acteurs économiques.

Il n'en est pas de même des matières premières pour lesquelles l'éclatement de la bulle de 2011 a débouché sur des livraisons physiques sans contrepartie suffisante venant de la demande industrielle. D'où la mise en place de stocks excessivement importants qu'il a fallu écouler peu à peu sur les marchés.



Dans le cas des métaux (LME de Londres ou au CME de Chicago) les stocks accumulés lors de la période 2010-2013 ont été peu à peu vendus sur les marchés entre 2014 et 2015, pesant lourdement sur les prix. Le mouvement s'est accéléré en 2015.

### Le retournement de tendance ne sera dû qu'à la réduction des capacités : il sera long à venir.

Hormis la baisse des stocks, aucun élément ne permet d'avancer que le mouvement est aujourd'hui terminé et que les prix ont retrouvé leur niveau d'équilibre. De fait, seules les réductions de capacités permettront d'envisager une baisse suffisante de l'offre et un retour aux prix d'équilibre.

Les opérations des principaux acteurs sont encore discordantes: réduction de capacités en Chine ou chez Rio Tinto mais extensions de capacités encore en cours chez BHP (+30% d'ici 2017) ou Anglo American (extension des capacités en cuivre et minerai de fer). Les écarts dus aux décalages entre investissements de capacités et évolution de la demande se réduiront peu à peu. C'est de ces ajustements que viendront les premiers signes de retournement mais ils seront longs à venir dans un environnement globalisé dont les capacités ont été perturbées par les excès de liquidités (QE) créées par les Banques Centrales.

## Le cas du pétrole: une explication économique mais surtout politique

### Une concurrence suicidaire qui a généré une spirale des prix à la baisse en 2014 et 2015.

Comme les autres matières premières, le pétrole a subi les effets de la récession de 2008/09 puis de la spéculation due au QE de 2010 et, enfin, a connu l'accélération de la baisse des matières premières en 2014 et 2015

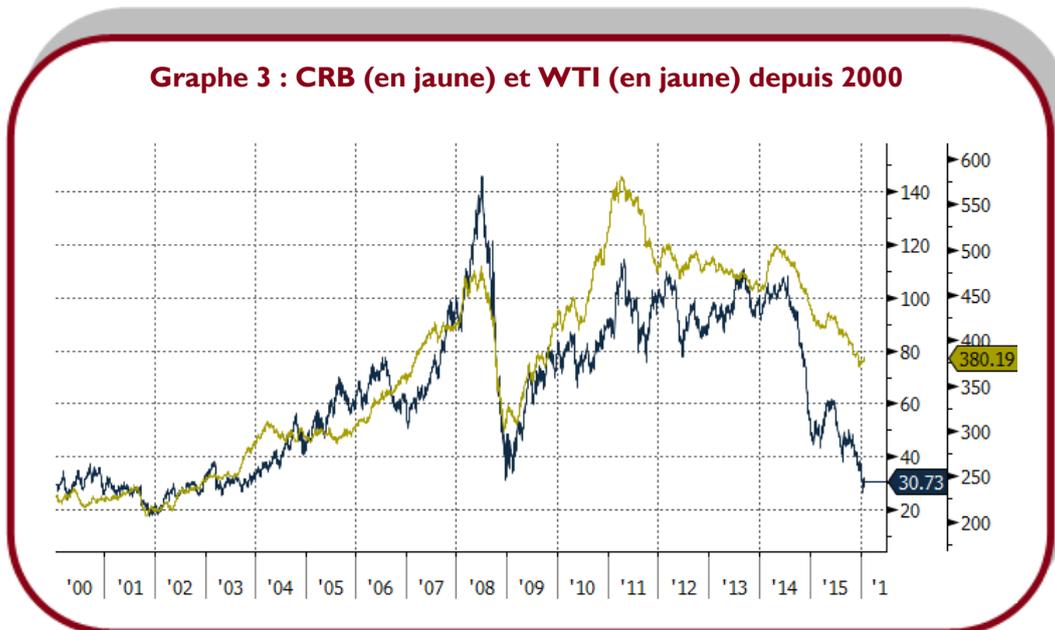
En revanche, la baisse des prix du pétrole est en fin de parcours, bien supérieure (-70 %) à celle des autres matières premières (-35%), d'autant que le pétrole n'avait bénéficié que partiellement de l'engouement spéculatif issu du QE de 2010. La raison fondamentale est que le pétrole est plus qu'une matière première, il est l'enjeu de conflits politiques.

