



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Matières premières: le pire est derrière nous...

15 mai 2012

Focus : Il faut croire à la convergence positive des cycles conjoncturels

Points clés:

- Les indices matières premières reflètent déjà des perspectives très moroses
- Les attentes sont désormais très faibles
- La croissance n'est de loin pas morte et pourrait surprendre positivement au second semestre

Les prix du pétrole devraient montrer le chemin. Les métaux industriels, l'argent et l'or pourraient aussi surperformer. Situations spéciales dans les produits agricoles.

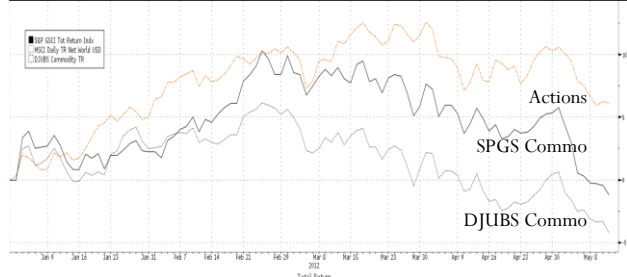
Les indices matières premières ont déjà réagi aux risques de faiblesse conjoncturelle

Les cours des matières premières ont été sensiblement plus affectés par les statistiques macro-économiques récentes qui laissaient apparaître en fin de 1^{er} trimestre de nouvelles incertitudes en matière de croissance aux USA et en Chine. Alors que les marchés actions chutaient d'environ -5% depuis leurs plus hauts points de la mi-mars, l'indice S&P Goldman Sachs Commodity abandonnait plus de -10%.

Matières premières vs Actions internationales (USD)

Dates	12/30/2011	05/11/2012	Période	Quotidienne	133 Day Période
Titre	Devise	Appréciation du prix	Total Return	Différence	Equiv annuel
1. SPGSCITR Index	USD	-1.21%	-1.21%	**	-7.31%
2. NDDUINT Index	USD	6.10%	6.10%	**	17.65%
3. DJUBSTR Index	USD	-4.19%	-4.19%	**	-11.08%

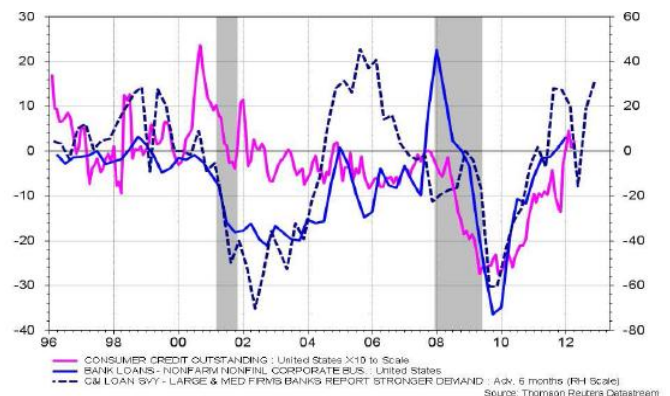
** Pas de dividendes ou coupons



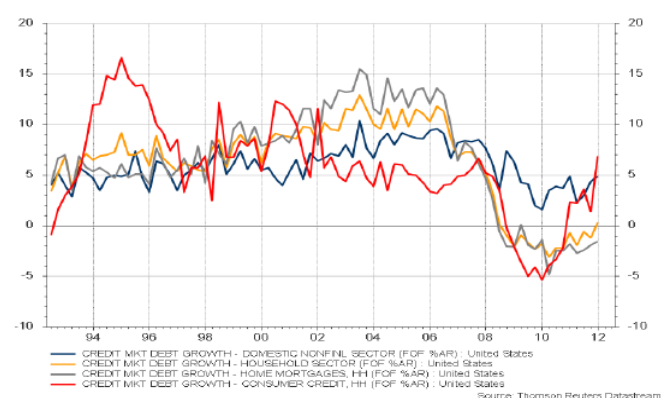
Source : Bloomberg

Rien de très nouveau pourtant au cours de ces derniers mois. La conjoncture mondiale n'a en effet pas montré de signes d'accélération ni de fort ralentissement. **Cette phase de transition, qui a débuté ce second trimestre, est donc caractérisée par des nouvelles parfois contradictoires soufflant le chaud et le froid en alternance avec des indicateurs de PMI et des indicateurs avancés encore trop souvent oscillants.** Malgré des données fréquemment encourageantes aux USA, comme l'accélération du crédit à la consommation (une des données les plus fiables de l'amélioration du climat de consommation et de la conjoncture réelle), le niveau élevé d'optimisme des indépendants (NFIB) et l'amélioration des chiffres de l'emploi, les doutes sur la solidité de la croissance chinoise semblent toujours affecter les investisseurs et freiner leur optimisme.

Croissance du crédit aux USA



Croissance de la dette aux USA



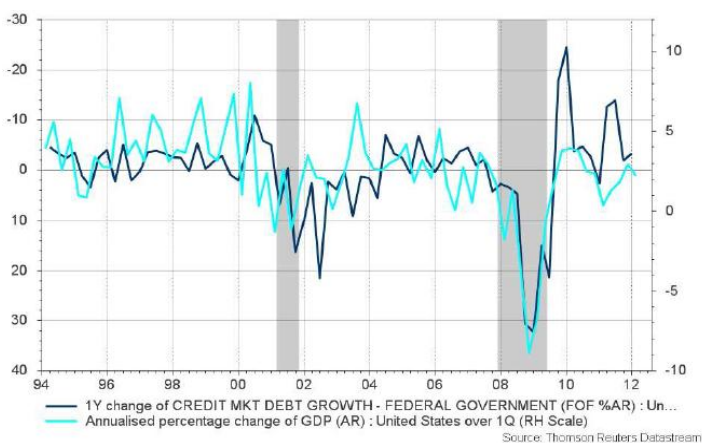
En Europe, le débat entre austérité et croissance est enfin lancé et ne fait que commencer, d'autant qu'il est alimenté par une banque centrale européenne plus tentée par des mesures de soutien conjoncturel que par une austérité dogmatique. Il est enfin temps de s'interroger sur l'opportunité et le bien fondé de mesures d'austérité implémentées au mauvais moment du cycle conjoncturel alors que l'exemple donné par les Etats-Unis semble fonctionner. Le crédit repart et la croissance se renforce.

Combien de temps faudra-t-il à l'Europe pour définir une nouvelle feuille de route qui pourrait enfin laisser entrevoir une prochaine sortie de récession ?

Difficile à dire, mais la nouvelle tendance pour moins d'austérité et plus de croissance pourrait rapidement placer l'économie mondiale sur un rail de croissance désormais partagé par toutes les régions. **Un tel alignement des cycles conjoncturels sera clairement favorable aux matières premières et pourrait être déjà anticipé dans les prochaines semaines.**

Il faudra aux Européens sans doute plus de temps et de créativité qu'il n'en a fallu au gouvernement américain, mais la voie est tracée et elle restera un « benchmark » observé au cours des prochains trimestres... La sortie de la récession s'est accompagnée d'une hausse de la dette !

Croissance de la dette fédérale vs. GDP

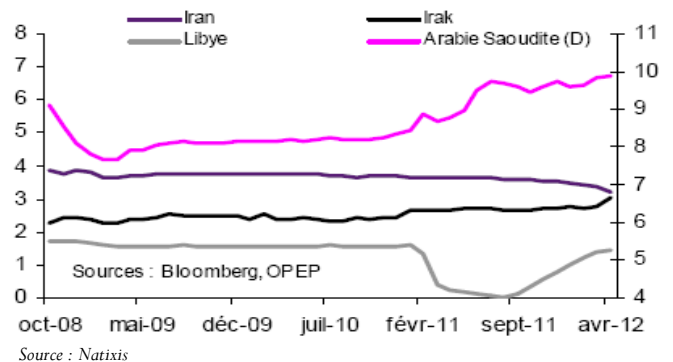


Baisse des tensions géopolitiques et augmentation de l'offre de pétrole de substitution

Sur le plan géopolitique, la prime de risque qui s'était constituée sur les prix du pétrole a désormais probablement disparu avec la chute des cours du brut de 105 USD à 95 USD en trois jours. Dans la phase initiale de hausse des prix du brut de janvier et février, la demande chinoise était liée à l'augmentation des stocks stratégiques

alors que la Chine diminuait ses importations d'Iran. Le bras de fer engagé avec l'Iran avait tout d'abord provoqué une hausse des cours, qui avaient culminés avec les risques de blocage du détroit d'Ormuz. Afin de calmer les tensions et écarter l'éventualité d'une hausse spéculative et l'affolement du marché, l'Arabie Saoudite avait indiqué qu'elle mettrait à disposition les quantités nécessaires au fonctionnement du marché mondial de l'énergie. **On observe effectivement qu'au cours des six derniers mois le retour du brut libyen sur les marchés a été accompagné d'une forte progression de la production saoudienne et du passage de l'Irak en deuxième place des exportateurs de brut de l'OPEP.**

Estimations de la production de pétrole brut (Mb/j)



La baisse des prix du pétrole trouve donc aussi son fondement dans une hausse sensible de la production plutôt que dans les seules craintes de ralentissement économique.

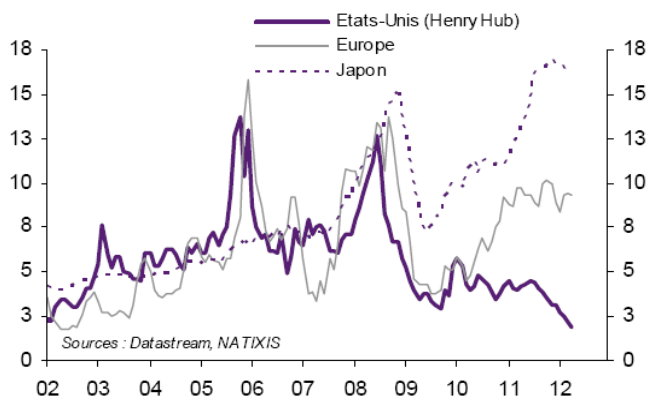
Si l'ensemble des matières premières a connu une phase de déclin relatif ces derniers mois, il faut relever que les plus fortes baisses sont plutôt à rechercher du côté des produits agricoles pour des raisons climatiques (Maïs -10%, Blé -8%, Café -22%, Sucre -13%, Coton -13%), du brut (WTI -4.5%) et du gaz américain (-18%).

Comme toujours, les matières premières et notamment l'énergie ont tendance à réagir fortement aux changements de prévisions conjoncturelles à court terme, mais le scénario global reste très favorable à cette classe d'actifs pour la fin de 2012 et 2013.

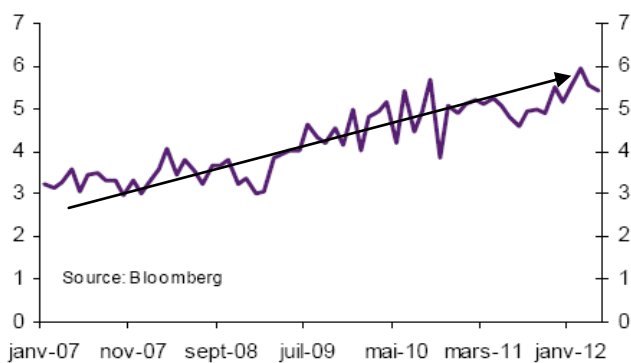
La croissance de la demande mondiale de pétrole devrait dépasser théoriquement la production à l'horizon 2022. Mais entre-temps, les importations chinoises devraient poursuivre leur tendance haussière après ce léger fléchissement. Au Japon, la défiance à l'égard du nucléaire devrait persister et le redémarrage des centrales japonaises n'est pas pour tout de suite. Dans l'archipel nippon comme aux USA, la part du gaz naturel dans la production

d'électricité a augmenté. Cela dit, les cours du gaz naturel aux USA pourraient rester bas encore quelques mois en raison de la forte production de gaz de schiste. Une situation différenciée entre les régions (Etats-Unis, Europe et Japon).

