COMPTE RENDU DE REUNION DU 08/11/2023

Date : 08/11/2023

Émetteur	Desk Matières Premières OFI Invest AM
Objet	Comité d'investissement annuel – OFI Invest Energy Strategic Metals
Présents	Luisa Florez (Directrice Finance Responsable OFI Invest AM), Mamadou Wane (Directeur Risques OFI Invest AM), Christophe Lauge (Analyste ESG OFI Invest AM), Benjamin Louvet, Olivier Daguin, Marion Balestier (gérants Matières Premières OFI Invest AM)
Absents	

COMPTE RENDU – COMITE D'INVESTISSEMENT OFI INVEST ENERGY STRATEGIC METALS – NOVEMBRE 2023

Le prospectus du fonds OFI Financial Investment Energy Strategic Metals prévoit statutairement que le fonds devra tenir chaque année, au mois de novembre, un comité d'investissement, qui fera l'objet d'un compte rendu de ses délibérations qui sera publié sur le site internet de la société dans la première semaine de décembre. L'ensemble des décisions de modifications de l'indice y sera détaillé. Les modifications ne seront implémentées que le dernier jour ouvré de l'année.

Il est prévu que le comité soit composé des membres de l'équipe de gestion, d'au moins un membre de l'équipe d'OFI Invest Asset Management en charge de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et d'au moins un membre de l'équipe de gestion des risques d'OFI Invest Asset Management. Le comité pourra par ailleurs inviter des membres extérieurs, dont les compétences techniques peuvent éclairer les délibérations.

Ce document constitue le compte rendu des délibérations du comité d'investissement qui s'est tenu pour l'année 2023 le 8 novembre. Il présente les modifications qui seront implémentées le dernier jour ouvré de l'année 2023.

Bilan de l'année

Alors que les autorités chinoises avaient annoncé en novembre 2022 la fin des mesures liées au covid, il était attendu une reprise manufacturière chinoise bénéfique aux cours des matières premières (en particulier industrielles). Mais cette reprise n'aura pas fait long feu.

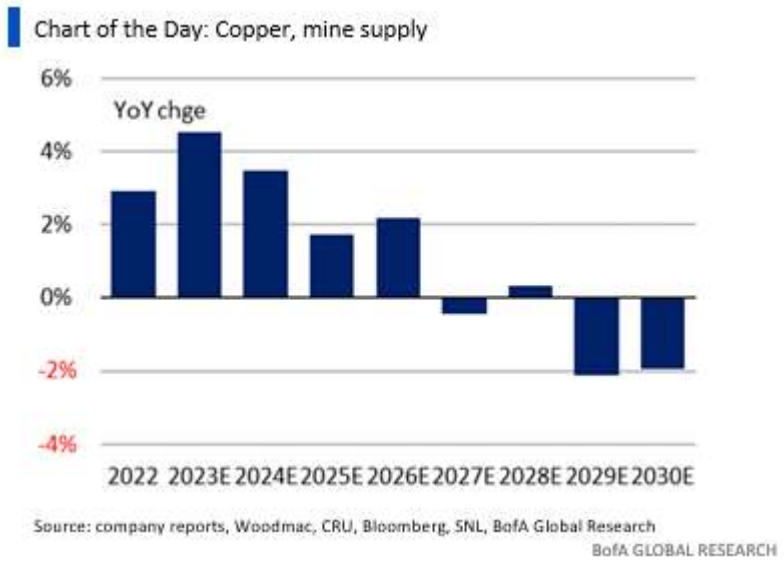
Assez rapidement, les chiffres de consommation chinoise de métaux sur les marchés internationaux se sont révélés relativement décevants. Une des problématiques cette année aura été l'utilisation des stocks constitués pendant le covid. Ces derniers, assez importants, ont diminué de façon graduelle tout au long de l'année et sont désormais sur des niveaux extrêmement bas. Il semble que les opérateurs préfèrent fonctionner à flux tendu et ne pas stocker pour immobiliser du cash, les perspectives selon eux ne devant pas changer à très court terme. En outre, le niveau élevé des taux d'intérêt rend l'immobilisation d'un stock peu attractive.

