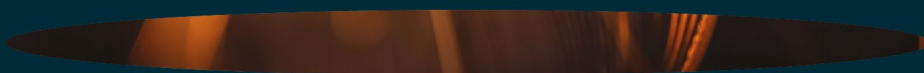


MATIÈRES PREMIÈRES

PERSPECTIVES

Une tendance structurelle contrariée à court terme...



Septembre 2023

Achévé de rédiger le 19/09/2023



Ofi invest
Asset Management

La première partie de l'année a déjoué la plupart des scénarios des acteurs du marché des matières premières. Alors que l'on s'attendait au grand retour de la Chine, après une année 2022 marquée par la politique « zéro Covid » et par un fort ralentissement économique, celui-ci déçoit pour l'instant et tout semble pointer vers un affaiblissement plus structurel de certains de ses secteurs d'activité. Le scénario de la reprise, que le marché avait acheté en fin d'année 2022 à la suite de l'annonce de la réouverture du pays décidée par le gouvernement, se fait donc attendre. Cela a mené à une nette correction sur le marché des métaux au cours de ces derniers mois.

Dans le reste du monde, la situation n'a pas non plus apporté de réel soutien : la Réserve fédérale américaine, en charge des décisions de politique monétaire aux États-Unis, s'est vu contrainte de prolonger son cycle de resserrement au-delà des attentes du marché. Dans le même temps, l'activité manufacturière, dans de nombreux pays, connaît un ralentissement marqué et l'enclenchement d'un cycle de déstockage de biens, effet postérieur au très fort rebond de l'activité et de la demande post-Covid, en 2021.

Tous ces éléments ont pesé sur la demande et sur les prix des métaux, déjouant pour l'instant notre scénario voyant ceux-ci bénéficier de la transition énergétique et d'une offre structurellement contrainte.

Pourtant, de nombreux éléments nous amènent à penser que la correction est liée à des problématiques conjoncturelles, dont l'influence devrait se dissiper plus ou moins rapidement (politiques monétaires restrictives, ralentissement chinois, déstockage...). La tendance structurelle, liée à la transformation de notre système énergétique notamment, devrait prendre alors le dessus et le cours des métaux essentiels à la transition énergétique retrouverait selon nous le chemin de la hausse. La fin du phénomène de déstockage des métaux accumulés en Chine pendant la pandémie semble notamment être proche.

Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction de la communication qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Les sociétés citées ne le sont qu'à titre d'information. Il ne s'agit ni d'une offre de vente, ni d'une sollicitation d'achat de titres.

	Cours 31/08/2023 en dollars US	Performance YTD	Plus haut depuis 2020 en dollars US	Date	Retracement depuis plus haut
Or	1 965,9	2,71 %	2 150	06/08/2020	-8,56 %
Argent	24,81	-0,98 %	30,78	10/08/2020	-19,40 %
Palladium	1 218,7	-33,93 %	3 011,5	04/03/2022	-59,53 %
Platine	974,4	-10,88 %	1 306	15/01/2021	-25,39 %
Cuivre	8 422,5	0,12 %	10 674	04/03/2022	-21,09 %
Aluminium	2 208	-11,42 %	3 849	04/03/2022	-42,63 %
Zinc	2 430,5	-18,27 %	4 498,5	19/04/2022	-45,97 %
Nickel	20 289	-34,23 %	33 911*	21/04/2022	-40,17 %
Plomb	2 218	-3,74 %	2 497	08/03/2022	-11,17 %

* Plus haut nickel : hors envolée des cours due au déclenchement de la guerre en Ukraine et au déblocement des positions détenues par l'entreprise Tsingshan.

Source : données Bloomberg, compilées par les équipes Ofi Invest AM, août 2023.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Bilan et perspectives 2023 (à fin août)

L'un des événements majeurs attendu des marchés était la réouverture de la Chine, après de longs mois de politique « zéro Covid » qui avait fortement contraint l'activité. Ce redémarrage s'avère en réalité plus lent et plus complexe que prévu.

La réouverture du pays, peu préparée en amont et dans le contexte d'un taux de vaccination faible, a tout d'abord été l'occasion d'une forte vague épidémique, qui a encore ralenti l'activité aux mois de janvier et février. La croissance entame ensuite un rebond au mois de mars, et accélère en avril, dépassant même les attentes du gouvernement qui décide de stopper certaines des mesures de soutien qu'il avait mises en place.

Après cette accélération de l'activité au printemps, celle-ci s'est à nouveau affaiblie. Le segment de l'immobilier en particulier s'enfonce un peu plus dans la crise, dans un contexte de fort endettement des promoteurs et des gouvernements locaux,

d'aide gouvernementale limitée et de manque de confiance des consommateurs chinois.

Au-delà de la mise en difficulté des entreprises les moins solides du secteur immobilier par l'effet combiné de la réforme des trois lignes rouges (critères imposés par Pékin en 2020 et visant notamment à limiter l'endettement des entreprises du secteur en leur fixant des plafonds d'emprunts) et de la mise en œuvre de la politique « zéro Covid » dans le pays en 2022, c'est maintenant le secteur tout entier qui se trouve en souffrance, avec une très forte chute des ventes de logements.

Cette situation est à mettre en lien avec les conséquences de la politique « zéro Covid » appliquée en 2022. Les ménages chinois ont en effet souffert d'une perte de revenus parfois importante, et non compensée, comme ce fut le cas en Europe et aux États-Unis, par des aides gouvernementales, ce qui affecte leur capacité de consommation. Le taux de chômage a bondi, notamment chez les jeunes diplômés, diminuant leur pouvoir d'achat et la visibilité sur leurs revenus futurs. Dans ces conditions, il est plus difficile pour ces ménages d'accéder à la propriété. Au-delà de ces effets économiques, il semble aussi qu'une perte de confiance affecte la population, notamment autour du secteur immobilier, les situations de défaut des promoteurs et de non-achèvements de chantiers ayant marqué les esprits. Ces maux difficiles à soigner demandent du temps et de nombreuses mesures d'incitations ; d'autant que le gouvernement chinois ne semble pas prêt à soutenir massivement la consommation domestique, désireux de garder son déficit budgétaire sous contrôle. La reprise du secteur pourrait donc être un long processus, demandant du soutien de même que la poursuite du désendettement et de la consolidation.

L'autre grande source d'influence sur le marché des métaux provient des États-Unis et là encore, elle s'est avérée moins positive que prévu depuis le début de l'année. La Réserve fédérale américaine, prudente face à une inflation toujours persistante, a en effet signalé que les hausses de taux directeurs n'étaient pas arrivées à leur terme, prenant le marché à revers alors que celui-ci anticipait déjà un assouplissement monétaire à la fin 2023.

Le cycle de resserrement des taux, que le marché voyait s'achever rapidement, s'est donc finalement prolongé : l'inflation, bien qu'en reflux, n'est pas assez proche de l'objectif de long terme de 2% annualisé de la Banque Centrale américaine, et le cycle de resserrement monétaire déjà effectué n'a pas suffisamment freiné l'activité dans certains secteurs. Les taux et le dollar américains ont donc poursuivi leur progression. Le taux réel 10 ans américain frôle aujourd'hui les 2%, alors qu'il était encore négatif début 2022. Le dollar est également en forte hausse, avec près de

10% de progression pour le Dollar Index depuis le début d'année. Un environnement généralement peu porteur pour le marché des matières premières.

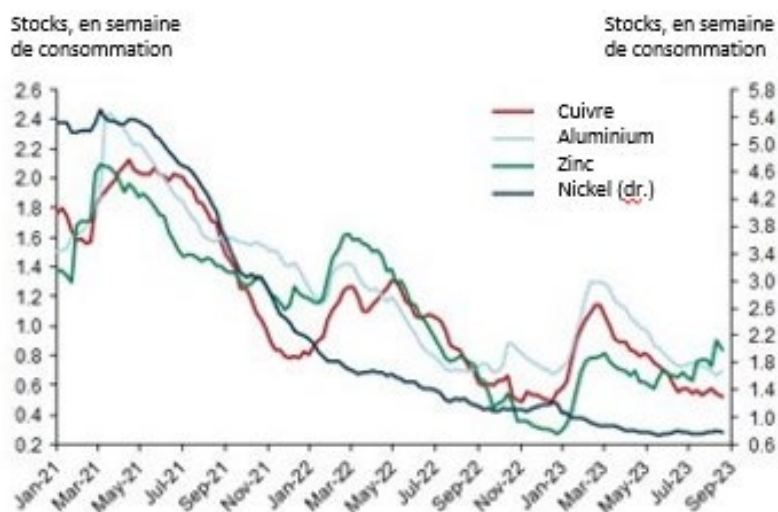
Enfin, nous observons un fort ralentissement manufacturier dans les pays dits développés. Le ralentissement de la demande, les stocks déjà constitués au sortir de la crise du Covid, la hausse de certains coûts et des taux de financement ont favorisé cette situation. Ce phénomène a également pesé sur la demande de métaux, et les industriels ont souvent préféré consommer leurs stocks existants dans l'attente d'une meilleure visibilité.

Côté financier, ces différents éléments ont favorisé une perception négative et la vente de métaux par les investisseurs sur les marchés dérivés, les positions vendeuses sur les marchés à terme se trouvant aujourd'hui sur des niveaux historiquement élevés. Ces mouvements ont fortement contribué à amplifier l'effet initial du manque de demande et ont pesé de façon significative sur les cours.

La période actuelle a ceci de particulier qu'elle met à rude épreuve les convictions sur le marché des métaux. La conjoncture apporte de nombreuses raisons d'être prudent à court terme sur la consommation métallique. Malgré ces évolutions défavorables, certains éléments viennent nuancer l'état des lieux, montrant que le mouvement pourrait avoir été exagéré et qu'il existe un potentiel de rebond.

D'une part, la demande physique résiste mieux qu'exprimé dans les prix. Pour la plupart des métaux, le marché physique reste sous tension, malgré un ralentissement de l'activité industrielle. En Chine par exemple, la consommation progresse depuis le début de l'année. Cependant, cette demande de métaux est pour l'instant alimentée par les stocks existants, les industriels chinois préférant s'approvisionner dans ces réserves que sur le marché international, du fait du manque de visibilité. Ce manque de demande internationale explique aussi le manque de soutien aux prix. Aujourd'hui cependant, les acteurs chinois semblent avoir consommé l'essentiel de leurs stocks domestiques. Ainsi, toute demande supplémentaire devra se traduire par des achats sur le marché international, et en retour contribuera à soutenir les prix.

Inventaires de métaux, en équivalent semaines de consommation



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Wind, Bloomberg; août 2023

D'autre part, la transition énergétique reste un facteur de soutien très important pour le marché. Elle semble pour l'instant éclipsée par des facteurs cycliques, aux effets moins durables sur la demande, mais actuellement dominants sur le marché des métaux. En effet, les matières premières sont des marchés au comptant avant tout : leur prix étant fixé en fonction de l'équilibre instantané de l'offre et de la demande, ils n'intègrent que très peu de projections sur les conditions de marché futures. Cela explique que les prix soient restés sous pression pour le moment.

Pourtant, le déploiement de la transition énergétique génère déjà un impact très significatif sur la demande de métaux. L'exemple du cuivre en Chine est emblématique : malgré le ralentissement des secteurs traditionnels, la demande nette est en hausse de 11% sur la période janvier à juillet 2023 comparée à la même période l'an passé. Cette hausse de la consommation est en grande partie liée à l'installation de capacités d'énergies renouvelables, au déploiement du réseau électrique, et à la production de véhicules électriques : cette demande « verte » de cuivre est en hausse de 79% depuis le début de l'année. Elle fait donc plus qu'amortir le déclin des secteurs traditionnels.

Notre scénario de hausse progressive de la demande et de contraintes fortes sur la production reste donc inchangé pour le marché des métaux. Cette projection est aujourd'hui bousculée par une conjonction de facteurs conjoncturels. Pourtant, les problématiques structurelles grandissent chaque jour et l'accélération observée de la transition énergétique devrait rapidement se heurter aux contraintes d'offre. Le manque d'investissement dans l'exploration et l'extraction minière reste un obstacle

majeur à l'augmentation de la production. A titre d'exemple, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) estime que, pour sécuriser notre production de cuivre uniquement, il nous faudrait ouvrir 80 mines d'une taille équivalente à la moyenne de celles déjà en activité (un peu plus de 250 ouvrages, répartis dans environ 40 pays). Et l'ensemble de ces projets devraient être lancé dans les 3 prochaines années, compte tenu des délais de mise en œuvre qui sont de 17 ans en moyenne pour le métal rouge !

Les prix devraient donc repartir à la hausse dès le début de l'accalmie sur le front conjoncturel ; mais le timing de ce rebond dépendra fortement du scénario sur la Chine. Pour l'instant, nous manquons encore de visibilité sur son redémarrage : le gouvernement fait face à des problèmes structurels et doit arbitrer entre soutien à son économie et nécessaire désendettement de certains secteurs, ce qui pourrait prendre du temps. La fin du cycle de hausse des taux de la Réserve fédérale américaine, et l'évolution du ralentissement manufacturier sont également des signaux à surveiller.

Un positionnement sur cette classe d'actifs, avec un horizon de long terme, reste dépendant des évolutions du cycle économique, lesquelles génère de la volatilité¹ pour les prix des métaux. Cependant, après cette forte correction, les métaux ayant retracé une grande partie de leurs gains de ces dernières années, constituer une position sur les niveaux actuels nous semble offrir un ratio risque/potentiel intéressant.

Métaux précieux

Or

Le métal jaune reste étroitement lié à la demande financière et au niveau des taux d'intérêt réels. En cette première partie d'année, les chiffres américains ont montré une économie très résiliente face aux hausses de taux de la Réserve fédérale américaine, et une inflation réticente à retourner vers l'objectif fixé par la Banque Centrale, à 2% annualisé. Dans ce contexte, la Fed n'a eu d'autre choix que de poursuivre son resserrement monétaire et garder son orientation en faveur de niveau de taux restrictifs. Cela a conduit les taux d'intérêt américains à poursuivre leur ascension : le taux 10 ans a récemment retrouvé des niveaux qu'il n'avait plus connus depuis 2007. Les anticipations d'inflation restent pour l'instant statiques, sans doute

¹ Volatilité : correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

du fait du ton sans concession de la Banque Centrale, les taux réels américains ont eux aussi poursuivi leur mouvement haussier entamé en 2022 : de -1% en 2021, ils se situent aujourd'hui à près de 2%.

Ce mouvement n'est pas favorable à l'or, actif sans rendement, pénalisé par les mouvements de hausse des taux réels. Pourtant, après avoir subi une légère correction en 2022, le prix du métal s'affiche en légère hausse depuis le début de l'année. Plusieurs facteurs expliquent cette résistance de l'or à la hausse des taux réels.

D'abord, les Banques Centrales continuent d'acheter de l'or en quantité. Ainsi, après une année 2022 exceptionnelle (1136 tonnes d'or achetées sur l'année, au plus haut depuis 1967, après 450 tonnes en 2021), les Banques Centrales ont poursuivi sur leur lancée en achetant 387 tonnes d'or au premier semestre 2023. Ce chiffre serait même bien supérieur si la Banque Centrale de Turquie n'avait pas vendu d'importantes quantités d'or pour des raisons de gestion interne. Leur besoin de diversification pointe vers une poursuite de ces achats d'or, par ailleurs visiblement compatible avec leur scénario économique...

Il semble que d'autres acteurs du marché fassent cette même analyse, et se portent acheteurs d'or afin de se protéger de l'inflation. Selon le World Gold Council, au premier semestre 2023 la demande OTC² serait en forte hausse, à 398 tonnes au total.

D'autre part, il se pourrait que les investisseurs anticipent d'ores et déjà un ajustement des taux réels : si l'inflation restait durablement supérieure aux niveaux pré-Covid et à l'objectif des Banques Centrales, cela amènerait les anticipations d'inflation à s'ajuster et abaisserait le niveau des taux réels. Ainsi, le marché entrevoit déjà peut être ce scénario évidemment porteur pour l'or, et dans lequel le métal jaune offrirait encore du potentiel.

Enfin, le contexte de risques financiers et géopolitiques non négligeables que nous connaissons actuellement semble voué à persister, avec de possibles résurgences de tensions périodiques. Un environnement toujours propice à la recherche de diversification dans des actifs sans contrepartie tels que l'or.

² La demande OTC, ou Other The Counter, est la demande réalisée hors des marchés standardisés, dans des transactions de gré à gré.

Inflation aux États-Unis : réalisée et anticipée



Note : US CPI yoy est l'indice des prix à la consommation américain en glissement annuel ; 5Y/10Y breakeven est le taux équilibrant les anticipations d'inflation à 5 ans/10 ans, US PCE yoy est l'indice des prix des biens et services de consommation courante en glissement annuel.

Source : Bloomberg, Septembre 2023.

Argent

Le cours de l'argent n'affiche qu'un très léger recul depuis le début de l'année. Cette bonne tenue trouve deux explications. Tout d'abord, l'argent est à la fois considéré comme un métal industriel et précieux et reste, à ce titre, largement corrélé à l'or. Ainsi, la résistance de ce dernier a en partie contribué à soutenir l'argent face à l'effet défavorable du ralentissement cyclique. De même que pour l'or, la situation de hausse de l'inflation et de resserrement monétaire aux États-Unis conduit à la fois à une hausse de la demande physique de la part d'acteurs cherchant à se protéger de l'inflation, mais également à un mouvement vendeur d'investisseurs du fait de la hausse des taux et des anticipations de poursuite de ce mouvement.

Mais l'argent a également été soutenu par la croissance de la demande émanant du déploiement de la transition énergétique. Métal conduisant le mieux l'électricité au monde, il est en effet nécessaire à la fabrication de panneaux photovoltaïques et de batteries pour véhicules électriques.

Le soutien du secteur photovoltaïque à la demande d'argent a été particulièrement important : l'installation de capacités a largement dépassé les attentes, notamment en Chine, qui a déployé davantage de capacités au cours des 6 premiers mois de

l'année qu'en 2022 au total. D'autre part, les évolutions technologiques vont dans le sens d'une hausse de la teneur en argent des panneaux solaires. Les panneaux de type N, ayant une efficacité énergétique supérieure, entrés en phase de production de masse, ont conduit à une consommation d'argent du secteur en 2022 près de trois fois supérieure à celle de 2010.

Cette tendance devrait se poursuivre : certaines des nouvelles technologies arrivant sur le marché utilisent encore bien davantage d'argent que les technologies actuelles. La charge en argent d'un panneau à technologie TOPCon (Tunnel Oxide Passivated Contact) est par exemple 1,3 à 1,5 fois supérieure à celle d'un panneau PERC (Passive Emitter and Rear Contact, technologie dominante utilisée à 90% à fin 2022) ; et celle d'un panneau HJT (Heterojunction Technology) est 1,6 à 1,8 fois celle de la technologie PERC³. Au global, la capacité installée doit encore fortement augmenter cette année : la Chine à elle seule a projeté d'installer 200 gigawatts de capacités d'énergie photovoltaïque en 2023⁴. Ainsi, la consommation d'argent liée à ce secteur, inexistante il y a quelques années, forme aujourd'hui un élément majeur de la demande : en 2022, elle atteignait déjà plus de 13% de la consommation annuelle mondiale.

En ce qui concerne les véhicules électriques, Bloomberg New Energy Finance estime que leur production grimpera à 13 millions en 2023, contre 10 millions en 2022. Selon le Silver Institute, en 2025, la demande d'argent du secteur atteindrait 90 millions d'onces (environ 2900 tonnes) soit 11% de la production mondiale. D'ici à 2040, c'est près de la moitié de la production annuelle d'argent qui pourrait être absorbée par la chaîne de fabrication des véhicules électrifiés...

La demande physique d'argent devrait rester soutenue au cours des prochains mois. Metal Focus anticipe un déficit entre offre et demande de 4,500 tonnes en 2023, soit 12% de la demande mondiale attendue pour l'année. L'année 2022 avait déjà vu la demande physique d'argent atteindre des records et un important déficit se former. Mais à la différence de 2022, le mouvement de vente des investisseurs institutionnels pourrait progressivement s'atténuer alors que l'on entrevoit la fin du cycle de resserrement des taux. Ainsi, nous pensons que la tendance à la hausse de la demande physique, soutenue par le développement des technologies bas carbone consommatrices d'argent, finira par prendre le dessus et provoquer une progression du prix vers les plus hauts atteints en 2021 a minima.

³ Source: *World Silver Survey, Metal Focus*

⁴ Source: *IEA*

Platine et palladium

Le platine et le palladium souffrent en cette première partie d'année. La composante industrielle de la demande sur ces métaux précieux, dans un contexte de ralentissement cyclique, explique en partie leur recul. Mais ils sont également affectés par des éléments plus spécifiques.

Les platinoïdes sont principalement utilisés dans la fabrication de pots catalytiques pour les véhicules à moteur thermique. À ce titre, les anticipations d'une bascule rapide de la mobilité vers les véhicules électriques, ne possédant pas de pot catalytique, font craindre une moindre utilisation de ces métaux dans le secteur automobile.

Cette anticipation a entraîné deux phénomènes :

- D'une part, de nombreux clients industriels ont préféré déstocker leurs inventaires de platinoïdes, anticipant un moindre besoin futur, plutôt que de se porter acquéreurs sur le marché, réduisant ainsi la demande finale.
- D'autre part ces métaux, en particulier le palladium, ont été la cible d'investisseurs jouant cette baisse de demande liée à la transition du moteur thermique vers le véhicule électrique. Dans une liquidité⁵ réduite, ces mouvements peu liés aux fondamentaux du marché ont fortement pesé sur la performance.

Le palladium a fait l'objet d'une pression encore accrue, due principalement à deux éléments. D'une part nous observons un phénomène de substitution d'une partie du palladium par le platine, aux mêmes propriétés, dans l'industrie automobile, en raison du différentiel de coût entre les deux métaux. Environ 730 000 onces de palladium ont ainsi été remplacées par du platine cette année dans le processus de production de pots catalytiques.

Enfin, un dernier élément, mais non des moindres, a pesé sur le prix du palladium : la Russie, gros producteur du métal (40% de la production annuelle mondiale), a en effet vendu une partie de ses stocks. Le marché évoque un chiffre compris en 60 et 150 tonnes. Dans un marché annuel d'environ 350 tonnes, il n'est pas étonnant qu'un tel volume ait largement accentué le mouvement baissier. Les ventes ayant été massives, les stocks actuels de palladium sont aujourd'hui très faibles en Russie, ce qui limite le risque de ventes futures.

⁵ *Liquidité : un actif est dit liquide lorsqu'il peut être acheté ou vendu rapidement sans que cela n'ait d'impacts majeurs sur son prix.*

Ces différents phénomènes ont eu pour conséquence une véritable dislocation entre fondamentaux de marché et comportement du prix des platinoïdes.

En effet, les deux marchés sont en réalité sous tension du fait d'une baisse tendancielle de la production. Ces deux métaux sont produits dans leur immense majorité par deux pays : l'Afrique du Sud et la Russie. L'Afrique du Sud, producteur de 80% du platine et 40% du palladium, fait face à une crise énergétique aux conséquences importantes et la production minière en est affectée. Ainsi, depuis le début de l'année, le pays n'a connu qu'une journée sans coupure de courant au niveau national ! En résultat, la compagnie minière Sibanye Stillwater a d'ores et déjà projeté une production de métaux pour 2023 inférieure de 10 à 20% à celle de l'année passée.

L'autre producteur majeur de palladium est la Russie. L'instabilité de ce pays et les fortes tensions existantes avec l'UE et les États-Unis pourraient nettement affecter la production ou la livraison de métaux produits en Russie.

De façon plus structurelle, il nous semble que l'anticipation par le marché d'un abandon de l'usage du palladium dans les prochaines années, du fait du passage du véhicule thermique au véhicule électrique à batterie, soit une image erronée. Il est peu probable en effet, que l'ensemble des régions du monde puissent produire la capacité électrique nécessaire à l'électrification totale du secteur des transports. Dans ce cas, la production de véhicules thermiques devrait en partie se poursuivre, et il nous semble que le recours aux véhicules hybrides est incontournable. Ces derniers utilisent 15% de platine ou de palladium de plus qu'un véhicule thermique. Dans ce contexte, nous pensons que le marché anticipe de façon trop précipitée et caricaturale la fin de la demande de platinoïdes pour le secteur automobile.

Enfin, la demande liée à la transition accélère et constitue chaque année une part de plus en plus importante de la demande, notamment pour le platine. En effet, celui-ci est nécessaire à la fabrication d'électrolyseurs pour produire l'hydrogène vert, de piles à combustible servant à convertir cet hydrogène en électricité, et de fibre de verre entrant dans la confection de panneaux solaires. Le palladium est également nécessaire à la fabrication des électrolyseurs. Une récente étude de Bank of America estime que la croissance des électrolyseurs devrait ajouter 300 000 onces à la demande annuelle de platine, et les piles à combustible, 400 000 onces à horizon 2030.

Métaux industriels

Cuivre

Métal industriel, et hautement sensible aux évolutions du cycle par nature, « Dr Copper » a remarquablement bien résisté au ralentissement de l'activité. Son prix est même en légère progression depuis le début de l'année, là où la plupart des métaux industriels affichent d'importantes corrections.

Plusieurs éléments expliquent cette bonne résistance du cuivre. D'une part, la demande traditionnelle n'a pas été trop durement pénalisée par le fort ralentissement du marché de l'immobilier chinois. En effet, le métal est majoritairement nécessaire au stade avancé de la construction, puisqu'il compose les installations électriques qui interviennent à la fin d'un chantier. En 2022, la politique « zéro Covid » et la crise de liquidité affectant de nombreux promoteurs immobiliers avaient mis à l'arrêt nombre de chantiers, entraînant le mécontentement de la population. Pour cette raison, cette année, le gouvernement chinois a mis l'accent sur les aides visant à terminer les chantiers en cours. Résultat, pendant que les ventes et les mises en chantier plongeaient, les achevements de chantiers progressaient de 20% entre les mois de janvier et juillet 2023, comparés à la même période l'année passée. La demande de cuivre est ainsi restée soutenue en dépit du ralentissement du secteur.

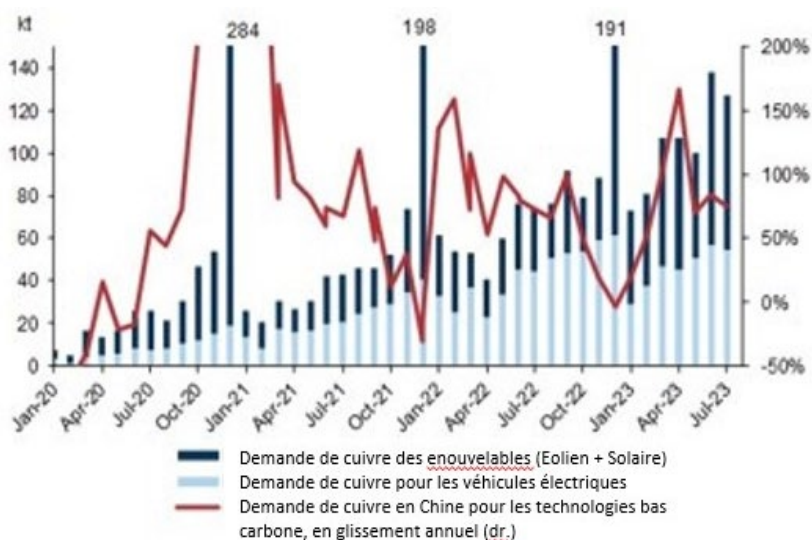
D'autre part, la demande de cuivre liée à la transition énergétique accélère de façon certaine, et forme aujourd'hui un véritable soutien à ce marché. La Chine en particulier, encourage fortement le développement des énergies renouvelables et le déploiement des véhicules électrifiés. Le pays aurait notamment 5 ans d'avance sur son programme d'installation de capacités photovoltaïques ; son objectif est cette année l'installation de 300 gigawatts de solaire et d'éolien. La Chine avait d'ailleurs d'ores et déjà, à la fin du 1^{er} semestre 2023, installé davantage de capacités que pour l'ensemble de 2022, année pourtant record.

Le cuivre, conducteur d'électricité, est utile à presque toutes les technologies décarbonées. Il profite donc de la croissance de tous les secteurs de la transition énergétique.

Ainsi, les derniers chiffres publiés en Chine font état d'une demande de cuivre liée aux énergies renouvelables en hausse de 130% entre janvier et juillet comparé à la même période en 2022. La demande liée au développement des véhicules électriques est, elle, en hausse de 23% sur la même période. Ainsi, dans un contexte économique pourtant adverse, la consommation finale de cuivre de la Chine, qui

absorbe près de 50% de la demande mondiale, est en progression de 11% depuis le début de l'année !

Demande de cuivre liée aux renouvelables et aux véhicules électriques en Chine, milliers de tonnes (gauche) ; évolution de la demande de cuivre liée à la transition, Y/Y% (droite)



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, Wind, Bloomberg; Août 2023

Cette forte tendance n'est aujourd'hui que peu reflétée par la demande internationale : en effet, les industriels chinois, en manque de visibilité sur leur activité, ont préféré puiser dans les stocks de métaux constitués pendant la période de Covid. Leur demande a donc peu influé sur l'évolution des cours du métal. Cependant aujourd'hui, ces stocks semblent être quasiment épuisés. Il est donc probable, si la demande de cuivre reste soutenue, qu'ils devront venir s'approvisionner sur les marchés internationaux, soutenant en retour les cours du cuivre.

Inventaires de cuivre en Chine, milliers de tonnes



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, Wind, Bloomberg; Août 2023

Nickel

En 2022, le nickel avait bénéficié d'un contexte très favorable et avait d'ailleurs terminé l'année en nette surperformance relativement aux autres métaux. Ce phénomène s'expliquait par les craintes de réduction de l'offre en provenance de la Russie, à la suite du déclenchement de la guerre, et par l'essor de la voiture électrique, dont certaines batteries sont très consommatrices de nickel.

Cette année, nous assistons à une forte correction de ce marché, le prix du nickel ayant retracé près de 40% depuis ses plus hauts. Trois principaux facteurs expliquent l'essentiel de ce mouvement.

D'abord le secteur des transports électrifiés, en plein essor en 2022 et tiré par une impressionnante croissance des ventes en Chine, marque le pas au 1^{er} semestre 2023. Le rythme de ventes a ralenti pour plusieurs raisons. En Chine, les subventions mises en place par le gouvernement ayant originellement été annoncées comme se terminant à la fin de l'année 2022, de nombreux consommateurs avaient acheté leur véhicule dans les derniers mois de l'année et la demande de début d'année reflète cette prise d'avance. D'autre part, la forte vague épidémique qui a suivi la brusque réouverture de la Chine, puis le manque de dynamisme de la reprise chinoise, ont peu contribué à soutenir la demande. Enfin, dans le reste du monde, les stocks de biens finis ont démarré l'année sur des niveaux élevés, freinant la nouvelle production de véhicules.

Ensuite, ce même secteur de l'électrification des transports est aussi en proie à de rapides évolutions technologiques. Le domaine des batteries pour véhicules électriques, notamment, a connu d'importantes avancées au cours de ces derniers mois. L'une d'elles est la progression des batteries de type LFP (lithium, fer, phosphate). Elle est l'une des deux grandes technologies disponibles sur le marché, l'autre étant la batterie de type NMC (nickel, manganèse, cobalt). Les fabricants de batteries LFP, initialement freinés dans leur développement par une faible autonomie et un manque de fiabilité, ont nettement progressé sur ces deux plans, permettant à cette technologie de s'étendre. La technologie NMC, consommatrice de nickel, est toujours dominante : en 2022, sa part de marché était de 60% au niveau mondial, celle des batteries NCA (nickel, cobalt, oxyde d'aluminium) de 8%, et celle des batteries LFP de 30% (source : AIE). Mais en 2023, les batteries LFP sont devenues dominantes en Chine, précisément là où la croissance du secteur est de loin la plus importante ; elles représentaient 66% de la production chinoise pour les 6 premiers mois de l'année, d'après China Automotive Battery Innovation Alliance.

Étant donnée la forte croissance en absolu du secteur des batteries électriques, la demande de nickel continue cependant de croître à un rythme soutenu. Les estimations (source : Goldman Sachs) font état d'une demande liée à la transition énergétique de 320 000 tonnes en 2022, soit 11% de la consommation globale. Cette année, malgré un faible démarrage en 1^{ère} partie d'année, elle devrait atteindre 460 000 tonnes, soit une hausse de 44% par rapport à l'année dernière.

Enfin, côté offre, le marché est également en pleine mutation. La production de nickel de classe 1, sous sa forme la plus pure, était jusqu'ici très contrainte. Sur les 2,7 millions de tonnes de nickel produites chaque année, seules 1 million de tonnes étaient de classe 1 et ce marché ne semblait pas avoir une grande capacité à s'élargir. Or, c'est ce nickel de haute qualité qui est nécessaire à la fabrication des batteries. Cependant, certains producteurs chinois ont trouvé le moyen de produire davantage de nickel de classe 1, via de nouvelles techniques de raffinage. Le conglomérat chinois Tsingshan a ainsi annoncé être en mesure de produire à terme environ 50 000 tonnes supplémentaires de ce métal chaque année. Au total, ces acteurs devraient ajouter environ 220 000 tonnes de classe 1 au marché en 2023, et 270 000 tonnes en 2024.

Ces différents éléments ont pesé, de façon compréhensible, sur le prix du métal.

Malgré tout, la demande de nickel devrait continuer d'afficher une croissance dynamique. Nous anticipons qu'elle sera notamment tirée par la croissance toujours forte des véhicules électriques. En dépit des mutations technologiques, les batteries NMC devraient continuer pour les prochaines années de représenter une part très importante de la production mondiale de batteries.

Ainsi, après une phase de hausse de l'offre que le marché devra absorber, mais probablement déjà en partie intégrée dans les cours, le marché devrait connaître de nouvelles phases de déficit.

D'autant que cette nouvelle production en provenance de Chine et d'Indonésie devrait être modulée en fonction de l'évolution des cours. Les estimations (source : Bank of America) font état d'un prix de production autour de 17 000 à 18 000 \$ la tonne. Étant donnée la marge nécessaire au fonctionnement des entreprises d'extraction et de raffinage, il se pourrait que le prix trouve un plancher aux alentours des niveaux actuels.

Aluminium

L'aluminium est un métal emblématique de l'activité industrielle et, à ce titre, est affecté par le ralentissement cyclique et le manque de reprise en Chine. Depuis le début de l'année, son prix est en recul de 10% ; il retrace même de plus de 40% par rapport à ses plus hauts, atteints au moment du déclenchement de la guerre en Ukraine.

Le faible dynamisme de la reprise de la construction en Chine et le ralentissement de l'activité manufacturière en Europe et aux États-Unis ont en effet provoqué un recul de la demande.

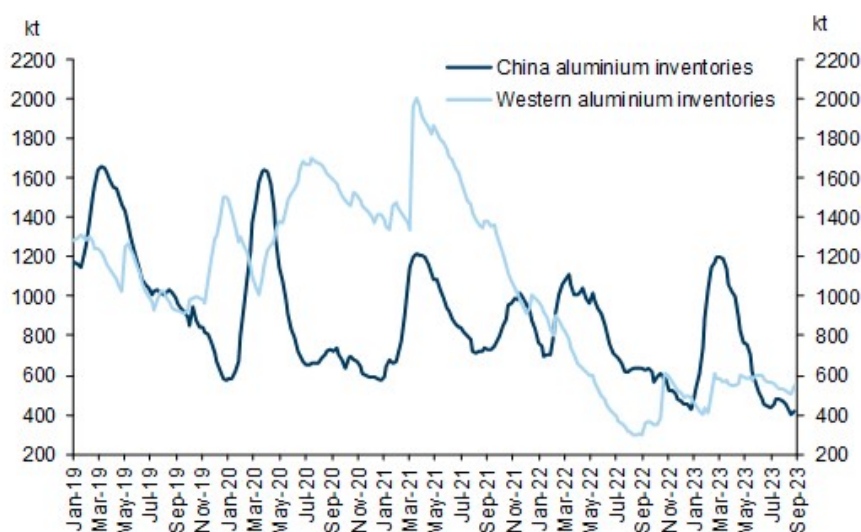
Comme pour le cuivre, la demande chinoise a cependant été plus soutenue que l'on aurait pu l'attendre : le déploiement à grande vitesse de ses énergies renouvelables, de son réseau électrique et l'électrification de ses transports ont nettement dynamisé la demande d'aluminium. Ainsi, la demande liée à ses nouveaux usages a plus que compensé, en Chine, la baisse de demande liée au secteur immobilier. Les estimations⁶ montrent ainsi une demande nette en hausse de 522 000 tonnes sur la période janvier à juillet 2023, comparée à la même période l'an dernier.

Cependant, la production chinoise s'est elle aussi accélérée cette année : favorisée par les incitations du gouvernement et par de bonnes conditions météorologiques, permettant aux raffineries d'utiliser l'hydroélectricité et d'accroître leurs capacités de production, elle est actuellement proche de ses plus hauts. Ce phénomène, ainsi que le mouvement de déstockage en cours sur les métaux en Chine, explique le peu d'impact de la bonne tenue de la demande chinoise sur les cours de l'aluminium jusqu'ici.

À noter cependant que cette tendance à l'écoulement des stocks constitués pendant la longue phase de politique « zéro Covid » en Chine, pourrait avoir atteint ses limites : les inventaires de métaux, dont l'aluminium, semblent avoir atteint des plus bas historiques et ne peuvent absorber davantage de demande à court terme. Dans ce contexte, les importations pourraient rebondir dans les prochains mois.

⁶ Source : Goldman Sachs

Inventaires d'aluminium en Chine et dans le monde, milliers de tonnes



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, Wind, Bloomberg; Août 2023

En Europe, l'image est inversée : la production a fortement diminué, à la suite de la fermeture en 2022 de multiples raffineries affectées par la forte hausse des coûts de l'énergie. Mais la demande est elle aussi nettement amoindrie par la faiblesse de l'activité manufacturière observée actuellement. La demande en provenance des États-Unis a elle aussi ralenti. Les estimations⁷ font ainsi état d'une demande hors Chine en baisse de 6% sur la période janvier à juillet comparé à la même période l'an dernier, soit une perte de demande d'environ 1 million de tonnes au 1^{er} semestre 2023.

Cependant, la tendance baissière du prix de l'aluminium pourrait s'essouffler dans les prochains mois ; la faiblesse des stocks existants en Chine comme en Europe, l'aide apportée par le gouvernement chinois à ses secteurs traditionnels, notamment l'immobilier, ainsi que l'accélération de la transition énergétique, pourraient entraîner une hausse de la demande.

Zinc

Le zinc n'échappe pas à la tendance baissière qui affecte l'ensemble des métaux industriels. Principalement utilisé pour ses propriétés anti-corrosion, il entre dans le processus de production de l'acier galvanisé. Les usages de ce dernier dans

⁷ Source : Goldman Sachs

l'industrie, l'automobile ou la construction ont été ralentis par le manque de dynamisme de ces secteurs.

Cependant, le zinc est également indispensable à la fabrication de panneaux solaires et d'éoliennes, toujours pour ses pouvoirs anti-corrosifs. Ces deux nouvelles utilisations devraient permettre à la demande de croître régulièrement dans les prochaines années. Pour cette raison, le zinc a été ajouté à la liste des métaux critiques américaine fin 2021.

La demande mondiale de zinc liée à l'ensemble des technologies bas carbone (solaire, éolien et mobilité électrique) devrait ainsi représenter près de 20% de la demande mondiale de zinc dès 2030, selon Bank of America.

À titre de comparaison, la production annuelle de zinc était de 12,9 millions de tonnes en 2021, et reste contrainte : comme pour beaucoup de métaux, la teneur en métal des minerais continue de diminuer au cours du temps. Cette situation, ainsi que le manque d'investissement dans l'exploration, rendent peu probables une forte hausse de l'offre de zinc dans les années à venir.

INFORMATION IMPORTANTE

Le bilan et les perspectives métaux à fin août 2023 ont été établis par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP 92-12 – FR 51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 22, rue Vernier 75017 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 384 940 342.

Ils contiennent des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

Ils ne donnent aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Ofi Invest Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Ofi Invest Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir.

FA23/0175/15092024