Prix du gaz naturel (\$/MMBTU)



Importations chinoises de brut (Mb/j)



Source : Natixis

Alors, pourquoi les matières premières ne réagiraient-elles pas désormais aux surprises positives sur le plan économique ?

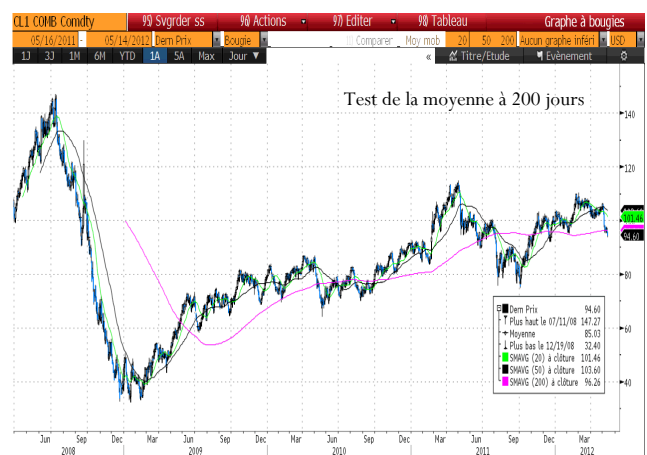
La croissance chinoise ne s'effondrera pas et l'économie américaine est sur la voie de la reprise. Nous ne croyons pas à la faiblesse durable des statistiques publiées récemment et qui ont ravivé les inquiétudes des investisseurs. La croissance résiste en Allemagne et des signes de rebond dans l'activité se présentent au Royaume-Uni. La prise de conscience récente qu'il fallait accompagner l'austérité actuelle de nouvelles mesures complémentaires destinées à remettre un peu plus de croissance au centre des préoccupations et des actions concrètes dans ce sens devraient à terme produire des effets positifs. **Les craintes d'un affaissement conjoncturel nous semblent ainsi surévaluées et les cours des matières premières certainement trop déprimés. Le salut viendra sans doute de**

prochains signes avant-coureurs de renforcement conjoncturel en Chine et aux USA.

Pétrole : retour prochain de la tendance haussière

L'augmentation de la production de brut saoudien visant à réduire les tensions sur les prix a porté ses fruits et ne nous semble pas souhaitée à plus long terme, tandis que la production de brut libyen a déjà retrouvé un niveau historique moyen. La Chine a effectivement moins consommé mais les importations ne peuvent que progresser. La fermeture des centrales nucléaires japonaises implique un besoin accru d'alternatives. La substitution du gaz de schiste est un phénomène exclusivement américain et ne peut avoir des effets plus durables aux USA, alors qu'en Europe et en Asie les prix du gaz se tendent de concert. La chute récente du cours du pétrole s'inscrit toujours dans une progression régulière entamée en 2009 lors de la reprise du cycle conjoncturel actuel. Le test de la moyenne à 200 jours devrait être considéré comme une opportunité de renforcer les positions.

Pétrole (WTI) 2008-2012



Source : Bloomberg

Métaux précieux : consolidation avant une prochaine phase haussière

L'évolution du cours de l'or a été pénalisée par l'amélioration générale du climat boursier. L'intérêt des investisseurs pour les ETF sur l'or a diminué avec l'augmentation de leur appétit pour le risque. Ce désintérêt nous semble temporaire. Les banques centrales restent toujours acheteuses, officiellement 58 tonnes d'or de réserves supplémentaires ont été ajoutées en mars 2012. Ceci représente une accélération par rapport aux 440 tonnes achetées en 2011. Globalement, si les risques d'un QE3 diminuent selon nous aux USA, une nouvelle attitude beaucoup plus souple de la part des autorités

monétaires européennes pourrait avoir le même effet sur les anticipations des investisseurs sur le prix du métal jaune. Si par ailleurs on assistait finalement à l'alignement des cycles conjoncturels, les attentes seraient encore renforcées par le risque de redémarrage de l'inflation.

Quant à l'argent, le « Silver Institute » publiait un surplus de 5'000 tonnes en 2011 qui pourrait encore se renforcer en 2012.

Métaux industriels : toujours influencés par la phase de consolidation de l'économie mondiale

Les métaux industriels souffrent toujours de la perception de ralentissement conjoncturel. Mais nous attendons une reprise du cycle économique qui devrait rapidement soutenir de nouvelles progressions et ajustement des cours des métaux de base. L'industrie automobile progresse aussi bien dans les pays émergents que dans les plus grandes économies (1'000'000 de nouveaux véhicules vendus en Chine en mars). La baisse des taux dans les économies émergentes devrait relancer la dynamique des ventes de voitures. Aux USA, la demande d'Aluminium progresse, mais les stocks restent élevés et les conditions d'excès de l'offre persistent. Une image différente pour le Cuivre dont la demande excède toujours l'offre.

Produits agricoles : les prix reflètent déjà des conditions de production favorables

Les produits agricoles ont souffert de meilleures conditions de production un peu partout dans le monde et notamment aux Etats-Unis, où des températures hivernales particulièrement douces ont permis des semailles précoces. Les perspectives sont donc bien meilleures et la récolte américaine de blé était supérieure à celle de l'année précédente. Des conditions qui devraient se renouveler pour le printemps. L'offre mondiale a toutefois été revue à la baisse pour 2012. En Europe, la production était en baisse, mais les perspectives pour les autres régions restent très favorables.

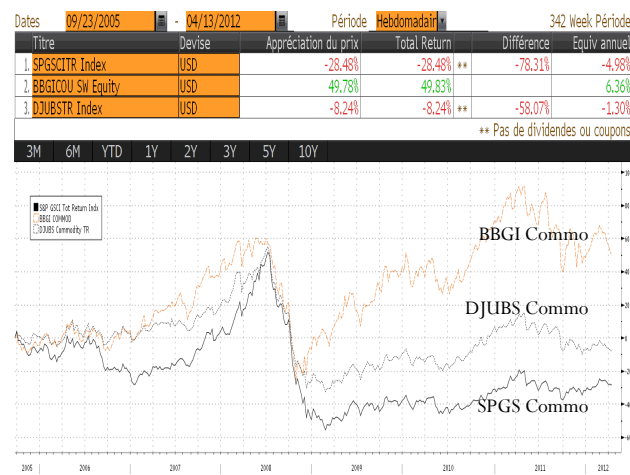
Une situation similaire pour le maïs dont les surfaces plantées sont en progression et atteignent un record historique. La demande de l'industrie du biocarburant, en baisse en raison de stocks importants, ne devrait pas soutenir les cours.

Conclusion : la correction globale des matières premières nous semble proche de son terme

Tous les secteurs des matières premières ont entamé une phase de correction en mars 2012. Si dans certains cas, des situations spéciales justifiaient sans doute un ajustement de cours suite à la hausse générale observée pendant l'hiver, la correction des prix de l'ensemble des matières premières nous semble exagérée par des craintes d'affaiblissement conjoncturel trop pessimistes.

Un renforcement du cycle économique global devrait, dans les prochains mois, supporter une nouvelle progression des cours. La correction actuelle devrait donc être mise à profit pour procéder à une diversification bénéfique à long terme.

BBGI Commodities – Indices Matières premières



BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch