

ANALYSE HEBDOMADAIRE



M. Alain Freymond—Associé & CIO

MATIÈRES PREMIÈRES : LES DÉSÉQUILIBRES PERSISTERONT EN 2023

Virage à 180 degrés du gouvernement chinois. Ouverture totale du pays. Relance de la croissance en 2023. Secteur énergétique soutenu par l'Asie. Stock de métaux historiquement bas et hausse de la demande potentielle en 2023. Fort potentiel d'appréciation des cours des métaux durant l'année à venir.



- La fin de la politique zéro Covid en Chine bouleverse les prévisions
- La demande de pétrole est tirée par l'Asie
- Faible évolution de la production de brut en 2023
- Inventaires des métaux globalement bas
- Métaux industriels en déficit de l'offre
- Un environnement macroéconomique enfin favorable à l'or?
- Nouveaux records pour les cours des métaux précieux?

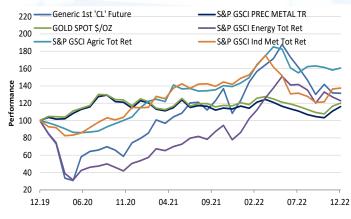
La fin de la politique zéro Covid en Chine bouleverse les prévisions

La fin de la politique zéro Covid en Chine va susciter de nouveaux espoirs et de toutes nouvelles perspectives pour le secteur des matières premières. Une reprise de la demande de consommation et d'investissement du plus grand importateur mondial de matières premières devrait assez rapidement avoir un impact majeur sur les équilibres entre l'offre et la demande d'un grand nombre de matières premières spécifiques.

La décision prise par les autorités chinoises de mettre un terme à la politique de contrôle strict de l'évolution de la pandémie de Covid en Chine, qui prévalait depuis plusieurs années, aura en effet des répercussions importantes sur un marché mondial, particulièrement affecté en 2022 par une nette baisse de la demande chinoise. La rapidité avec laquelle les mesures sanitaires ont été abandonnées est spectaculaire. La Chine est passée d'un seul coup d'une politique de zéro Covid à une stratégie d'ouverture totale permettant une nouvelle liberté de mouvement et de voyage en Chine, mais aussi à l'étranger. Les premiers effets de cette ouverture sont catastrophiques en termes sanitaires sur la population, mais les autorités ne semblaient plus avoir d'autres options et ont donc accepté les conséquences probables de ce changement de stratégie. Après une vague initiale massive de Covid pouvant encore affecter la dynamique économique chinoise, les autorités comptent sur une nette relance de l'activité qui permettra selon elles d'envisager une croissance nettement supérieure du PIB en 2023 proche de +5%. L'année 2023 devrait ainsi s'avérer nettement meilleure que 2022, qui a certainement vu le PIB avancer d'environ +3% seulement. Le premier trimestre pourrait encore être un peu plus faible, mais les effets de cette nouvelle politique seront probablement plus visibles dès le printemps.

En 2022, les marchés des matières premières ont essentiellement été affectés par deux séquences bien différentes. Au premier trimestre, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a totalement perturbé les prévisions et anticipations en termes d'offre et de demande mondiale. Une flambée immédiate des prix s'est produite en réaction aux risques perçus d'interruption durable de la production et des livraisons de certaines matières premières produites par la Russie et l'Ukraine. Ensuite, ce sont les risques de ralentissement conjoncturels, provoqués par le resserrement monétaire pratiqué agressivement par les banques centrales des pays développés comme la Fed, la BCE et la BoE dès le mois de mars, qui ont fait craindre un ralentissement net de la dynamique économique en Europe, alors que la Chine, déjà très concernée par l'évolution du Covid dans le pays, pratiquait une politique sanitaire sévère et pénalisante pour son développement économique.

Matières premières



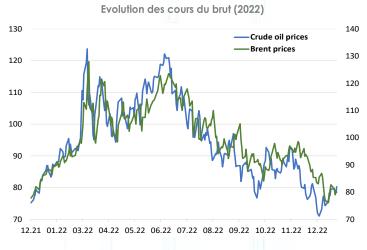
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'indice Bloomberg des matières premières avait dans ce contexte bondi de +25.4% au 1 er trimestre avant de reculer de -5.9% puis de -4.7% aux trimestres suivants, avant de se reprendre légèrement au dernier trimestre de +1.1%.

Le gouvernement chinois a surpris les observateurs et les prévisionnistes en procédant à ce changement radical de politique sanitaire qui ouvre nécessairement des perspectives totalement nouvelles et non anticipées en 2023.

L'ensemble des prévisions concernant la demande devra être ajusté pour prendre en considération ce nouveau paramètre. Clairement, une relance de l'activité chinoise n'est de loin pas inclue dans les analyses et les perspectives pour l'année 2023.

Il faut néanmoins souligner que la reprise de l'activité en Chine ne sera pas instantanée et qu'elle aura des effets plus ou moins dilués dans le temps sur les divers marchés spécifiques. En Chine même, les villes côtières seront certainement plus vite concernées que les régions intérieures du pays, mais la proximité du nouvel an chinois devrait constituer un facteur positif dès le début de l'année 2023. La reprise sur l'ensemble de l'année sera donc progressive et aussi partiellement dépendante des diverses mesures de soutien gouvernemental qui seront adoptées en support à l'activité économique.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La demande de pétrole est tirée par l'Asie

Nous estimons que le retour à une situation normale en Chine aura un effet très rapide pourtant sur la consommation d'essence et de pétrole en raison de l'augmentation immédiate des déplacements de la population. Il apparait déjà que le trafic a déjà très fortement repris en décembre en Chine, même s'il est encore inférieur au niveau de janvier 2021. Le transport aérien devrait aussi retrouver un niveau similaire à celui qui prévalait avant la pandémie, représentant une forte progression de la demande de carburant pour l'aviation.

Nous estimons donc que la consommation de pétrole pourrait retrouver assez rapidement son niveau qui prévalait avant la pandémie en 2023. Plus largement, la demande d'énergie incluant le gaz et le charbon mais aussi toutes les autres formes d'énergies alternatives devrait alors croître en 2023.

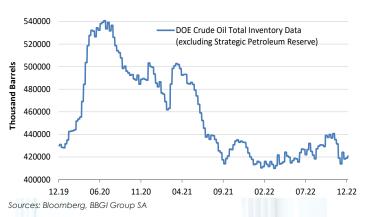
La demande de pétrole pourrait ainsi s'avérer plus forte en 2023 et dépasser le pic précédent. Le ralentissement économique attendu aux Etats-Unis et en Europe devrait s'avérer limité tandis que la demande indienne et en provenance des marchés émergents est attendue en hausse plus nette. Du coté de l'offre, l'embargo européen sur les produits énergétiques

russes va impliquer un ajustement de l'offre russe à la baisse. Les pays de l'OPEP n'ont toujours pas l'intention d'accroître leur production après des années de baisse des Capex. Les Etats-Unis devraient être les seuls producteurs capables d'augmenter leurs exportations afin de faire face à la hausse attendue de la demande mondiale. Les producteurs américains de pétrole de schiste ne devraient pourtant pas se précipiter pour accroître leurs volumes de production et devraient certainement se concentrer sur l'amélioration de leur profitabilité.

Par ailleurs, les stocks de pétrole de l'OCDE sont à leur plus bas niveau depuis 2004 et des réserves stratégiques réduites en 2022 pour accroître l'offre et contrer la hausse des cours du brut devront être reconstitués en 2023.

Nous estimons que ce contexte actuel du marché pétrolier mondial est ainsi à nouveau en déséquilibre plus marqué encore avec le retour de la consommation chinoise. Nos prévisions pour les cours du brut (WTI) favorisent une hausse des prix au-delà de 100-110 \$ le baril.



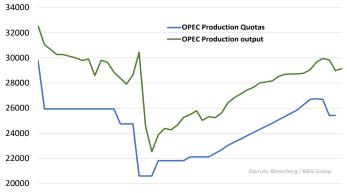


Métaux industriels en déficit de l'offre

La demande chinoise, qui s'était contractée par rapport aux précédentes années en raison de la politique sanitaire suivie, a été compensée partiellement par la demande encore solide des pays développés soutenue par la transition énergétique. Malgré des fondamentaux assez positifs en termes d'offre et de demande, les prix ont décliné en deuxième partie d'année en raison d'un dollar fort et de l'augmentation des incertitudes liées aux politiques monétaires agressives suivies par les banques centrales. Globalement les inventaires des divers métaux industriels sont bas en fin d'année 2022 malgré le fait que l'évolution des conditions aéopolitiques soulignent encore la nécessité de sécuriser l'accès à des métaux comme le cuivre, le nickel ou le cobalt. En 2023, nous estimons que les facteurs macroéconomiques continueront d'influencer les cours des métaux industriels avec des risques croissants de déséquilibre entre l'offre et la demande.

La perspective de réouverture de la Chine a aussi soutenu le regain d'intérêt pour les métaux industriels et pour le **fer** en particulier, malgré les difficultés persistantes dans le secteur immobilier. La demande d'acier devrait aussi suivre celle du fer, en particulier si les autorités poursuivent leur politique facilitant l'accès au crédit. La Chine importe environ 70% de ses besoins de fer indispensable à la production d'acier, elle-même directement liée pour près de 40% à la consommation du secteur immobilier. Une tendance haussière s'est mise en place pouvant pousser plus haut les cours du fer en 2023.





12.18 06.19 11.19 04.20 10.20 03.21 08.21 01.22 07.22 12.22

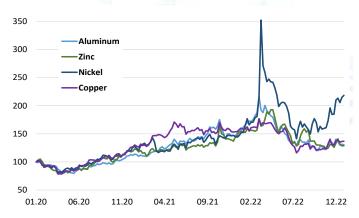
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

En 2022, la demande de **cuivre** est restée solide, notamment soutenue par les investissements en infrastructure en Europe, mais aussi en Chine en raison d'une production de véhicules électriques qui a compensé la baisse de l'activité dans l'immobilier. Le cuivre est en effet aussi indispensable au secteur immobilier mais également au développement des énergies renouvelables. Une reprise de la demande chinoise semble évidente alors que les inventaires de cuivre sont en baisse.

Sur le marché international, l'offre de cuivre est tendue suggérant un déséquilibre et une probable insuffisance de l'offre en 2023 susceptible de pousser les cours à la hausse et retrouver les sommets observés en 2022. La situation du marché du cuivre est particulièrement tendue, l'offre mondiale étant limitée par l'absence de capacités additionnelles de production et par une situation spécifique également au Chili, alors que la demande reste fortement croissante et soutenue par les politiques de développement des énergies renouvelables, de l'électrification des véhicules, batteries, cellules photovoltaïques, etc...

Les cours du cuivre pourraient à nouveau remonter à plus de 10'000 \$ la tonne métrique.





Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les stocks de **zinc** sont également au plus bas au LME et à la Shanghai Futures Exchange. La demande s'est avérée relativement faible en 2022, mais la production avait chuté plus drastiquement encore afin de s'ajuster à ce déclin. La hausse des prix du gaz et de l'énergie a fortement impacté les transformateurs européens. La Chine qui est aussi l'un des principaux consommateurs de zinc et importateurs a aussi réduit ses besoins en période de confinement.

Le marché de l'**aluminium** a connu un début d'année extrêmement volatile en 2022 avec une hausse des prix de 60% provoquée par les craintes de chute des approvisionnements de la Russie, qui s'est ensuite rapidement effacée avec la dégradation des perspectives économiques mondiales. La hausse des prix de l'énergie en Europe a affecté les coûts de transformation de l'aluminium et provoqué le ralentissement de l'activité. En Chine, plus grand producteur mondial d'aluminium, la transformation a aussi été limitée. La volatilité devrait se maintenir en 2023.

Le marché du **nickel** a aussi subi de fortes fluctuations en 2022 et une distorsion entre les prix physiques et ceux du marché à terme. Fondamentalement, le marché reste bien alimenté par une offre en hausse grâce à l'augmentation des capacités en Indonésie notamment. Si les plans de développement dans le pays se réalisent, l'Indonésie pourrait produire 50% de l'offre mondiale en 2024. Le marché est donc moins tendu et plutôt en excès d'offre à moins que la demande pour des batteries au nickel utilisées dans les véhicules électriques ne progresse encore plus rapidement sous l'impulsion de la reprise en Chine.

Les inventaires des six principaux métaux industriels traités au London Metal Exchange ont plongé de deux tiers en 2022 et se situent au plus bas des 25 dernières années. Le déclin est de 72% pour l'aluminium, les stocks pour le zinc sont 90% plus bas, suggérant un possible « shortage » si la demande s'avère un peu plus solide qu'estimée. Bien que la très grande majorité des métaux produits ne passe pas par les bourses, les stocks du LME ou de la Shanghai Futures Exchange sont important pour estimer les risques et les tensions dans les marchés physiques entre une offre limitée et en particulier en 2023 les nouveaux besoins potentiels de la Chine en phase de réouverture de son économie.

Nouveaux records pour les cours des métaux précieux ?

L'année 2023 pourrait à nouveau être celle de l'or et des autres métaux précieux. Après avoir été l'un des meilleurs actifs en 2022 en performance relative grâce à une performance proche de zéro mais de fait très largement supérieure à celles de toutes les autres classes d'actifs traditionnelles comme les obligations et les actions, l'or pourrait encore briller par une performance absolue positive significative en 2023. En général, l'environnement macroéconomique attendu pour 2023 est caractérisé par un changement de politiques monétaires des banques centrales après plusieurs trimestres de restrictions. Le top des taux directeurs devrait être accompagné d'un déclin global des courbes de rendements, qui s'installera dans un contexte de statistiques plus faibles en matière d'inflation.

Un dollar plus faible apportera un soutien additionnel aux cours de l'or qui sera alors en mesure d'enregistrer de nouveaux records en 2023.

L'activité observée des banques centrales en 2022 dans le marché physique révèle une nouvelle tendance à diversifier leurs réserves en dehors du dollar US par des achat d'or physique. Le record d'achat de banques centrales devrait selon nous se réitérer en 2023.

Le World Gold Council a relevé que l'environnement de faiblesse conjoncturelle, voir de récession dans certaines régions en 2023, était un contexte favorable pour l'or qui a profité historiquement dans 5 cas sur 7 des récessions américaines depuis les années 1970. De plus, il apparait également que l'or a toujours été un excellent actif à détenir en période de stagflation.

Evolution des métaux précieux (2022) 2300 2100 45 1900 1700 35 30 Silver (right scale) 1300 1100 900 15 700 500 10 01.20 06.20 04.21 09.21

Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

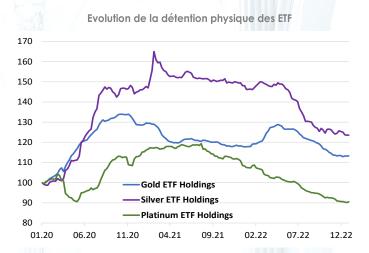
En ce qui concerne l'argent, le Silver Institute estime que la demande mondiale devrait atteindre un nouveau sommet de 1.21 milliards d'once déjà en 2022 et se renforcer en 2023, alors que le marché de l'argent enregistrera une nouvelle année déficitaire. Au cours des dernières années, ce déficit progressait mais c'est en 2022 qu'il s'est fortement accru. La demande est soutenue par les implications de l'argent à diverses étapes de la transition énergétique. Les principaux moteurs de la reprise de la demande sont aussi liés à la réouverture de la Chine qui soutiendra la demande industrielle. Une hausse des prix de l'argent jusqu'à 28.5 \$ l'once est dans ce contexte tout à fait probable en 2023 selon notre scénario.

Le **platine** a terminé l'année en hausse de +11%, surpassant la progression de l'argent +3% et celle de l'or. Le palladium était le seul perdant en raison d'un déclin de -6%.

Le World Platinum Investment Council mentionnait dans son dernier rapport que le marché du platine pourrait bien être en déficit en 2023 si les perspectives de hausse de près de +20% de la demande mondiale se concrétisait. L'offre de platine est en contrepartie estimée en hausse modérée de +2% sur la même période ce qui ferait passer le marché du platine en déficit de l'offre. Après deux années de surplus, le marché semble difficilement en mesure de se rééquilibrer et pourrait donc vivre une année de déficit de production. L'offre reste

nettement en dessous de ce qu'elle était avant la pandémie, alors que la demande de platine devrait rester forte même dans l'environnement de ralentissement économique prévu pour l'année 2023. La demande en provenance du secteur automobile est forte à nouveau.

La demande d'investissement s'est contractée en 2022 pendant pratiquement toute l'année, ne se stabilisant que lors de la hausse des cours de l'or de fin d'année. Les détentions d'or physique des investisseurs à travers des ETF Gold ont chuté de -12% depuis le mois d'avril 2022 (-15.8% depuis 2020) et terminent l'année à leur plus bas niveau en volumes. On constate le même phénomène pour les EFT Platinum dont la taille en onces à chuté plus lourdement encore de -24% depuis juin 2021.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group, Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisé ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group

Place de Longemalle 1 1204 Genève - Suisse T: +41225959611 reception@bbgi.ch www.bbgi.ch