Un autre élément qui aura joué défavorablement sur les cours des métaux industriels concerne le secteur de l'immobilier chinois. Les investissements dans le secteur reculent de plus de 9% depuis le début de l'année et les ventes de logements des 100 plus gros promoteurs reculaient de 27,5% YoY au mois d'octobre. Les déboires des promoteurs immobiliers Evergrande puis Country Garden ne rassurent pas les acheteurs et les investisseurs.

Point marché par marché

Cuivre

La demande liée à la transition énergétique a continué de progresser cette année au niveau mondial. Ainsi la demande chinoise apparente de cuivre progresse de 10% (source : Goldman Sachs) depuis le début de l'année malgré un secteur immobilier en berne, porté par la demande verte (+76% YTD à fin août). Cette demande structurelle devrait continuer de progresser dans les prochaines années afin d'accélérer la transition énergétique. Les cours du cuivre devraient ainsi devenir de moins en moins dépendants à la demande traditionnelle.
L'offre de son côté, après une hausse de 4 à 5% cette année, devrait de moins en moins progresser dans les prochaines années puis régresser dans la deuxième partie de la décennie faute de nouvelles mines importantes mises en exploitation (les dernières arrivent début 2024).



Les conditions actuelles avec des taux d'intérêts élevés devraient d'ailleurs limiter les investissements, ils sont ainsi attendus en 2024 au plus bas depuis 2016 au Pérou, pays ayant fourni l'essentiel de la croissance de l'offre avec la République Démocratique du Congo ces dernières années.
Par ailleurs, les interruptions de production pourraient potentiellement augmenter dans les prochaines années, les gouvernements et communautés locales se montrant de plus en plus gourmands et les questions environnementales peuvent devenir une bombe sociale. La situation actuelle avec la mine de Cobre Panama où le gouvernement a annulé le contrat visant à étendre la licence d'exploitation de la mine exploitée par First Quantum Minerals et proposé un référendum national sur la question en est la meilleure illustration.

Aluminium

Le marché est en train de changer structurellement. Depuis une grosse dizaine d'années, la Chine approvisionnait le monde en aluminium grâce à des capacités de production très importantes qui lui permettaient d'exporter le surplus. Mais les autorités locales ont décidé de limiter la production à environ 45 millions de tonnes par an depuis peu afin de limiter la pollution, la production d'aluminium nécessitant beaucoup d'électricité (à base d'hydroélectricité mais également de charbon…). Avec la progression de la demande mondiale (portée notamment par l'allégement nécessaire des voitures électriques, l'augmentation du nombre de cannettes en aluminium, le développement du solaire photovoltaïque…), le surplus disponible pour l'international se réduit et les pays occidentaux vont devoir compter sur eux-mêmes à moyen terme. Cette problématique est importante car avec la guerre en Ukraine et la hausse des coûts de l'énergie qui s'en est suivie, de nombreuses alumineries ont dû fermer ou se mettre en standby et ne rouvriront probablement pas pour la plupart.

Nickel

L'année aura été marquée par la progression en Chine des parts de marché des voitures utilisant une batterie LFP (lithium-fer-phosphate) au détriment des batteries NMC (nickel-manganèse-cobalt), plus endurantes mais aussi plus chères. Dans le reste du monde, en particulier en Europe et aux Etats-Unis, les batteries NMC restent dominantes dans les ventes de véhicules électriques. Une légère progression des parts de marché des batteries LFP est possible d'après les analystes mais ce ne sera pas un bouleversement. Par ailleurs, les batteries NMC basculent petit à petit sur un mix NMC 811, plus consommateur en nickel que le NMC 532 et NMC 622 utilisés précédemment.

D'autres technologies de batteries pourraient arriver et cela reste à surveiller. Les batteries sodium ion, très peu chères, ne semblent pas en mesure de venir bouleverser les choses en raison d'une densité énergétique et d'une durée de recharge très mauvaise. Tout au plus, cela semble pouvoir servir pour du stockage d'énergie stationnaire. Les batteries solides, qui utilisent du lithium solide au lieu de liquide, permettent d'obtenir une meilleure stabilité et densité. Les problèmes de sécurité semblent en passe d'être résolus. L'impact serait toutefois modéré car le seul impact se situe sur l'anode où on pourrait se passer de graphite. Pas d'impact sur la composition de la cathode (LFP, LMFP, NMC, etc).

Concernant l'offre, la production a réussi à suivre la forte hausse de la demande de ces dernières années (+10-15% par an) grâce à l'apparition de nouvelles mines en Indonésie et de nouvelles méthodes de production permettant de transformer du nickel de mauvaise qualité en nickel de bonne qualité, entrant dans la composition des batteries. La tension entre l'offre et la demande en est donc retardée, mais le développement à venir de la mobilité électrique devrait faire basculer à un horizon 18 à 24 mois le marché dans une situation de déficit.

Zinc

Le zinc reste fortement dépendant de l'évolution du marché immobilier. La situation en Chine a donc eu un impact négatif sur la demande de zinc cette année. La demande liée au secteur éolien progresse mais des inquiétudes sont présentes avec les soucis actuels des producteurs d'énergies renouvelables dans l'éolien offshore (projets annulés, etc). Les cours actuels permettent d'avoir une sorte de coussin car des raffineries, en particulier en Europe, ont dû fermer ou se mettre en standby en raison des coûts de l'énergie.

Argent

Les cours de l'argent restent amorphes et se comportent encore comme « l'or du pauvre » alors que la demande d'argent liée aux panneaux photovoltaïques et aux packs de batteries de véhicules électriques augmente fortement cette année, en particulier en Chine (+70 à 80% d'installations de panneaux solaires en 2023). Ces usages représentent désormais 20 à 30% de la demande mondiale d'argent. Le marché de l'argent devrait ainsi afficher un déficit important de 10 à 20% pour la 2ème année consécutive. Cette problématique pourrait être accentuée dans les années à venir par l'utilisation de panneaux photovoltaïques plus performants-: le passage de la technologie Perc utilisée actuellement vers le Topcon et l'hétérojonction devrait consommer 1,3 à 1,8 fois plus d'argent pour chaque panneau.

Platine

Le marché du platine reste dans une situation ambivalente avec d'un côté une demande liée au véhicule diesel (40% de la demande actuelle) qui devrait diminuer très graduellement, principalement chez les particuliers. Ce mouvement est néanmoins amorti par une hausse des ventes de véhicules en 2023 et un durcissement des réglementations anti-pollution en Chine. Les camions pour le transport de marchandises devraient eux rester au diesel, le marché de l'électrique sur ce secteur n'étant pas prêt (nécessité de batteries de taille énorme…). A l'inverse, la demande liée à l'hydrogène produit par des électrolyseurs PEM devrait se développer dans les années à venir même si son développement pourrait être freiné en partie par le manque d'iridium (métal très rare mais absolument nécessaire pour un électrolyseur PEM). Des améliorations technologiques pourraient peut-être permettre une baisse de cette utilisation d'iridium mais rien n'est actuellement disponible sur le marché. Faute de disponibilité d'iridium d'ici la fin de la décennie, le marché pourrait partiellement se réorienter vers les électrolyseurs alcalins, moins réactifs, qui ne nécessitent pas de platinoïdes (mais du nickel). Cela ne sera toutefois pas possible dans le cas d'énergies intermittentes du fait de cette moindre réactivité.

Côté offre, la production a été un peu ralentie cette année par les délestages effectués en Afrique du Sud lié à un système électrique en difficulté.

Au global, le marché est en déficit important cet année et pourrait rester en déficit l'an prochain. Toutefois, ceci dépendra tout de même de la vitesse de déploiement de l'hydrogène vert.

Palladium

Le durcissement des normes de pollution dans les pots catalytiques depuis les années 2000 a permis à la demande de palladium d'augmenter. Ces développements continuent et la norme China 6b a ainsi été introduite cette année. La norme Euro 7 devrait arriver mais n'aurait pas vraiment d'impact sur la demande de platinoïdes, le focus étant plutôt mis sur les émissions de particules liées à l'usure des freins et des pneus. Le développement de la voiture électrique devrait toutefois entraîner une baisse de la demande de palladium dans les années à venir même si les ventes de voitures hybrides, qui consomment 10% à 15% de plus de platinoïdes par rapport à leur équivalent thermique, devraient servir d'amortisseur (progression marquée des ventes d'hybrides en Chine cette année). Les

ventes de voitures électriques semblent aussi marquer légèrement le pas, en particulier en Europe et aux Etats-Unis du fait du manque de modèles abordables.

Le recul des prix actuels pourrait éventuellement entraîner la fermeture de mines, en particulier celles dont le mix platinoïdes (palladium/platine/rhodium) est le plus orienté vers le palladium. Les mines nord-américaines sont ainsi les premières en ligne de mire même si Sibanye Stillwater a également annoncé la fermeture de puits en Afrique du Sud.

Plomb

Le plomb devrait profiter du développement de l'éolien offshore, le métal étant nécessaire à la protection des câbles sous-marins pour prolonger leur durée de vie. La demande à court terme pourrait être légèrement handicapée par les déboires dans l'éolien offshore. Il est par ailleurs toujours nécessaire dans les usages traditionnels (voiture), mais également dans le photovoltaïque, où le niveau très bas de son point de fusion le rend indispensable pour les soudures.

Métaux non présents dans le portefeuille

Le lithium et le cobalt ne sont pas présents en portefeuille malgré le lancement de marchés futures sur ces 2 métaux. Deux raisons à cela :

- La liquidité reste extrêmement faible (~10 millions de dollars par jour).
- Le potentiel d'appréciation de ces 2 métaux est jugé limité par l'équipe de gestion à court terme : sur le lithium, l'utilisation de salars permet de mettre en exploitation une « mine » beaucoup plus vite (5-7 ans) qu'une mine traditionnelle (17 ans en moyenne). Résultat, la production s'avère beaucoup plus réactive et elle a récemment augmenté plus vite que la demande, dans un contexte où les ventes de voitures électriques progressent moins vite que prévues.
  Sur le cobalt, outre une production qui a bien progressé ces dernières années notamment en RDC, de nombreux constructeurs auto tentent de se détourner de ce métal car produit en RDC dans des conditions discutables pour une partie de la production (problématique ESG).

Délibérations du Comité et décisions de modifications de gestion

Le comité a pris la décision, à l'issue des discussions entre les différentes parties prenantes, de modifier l'allocation du portefeuille OFI Invest Energy Strategic Metals. Les modifications, qui seront effectives au 1er janvier 2024, sont les suivantes :

OFI Invest Energy Strategic Metals			
Allocation 2023		Allocation 2024	
Or	0%	Or	0%
Palladium	8%	Palladium	4%
Plomb	8%	Plomb	4%
Argent	14%	Argent	16%
Aluminium	14%	Aluminium	16%
Zinc	14%	Zinc	10%
Platine	14%	Platine	10%
Cuivre	14%	Cuivre	30%
Nickel	14%	Nickel	10%
Total	100%	Total	100%

Réflexions et orientations générales

L'allocation de l'indice sous-jacent du fonds OFI Invest Energy Strategic Metals est réalisée sur la base des tendances structurelles et conjoncturelles. Plus un métal est dans une situation conjoncturelle et structurelle favorable, plus son poids est important. Un métal qui présenterait une situation structurelle et conjoncturelle favorable se voit attribuer une pondération renforcée. Un métal présentant une situation structurelle solide mais présentant des fragilités mineures à court terme se voit attribuer une pondération centrale. Enfin, un métal dont la situation conjoncturelle serait plus difficile et/ou qui présente des spécificités (liquidité du contrat, par exemple) se voit attribuer une pondération minorée.

Afin de prendre en compte la volatilité du segment des matières premières, le Comité juge qu'il est pertinent de marquer davantage les écarts entre ces différents niveaux de pondération. En conséquence, le Comité a décidé de passer le niveau de pondération renforcée de 14 à 16%, le niveau de pondération centrale de 12 à 10%, et le niveau de pondération minorée de 8 à 4%.

Le marché des métaux étant actuellement en plein bouleversement avec la demande générée par la transition énergétique en cours, le Comité juge qu'un métal peut présenter, ponctuellement, une situation exceptionnellement favorable sur le plan structurel et conjoncturel, avec une visibilité importante tant sur la demande que sur l'offre. Une telle situation peut présenter des perspectives de performance telles qu'elles justifient l'octroi d'une pondération majorée. Pour ce faire, le Comité décide de créer une pondération majorée de 30%.

Cette situation peut se présenter en particulier sur les métaux intervenant majoritairement dans des technologies matures. Certaines technologies sont en effet parvenues à un niveau de développement tel que la technologie n'est plus remise en cause. Seules des améliorations à la marge sont envisagées. C'est par exemple le cas pour les éoliennes ou les panneaux solaires, pour les chargeurs de batteries électriques ou pour les voitures électriques pour

22, rue Vernier
75017 Paris – FRANCE
Tél. : +33 (0)1 40 68 17 17
Fax : +33 (0)1 40 68 17 18
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros
RCS Paris 384 940 342 – APE 6630 Z
Société de gestion de portefeuille
Agrément AMF n° GP 92-12 - FR 51384940342

la partie qui ne concerne pas la batterie. Ainsi, l'utilisation de l'aluminium dans la fabrication des véhicules pour les alléger, du cuivre dans les éoliennes pour l'alternateur ou dans les chargeurs de batteries ou pour le réseau électrique. La technologie des batteries est en revanche à un niveau de maturité moindre, ce qui peut remettre en cause sa composition métallique et bouleverser les équilibres offre/demande pour certains métaux.

Une pondération majorée de 30% est mise en place sur le cuivre en raison de son utilisation dans toutes les technologies liées à la transition énergétique (éolien, solaire, véhicules électriques, réseau électrique…), de faibles possibilités de substitution et de sa moindre exposition à d'éventuelles évolutions technologiques que d'autres métaux. Par ailleurs, la question du raccordement au réseau électrique devra prendre une tout autre ampleur (plusieurs années de délai de raccordement dans de nombreux pays actuellement) dans les décennies à venir et le cuivre est le mieux positionné des métaux pour en profiter. L'offre de cuivre est amenée à rapidement plafonner faute d'investissements suffisants dans les années passées. Par ailleurs, un certain nombre de pays producteurs présentent des risques de voir leur extraction réduite. C'est le cas au Panama où un conflit oppose le gouvernement à l'exploitant de la mine de Cobre Panama, qui représente 1,5% de la production mondiale. Au Chili, la production a du mal à se maintenir, et des grèves touchent des mines importantes. Tous ces éléments pourraient faire basculer le marché en déficit dès l'an prochain.

Du fait:

- de la concomitance d'une situation structurelle et conjoncturelle favorables,
- sur un métal intervenant dans des technologies matures et en pleine accélération (solaire, réseau, utilisation dans les voitures électriques pour le câblage,…)
- et alors que l'offre est contrainte et que tout nouveau projet mettra des années à aboutir (17 ans en moyenne dans le monde, selon l'AIE),

ce métal présente selon nous une opportunité de performance exceptionnelle.

Les pondérations dites renforcée, centrale et minorée sont portées à 16%, 10% et 4% respectivement contre 14%, 12% et 8% initialement (il n'y avait aucun métal en pondération centrale en 2023).

Ainsi, l'argent et l'aluminium se voient attribués une pondération renforcée de 16% en raison de leur utilisation majoritairement dans des technologies matures, présentant peu de risque de remise en cause L'argent est en déficit majeur et de nouvelles technologies de panneaux photovoltaïques devraient encore augmenter son usage dans les années à venir. L'aluminium voit lui sa production plafonnée en Chine afin de limiter la pollution alors que la demande continue de progresser au niveau mondial. La situation conjoncturelle vient donc renforcer la tendance structurelle.

Le zinc, le platine et le nickel se voient attribués une pondération centrale de 10%. Ces métaux restent importants dans le cadre de la transition énergétique mais certains de leurs usages sont soumis à des aléas conjoncturels (faiblesse de l'immobilier chinois pour le zinc) ou à des incertitudes liées au manque de maturité des technologies qui les utilisent (évolution des technologies de batteries pour le nickel, montée en puissance de l'hydrogène sous contrainte d'iridium pour le platine).

Le palladium et le plomb restent en pondération minorée ramenée à 4% en 2024. Le principal facteur limitant de ces deux marchés est l'étroitesse des produits financiers accessibles.