Dans ce cadre, les pays producteurs sont loin de s'entendre et sont aux antipodes des accords de l'OPEP

des années 70. Tous voudraient des prix élevés mais aucun ne veut réduire sa production pour diminuer l'offre globale, comme le faisait en son temps l'Arabie Saoudite. Résultat, le secteur souffre d'une offre surabondante, probablement sans précédent.

Cette offre est en partie le résultat de la concurrence entre les grands pays producteurs, et subit une spirale baissière venant des besoins essentiels de liquidités émanant de certains pays producteurs. A la suite des pertes de ces dernières années ils sont poussés à utiliser leurs réserves de change qui sont très importantes mais pas illimitées. Ainsi l'Arabie Saoudite a consommé en une année 20% de ses réserves. Même la Norvège est touchée par ce processus comme, bien évidemment, le Venezuela, le Nigéria la Libye ou la Russie pour ne citer que ceux qui se sont exprimés.

Graphe 3 : CRB (en jaune) et WTI (en bleu) depuis 2000



### L'offre est surabondante mais la demande est elle-même insuffisante.

La baisse des prix du brut est également due à l'insuffisance de la demande. C'est ce facteur que privilégient les marchés qui avaient établi des plans de croissance de la demande de pétrole basés sur la demande chinoise. Or la demande chinoise est bien inférieure à celle qui était attendue, même si la Chine reste un importateur net et si, habilement, elle appelle à une hausse des prix du baril qui masquerait en partie l'impact de la faiblesse de la conjoncture du pays.

Outre la Chine dont l'effet sur la croissance de la demande mondiale s'est avéré très limité, la baisse des prix qui devait renforcer la demande des consommateurs, en les subventionnant en quelque sorte, a aussi échoué. Le niveau moyen des prix en 2015 (50 \$) est en recul sur le niveau moyen de 2011/2014 de 50 % environ. Soit sur un marché de plus de 90 millions de barils jour une « subvention » de l'ordre de 2500 milliards de dollars en année pleine ou 3% du PIB mondial. Ces 3% ne se sont pas retrouvés dans la croissance 2015 puisque ce montant dépasse à lui seul la prévision totale de la croissance mondiale du FMI.

Toutefois on peut imaginer que la subvention se diffusera dans l'économie mondiale progressivement et que 2016 devrait bénéficier au moins partiellement de cette manne comme ce fut le cas en 2009/2010 où l'économie mondiale avait redémarré en grande partie grâce à la baisse des prix du brut.

### **Le facteur aggravant : la guerre au pétrole de schiste.**

Les pétroles de schiste des Etats-Unis sont dans le colimateur de l'Arabie saoudite. La baisse des prix du pétrole touche fortement tous les grands pays producteurs y compris les Etats-Unis dont le secteur pétrole de schiste est menacé.

Certaines entreprises productrices qui exploitent le pétrole de schiste sont fragilisées voire sous la menace de dépôt de bilan. Globalement ces sociétés devront réduire leurs dettes qui atteignent aujourd'hui quelque 500 milliards de dollars. Plusieurs dossiers sont en cours dans lesquels la dette due par les sociétés est souvent supérieure au prix proposé pour la cession des actifs. Sauf rebond improbable des prix du pétrole il faut s'attendre à des faillites répétées.

Les sociétés en cours de règlement judiciaire sont de petites sociétés du type Samson Resources avec une dette de 4.2 milliards de dollars, ERG en faillite pour 400 millions de dollars, Quicksilver Resources avec plus

de 2 milliards de dettes. Les procédures se multiplient et s'accroissent. Sauf opérations de rachats par les grandes compagnies pétrolières plus diversifiées, il y a des chances que le modèle se répète et débouche sur de nombreuses faillites et de fortes pertes.

Nous ne résisterons pas à rappeler qu'une partie de cette dette est d'origine extra-bancaire et provient des sommes déversées par le QE qui sont allées s'investir en dette privée à des taux certes positifs mais très inférieurs aux niveaux que la rémunération du risque pris aurait nécessité.

Globalement la dette de ces sociétés, qui représente quelque 1000 milliards de dollars, soit 6% du PIB américain ne sera pas remboursée. Il ne faut pas oublier que nombre de nouveaux puits ont été ouverts sur la base d'un baril à 100 dollars. Même révisées les projections y compris celles des banques centrales n'ont jamais été inférieures à 50/60 \$ le baril. A moins de 30 dollars le baril il serait étonnant que plus de la moitié des acteurs réussisse à équilibrer leurs comptes. Quelles que soient les solutions apportées au cours des prochains mois (faillites, reprises, fermetures de puits...), il existe un risque que ces défauts pèsent sensiblement sur la croissance, compte tenu des sommes mises en cause.



## Conclusion : des marchés conflictuels longs à retrouver les prix d'équilibre.

Les métaux suivent un parcours connu, celui des hauts de cycles où les capacités de production continuent de se développer alors que le cycle est déjà en voie de retournement. Les baisses de prix qui en résultent amènent des fermetures d'usines voire des faillites et au bout du compte une récession. La différence avec les cycles précédents vient de l'importance des créations de capacités due aux espoirs mis dans la croissance de l'économie chinoise et à la surabondance de liquidités en quête d'emploi. La phase de stabilisation des cours pourrait commencer à s'enclencher mais le retour à l'équilibre sera retardé d'autant.

Le marché du pétrole s'est quant à lui profondément transformé. Autrefois basé sur un accord tacite entre les Etats-Unis et l'Arabie saoudite, il permettait à cette dernière d'arbitrer les prix. Aujourd'hui, le nombre de producteurs a augmenté alors que l'OPEP n'a pas modifié sensiblement son propre cercle et ne représente plus que quelque 30% de la production mondiale. L'accord tacite Arabie Saoudite Etats-Unis ne semble plus fonctionner. Au contraire les Etats-Unis qui sont devenus les premiers exportateurs de brut sont attaqués par leurs ex alliés qui voient leur pouvoir menacé. D'autant que le retour de l'Iran sur les marchés attaque à son tour la position de l'Arabie Saoudite. L'enjeu dépasse les problèmes de capacités et de prix. Il peut aussi faciliter de nouveaux accords, par exemple entre l'Iran et l'Arabie Saoudite.

La sortie du mouvement de baisse des prix sera certainement politique. Elle arrivera par surprise et la remontée des cours sera d'autant plus violente que la phase de baisse a duré. Ensuite il n'est pas évident que les prix s'installeront à des niveaux comparables aux prix précédents.

Reste l'analyse conjoncturelle. L'effondrement des prix des matières premières industrielles est bien évidemment dû aux surcapacités de production installées. Il est aussi dû aux excès d'optimisme dans l'estimation de la croissance mondiale. Les marchés de métaux ont été les premiers à sanctionner cet excès d'optimisme. Les marchés d'actions et les marchés de taux les ont suivis. Pour autant les marchés n'ont pas encore intégré une récession. Or celle-ci n'est pas totalement à exclure, en raison de l'avancement vers sa fin du cycle de l'économie américaine et d'un possible « crash landing » de l'économie chinoise surendettée, surinvestie et sur équipée en logements inadaptés au marché.

### Que retenir ?

Les matières premières industrielles ont commencé à réorganiser leurs marchés avec la baisse très nette des stocks.

Le marché du pétrole s'est beaucoup plus dégradé au cours des derniers mois que celui des autres matières premières.

Hors accord politique contraignant la situation du marché pétrolier sera très difficile et très longue à restaurer.

Les premiers rebonds sont attendus en 2016. Les prix d'équilibre seront retrouvés sans doute au delà de 2016



Jean Borjeix  
Gérant  
jborjeix@platinum-  
gestion.fr

#### Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement