



FLASH

MARCHÉS

4 JUILLET 2022

MARCHÉ DES MÉTAUX

Quelle tendance dominante
dans le découplage entre
Chine et Occident ?

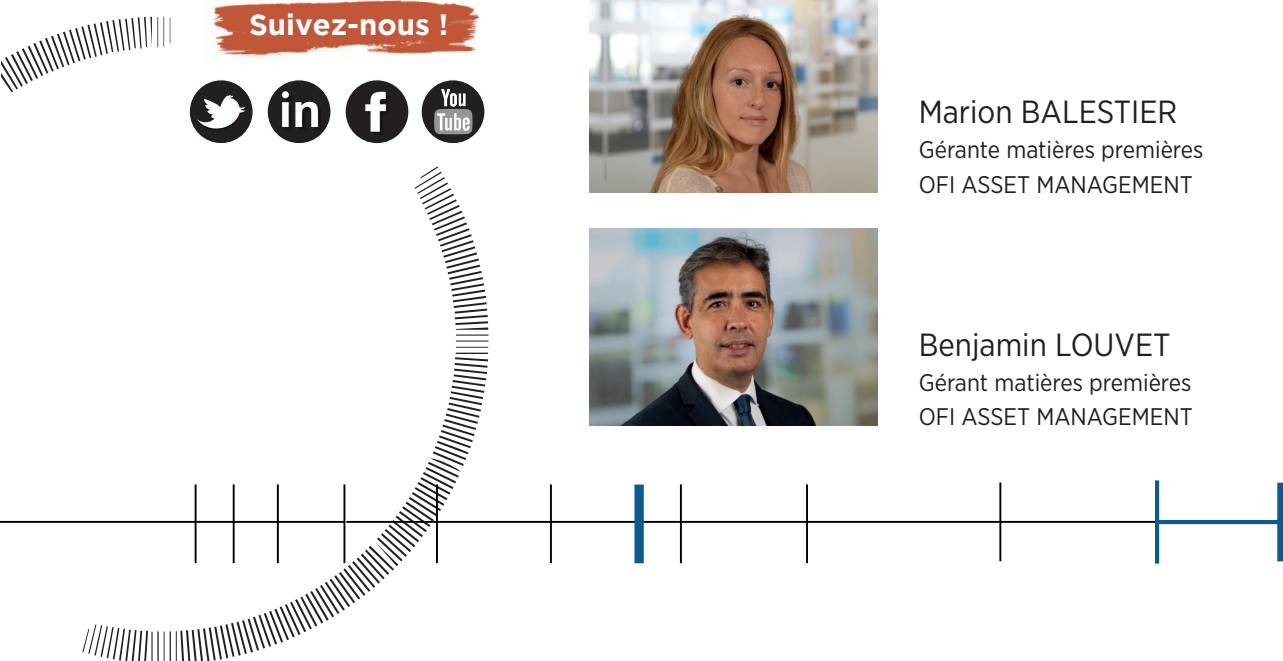
Suivez-nous !



Marion BALESTIER
Gérante matières premières
OFI ASSET MANAGEMENT



Benjamin LOUVET
Gérant matières premières
OFI ASSET MANAGEMENT



FLASH MARCHÉS

Deux pôles économiques, deux cycles. En Europe, aux États-Unis et dans un grand nombre de pays émergents, l'inflation accélère depuis des mois d'une manière spectaculaire, les Banques Centrales ont dû brutalement changer de ton et, par conséquent, l'activité semble amorcer un ralentissement – léger ou sévère, cela reste à déterminer. De l'autre côté, la Chine réouvre après une dure période de confinement, à contrecourant des économies occidentales.

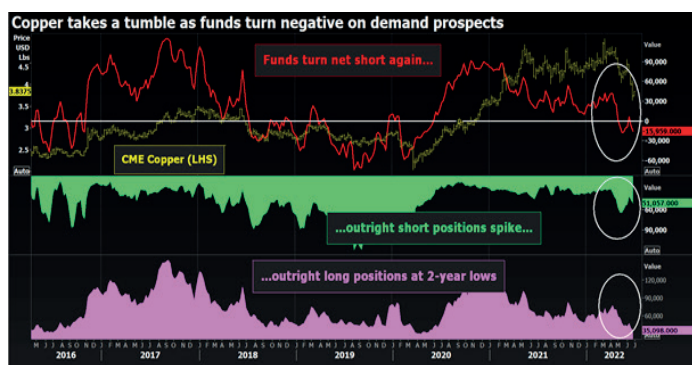
Les marchés actions ont bien perçu cette divergence récente : depuis la fin avril, le Shanghai Composite et le Hong Kong Stock Exchange sont en hausse de près de 15 %, tandis que le S&P 500 est en recul de 10 % sur la même période. Les métaux eux, semblent avoir choisi leur camp : en forte correction depuis deux mois, ils ont nettement suivi à la baisse les anticipations de ralentissement, voire de récession, dessinées par les marchés occidentaux.

Dans une large partie du monde, la tendance est à l'affaiblissement de l'activité dans un **contexte d'inflation forte et persistante**, et d'enclenchement d'un **cycle de resserrement monétaire brutal** : deux facteurs qui devraient peser sur l'activité. Certains secteurs sont déjà fortement impactés, comme celui de l'immobilier aux États-Unis, dont les ventes sont affectées par la hausse brutale des taux hypothécaires. Reste à savoir si nous sommes au début d'une véritable récession, ou d'un simple ralentissement de l'activité ; et si récession il y a, doit-on la qualifier de « technique », ou bien sera-t-elle plus persistante ? Autant de sujets qui nourrissent aujourd'hui la nervosité des marchés.

En résultat, **le marché des matières premières a connu une forte correction sur la période récente.** Les métaux sont, pour la plupart, en net recul : cuivre, zinc, palladium, aluminium et nickel sont en baisse de plus de 20 % depuis la mi-avril, effaçant une large partie des gains réalisés au cours de ces deux dernières années.

Le positionnement reflète lui aussi ce sentiment très négatif sur le marché des métaux : les positions longues ont été drastiquement réduites et sont à leur plus bas niveau sur les deux dernières années ; quant aux positions « short » (courtes), elles sont en forte augmentation, signe du déploiement de stratégies de couverture dans un marché en forte baisse.

LE POSITIONNEMENT TRÈS DÉFENSIF SUR LE CUIVRE

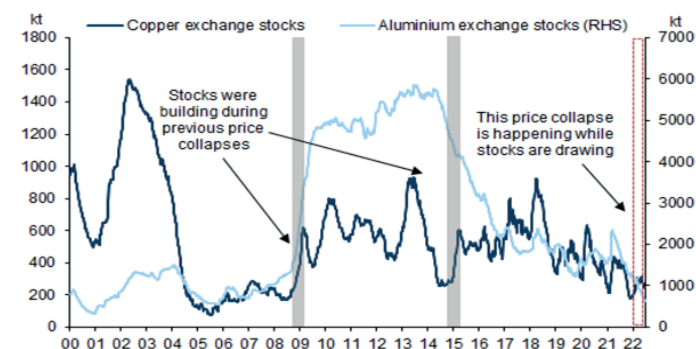


Source : Bloomberg, données à juin 2022

Il est clair qu'une récession durable entraînerait inévitablement une baisse de la demande de matières premières. Mais l'économie mondiale ne semble pas en être à ce stade, avec une demande finale seulement en ralentissement, après une phase de forte reprise. La forte correction observée sur les métaux pourrait alors, à ce stade, être davantage le fruit de contraintes financières : volonté de couvrir ses positions face à un scénario de récession, ou besoin d'obtenir des liquidités dans un contexte de baisse synchronisée du prix des actifs.

D'ailleurs, **les fondamentaux du marché des métaux et l'équilibre entre offre et demande semblent pour l'instant peu modifiés :** la structure des courbes à terme par exemple, indique toujours une situation tendue pour la demande sur la plupart des métaux ; les stocks sont à des plus bas historiques sur nombre de marchés et ne montrent aucun signe de rebond.

LA CORRECTION INTERVIENT ALORS MÊME QUE LES STOCKS CONTINUENT DE BAISSER : EXEMPLE DE L'ALUMINIUM ET DU CUIVRE



Source : Goldman Sachs, données à juin 2022

Alors, se pourrait-il que le marché soit allé trop loin dans l'intensité de la correction récente, pour des raisons techniques ou du fait d'un sentiment pessimiste sur les conditions économiques futures ?

Ce pourrait être d'autant plus vrai, qu'en face, la Chine amorce son redémarrage. Le pays, dont le cycle est totalement découplé de celui du reste du monde, a connu le premier l'épidémie de la Covid et le confinement, dès fin 2019, avant un redémarrage plus rapide que celui des pays occidentaux à partir de la mi-2020. Cependant, la population est insuffisamment vaccinée et le gouvernement a choisi une ligne dure face au virus, afin d'éviter que ne se répète le scénario de 2020 : très fortes vagues de contagions et de cas sévères, hôpitaux engorgés. Ainsi, la brutale reprise de l'épidémie en début d'année 2022 et l'application de la politique du « zéro Covid » par le gouvernement a conduit le pays à se refermer, dans des conditions de confinement drastiques. L'activité a donc été brutalement mise à l'arrêt : villes quasiment paralysées, usines fermées, déplacements interdits. Les mesures affectent, au plus fort du confinement, près de 70 % du PIB chinois.

Après deux mois de paralysie de l'économie et de dures restrictions pour la population, le gouvernement semble avoir, du

moins pour le moment, mis l'épidémie sous contrôle : plus que 117 cas de Covid détectés ces 7 derniers jours, le plus faible niveau depuis début février. Les autorités se sont donc décidées à lever progressivement la plupart des mesures prises au printemps : depuis fin mai, l'activité reprend lentement et le gouvernement semble conscient de la nécessité de redémarrer l'activité avant que les conséquences ne soient trop dommageables. L'impact du confinement sur la croissance est néanmoins déjà important : il est donc nécessaire d'accompagner et de soutenir la relance. Aujourd'hui, les perspectives restent incertaines du fait du maintien de la politique « zéro Covid », qui fait peser le risque de nouvelles fermetures de l'économie, selon l'évolution de l'épidémie.

Deux éléments peuvent cependant apporter de la visibilité et laisser envisager une reprise dynamique :

1 - D'une part, certains signes montrent que la politique « zéro Covid » en elle-même pourrait être en voie d'assouplissement.

Ainsi, la quarantaine, pour les visiteurs arrivant en Chine, a été réduite de 14 à 7 jours. La fréquence de dépistage obligatoire pour la population a été assouplie dans de nombreuses villes. Les déplacements sur le territoire, qui étaient interdits pour les personnes provenant d'une ville ayant enregistré au moins un cas, sont à nouveau autorisés. Des critiques pour mesures « excessives » de confinement ont même été prononcées par les officiels contre certaines villes. Même si les autorités ne semblent pas vouloir changer de stratégie globale, celle-ci pourrait ainsi être aménagée pour permettre de normaliser le fonctionnement du pays.

2 - D'autre part, le gouvernement affiche sa volonté de mettre en œuvre une forte relance. Malgré le violent ralentissement de ce printemps, l'objectif de croissance pour 2022 est officiellement inchangé : lors d'un discours récent, Xi Jinping a mentionné une projection de 5,5 % pour l'année, qui était celle du pays avant les mesures de confinement et qui semble aujourd'hui peu réaliste aux yeux des économistes. Le gouvernement multiplie donc les annonces de soutien à la population comme à de nombreux secteurs de l'économie, dessinant un plan de relance que les économistes qualifient déjà de troisième plus important de l'histoire de la Chine, derrière ceux de 2008 et 2020.

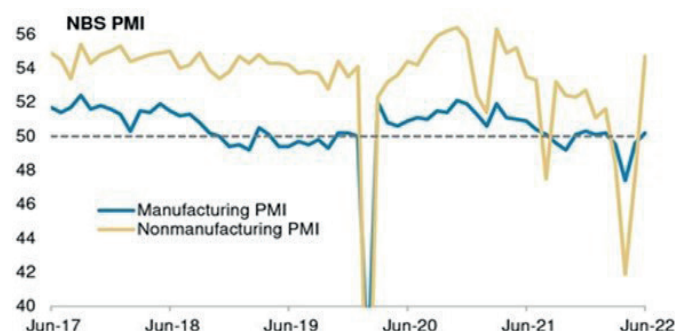
Il ne s'agit pas, cette fois, d'un « Quantitative Easing »⁽¹⁾ massif, ou de baisser fortement les taux d'intérêt, comme l'a précisé la PBoC. En effet, le faible rythme de l'inflation en Chine fait aujourd'hui figure d'exception, mais il pourrait y avoir un effet de rattrapage dans le contexte d'une forte reprise et de la réouverture du pays sur l'extérieur. De plus, le désendettement d'une partie du secteur privé est toujours en cours. Les mesures doivent donc rester ciblées.

Certains secteurs, très affaiblis, ou considérés comme stratégiques au développement de long terme, sont ainsi particulièrement visés par le soutien du gouvernement : l'immobilier, l'infrastructure, ou encore le marché de la voiture électrique ont fait l'objet d'un grand nombre d'annonces ces dernières semaines. Pékin a par exemple demandé aux banques publiques de mobiliser un total de 800 Mds de yuans (119 Mds de dollars) sous forme de lignes de crédit à affecter à un ensemble de projets d'infrastructure. En ce

qui concerne le secteur des transports, la volonté de dynamiser les ventes de voitures électriques est claire : l'exemption de la taxe à l'achat, de 10 %, a été prolongée jusqu'en 2023, les règles d'immatriculation sont assouplies... Les aides annoncées au secteur représentent au total environ 200 Mds de yuans. Le secteur de l'immobilier bénéficie lui aussi de nombreuses mesures d'aide au niveau local : relance du crédit, aides à l'achat, assouplissement des conditions d'accession à la propriété.

Résultat, les premiers effets de la relance se font sentir. Les indices PMI (Purchasing Managers Index) du mois de juin sont de retour au-dessus de 50 pour la première fois depuis mars, indiquant une expansion de l'activité. Au sein du PMI manufacturier⁽²⁾, la composante production connaît la plus forte hausse, reflétant la normalisation en cours des chaînes de production et d'approvisionnement. La demande s'améliore également : les nouvelles commandes sont en hausse, les stocks se réduisent.

LES PMI DE RETOUR EN TERRITOIRE D'EXPANSION EN JUIN



Sources : Morgan Stanley, CEIC, données à juin 2022

L'indice PMI de construction s'envole également, à 56,6, signe que les politiques de soutien encouragent le redémarrage du secteur. Les ventes d'immobilier sont d'ailleurs en rebond, même si le marché reste fragile et encore déprimé. Il faudra que la relance du secteur se confirme au cours de ces prochains mois.

VENTES D'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL DANS LES 30 PREMIÈRES VILLES EN CHINE : UN FORT RATTRAPAGE

Figure 24. Home sales in top 30 cities surged in the past week (as of Jun 22), up 31.6%YoY vs -37.4%YoY one week earlier



© 2022 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

Sources : Citigroup, Wind, données à juin 2022

⁽¹⁾ Quantitative Easing : rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale.

⁽²⁾ PMI manufacturier : indice mesurant le niveau d'activité des Directeurs d'Achats dans le secteur industriel.

Le secteur auto retrouve lui aussi des couleurs. Il s'est vendu, entre le 1^{er} et le 26 juin, 1,4 million de voitures individuelles en Chine, soit une hausse de 27 % comparé à la même période l'an dernier. Le segment des véhicules électriques est particulièrement dynamique : la China Passenger Car Association s'attend à ce que les ventes dépassent les 500 000 véhicules en juin, atteignant un nouveau record.

La reprise semble ainsi s'amorcer en Chine même si ces signaux encourageants demandent à être confirmés. L'épidémie, pour l'instant sous contrôle, pourrait repartir et, bien que le gouvernement veuille probablement éviter un nouvel arrêt de l'économie, de nouvelles restrictions seraient probablement décidées. D'autre part, les indices de confiance restent pour le moment sur des niveaux historiquement bas, la population étant affectée par les confinements et manquant de visibilité quant à la stratégie sanitaire décidée par les autorités.

Ce rebond de l'activité est néanmoins encourageant pour la demande de métaux. D'autant plus que les secteurs visés par le plan de relance sont parmi les plus consommateurs, et que la Chine représente toujours environ 50 % de la demande mondiale. À titre d'exemple, le pays - historiquement toujours importateur net de zinc - est devenu exportateur net ces derniers mois en raison du très fort ralentissement de sa demande interne, fournissant ainsi au reste du monde une partie de sa production et permettant d'alléger les tensions présentes sur ce marché. Le

redémarrage de l'économie chinoise devrait logiquement rendre le pays à nouveau importateur net, et retirer donc une partie de l'offre au niveau mondial, intensifiant le déséquilibre entre offre et demande...

Alors, quelle tendance l'emportera ? Jusqu'à présent, le marché reste focalisé sur le ralentissement qui s'amorce dans une partie du monde et semble vouloir anticiper un scénario très pessimiste. Pourtant, grâce au décalage du cycle en Chine, il ne devrait pas y avoir de ralentissement synchronisé des économies. Ainsi, la relance chinoise devrait constituer une réserve de demande majeure pour les métaux, dans un marché déjà en déséquilibre entre offre et demande. Pour rappel, en début d'année 2022, avant le retour du confinement en Chine, l'ensemble des métaux du LME étaient en backwardation, indiquant une forte tension sur la demande à court terme. Malgré tout, l'incertitude toujours forte quant à la situation sanitaire et économique en Chine pourrait nourrir la volatilité à court terme sur ces marchés.

Les perspectives de long terme, elles, sont toujours aussi claires : la demande de métaux nécessaires à la transition énergétique et à la décarbonation des économies est destinée à exploser, notamment grâce à la montée en puissance des énergies renouvelables et des transports électrifiés. Deux secteurs lourdement subventionnés en Chine... comme en Occident.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être

obligatoirement remis aux souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achievé de rédiger le 04/07/2022.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342