

QUELLES CONSÉQUENCES L'ÉLECTION DE DONALD TRUMP AURA-T-ELLE SUR LES METAUX ?

25 NOVEMBRE 2024



Benjamin LOUVET

Directeur des gestions matières premières

OFI INVEST ASSET MANAGEMENT

Le 5 novembre dernier, Donald Trump a été élu 47^e président des États-Unis d'Amérique. Alors que le monde s'attendait à un scrutin serré, la victoire a été nette et totale, le Parti républicain emportant également la majorité à la Chambre des représentants et au Sénat.

La position de Donald Trump en matière d'énergie, de commerce international et de géopolitique inquiète les investisseurs et entraîne de profondes réallocations d'actifs. Le dollar et les taux repartent à la hausse et les actions touchent de nouveaux plus hauts historiques outre-Atlantique. L'Europe - elle - est à la traîne, pénalisée par une situation politique compliquée en France et en Allemagne, et les craintes de voir le nouveau gouvernement américain mettre des barrières douanières sur les produits en provenance du Vieux Continent.

De leur côté les métaux, tant précieux qu'industriels, ont subi une correction importante, de l'ordre de 10%. Ce mouvement est-il durable et l'élection de Donald Trump remet-elle en cause les tendances structurelles qui soutiennent les métaux ?

Or : un creux passager plus qu'un changement de cap

La première conséquence de l'élection de Donald Trump a été la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis. Les risques inflationnistes que la politique protectionniste fait peser sur l'économie américaine laissent craindre que la Réserve fédérale américaine (Fed) revoie ses objectifs de baisse des taux d'intérêt. La politique migratoire du nouveau président, ainsi que sa politique économique et fiscale, pourraient également tirer les prix à la hausse.

Tout ceci a entraîné une réappréciation du dollar. La monnaie américaine étant la devise d'échange des matières premières au niveau mondial, la hausse du billet vert a renchéri pour de nombreux pays le coût de ces produits et poussé les cours à la baisse.

Si, à court terme, cette pression pourrait se prolonger, la question de l'endettement de l'État américain devrait rapidement se reposer. À l'heure où les intérêts de la dette américaine ont dépassé les 1100 milliards de dollars sur un an, soit plus de 4% du PIB américain en 2023, et où un tiers de la dette américaine devra être renouvelée dans les 3 prochaines années, les intérêts de la dette américaine pourraient rapidement dépasser les 5% du PIB. La croissance est attendue cette année entre 2,5% et 3,0%, et autour de 2,0% en 2025, avec une inflation entre 2,5% et 3,0%, ce qui constitue une trajectoire insoutenable. Le remboursement de la dette imposera donc des taux d'intérêt réels plus faibles. C'est d'ailleurs ce que disent les Banques Centrales. Dans le Central Bank Gold Survey publié en juin dernier par le World Gold Council, c'était en effet l'une des principales raisons évoquées par les grands argentiers pour justifier leur intention de poursuivre leurs achats d'or. L'autre raison est l'absence de risque de contrepartie sur le métal jaune, ce qui en dit long sur leur perception des autres actifs inscrits à leur bilan, principalement les obligations des principales économies mondiales.

Portées par cette analyse, les Banques Centrales ont acquis des montants record d'or en 2022 et 2023, représentant environ un quart du marché mondial. Ces achats se sont poursuivis sur la première partie de 2024. Depuis, la dynamique a un peu ralenti, mais de nouvelles Banques Centrales se sont jointes à la frénésie, notamment en Europe. Les Banques Centrales de Hongrie, de Pologne et de République tchèque ont ainsi acquis de l'or au troisième trimestre 2024.

L'or, actif sans rendement, a historiquement toujours profité de la faiblesse du rendement des autres classes d'actifs, notamment les taux d'intérêt. En 2022, les équipes de PIMCO expliquaient considérer l'or comme un actif à durée¹ longue, de l'ordre de 22. Cela signifie qu'une baisse de 1% des taux d'intérêt réels se traduit historiquement en moyenne par une appréciation de 22% des cours de l'or. Si elle suit cette règle, la trajectoire du métal jaune devrait donc, tôt ou tard, reprendre le chemin de la hausse. Les festivités de fin d'année, puis le Nouvel An chinois, pourraient être un élément déclencheur d'une nouvelle vague de hausse.

Un autre pays pourrait également activement participer à ce mouvement : l'Inde. Le pays, longtemps premier acheteur de métal jaune, a perdu ce statut en 2012 au profit de la Chine. L'or n'étant pas productif, le gouvernement a tout fait pour limiter ses importations, notamment par le biais de taxes à l'importation à partir de cette période. Mais, cet été, le gouvernement a fait volte-face et abaissé drastiquement ces taxes. L'effet a été immédiat et les achats d'or et d'argent ont battu des records en septembre. La saison de festivals et des mariages battant son plein dans le pays, et les moissons ayant été bonnes, le mouvement pourrait se poursuivre. Pour rappel, les deux tiers de l'or du pays sont achetés par les agriculteurs, selon les estimations.

Dernier élément, et non des moindres, la réaction du gouvernement américain à l'attaque de la Russie en Ukraine a altéré la confiance dans le dollar. Les pays dont les relations avec les États-Unis sont compliquées, comme la Chine, craignent que le dollar devienne une arme de négociation pour les Américains en cas de désaccord. C'est la raison pour laquelle, par exemple, les Chinois ont préféré l'or au dollar comme valeur refuge lorsque le marché immobilier et les marchés actions ont plongé. La Banque Centrale du pays, elle-même, a cédé un montant record d'actifs en dollars dans la première partie de l'année 2024.

Le rebond du dollar à court terme ne doit donc pas être l'arbre qui cache la forêt : les problèmes d'endettement et la défiance naissante vis-à-vis du dollar sont des problèmes structurels et durables qui exercent une influence sur le destin de l'or.

¹ La durée est une mesure de la sensibilité d'un actif aux variations des taux d'intérêt.

Énergies fossiles : un impact surévalué

Avec son mantra « Drill, baby, Drill ! » (fore, bébé, fore), Donald Trump est un fervent défenseur des énergies fossiles. Cette attitude fait craindre non seulement un fort recul du soutien aux technologies bas carbone, mais possiblement un coup d'arrêt total et un retour en arrière. Or, l'accélération de la transition énergétique et des technologies bas carbone est l'un des facteurs essentiels de soutien de la demande et de l'accélération de la consommation de métaux, ce qui fait craindre un recul de la demande. De même, la politique protectionniste de Donald Trump pourrait menacer la dynamique du commerce mondial.

Il est indéniable que le nouveau président américain sera un soutien majeur des producteurs d'énergies fossiles. La question est de savoir pourquoi et quelles conséquences ce soutien aura sur la production d'énergies fossiles américaine.

L'objectif de Donald Trump est clair. Le renouveau généré par le développement de la production de pétrole et de gaz de schiste a conféré aux États-Unis et aux entreprises américaines un avantage concurrentiel énorme par rapport aux autres grandes nations. Les entreprises paient leur électricité moins cher qu'en Europe et au Japon, et le gaz est extrêmement bon marché. Donald Trump veut conserver cet avantage stratégique pour son économie.

Toutefois, rien ne garantit qu'un soutien plus fort de l'administration américaine se traduise par une augmentation de la production. D'abord, la production pétrolière est actuellement largement suffisante pour répondre aux besoins. Ainsi, dans son dernier rapport, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) indique que la production pétrolière devrait générer un surplus d'un million de barils par jour en 2025, et ce malgré la décision des pays de l'OPEP et de leurs alliés (OPEP+) de maintenir la réduction de leur production de 3 millions de barils par jour. Dans ce contexte, les prix du pétrole sont déjà sous pression et rien ne garantit que le secteur pétrolier américain, opéré par des entreprises privées, trouvera un intérêt à augmenter sa production.

Le secteur pétrolier américain est par ailleurs soumis à ses propres contraintes. Depuis la précédente mandature de Donald Trump, les actionnaires de ces compagnies, après avoir financé sans retour sur investissement ce secteur pendant une dizaine d'années, ont commencé à exiger que le secteur abandonne ses objectifs de productivité pour un objectif de rentabilité. C'est la raison pour laquelle, de l'aveu des producteurs de schiste eux-mêmes, les taux de croissance de l'activité qui prévalaient avant 2020 (autour de 15% par an) ne se reproduiront plus. C'est un élément essentiel : les producteurs américains pourraient produire davantage mais font le choix aujourd'hui de ne pas le faire. Un plus grand soutien des autorités ne devrait donc pas profondément changer la donne... Darren Woods, PDG d'Exxon* l'a d'ailleurs rappelé dans une récente interview.

Changement climatique, transition énergétique, Accord de Paris : quelle attitude de l'administration Trump ?

Donald Trump a été très clair pendant sa campagne : dès sa prise de pouvoir, il fera sortir les États-Unis de l'Accord de Paris sur le climat. Mais, cette décision ne définit en rien la politique climatique du pays, même si elle constituerait un très mauvais signal envoyé au monde et aux entreprises impliquées dans la transition.

Si l'intention est affichée, reste à savoir si la décision sera prise. Car le soutien est aujourd'hui moins évident qu'il n'a pu l'être par le passé. C'est ce qu'ont notamment montré les déclarations de Darren Woods, qui a demandé au président élu de ne pas faire sortir les États-Unis de cet accord. Les raisons invoquées font écho à celles avancées par certains grands patrons européens, au premier rang desquels Carlos Tavares, le dirigeant de Stellantis*. Le patron américain appelle à une stabilité des règles du jeu, arguant qu'une politique de « stop and go » nuit à la capacité d'investissement des entreprises américaines.

Ainsi, Exxon* s'apprête à investir des montants importants dans les technologies de capture et de séquestration du carbone, élément essentiel pour assurer la pérennité de l'industrie pétrolière, mais aussi dans la production d'hydrogène. Au-delà, Darren Woods défend l'Inflation Reduction Act (IRA), le plan d'investissement mis en place par l'administration de Joe Biden, notamment pour soutenir le développement de l'industrie des technologies bas carbone aux États-Unis.

Le président américain peut-il entendre ces messages ? Difficile de le dire, mais il fera en tout cas face à des vents contraires. Le premier d'entre eux est réglementaire. Une modification ou une annulation de l'IRA nécessite un vote du Sénat. Malgré sa majorité à cette Chambre avec 53 sénateurs acquis à sa cause, un tel vote nécessite une « super majorité » de 60 sénateurs. Aussi, annuler l'IRA sera probablement difficile pour le président.

Donald Trump devra aussi prendre en compte des problématiques politiques. Une très grande partie des aides déployées sur le sol américain ont permis une relance industrielle qui a largement profité aux États républicains. Aussi, il pourrait ne pas recevoir le soutien nécessaire pour amender l'IRA. Par ailleurs, le soutien de l'État est indispensable pour les technologies de capture et de séquestration du carbone. Ces deux technologies sont nécessaires à la fois pour la poursuite de l'exploitation des énergies fossiles et la production d'hydrogène vert (capture du carbone et raffinage du pétrole grâce à l'hydrogène).

L'attitude de Donald Trump vis-à-vis des énergies renouvelables est également moins tranchée que par le passé. Il s'est ainsi déclaré « fan du solaire » lors de sa campagne. Il n'est donc pas du tout certain qu'il revienne sur l'IRA, parce que ce ne serait pas forcément dans son intérêt ou celui de son pays.

Par ailleurs, Donald Trump ne peut pas ignorer que le monde se décarbone et que les technologies qui le permettent sont amenées à progresser énormément. Les États-Unis, comme l'Europe, sont déjà aujourd'hui très en retard par rapport à la Chine qui a « trusté » l'ensemble de la chaîne de valeur, que ce soit sur les batteries, mais aussi sur les panneaux solaires, les éoliennes ou encore les électrolyseurs et les piles à combustible. Abandonner le soutien à ces secteurs industriels reviendrait à laisser le champ complètement libre aux entreprises chinoises, contre lesquelles aucune barrière douanière ne pourrait rien si le pays n'était pas lui-même doté d'un outil convaincant de production de ces technologies.

Le soutien devrait donc être maintenu, même s'il pourrait évoluer et laisser certains secteurs, comme l'éolien, sur le bord de la route. Par ailleurs, les États-Unis restent une fédération, avec une répartition des pouvoirs qui permet aux États qui le souhaitent de poursuivre leurs propres objectifs. Ainsi, la première mandature de Donald Trump n'a pas empêché la Californie de poursuivre le développement des technologies bas carbone.

L'impact de cette élection devrait donc être limité sur les technologies permettant de combattre le réchauffement climatique. Par ailleurs, les dernières études publiées par l'AIE montrent clairement, dans leur document « Renewables 2024 », que la part des États-Unis dans les installations d'énergies renouvelables ne devraient représenter que 9% du total des capacités déployées dans le monde sur la période 2023-2030.

De son côté, la Chine semble bien décidée à accélérer sur le front des énergies renouvelables et des autres technologies bas carbone. Le pays devrait ainsi atteindre dès cette année ses objectifs à horizon 2030, et poursuit ses efforts. Les capacités solaires installées, déjà record l'an passé (la Chine a installé en 2023 plus de solaire que le monde entier, Chine incluse, en 2022), devraient ainsi encore progresser de 30% cette année. Il semble que Xi Jinping souhaite se défaire le plus rapidement de sa dépendance énergétique, en réduisant rapidement ses besoins d'importations d'énergies fossiles. C'est aussi le pays qui installe le plus d'éoliennes chaque année et qui représente 75% des ventes de véhicules électriques au mois d'août. La société automobile BYD* a ainsi, pour la première fois, réalisé un chiffre d'affaires supérieur à celui de Tesla* sur le troisième trimestre 2024 !

Les efforts commencent d'ailleurs à payer : en septembre, la Chine a vu ses émissions de CO2 baisser de 1%, grâce à la forte hausse de la production d'énergies renouvelables selon la société Carbon Brief.

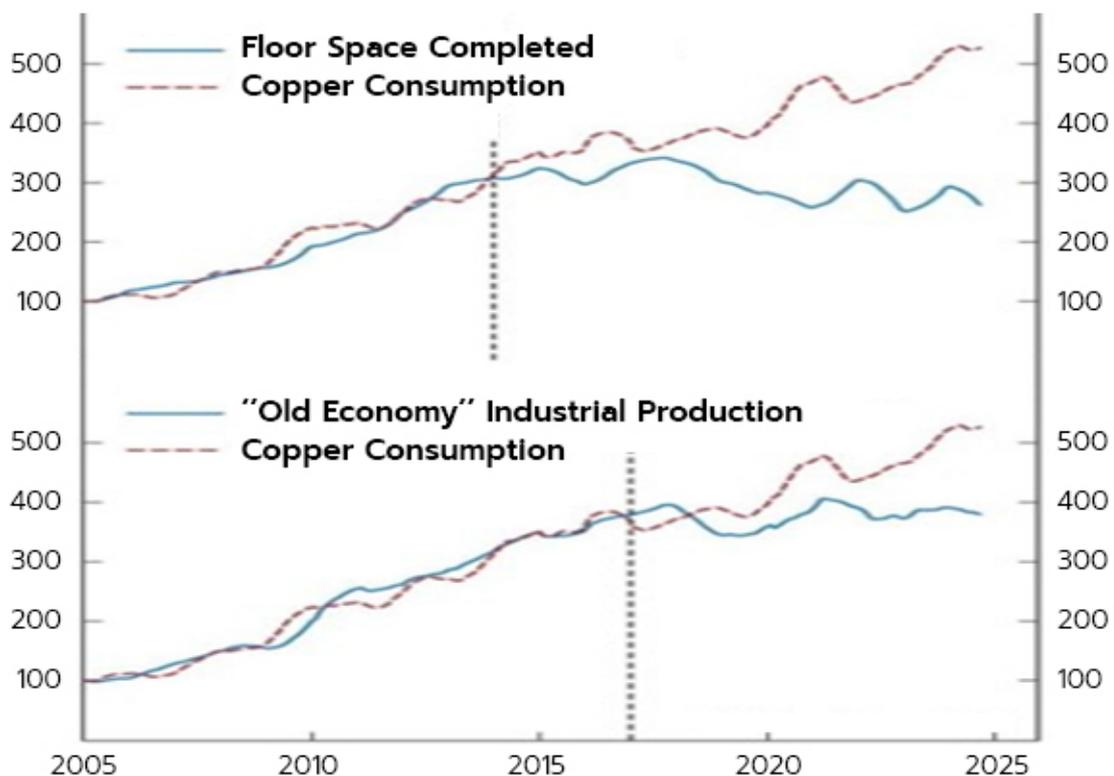


Métaux industriels et précieux : un recul conjoncturel

Tout comme pour l'or, le principal moteur de la baisse récente des métaux industriels, est l'appréciation du dollar. À cela s'ajoute la déception quant au plan de relance annoncé par le gouvernement chinois, qui reste encore très vague en matière de soutien à la consommation.

Mais les chiffres sont clairs : la consommation dépend de moins en moins de la consommation des secteurs traditionnels et de plus en plus de l'accélération du développement des technologies bas carbone. Comme le montre ce graphique, la consommation de cuivre par exemple est de moins en moins liée à l'évolution des secteurs traditionnels de l'économie.

Évolution de la consommation de cuivre en Chine, par secteur (base 100 en 2005)

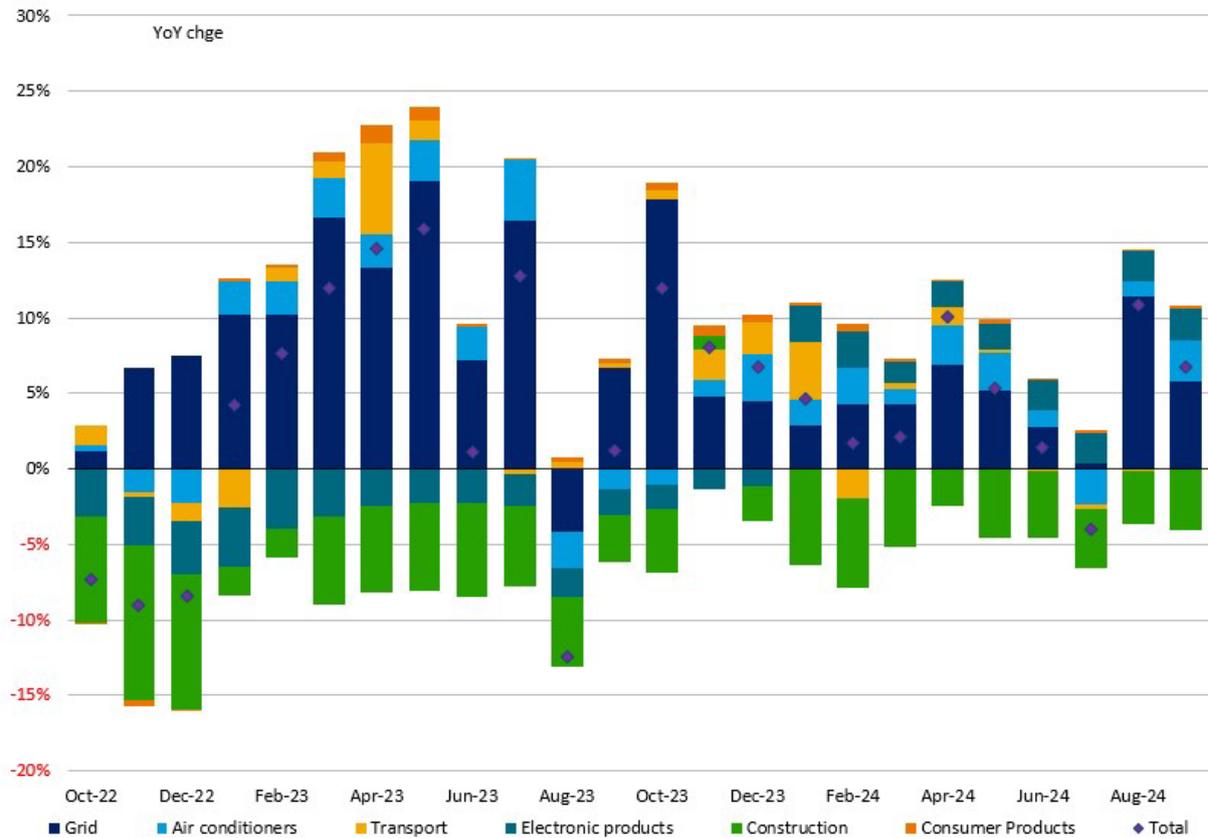


Source : Alpine macro, novembre 2024

C'est notamment le cas en Chine où, malgré un ralentissement de l'activité persistant dans le secteur de la construction, les activités liées au développement du réseau et des énergies renouvelables tirent la demande vers le haut.



Variation de la consommation de cuivre en Chine, par secteur (en %)



Sources : Bloomberg, Bank of America, novembre 2024

La situation est comparable sur l'argent. Le Silver Institute, qui vient de publier son dernier rapport sur l'état du marché, indique que le marché sera cette année en déficit pour la quatrième année consécutive, sur des niveaux historiquement élevés. Ce déficit intervient malgré un fort recul de la demande d'investissement, et s'explique par une forte hausse des besoins pour l'industrie au plus haut historique. Cette hausse est principalement due à l'accélération du photovoltaïque et de la voiture électrique, tous deux très consommateurs du précieux métal. Le déficit devrait perdurer dans les années à venir, selon l'institut.

Enfin, les métaux font toujours l'objet d'une intense bataille géopolitique. Dernier épisode en date : la forte hausse du cours de l'aluminium le 15 novembre dernier, après l'annonce par le gouvernement chinois de la fin des réductions sur les taxes à l'exportation du métal. La Chine est de loin le premier producteur d'aluminium au monde et l'un des principaux exportateurs, avec 5,2 millions de tonnes, soit 7% du marché mondial.



L'élection sans conteste de Donald Trump apporte beaucoup d'incertitudes et beaucoup d'inquiétudes sur les marchés. La remontée du dollar a, à court terme, pesé sur les cours des métaux aussi bien industriels que précieux. Mais les problèmes de dettes restent plus que jamais d'actualité et la question de sa soutenabilité devrait rapidement se reposer.

Le retour de Donald Trump devrait par ailleurs avoir un impact limité sur la politique des États-Unis en matière de soutien aux technologies bas carbone. En outre, la relative autonomie des États de la fédération devrait limiter cet impact, de même que les soutiens venus des entreprises mais aussi des politiques.

Les moteurs structurels de la consommation de métaux, au premier rang desquels la transition énergétique mais aussi la transition numérique, devraient rapidement reprendre le dessus et permettre aux métaux de repartir à la hausse, étant donnés les déséquilibres structurels tant du côté de l'offre que du côté de la demande.

**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.*

Achevé de rédiger le 25/11/2024

Cette communication publicitaire est établie 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° GP92012 – n° TVA intracommunautaire FR51384940342, 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. Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés à la situation 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. 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 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. La valeur d'un investissement sur les marchés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et peut varier en raison des variations des taux de change. En fonction de la situation économique et des risques de marché, aucune garantie n'est donnée sur le fait que les produits ou services présentés puissent atteindre leurs objectifs d'investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. FA24/0340/21112025.