

MARCHÉ DES MÉTAUX

PERSPECTIVES 2024

Un marché en plein bouleversement



Janvier 2024

Achévé de rédiger le 25/01/2024



Ofi invest
Asset Management

L'année 2023 a été celle d'une déception marquée quant à l'évolution des cours des métaux, pénalisés par une activité en berne et par l'existence préalable de stocks élevés constitués pendant les crises du Covid. Paradoxalement, elle a également été l'année d'un formidable essor de la transition énergétique et de ses conséquences concrètes sur la demande de métaux, validant la thèse d'un bouleversement en cours de ce marché.

La baisse des prix de certains métaux que nous avons observée cette année est principalement liée à deux facteurs. D'une part, la consommation de métaux des pays développés a été inférieure à la normale, les économies absorbant l'impact des hausses de taux et connaissant un cycle de déstockage manufacturier important qui s'est traduit par une moindre production de biens et donc, une moindre consommation de ressources.

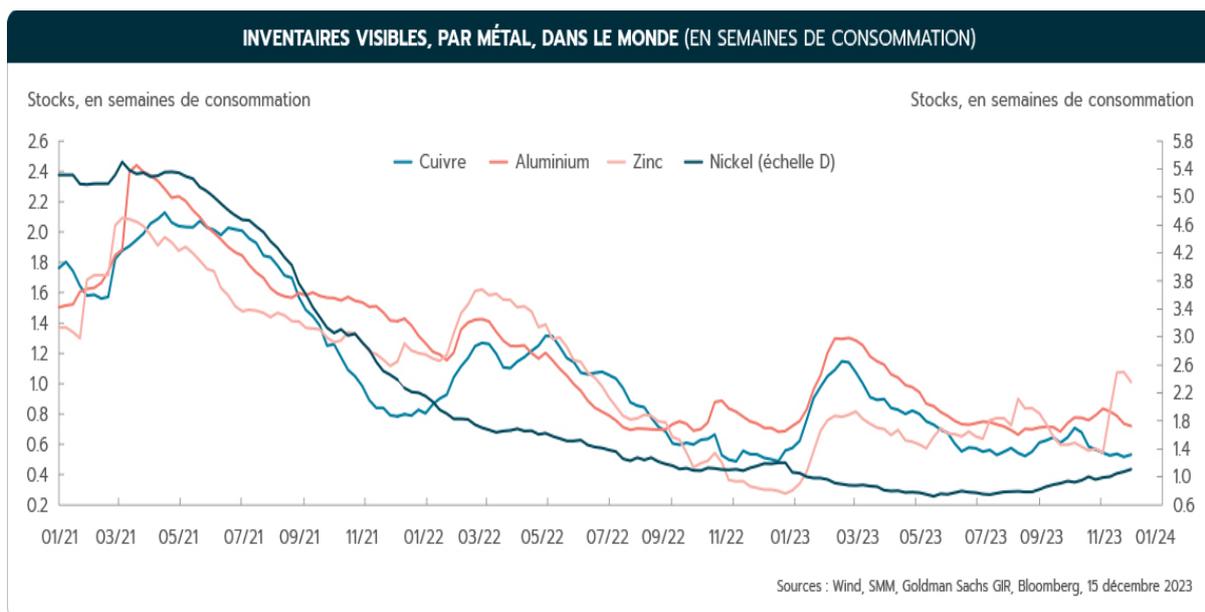
D'autre part, la Chine a démarré l'année 2023 avec des stocks de métaux très significatifs, la politique « zéro-Covid » appliquée en 2022 ayant ralenti la demande tandis que la production se maintenait. Le rebond de la consommation chinoise de métaux en 2023 a pourtant été très net : malgré un secteur immobilier très affaibli, l'essor de la transition énergétique dans le pays a mené à une accélération spectaculaire de l'installation de capacités d'énergies renouvelables, du déploiement du réseau électrique et des nouveaux modes de transports moins carbonés. Cette nouvelle source de consommation de métaux a plus que compensé le manque de demande traditionnelle. Cependant, les stocks de métaux très supérieurs à la normale en début d'année ont permis d'absorber cette demande, qui n'a donc pas impacté le marché final, ni véritablement soutenu les prix.

	YTD
Or	7,14 %
Argent	-5,29 %
Palladium	-40,18 %
Platine	-9,15 %
Aluminium	-6,19 %
Cuivre	0,58 %
Zinc	-11,14 %
Nickel	-47,19 %
Plomb	-10,79 %

Sources : Bloomberg, OFI Invest AM, Décembre 2023

Le contexte devrait s'avérer bien plus positif pour les métaux en 2024. D'abord, les stocks de métaux, en Chine et dans le reste du monde, ont été très largement consommés par les industriels. Les inventaires font notamment état de réserves historiquement basses en Chine. Le marché devrait ainsi retrouver un fonctionnement bien plus normal dans lequel la demande de métaux, ne pouvant puiser dans les stocks, impacte le marché international et provoque une tension sur les prix.

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.



En Chine, l'activité immobilière devrait rester affaiblie. Le secteur est au début d'une profonde restructuration qui devrait durer plusieurs années. Cependant, le gouvernement s'efforce de soutenir l'activité de construction par le biais de mesures précises. Il a ainsi annoncé en fin d'année un plan de développement en trois parties : construction de logements abordables, rénovation des banlieues, et programme d'infrastructures. Cela s'est notamment traduit par l'émission d'obligations d'un montant total d'un trillion de yuans (137 milliards de dollars) et par une hausse de l'objectif de déficit budgétaire de 3,0% du PIB en 2023, à 3,8% en 2024. Cette relance progressive, bien que toujours modérée, devrait donc soutenir ce segment de l'activité. Un plan d'infrastructure est également en cours de lancement. Le déploiement de liquidités et de nouveaux projets devrait intervenir dès les premiers mois de 2024. De façon intéressante, alors que l'année 2023 avait commencé sur de fortes attentes liées au redémarrage de la Chine par les investisseurs, les espoirs de reprise économique sont aujourd'hui très faibles. Cela se traduit sur le marché des métaux par l'intégration d'une grande quantité d'éléments négatifs dans les prix, et par un positionnement nettement défensif. L'ensemble de ces signaux sont donc

encourageants. À court terme, la demande chinoise pourrait cependant être réduite : la période entourant le nouvel an (cette année, le 10 février) est généralement synonyme d'une moindre activité. Les effets combinés de la fin des stocks, de l'excellente dynamique de la transition énergétique, et des plans de relance pourraient ainsi se faire ressentir à partir du mois de mars et entraîner une tension grandissante sur le marché.

En Europe et aux États Unis, le cycle de déstockage de biens semble lui aussi s'essouffler. La consommation de métaux devrait donc progressivement y accélérer. Les marchés seront aussi portés par un environnement de politique monétaire plus favorable : la Réserve fédérale américaine a annoncé clairement la fin de son cycle de hausse de taux, puis récemment, a signalé de premières baisses de taux pour 2024. Ce contexte plus accommodant devrait profiter à l'activité et devenir globalement plus favorable aux matières premières.

Enfin, l'année 2023 a été celle de la concrétisation d'un bouleversement majeur sur le marché des métaux : la demande liée à la transition énergétique devient significative, et représente une proportion de la demande de plus en plus importante.

Cette transition est en train de connaître une accélération majeure : les ajouts annuels mondiaux de capacités renouvelables ont augmenté de près de 50% pour atteindre près de 510 gigawatts en 2023, soit le taux de croissance le plus rapide des deux dernières décennies. C'est la 22^e année consécutive que les ajouts de capacités renouvelables établissent un nouveau record. Alors que l'augmentation des capacités renouvelables en Europe, aux États-Unis et au Brésil a atteint des sommets sans précédent, l'accélération de la Chine a été extraordinaire.

En 2023, la Chine a mis en service 195 gigawatts d'énergie solaire photovoltaïque (autant que le monde entier en 2022), et 62 GW d'éolien, soit 257 gigawatts au total, contre 136 gigawatts installés en 2022. Le gouvernement de Xi Jinping est donc déterminé à avancer très rapidement sur la décarbonation de son énergie et sur l'essor de champions domestiques des technologies bas carbone. En 2024 le pays devrait franchir de nouveaux records d'installation de capacités : 277 gigawatts additionnels sont prévus pour le solaire et l'éolien chinois. L'installation du réseau électrique y a également été une source majeure de demande pour le cuivre et l'aluminium, et cela restera le cas en 2024 : la Chine devrait investir 500 milliards de yuans dans le déploiement de son réseau, contre 520 milliards en 2023.

Cette dynamique devrait continuer de tirer la demande de métaux et renforcer progressivement la résilience de ce marché aux cycles économiques, la transition devant se poursuivre quelle que soit la situation économique.

La composante offre de métaux pourrait, elle aussi, être source de tensions pour le marché. La production fait face à deux problèmes majeurs. D'une part, la pression politique, sociale, et environnementale s'est considérablement accrue dans certains pays, du fait des revenus générés par certaines entreprises de l'industrie minière. C'est notamment le cas au Chili, où les plus grandes mines sont régulièrement mises à l'arrêt du fait de tensions, ce qui a mené à une drastique révision à la baisse de la production annuelle de cuivre. C'est également le cas au Panama, où un désaccord entre la compagnie First Quantum Minerals ¹et le gouvernement panaméen a mené à la fermeture, pour au moins le premier semestre de 2024, de la mine de Cobre Panama, qui représente 1,5% de la production annuelle de cuivre.

D'autre part, certains acteurs de l'industrie minière voient leurs marges sous forte pression. Les coûts d'exploitation sont en forte hausse, de l'énergie à la main d'œuvre, tandis que la correction importante des cours de certains métaux impacte les résultats. Ainsi, de plus en plus de compagnies minières exploitent à perte et annoncent, ou envisagent, des fermetures de capacités de production. C'est notamment le cas sur le marché des platinoïdes et sur celui du nickel, où une part importante des producteurs génèrent des cash flows négatifs aux cours actuels. Il y a donc à parier que l'année 2024 voie de nouvelles annonces de réduction de production, venant challenger les scénarios d'équilibres offre/demande sur les marchés, et impacter les niveaux de prix des métaux.

Or

L'or termine l'année sur une performance positive d'un peu plus de 7%.² Dans un contexte difficile, il termine donc l'année proche de ses plus hauts historiques. D'abord pénalisé par l'orientation des politiques monétaires, le métal a bien résisté en raison d'une situation géopolitique internationale toujours instable.

L'or étant un actif qui n'offre pas de rendement, il est traditionnellement pénalisé par la remontée des rendements des autres actifs. Pimco décrit ainsi le métal jaune comme un actif à durée longue, de durée 27 (1% de variation sur les taux réels entraîne une variation de 27% sur l'or dans le sens opposé). Dans un contexte où les Banques Centrales ont remonté les taux d'intérêt à un rythme inédit, et alors que l'inflation rebaisait tendanciellement, les taux d'intérêt réels ont progressé pour

¹ 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.

² Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

dépasser les 2,5% en cours d'année, alors qu'ils étaient encore en territoire négatif l'an passé.

Ceci aurait dû se solder par une correction bien plus forte du métal jaune. Mais la poursuite du conflit en Ukraine, l'attaque du Hamas contre Israël le 7 octobre, et les tensions de plus en plus vives entre les États-Unis et la Chine ont amené les investisseurs à vouloir conserver une exposition à l'or, considéré par nombre d'entre eux comme une valeur refuge. Il semble donc que la relation entre l'or et les taux d'intérêt ne se soit pas rompue, mais que la prime géopolitique ait instauré une base plus importante entre les deux marchés.

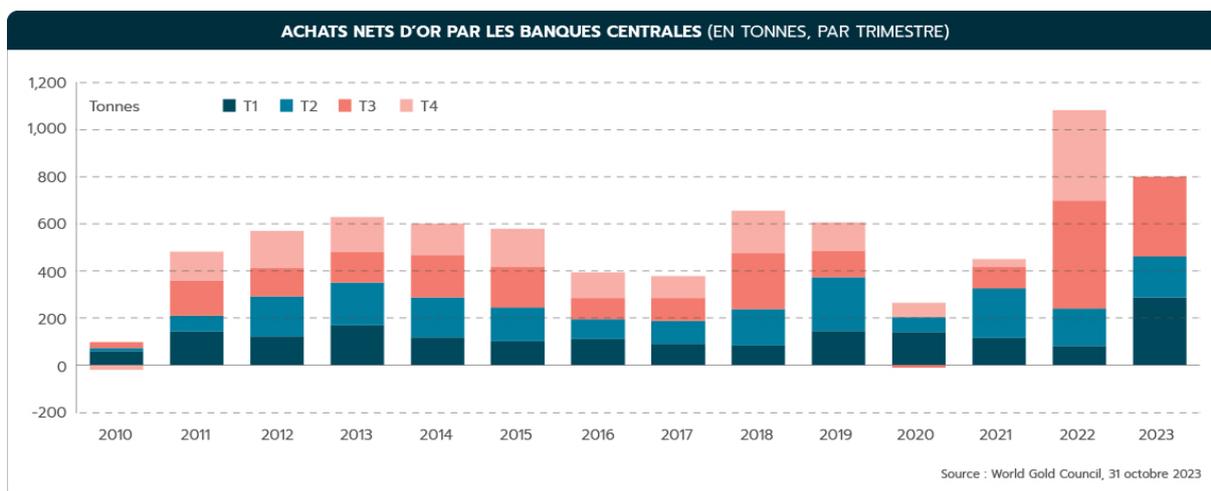
Certains investisseurs restent en outre inquiets sur l'évolution de la situation économique. En effet, si la lutte engagée par les banquiers centraux contre l'inflation semble porter ses fruits, il est à noter qu'une part importante des facteurs d'inflation est liée à des problématiques d'offre et non de demande. Aussi, la baisse de l'inflation n'a pu être obtenue qu'au prix d'une destruction de la demande, qui a temporairement limité les contraintes sur l'offre. Mais tout renversement du resserrement monétaire fera immédiatement resurgir les tensions sur les approvisionnements. Dit autrement, le seul moyen pour les Banques Centrales de conserver une inflation faible est de maintenir une politique restrictive, au risque de plonger l'économie en récession.

C'est ce qui explique les divergences de scénarios pour 2024. Alors que certains envisagent que le resserrement monétaire ait finalement l'effet attendu et plonge l'économie mondiale en récession, d'autres pensent que les Banques Centrales, désormais proches de leurs objectifs en matière d'inflation, pourraient redevenir accommodantes. Ces deux scénarios sont, paradoxalement, favorables à l'or. En effet, si les Banques Centrales devaient plonger l'économie en récession en maintenant des conditions financières restrictives, les marchés actions corrigeraient, et les investisseurs retrouveraient de l'appétit pour les valeurs refuges, dont il est communément admis que l'or fait partie. À l'inverse, si elles devaient décider d'assouplir la politique monétaire, les taux d'intérêt réels repartiraient à la baisse, ce qui est le meilleur soutien au métal jaune.

C'est aujourd'hui la seconde hypothèse qui semble avoir la faveur des marchés. C'est effectivement celle qui semble le plus probable, étant donnée la situation inconfortable dans laquelle se trouvent les banquiers centraux. Ils sont en effet aujourd'hui pris entre le marteau de l'inflation, qui les a obligés à resserrer les conditions de crédit, mais aussi et surtout l'enclume de la dette des États. Avec un endettement qui dépasse les 100% du PIB dans la plupart des grandes économies

(Chine, Japon, États-Unis, France, Italie...), la hausse des taux fait peser un poids énorme sur les finances gouvernementales. Le paiement des intérêts de la dette pourrait ainsi dépasser les 1000 milliards de dollars aux États-Unis dès l'an prochain et devenir le plus gros poste budgétaire de l'État fédéral !

C'est peut-être dans cette situation qu'il faut d'ailleurs chercher l'explication de l'attitude des Banques Centrales elles-mêmes vis-à-vis de l'or. Acheteuses régulières de métal jaune depuis plus d'une décennie maintenant, leurs acquisitions se sont accélérées ces derniers mois. Après des records de plus de 600 tonnes en 2018 et 2019, la dynamique s'était interrompue en 2020, les banques ayant suspendu leurs programmes d'achats pour se focaliser sur la gestion de la crise du Covid. Mais dès 2021, les achats avaient repris, d'abord timidement, avant d'accélérer franchement en 2022 pour atteindre un record depuis 1967 à 1136 tonnes.



La dynamique s'est poursuivie en 2023, avec déjà la confirmation de 800 tonnes acquises sur les trois premiers trimestres de l'année. Et si l'on en croit les déclarations des Banques Centrales elles-mêmes, le mouvement devrait se poursuivre en 2024. Interrogées en mai par le World Gold Council (57 Banques Centrales questionnées, 14 dans les pays développés et 43 dans les pays émergents), 24% d'entre elles indiquaient ainsi vouloir augmenter leur allocation à l'or dans les douze prochains mois. Seuls 3% des établissements déclaraient vouloir alléger leurs positions.

Au-delà, le World Gold Council interroge également ces établissements sur les raisons qui leur font vouloir augmenter leur exposition à la relique barbare. Et les deux réponses les plus données sont très instructives... D'abord, les banques mentionnent l'absence de risque de contrepartie pour l'or, ce qui en dit beaucoup sur la perception

que ces mêmes établissements peuvent avoir des obligations d'états qui constituent l'essentiel du reste de leurs portefeuilles. Ensuite, elles indiquent vouloir s'exposer à l'or pour se prémunir contre des taux d'intérêt réels qui vont rester bas longtemps. Qui de mieux placé que les banques centrales, qui fixent les politiques monétaires, pour avoir un avis éclairé sur l'évolution à venir des taux d'intérêt ?

L'or pourrait donc profiter du fait que les taux réels sont probablement, de l'aveu même des banquiers centraux, arrivés à un point haut et ont déjà abordé une correction. Celle-ci, ainsi que celle liée de la monnaie américaine, constitue un fort soutien à la tendance haussière de l'or. Et une détente sur les conditions de crédit pourrait également relancer l'inflation en mettant à nouveau l'offre sous tension.

Il est à noter également que l'année 2024 sera l'une des années électorales les plus animées depuis plusieurs décennies, apportant potentiellement son lot d'incertitudes. Les élections à Taïwan, aux États-Unis seront particulièrement à suivre. Toute surprise dans ces élections aux conséquences géopolitiques majeures pourrait également pousser l'or un peu plus haut.

Enfin, il est à noter que la hausse de 2023 s'est faite essentiellement grâce au retour des investisseurs professionnels. Les détentions d'ETF, produit davantage orienté vers les investisseurs privés, ne sont pas encore reparties à la hausse et restent en recul de plus de 600 tonnes (sur un marché annuel de l'or de 4500 tonnes environ) par rapport au niveau atteint mi-2022. Le retour de cette catégorie d'investisseurs à la demande pourrait également soutenir l'or.

Compte tenu de la relation historique et rationnelle entre les taux d'intérêt réels et l'or, une correction de l'ordre de 50 points de base de ces derniers pourrait emmener l'or sur de nouveaux plus hauts historiques entre 2300 et 2400\$ l'once.

Argent

L'argent termine l'année 2023 en recul d'un peu plus de 5%.³ Tout comme l'or, le métal a majoritairement fait les frais de la politique monétaire restrictive et de son effet négatif sur la détention d'actifs réels sans rendement.

Pourtant, le marché physique reste tendu, avec une troisième année consécutive de déficit. Sur les deux dernières années, en cumulé, le déficit atteint désormais près de la moitié de la production minière de cette année. À noter cependant que la demande d'argent était cette année en recul, en raison d'une baisse assez marquée de la

³ Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

demande dans les secteurs de la bijouterie, de l'argenterie et de l'investissement. Cette baisse est toutefois à relativiser, car la demande de ces secteurs est de retour sur les niveaux de 2021, l'année 2022 ayant marqué un plus haut depuis au moins 10 ans. 2023 devrait donc s'inscrire comme la deuxième plus grosse demande historique depuis 2013, malgré un recul de la demande d'environ 10%.

Côté offre, la production minière s'est affichée en 2023 en recul de 2% par rapport à 2022, tout comme l'offre globale. La production minière s'établit désormais près de 9% en dessous de son plus haut historique de 2016.

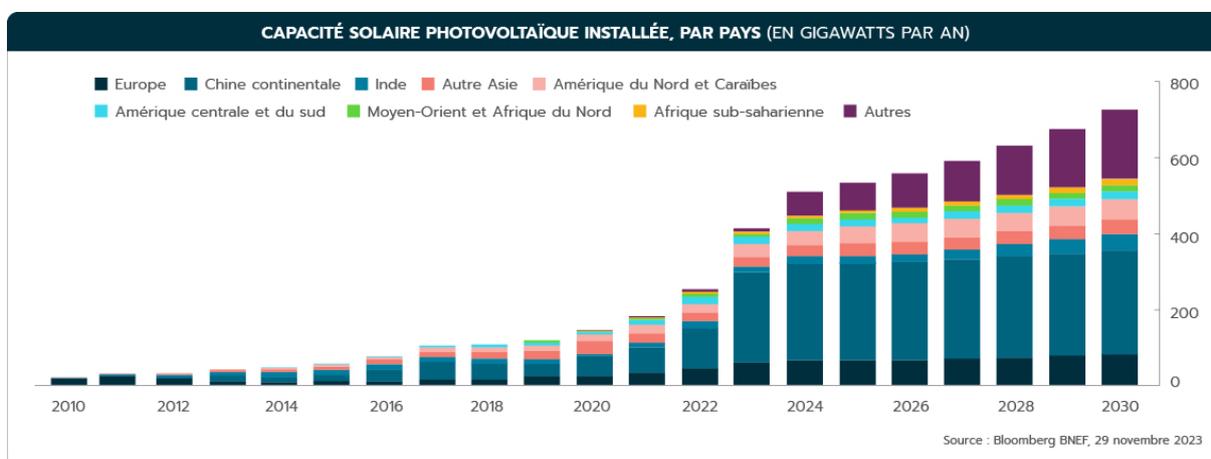
L'année 2024 s'annonce sous de très bons auspices. Côté production, si l'on en croit les estimations des plus gros producteurs qui sont historiquement un bon indicateur de la production globale, celle-ci devrait rester contrainte. L'effondrement des prix du métal blanc il y a un peu plus de dix ans a imposé une cure d'austérité et une discipline budgétaire aux compagnies productrices, qui se paye aujourd'hui et pour longtemps encore étant donné le délai d'ouverture d'un nouveau gisement (en moyenne 17 ans selon l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE)). La production minière devrait donc peu évoluer en 2024.

Les propriétés physiques et chimiques de l'argent devraient lui permettre de continuer à voir la demande industrielle progresser. Métal qui conduit le mieux l'électricité, l'argent est notamment utilisé dans l'industrie solaire pour transporter les électrons dans les panneaux photovoltaïques, mais aussi pour la fabrication des packs de batteries dans les véhicules électriques.

Avec le développement de ces deux technologies bas carbone dans la décennie passée et alors qu'ils étaient quasiment inexistantes il y a 10 ans, ces secteurs représentent aujourd'hui déjà plus de 26% de l'offre mondiale d'argent. Et ce n'est sans doute qu'un début, et ce pour plusieurs raisons. D'abord, après des années où les producteurs de panneaux solaires ont réussi à réduire la quantité d'argent embarquée dans chaque panneau (nous sommes passés de 20 à 25 grammes en 2010 à environ 5 grammes au début des années 2020), les dernières technologies de panneaux développées, dites TOPCon et hétérojonction, nécessitent entre 1,3 et 1,8 fois plus d'argent que la technologie PERC actuellement largement dominante (environ 90% de part de marché sur les installations). Ces nouveaux types de panneaux voient leur part de marché croître très rapidement, étant donnée leur efficacité qui est 15 à 20% supérieure à celle d'un panneau de type PERC.

Ensuite, il y a une véritable accélération du déploiement des énergies renouvelables (ENR). 2023 devrait ainsi, selon l'AIE, établir un record de nouvelles capacités installées pour la 22ème année consécutive. Mais 2023 aura surtout vu une très forte

accélération, avec une croissance des installations de près de 50% par rapport à l’an dernier, pour atteindre 507 GW installés. La Chine, en particulier, a installé autant de solaire cette année que le reste du monde en 2022 ! Par ailleurs, le solaire photovoltaïque prend largement le pas sur les autres technologies renouvelables, avec une part de marché de 75%. Toujours selon l’AIE, la croissance devrait se poursuivre dans les années à venir et pourrait porter les installations annuelles entre 750 et 950 GW par an à horizon 2028, soit un taux de croissance de 8,5 à 13,5% par an sur les 5 prochaines années ! Cela pourrait porter la demande d’argent en provenance du seul secteur photovoltaïque d’environ 16% aujourd’hui à 25 à 35% de la production mondiale d’argent à horizon 2028.



À cela s’ajoute la demande d’argent pour le secteur automobile. Et, là aussi, la demande progresse fortement et les perspectives sont bonnes. Même si, à court terme, le passage à un marché de masse du véhicule électrique est difficile et a amené les constructeurs automobiles à revoir leurs ambitions à la baisse, le mouvement est amorcé et ne peut que s’accélérer dans les années à venir. La part de marché des véhicules électriques devrait ainsi être multipliée par 4 à horizon 2030. Si la composition chimique des batteries fait encore débat, l’argent, lui, n’entre pas en compte dans la fabrication de la batterie en elle-même, mais dans celle du pack de batteries, et son utilisation n’est pas remise en cause.

En cumulé, ces deux secteurs qui n’existaient pas il y a un peu plus de 10 ans, pourraient ainsi représenter plus de 50% de la demande mondiale d’argent à horizon 2030 !

À plus court terme, la montée en puissance de ces technologies devrait assurer une nouvelle année de déficit de la production par rapport à la consommation en 2024 et renforcer le potentiel d’appréciation de l’argent. À cela s’ajoute le rôle de valeur

refuge que certains investisseurs prêtent à ce métal. Dans un contexte où les politiques monétaires devraient redevenir plus accommodantes et réduire le désavantage de l'argent par rapport aux actifs présentant un rendement, celui-ci pourrait faire l'objet d'achats importants au travers de produits financiers comme les ETF.

Les perspectives sont donc très bonnes selon nous et l'argent pourrait ainsi connaître une appréciation de 15 à 25%, portant le cours du métal entre 28 et 30\$ l'once à horizon de la fin d'année.

Platine

Les platinoïdes ont connu une année 2023 particulièrement difficile. La faiblesse de l'activité industrielle et le cycle de déstockage manufacturier ont pesé sur l'ensemble des métaux à composante industrielle. Mais les platinoïdes ont également été mis sous pression par la vue de marché selon laquelle la popularité grandissante des véhicules à batteries électriques évincerait rapidement les autres types de motorisation et réduirait structurellement la consommation de ces métaux. Cette perspective a poussé les positions nettes vendeuses des acteurs financiers sur des records historiques.

Le platine est moins exposé à l'industrie automobile que le palladium : elle représente 46% de sa consommation totale, contre 80% pour le palladium. Cependant une demande globale faible et le mouvement de déstockage des consommateurs ont pesé sur les prix. En effet, la pandémie et la pénurie de semi-conducteurs en ayant découlé ont résulté en une baisse drastique de la production de véhicules : 30 millions de moins produits entre 2020 et 2022. De nombreux constructeurs automobiles achètent les platinoïdes sur la base de contrats annuels. Cela a donné lieu à de plus grandes quantités de métaux achetées qu'utilisées, et à une accumulation de stocks. En conséquence, en 2023, ces mêmes constructeurs ont pu réduire leurs achats réguliers pour faire face au déficit du marché du platine. Ces excédents d'inventaires ont donc permis, jusqu'ici, de gérer la reprise de la demande alors que la production automobile se normalisait. Bien qu'il soit difficile d'estimer précisément le timing de fin de ce déstockage, les données montrent des inventaires en baisse en 2023 ; les consommateurs pourraient donc prochainement retrouver des comportements d'achats habituels. Dans un marché physique en déficit en 2023 et à nouveau prévu comme tel en 2024, cela devrait avoir pour conséquence un rebond du prix du platine.

D'après le World Platinum Investment Council, le platine est en effet attendu en déficit de 353,000 onces en 2024, ce qui représente 5% de la demande. Ce déficit est moins important qu'il ne l'a été en 2023, du fait d'une moindre demande financière attendue, mais les inventaires existants ont diminué, et ne pourront plus répondre à la demande de la même façon qu'en 2023.

Deux autres facteurs pourraient modifier ce rapport de force. D'une part, la production pourrait être bien plus contrainte que prévu. Du fait de la très forte chute du prix du panier des platinoïdes en 2023, les compagnies minières discutent aujourd'hui ouvertement de la possibilité de restructurer leurs activités non profitables ou, du moins, de fermetures temporaires de capacités de production sur ces métaux. Même la fermeture d'une ou deux des mines non profitables suffirait à faire basculer le platine dans une situation de fort déficit et provoquerait probablement un fort rebond des prix.

Trois des régions les plus productrices de platinoïdes, l'Amérique du Nord, le Zimbabwe et l'Afrique du Sud, sont notamment caractérisées par des coûts de production relativement élevés et très exposées à la chute des prix de ces métaux. À titre d'exemple, nous estimons que les marges des compagnies nord-américaines ont chuté d'environ 120% en 2023 et se trouvent aujourd'hui autour de -120\$ par once⁴.

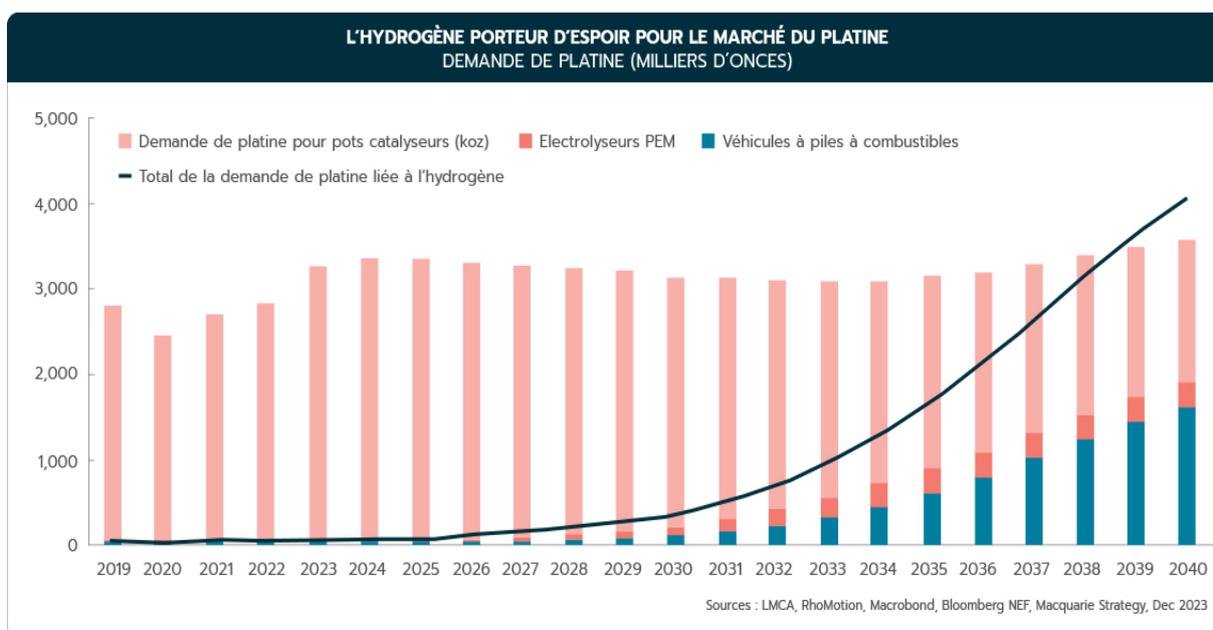
Les pertes provoquées par le niveau actuel des cours sur le panier de métaux extraits dans nombre de ces mines devraient, sans une amélioration rapide de la situation, pousser les compagnies minières à décider de la fermeture de certains sites. Il existe donc un risque important de réduction de la production dès 2024.

Un second facteur pourrait venir modifier cet équilibre. En effet, les projections de demande actuelles se basent sur les sources de demande de platine que nous connaissons aujourd'hui. Cependant, l'essor du marché de l'hydrogène pourrait créer une nouvelle source de demande significative. Aujourd'hui ce secteur représente 1% de la demande annuelle de platine, et son évolution à court terme est difficilement quantifiable. Malgré tout, le montant colossal d'investissements engagé par les différents pays, de la Chine aux États-Unis en passant par l'Europe ou le Japon, permettent d'affirmer qu'il connaîtra un développement rapide dans les prochaines années. En effet, les engagements des gouvernements dans le secteur de l'hydrogène sont passés de 50 milliards de dollars en 2021, à près de 300 milliards de dollars deux ans plus tard, avec un déploiement des projets prévu à l'horizon 2030. La recherche d'indépendance énergétique, combinée à la course à la

⁴ Source: Bank of America, *As the world turns green, PGM industry margins turn red*, 20 December 2023

décarbonation, suggèrent que l'attention portée à l'hydrogène devrait continuer de grandir dans les prochaines années.

Cela pourrait bien entendu profiter au platine, nécessaire à la fabrication de piles à combustibles et d'électrolyseurs dits « proton exchange membrane » (PEM), l'une des deux technologies utilisées aujourd'hui pour l'électrolyse de l'eau.



Outre ce nouvel usage, le platine restera à notre sens nécessaire pour de longues années pour la construction de pots catalytiques : il semble peu probable que la voiture électrique à batterie constitue la solution de mobilité unique, pour tous usages et dans toutes les régions du monde, dans un horizon proche. Le développement des véhicules hybrides, dotés d'un pot catalytique plus important que dans un véhicule thermique, devrait donc se poursuivre. D'autre part, les efforts faits pour réduire les émissions de particules des véhicules thermiques se poursuivent également. Tous ces éléments devraient permettre de soutenir la demande de platine.

Palladium

Le palladium a connu une année 2023 très compliquée, qui s'est soldée par une correction de son cours de plus de 40%.⁵ Après avoir côtoyé des plus hauts à plus de 3000 \$ l'once en 2022 à la suite du déclenchement du conflit russo-ukrainien (la

⁵ Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

Russie est le plus gros producteur du métal), les cours se sont détendus devant l'absence de sanctions internationales sur la production de métaux en provenance de Russie.

Plusieurs autres facteurs ont pesé sur les prix. D'abord, certains constructeurs automobiles ont décidé de substituer le palladium par du platine dans la fabrication des pots catalytiques des véhicules thermiques ou hybrides. Étant donné le différentiel de prix entre les deux métaux, il était devenu économiquement intéressant de procéder à une telle modification.

Ensuite ce métal, comme beaucoup d'autres métaux industriels, a été victime du manque d'intérêt de la part des acheteurs chinois. Après la décision par l'Empire du Milieu de suspendre sa politique « zéro-Covid » en début d'année, les entreprises chinoises, qui n'ont pas bénéficié des mêmes aides que les entreprises occidentales, ont en effet choisi d'adopter une attitude prudente et d'utiliser les stocks accumulés pendant les deux dernières années avant de revenir à l'achat.

La hausse des taux d'intérêt a également détourné progressivement les acteurs financiers de ce marché, et les mauvaises perspectives liées à la disparition anticipée par le marché du moteur à combustion (le secteur automobile représente 80% de la consommation de palladium) ont même poussé les investisseurs à prendre des paris records à la baisse sur le métal.

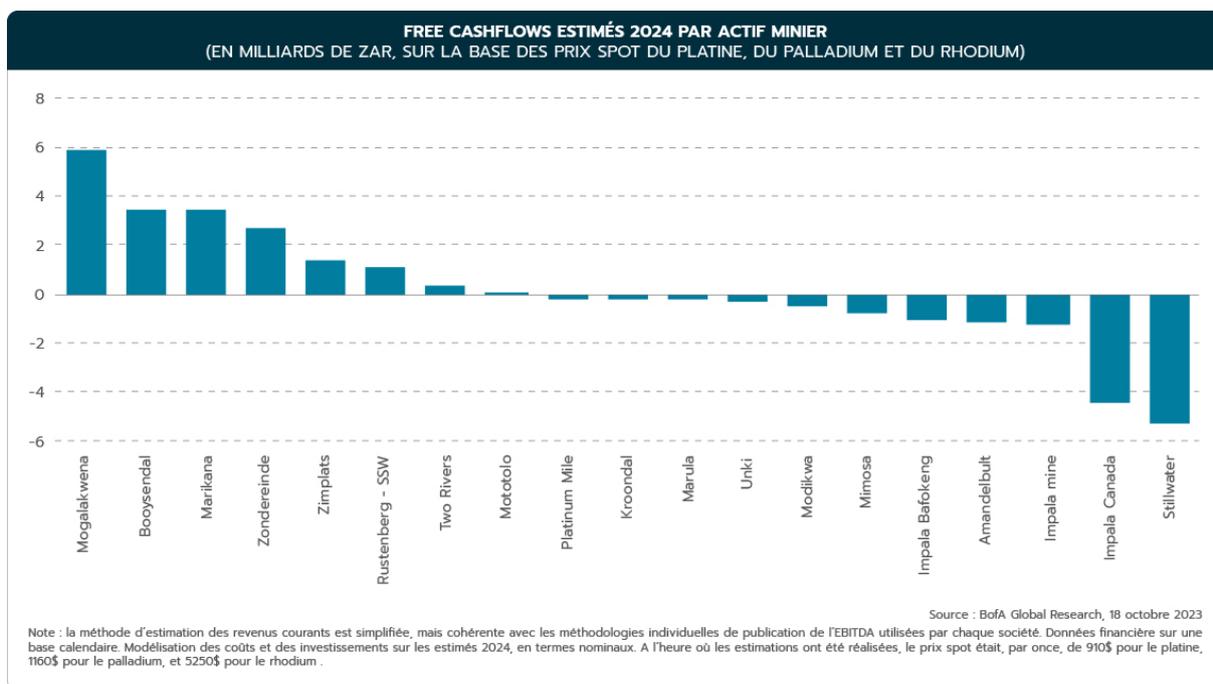
Ajoutons à cela que des rumeurs de marché font état de ventes importantes de palladium par le fonds souverain russe. Dans l'impossibilité de vendre son or sur les marchés internationaux en raison des sanctions mises en place contre le pays, le gouvernement de Vladimir Poutine aurait décidé de vendre une partie de son stock de palladium pour financer la guerre. Nous parlons de ventes dépassant les 70 tonnes, sur un marché annuel de 300 à 350 tonnes. Ceci a pu fortement peser sur les cours.

Toutefois, les perspectives semblent meilleures aujourd'hui. D'abord, la baisse très importante du prix du palladium rend aujourd'hui la substitution par du platine beaucoup moins attractive. Celle-ci ne semble plus être à l'ordre du jour, et certains analystes font même état d'un retour en arrière par certains constructeurs. L'impact négatif du remplacement du palladium devrait donc être derrière nous.

Rappelons par ailleurs que si le passage à la mobilité électrique est bien enclenché, il est pour l'heure moins rapide que prévu dans les scénarios amenant à des émissions nettes à zéro en 2050. Par ailleurs, le prix élevé des véhicules électriques semble aujourd'hui constituer un frein au changement de mobilité. Nous le voyons notamment en Chine, où les véhicules hybrides, jusque-là ignorés, représentent à présent environ

un tiers des véhicules électriques vendus. Ceci est important pour le marché du palladium, car un véhicule hybride contient toujours un pot catalytique. Celui-ci est même plus gros que sur un véhicule thermique classique et embarque en moyenne 10 à 15% de platinoïdes de plus qu'un véhicule thermique.

Au-delà de ces sujets liés à la transition énergétique, une autre force de rappel qui devrait jouer un rôle important en 2024 est l'impact de la baisse des cours sur la rentabilité des compagnies minières. Ainsi, selon une étude réalisée par les équipes de Bank of America, une bonne partie des compagnies sud-africaines et américaines qui produisent du palladium seraient aujourd'hui dans une situation où leur activité génère des free cash flows (FCF) négatifs. Ceci pourrait amener ces entreprises à réduire leurs investissements et baisser la production de certains sites, contraignant ainsi la disponibilité mondiale.



La baisse des prix du palladium a également un impact sur la production de palladium sur le marché secondaire, c'est-à-dire le palladium provenant du recyclage. Avec la forte baisse des cours observés ces derniers mois, les opérations de recyclage sont en effet devenues de moins en moins rentables, et les volumes ainsi produits devraient marquer le pas en 2024.

Enfin, les ventes de palladium par l'état russe semblent désormais terminées, leur stock étant désormais réduit. De leur côté, les investisseurs financiers n'augmentent plus leurs positions vendeuses sur le métal. Ils pourraient même couper ces positions dès lors que la politique monétaire redeviendra plus accommodante.

L'ensemble du mouvement observé en 2023 nous semble donc exagéré. D'autant qu'il est important de rappeler qu'il s'est produit sur un marché qui termine l'année en déficit de production par rapport à la consommation. Ceci devrait d'ailleurs être à nouveau le cas en 2024 si l'on en croit Norilsk Nickel⁶, plus gros producteur mondial du métal. La société table sur un déficit de 6 à 25 tonnes, soit entre 2 et 8% de la production annuelle.

Le marché pourrait ainsi connaître un rebond en 2024. Étant donné les perspectives moyen terme, celui-ci ne devrait pas permettre au métal de retrouver les niveaux observés en début d'année dernière. Les cours pourraient néanmoins retrouver les niveaux de 1400 à 1500 dollars l'once.

Cuivre

Le cuivre est l'un des seuls métaux industriels qui termine l'année 2023 sur une performance positive. Si le métal rouge a été touché lui aussi par le phénomène de déstockage chinois, comme beaucoup d'autres métaux, et par le ralentissement du secteur industriel dans le monde et de l'immobilier en Chine, les prix ont pu se maintenir en raison de l'importance de ce métal dans l'ensemble des technologies bas carbone.

Le cuivre est le « couteau suisse » de la transition énergétique : indispensable aux éoliennes (il faut entre 950 kilos et 5 tonnes de cuivre en fonction de la taille de la turbine), il est aussi utilisé massivement dans la mobilité électrique (il y a 4 fois plus de cuivre dans une voiture électrique que dans un véhicule thermique), dans le solaire (pour le raccordement et le lien entre les cellules) ... Il est aussi indispensable au développement des réseaux, qui s'est imposé cette année comme un élément essentiel et pourtant oublié du succès de la transition énergétique. Les besoins réseaux générés par le développement des ENR ont en effet été largement sous-estimés jusqu'alors. Mais l'AIE rappelait encore récemment que les installations ENR raccordées au réseau en 2022 aux États-Unis avaient été achevées en 2017 ! En France, où le réseau est pourtant dense, un projet en Charente-Maritime est aujourd'hui en suspens car le délai de raccordement annoncé au promoteur est de... 8 ans !

Côté demande, le resserrement des politiques monétaires entamé il y a 18 mois dans l'ensemble des économies développées a fortement pesé sur l'industrie, mettant la

⁶ 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.

demande de métaux sous pression. La hausse des taux a en effet sérieusement affecté la croissance manufacturière, que ce soit en Europe, où l'activité se contracte depuis 18 mois, ou aux Etats-Unis où le secteur manufacturier américain est en contraction depuis 13 mois. Même en Chine, l'activité manufacturière s'est contractée sur 7 des huit derniers mois.

Deux éléments ont néanmoins joué en faveur de la bonne résistance du cuivre cette année. En premier lieu, si l'activité immobilière chinoise a elle aussi fortement ralenti, le gouvernement a pris des mesures visant principalement à soutenir l'achèvement des bâtiments en cours de construction. Or, c'est dans cette phase que la consommation de métaux, et notamment de cuivre, est la plus importante. Cela a donc permis de limiter la baisse de la demande de ce secteur.

Mais l'élément déterminant a surtout été la formidable accélération du déploiement des technologies bas carbone, en Chine et ailleurs ! Au niveau mondial, l'addition de capacités renouvelables a augmenté de près de 50% par rapport à l'an passé pour atteindre près de 510 GW, générant des besoins considérables en métaux. La Chine a par ailleurs accéléré le développement de son réseau électrique, auquel elle a consacré environ 520 milliards de yuans (près de 73 milliards de dollars). Et le gouvernement a également fortement soutenu la mobilité électrique : les ventes de véhicules électriques devraient ainsi progresser de 22% sur l'année, et celles de véhicules hybrides de 83% !

Au global, la demande de cuivre s'inscrit ainsi en hausse de 4% au niveau mondial, et de 9,5% en Chine, sur les 10 premiers mois de l'année ! À noter qu'il n'y a pas d'effet de base positif, la demande de cuivre étant déjà en hausse en 2022.

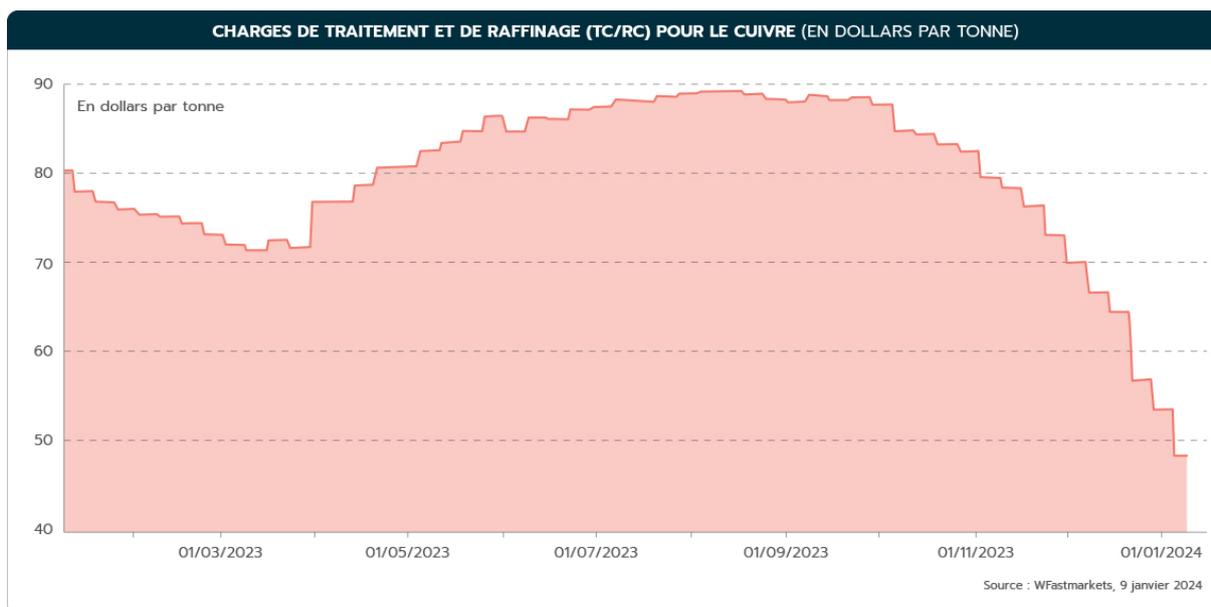
Ceci confirme que les transformations en cours créent une diminution de l'élasticité de la demande de métaux, et en particulier de cuivre, aux cycles économiques traditionnels. L'accélération de la transition énergétique, qui doit intervenir quel que soit le cycle économique, génère une demande de métaux additionnelle qui dépasse la baisse de consommation des secteurs traditionnels dans un ralentissement modéré.

Côté offre, les stocks accumulés par la Chine pendant toute la période épidémique ont permis de faire face à ce surcroît de demande pendant toute une partie de l'année. S'il y a donc bien eu décorrélation entre les cycles économiques et la demande de métal, cela n'a été que partiellement le cas sur les cours du cuivre, qui n'ont pu faire mieux que de rester stables. La Chine, plus gros acheteur de métaux du monde, a en effet fonctionné sur ses stocks et a ainsi été absente de la demande pendant toute une partie de l'année.

Aujourd'hui, ces stocks sont de retour sur des niveaux très faibles, et les contraintes se sont récemment multipliées. Si la production minière a bien augmenté en 2023, la hausse s'est limitée à 1% selon l'International Copper Study Group sur les 10 premiers mois de l'année, malgré l'ouverture de nouvelles capacités. Ceci est lié à des interruptions de production qui ont touché le Chili, l'Indonésie, le Panama et les Etats-Unis dans la première partie de l'année. Mais au-delà, les problèmes ont persisté au Panama et au Chili et sont apparus au Pérou en deuxième partie d'année. Au Panama, le gouvernement a même déclaré le contrat d'exploitation, accordé à First Quantum Minerals⁷ pour la mine de Cobre Panama, inconstitutionnel. Le site, qui représente environ 1,5% de la production mondiale de cuivre, devrait ainsi rester fermé au moins jusqu'aux prochaines élections présidentielles dans le pays, qui se tiendront en mai 2024. Au Pérou, ce sont les communautés locales qui protestent contre l'exploitation minière, créant des interruptions dans le processus de production. Enfin, au Chili, les compagnies sont confrontées à des problématiques géologiques et politiques. Anglo American a ainsi dû revoir à la baisse ses objectifs de production pour 2024 et les deux années suivantes en raison d'une teneur en minerai moins forte qu'attendue et de roches très dures augmentant les coûts d'exploitation. Codelco, la compagnie nationale, a de son côté vu sa production tomber au plus bas depuis un quart de siècle, après des revers sur un certain nombre de projets qui n'ont pas permis de rétablir la teneur en minerai des gisements après des décennies de sous-investissements.

Ces difficultés dans la production minière commencent à se faire sérieusement ressentir sur le marché physique, côté demande. Les raffineurs, qui doivent se procurer le concentré pour travailler, ont de plus en plus de mal à se fournir. Cela les oblige à baisser leurs marges, appelées TC/RC (Treatment charge / Refining charge). Ainsi, en quelques mois, les marges ont été presque divisées par 2 et sont revenues en janvier 2024 sous les 50\$ la tonne, plus bas niveau observé depuis juillet 2021 !

⁷ 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.



Ce manque de disponibilité de concentré de cuivre a également amené la Chine à augmenter ses achats de cuivre déjà raffiné, sous la forme de cathode. Si nous n’avons pas encore les chiffres à fin décembre, sur les 4 mois précédents, la Chine a importé plus de cuivre raffiné que le surplus disponible sur le marché hors Chine.

Tous ces éléments constituent un fort soutien pour le marché du cuivre. Cependant, le début de l’année est traditionnellement une période de restockage en raison du ralentissement de l’activité en Chine. L’arrivée du Nouvel An chinois, qui aura lieu cette année le 10 février et donne lieu à une période de fête de 15 jours, marque une phase durant laquelle l’économie tourne au ralenti.

Une fois cette période passée, nous devrions voir la demande chinoise repartir. Le gouvernement a en effet annoncé la poursuite du déploiement des technologies bas carbone. Le réseau électrique fera ainsi l’objet en 2024 d’un investissement de 500 milliards de yuans (70 milliards de dollars, en ligne avec les investissements 2023). De leur côté, les installations d’énergies renouvelables (solaire et éolien) devraient atteindre 277 GW, soit presque autant que le monde entier en...2022 ! Enfin, la mobilité électrique pourrait progresser de 20% par rapport à 2023, avec près de 10 millions de véhicules électrifiés vendus, selon Bloomberg BNEF. Le reste du monde devrait suivre, puisqu’au niveau mondial, l’AIE attend une progression des capacités installées de renouvelables de 8% a minima, et Bloomberg BNEF une progression de 20% des véhicules électrifiés.

À cela devrait s’ajouter en courant d’année l’assouplissement des politiques monétaires des principales économies développées. La fin du cycle de resserrement des conditions de crédit et la probable baisse des taux à venir devraient en effet permettre aux indicateurs du secteur manufacturier de se reprendre en deuxième

partie d'année. Ceci devrait amener le marché du cuivre en déficit, poussant les prix à la hausse.

Finalement, nous pensons que le prix du cuivre pourrait connaître une croissance de l'ordre de 15%, pour atteindre les 10 000\$ la tonne, ceci plutôt en deuxième partie d'année.

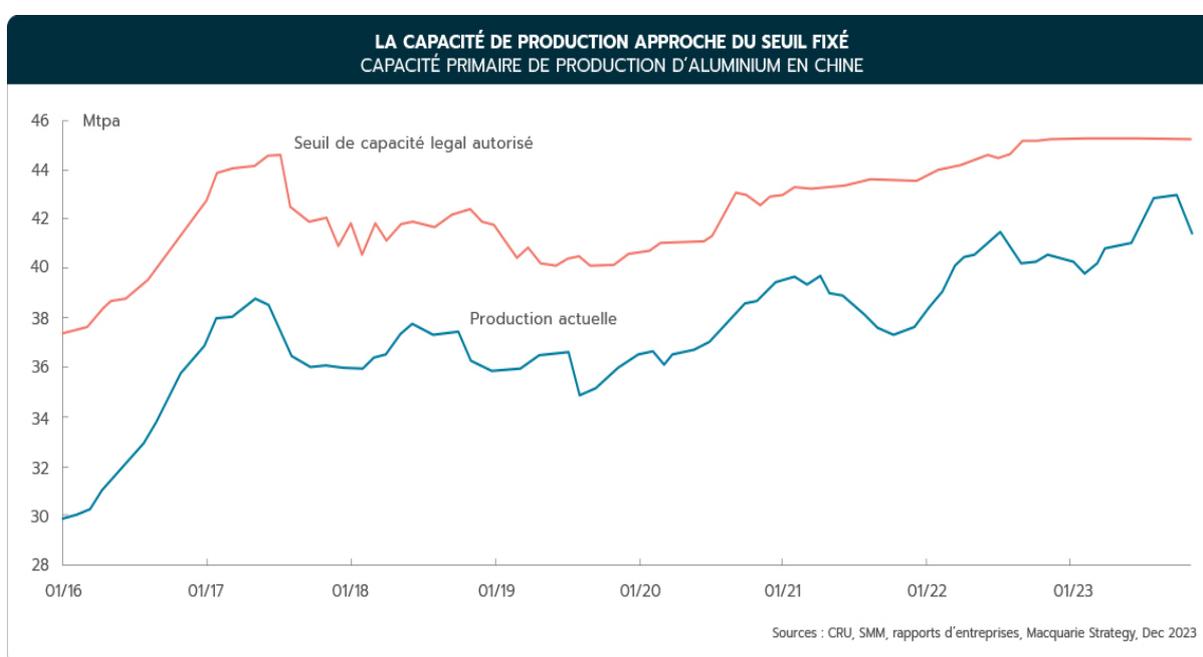
Aluminium

En 2023, l'aluminium a souffert comme l'ensemble du complexe des métaux de base, d'une combinaison de faiblesse de la demande industrielle, notamment en Europe et aux États Unis, et du mouvement de déstockage d'inventaires particulièrement élevés en début d'année. En Asie, la demande a été plus soutenue, notamment grâce à la forte hausse de la demande liée aux technologies décarbonées et au réseau électrique. Mais cette demande a été largement satisfaite par les stocks existants. En 2024, la situation devrait évoluer pour donner lieu à un marché significativement plus tendu.

En effet, les contraintes de production d'aluminium s'intensifient. Au cours de ces dernières années, la Chine s'est imposée comme l'un des plus gros producteurs d'aluminium au monde : de 38,5 millions de tonnes en 2021, la production est passée à 40,2 millions en 2022, et a atteint 43 millions de tonnes en 2023, pour une production mondiale totale d'environ 70 millions de tonnes. Cette domination du marché répond avant tout à une consommation domestique d'aluminium en forte croissance ; outre la demande liée aux industries et à l'immobilier, l'aluminium répond à une multitude de nouveaux besoins, des véhicules électriques aux renouvelables, en passant par les câbles électriques nécessaires au déploiement du réseau. À ce titre, cette année, malgré le ralentissement immobilier et la morosité globale de l'activité chinoise, la consommation domestique connaît une progression de 5%, l'accélération de la transition énergétique ayant plus que compensé le manque de demande traditionnelle. A titre d'exemple, l'essor de l'énergie solaire en Chine a, à lui seul, provoqué une demande supplémentaire d'aluminium de 1,6 millions de tonnes en 2023, soit 2,3% de la production mondiale annuelle.

Cependant, la croissance de la production semble arrivée à son terme. La lutte contre la pollution, décrétée par le gouvernement de Xi Jinping, nécessite de réduire les activités très énergivores et notamment dans les régions dans lesquelles cette énergie provient de centrales à charbon. Les régions productrices d'aluminium sont concernées par cette situation. D'autre part, la sécheresse récurrente ces dernières

années contraint de plus en plus la production électrique d'énormes barrages comme celui de Yunnan. Ce phénomène a mené les autorités à rationner l'usage de l'électricité. Tout cela a conduit le gouvernement à décréter une limite annuelle de production d'aluminium, fixée à 45 millions de tonnes par an. Ce cap est aujourd'hui sur le point d'être atteint, et l'intégralité de la ressource ainsi produite a été consommée au niveau domestique ces derniers mois, malgré une activité industrielle assez modérée. Toute croissance supplémentaire de la consommation, qui devrait notamment être portée par la transition énergétique en marche, devra donc être adressée par d'autres sources de production, créant une compétition au niveau international pour l'approvisionnement en aluminium.



En Europe, la production est également restreinte : en 2022, la forte hausse des coûts de l'énergie avait contraint les producteurs à fermer de nombreuses raffineries et fonderies. Même si la crise s'est depuis atténuée, les raffineurs restent déficitaires. Loin d'être réglée, cette situation pourrait même s'aggraver, d'autres sites de production décidant de fermer dans la région.

Des discussions similaires sont menées aux États-Unis concernant des fermetures de capacités. Le principal producteur américain d'aluminium, Alcoa⁸, a confirmé son intention de couper complètement la production cette année dans la raffinerie de Kwinana afin de réduire les coûts. Elle a annoncé entamer la réduction de sa

⁸ 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.

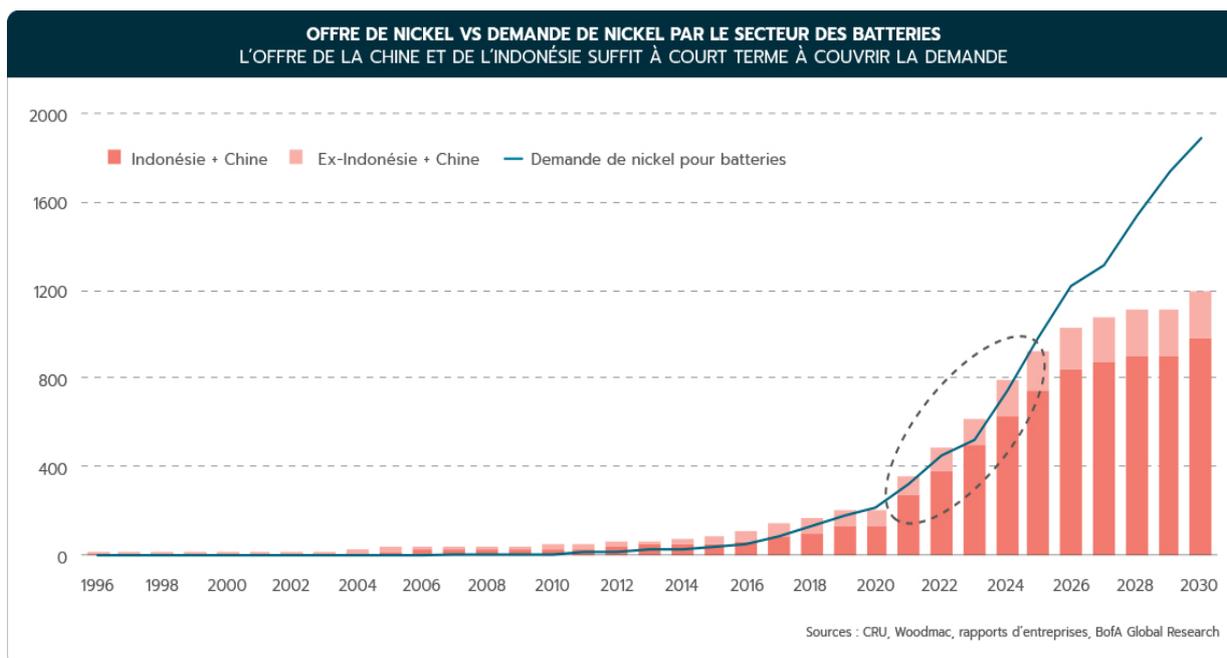
production au deuxième trimestre et cesser toutes ses activités au troisième trimestre. Cette raffinerie possède une capacité de production d'environ 2,2 millions de tonnes d'alumine et représente environ 1,2% de la production mondiale. Les annonces de réduction de capacités de production se succèdent donc.

La demande chinoise devrait continuer de connaître une croissance soutenue, portée par un rythme rapide d'installation de technologies décarbonées, par un plan d'infrastructures massif et par les projets de rénovation de banlieues lancé par le gouvernement en fin d'année. La demande ex-Chine, elle, devrait se rétablir peu à peu après une année difficile et un cycle de déstockage de biens manufacturiers hors du commun.

Le marché de l'aluminium devrait ainsi se tendre progressivement et une compétition accrue voir le jour entre les différents consommateurs, dans un environnement de production globalement contrainte. Dans un contexte de stocks faibles sur ce métal, et dans l'anticipation d'un déficit significatif entre offre et demande pour 2024, les prix devraient réagir à la hausse dans les prochains mois.

Nickel

Le marché du nickel a commencé à s'affaiblir dès le début de l'année 2023, lorsque la Chine et l'Indonésie ont annoncé de nouvelles capacités de production significatives. Un nouveau procédé chimique a notamment vu le jour, permettant de transformer des matériaux de moindre qualité en nickel très pur (dit de classe 1), apte à être utilisé dans les batteries de véhicules électriques. Ce procédé a ouvert la porte à une production à plus grande échelle de nickel de classe 1 à partir de matériaux relativement abondants comme le « nickel pig iron » ou NPI, sorte de ferronickel habituellement réservé à la fabrication d'acier galvanisé, ou le matte, produit intermédiaire contenant entre 30 et 60% de nickel. Ainsi, le marché habituellement tendu du nickel de classe 1 est devenu bien mieux approvisionné, entraînant la chute des cours.



L'année 2023 a également été marquée par une consommation de nickel pour la fabrication de batteries plus faible que prévu, en partie à cause du déstockage de la chaîne d'approvisionnement dans un contexte de baisse des prix et de hausse des taux, ainsi que du fait d'une forte hausse de la part de marché des batteries dites « lithium fer phosphate » ou LFP, sans nickel, en Chine. Le pays est à la fois de loin le plus important marché de production et d'achat de véhicules électrifiés, et le pôle dominant de croissance des ventes de ces véhicules en 2023. Ainsi, malgré une croissance globale de 30% des ventes mondiales de véhicules électriques, la consommation de nickel liée à ce secteur n'a augmenté que modestement, et pas du tout en Chine.

Ces différents phénomènes ont provoqué un surplus d'offre d'environ 320 000 tonnes de nickel, et en réaction, l'importante baisse de prix observée en 2023.

La production via ces nouveaux traitements chimiques en Indonésie et en Chine devrait continuer d'alimenter le marché du nickel, et pourrait provoquer à nouveau en 2024 un surplus d'offre significatif freinant le potentiel du métal à court terme. Cependant, la baisse récente des prix a mis les marges des producteurs sous forte pression. Alors que les compagnies minières sont de plus en plus nombreuses à faire état de cash flows négatifs sur leur production de nickel, des conséquences concrètes commencent à apparaître, se traduisant par de premières fermetures de capacités.

Ainsi, First Quantum a annoncé l'arrêt de la mine Ravensthorpe en Australie, productrice de nickel et de cobalt, pour les deux prochaines années. First Quantum

a pris cette décision alors que l'exploitation de ce site générerait une perte s'élevant à 66 millions de dollars pour les neuf premiers mois de l'année 2023. Une importante partie du secteur continuant de souffrir de pertes aux niveaux actuels, il est probable que les surplus prévus par le marché rencontrent progressivement des fermetures de capacités de production dans les endroits dans lesquels les marges sont devenues négatives.

Côté demande, même si la croissance a été dégradée à court terme, nous nous attendons à ce que le secteur des batteries pour véhicules électriques redevienne rapidement le principal moteur de croissance. L'usage du nickel dans les batteries a connu une forte hausse en 2022, progressant de 480 000 tonnes environ, la Chine représentant 80% de cette nouvelle demande. En 2023, la demande n'a crû que de 20 000 tonnes, notamment du fait du cycle de déstockage qu'a connu l'ensemble du marché des métaux.

Cependant, l'année 2024 devrait voir la demande de nickel rebondir nettement et le secteur des batteries retrouver une contribution importante à cette croissance. Le développement du secteur des véhicules électriques au niveau mondial devrait continuer de constituer une source de consommation de métaux en forte hausse d'année en année. En outre, bien que les batteries lithium-fer-phosphate (LFP), sans nickel, connaissent un essor important, c'est également le cas des batteries à haute teneur en nickel (jusqu'à 90%). Ces batteries répondent en effet à un besoin de certains consommateurs de parcourir de plus longues distances sans recharger leur véhicule, ce que ne permet pas la technologie LFP. Elles possèdent également un temps de charge très faible et une densité énergétique bien supérieure, ce qui en fait une technologie de choix pour certains segments de marché. Le nickel devrait donc continuer d'avoir toute sa place dans l'univers de la composition des batteries.

Zinc

Le zinc n'échappe pas à la pression induite par la faiblesse de la demande industrielle et par l'existence en début d'année de stocks importants, qui feront l'objet d'un déstockage massif. Son prix corrige essentiellement en première partie d'année, passant de près de 3000 dollars la tonne fin décembre 2022 à 2250 dollar à la fin mai. À partir de là, il se stabilise puis opère une lente remontée, pour retracer plus de la moitié de cette correction.

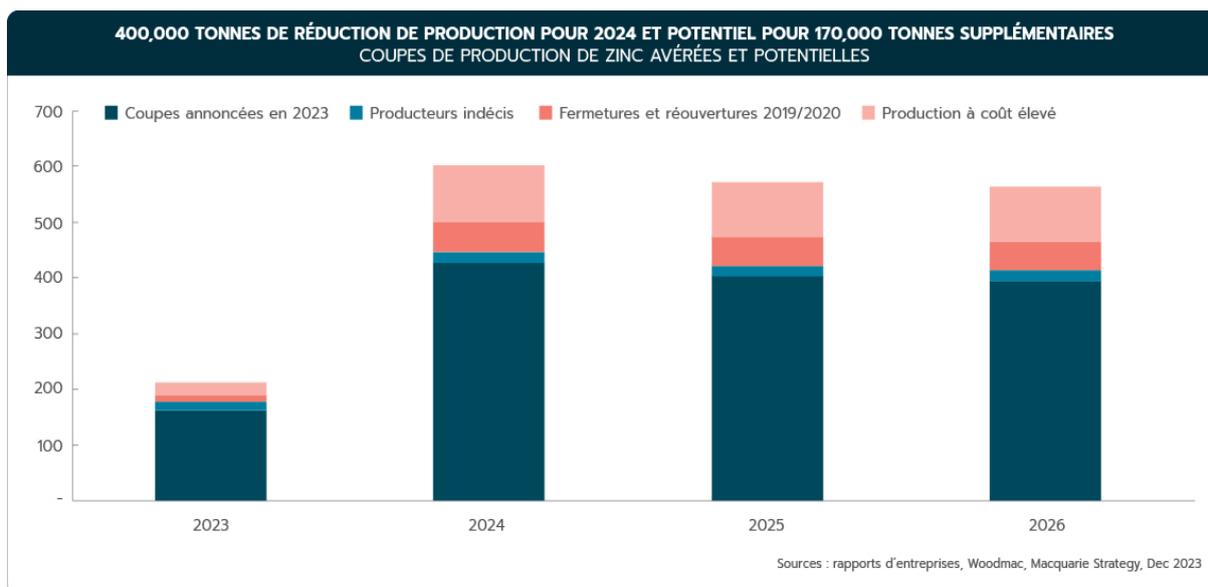
Ce soutien provient en partie de la réduction de production décidée par certaines compagnies minières. À partir de la mi-année, les activités des mines de Tara en

Irlande, Aljustrel au Portugal et de deux mines de Nyrstar⁹ aux États-Unis sont suspendues, du fait de la faiblesse du prix du zinc et de la hausse des coûts de production. Ces suspensions retirent au total 250 000 tonnes de zinc de la production mondiale annuelle.

En parallèle, la demande de zinc en provenance de la Chine a été particulièrement dynamique, et s'affiche en hausse de 7% entre janvier et octobre 2023, comparé à la même période l'an passé. À noter que cette progression n'est pas due à un effet de base négatif : malgré la politique « zéro-Covid » mise en place en 2022, la consommation de zinc de la Chine avait légèrement progressé. Outre la demande de zinc et d'acier galvanisé liée au secteur de la construction, et notamment à la bonne dynamique des fins de chantiers, le métal est également très demandé dans certaines technologies bas carbone. Les éoliennes et panneaux solaires nécessitent des revêtements contenant du zinc afin de se prémunir de la corrosion. Ces secteurs en forte progression forment une nouvelle source de demande pour ce marché.

À la fois grâce aux coupes de production et à la dynamique de la demande en Chine, le surplus d'offre attendu pour 2023 s'est considérablement réduit. Pour 2024, un léger surplus est encore attendu par le marché, la demande en provenance des pays occidentaux restant faible. Cependant, de nouvelles annonces de suspension de mines sont possibles. La production sur ce marché est très sensible au niveau des prix ; ainsi, toute correction des cours déclencherait sans doute d'autres fermetures. Elles restent même possibles tant que les prix resteront proches de leurs niveaux actuels.

⁹ 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.



L'évolution du prix du zinc semble ainsi être capée à la baisse par les menaces pesant sur l'offre, tandis que la demande liée à la transition énergétique progresse. Le cours du métal devrait ainsi connaître une stabilisation puis une lente remontée au cours de l'année 2024.

Plomb

Le marché du plomb est en recul d'une dizaine de pourcents sur l'année 2023¹⁰, pénalisé comme les autres métaux par le phénomène de déstockage qui s'est produit en Chine. La production minière de ce métal est assez stable, en hausse de 0,3% cette année, la croissance de l'offre grâce à de nouveaux projets (Zhairem et Abra) ayant été en grande partie compensée par des pertes au Mexique (grève à la mine Peñasquito), en Chine (inondations) et en Australie. La production devrait progresser davantage en 2024 grâce au démarrage de nouveaux projets, et s'établir un peu en dessous de 3% de croissance. Mais l'essentiel de l'approvisionnement se fait en réalité sur le marché secondaire, puisque le recyclage des batteries permet de fournir près de 70% de l'offre globale.

Côté demande, la consommation liée au secteur automobile, que ce soit en équipement ou en remplacement, continue de représenter l'essentiel de la demande, avec une part de marché de l'ordre de 65%. La reprise lente du secteur automobile depuis la fin de l'épidémie de Covid a permis de soutenir le marché.

¹⁰ Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

Mais le potentiel semble limité : de plus en plus de constructeurs automobiles de véhicules électriques n'utilisent plus de batteries au plomb et leur préfèrent des batteries lithium même pour les fonctions « annexes », tandis que le marché du e-bike, qui constituait un autre pôle de développement, arrive à maturité et bascule lui aussi de plus en plus sur les batteries lithium. L'espoir de développement pour le plomb vient essentiellement du stockage stationnaire sur batteries, pour lequel les batteries lithium ne sont pas toujours la meilleure solution, et de la demande à venir pour le déploiement des câbles sous-marins nécessaires à l'éolien offshore. En effet, le plomb permet de doubler la durée de vie des câbles par rapport à un câble classique.

Mais l'éolien offshore est soumis à de nombreux challenges, et le développement des projets a été retardé cette année, plusieurs promoteurs ayant préféré payer une pénalité pour renoncer à l'installation plutôt que de se lancer dans un projet non viable économiquement.

Tant que les secteurs du stockage stationnaire et de l'éolien offshore ne prendront pas réellement de l'ampleur, le potentiel de hausse du plomb pourrait donc rester limité. À l'inverse, une grosse partie de l'offre venant du recyclage, le prix pourra difficilement connaître des corrections importantes, car celles-ci entraîneraient automatiquement une baisse de l'offre secondaire. Le cours du plomb devrait donc évoluer dans un corridor assez étroit, entre 1900\$ et 2300\$ la tonne.

Conclusion

Le marché des métaux est actuellement en plein bouleversement du fait de la nouvelle demande générée par la transition énergétique. Celle-ci, en créant une demande en forte croissance sans rapport avec les cycles économiques du fait de la nécessité d'accélérer le développement des énergies bas carbone crée une inélasticité de la demande de métaux à l'évolution des secteurs traditionnels qui s'est confirmée cette année en Chine, comme dans le reste du monde. Toutefois, ceci ne s'est pas ressenti dans les prix : la Chine, plus gros acheteur de métaux avec une part de marché d'environ 50% sur tous les métaux, a procédé en 2023 au déstockage des matières premières accumulées pendant la période épidémique.

Mais à présent, alors que les stocks sont désormais sur des niveaux historiquement bas et que la croissance des énergies renouvelables, de la mobilité électrique et des réseaux devrait se poursuivre, la Chine devrait revenir sur le marché physique et permettre aux prix des métaux de suivre la hausse de la demande. Sur certains métaux, comme le cuivre, le déséquilibre observé entre la croissance de la demande et l'offre toujours plus contrainte, devrait progressivement mener à une situation où la hausse des prix sera le seul moyen d'éviter un déficit de ressources. N'oublions pas qu'un marché de matières premières ne peut pas être en déficit une fois les stocks écoulés : nous ne pouvons pas consommer une matière première que nous n'avons pas produite !

Compte tenu du degré de maturité des différentes technologies bas carbone, la tension devrait se matérialiser à des échéances différentes selon les métaux. Le cuivre, l'aluminium et l'argent nous semblent aujourd'hui être les métaux qui présentent le plus de potentiel à court et moyen terme. Le nickel, le platine, le zinc ou le plomb pourraient prendre davantage de temps avant de voir leur demande se matérialiser, ou leur offre se stabiliser. Le palladium, lui, pourrait rebondir à court terme tant sa situation sur le marché physique semble en décalage avec l'effondrement des prix. Mais il devra trouver une nouvelle utilité s'il veut conserver un intérêt pour les investisseurs à plus long terme.

L'or est en marge de ces sujets, n'ayant qu'un rôle anecdotique pour le moment dans la transition énergétique. Mais dans un contexte géopolitique de plus en plus incertain, et alors que les banques centrales devraient, selon toute vraisemblance, revenir à des politiques monétaires plus accommodantes, le métal jaune pourrait rapidement retrouver la faveur des investisseurs et poursuivre en 2024 sur sa lancée de l'an dernier.

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document a été établi 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 92012 – 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.

Il 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 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. FA24/0020/24072024