

# Les niveaux actuels de prix offrent de belles possibilités d'investissement

Reprise chinoise, prix dépréciés, restockage, dollar en baisse: telles sont les liaisons heureuses des matières premières.



**STEPHAN WROBEL**  
Directeur General, Fondateur  
Diapason Commodities Management

En collaboration avec Marion Megel et Alessandro Gelli, analystes, Diapason Commodities Management

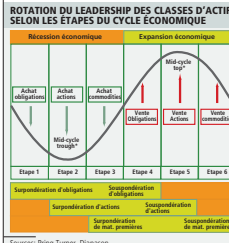
**V**ingt quatre mois: c'est environ le temps, du deuxième trimestre 2011 à la mi-2013, qu'il a fallu aux investisseurs pour totalement changer d'opinion sur les matières premières et, pour certains, déclarer la fin du cycle long de cette classe d'actifs. Ce retournement de perception s'est opéré avec comme toile de fond la crainte d'un atterrissage violent de l'économie chinoise et un dollar plus ferme. Ces éléments sont aujourd'hui intégrés dans la structure de prix des matières premières, et les niveaux actuels, au vu de l'amélioration de ces thèmes, semblent offrir d'intéressantes opportunités. 2013 marque un tournant dans la relation entre les différentes classes d'actifs et secteurs: la corrélation entre matières premières et marchés actions, après avoir été forte depuis fin 2008, est devenue négative cette année. Les principales raisons sont à trouver dans un début de normalisation du comportement des actifs (obligations, actions et matières premières) vis-à-vis du cycle économique, qui se stabilise.

Dans les années charnières de la crise économique, les actifs financiers se distinguaient en effet uniquement par leur nature défensive ou cyclique. Les marchés ne suivaient alors qu'une logique dite de risk-on/risk-off. Or, depuis plusieurs mois, chaque classe d'actifs semble retrouver progressivement sa dynamique propre. Dans ce type d'environnement, les prix des actifs suivent donc plutôt un comportement séquentiel que binaire. Où en sommes-nous actuellement dans ce cycle? Les obligations ont atteint leur plus haut mi-2012, période également marquée par un creux de l'activité économique mondiale. Depuis lors, les taux longs ont fortement augmenté. La reprise de la croissance mondiale amorcée ces derniers mois, et une liquidité ample, ont permis une forte performance des actions durant la première partie de l'année. Les actions pourraient également approcher leur pic cyclique, qui coïncide avec le haut de la croissance économique, elle-même attendue d'ici un à deux trimestres. Le dernier tiers du cycle économique, qui comprend le pic de l'activité et le ralentissement de la croissance, se révèle historiquement propice à la performance des matières premières. Cela ouvre donc la voie à une surperformance de celles-ci, comme c'est déjà le cas depuis le début de l'été, mais de manière encore plus significative.

LE DEUXIÈME vecteur de cette performance attendue est le rebond de l'économie chinoise, qui consomme à elle seule 50% du charbon thermique, 45% des métaux industriels et 12% du pétrole mondial. De fortes inquiétudes ont émergé l'année dernière quant à un possible hard landing de la deuxième économie mondiale, qui a crû à un rythme plus «lent» de 7,8% en 2012. Cependant, l'économie chinoise progresse: l'indice PMI manufacturier est en croissance depuis octobre 2012, et a d'autant plus accéléré en août et septembre 2013. Les plans d'infrastructures annoncés au dernier trimestre 2012 se concrétisent aussi, avec des investissements en capital fixe à la hausse, notamment dans le secteur ferroviaire. Cette amélioration arrive à la surprise quasi-générale, comme l'illustre l'indicateur Citi Economic Surprise Index, qui a rebondi de -60

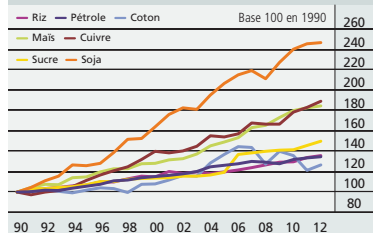
en juin à +40 en octobre 2013. La reprise économique chinoise devrait se maintenir dans les prochains mois et soutenir les métaux de base de façon marquée. L'amélioration de la situation économique, non seulement en Chine, mais également dans le reste du monde, laisse suggérer une accélération de la demande de matières premières essentiellement cycliques, telles l'énergie et les métaux de base. Ces derniers devraient en être les principaux bénéficiaires. La performance attendue pourrait être d'autant plus remarquable que les prix des métaux sur le LME restent dépréciés, en baisse d'environ 25% à 30% voire de 50% pour le nickel – depuis leur plus haut de février 2011. Quant au pétrole, il devrait également profiter de cette reprise, malgré le fait que les prix restent à des niveaux relativement élevés, proche des moyennes de 2011 et de 2012. Le potentiel de hausse des matières premières cycliques semble aussi intéressant au regard de la relation actuelle entre les prix et les coûts de production. Parmi les métaux industriels, seul le cuivre se négocie aujourd'hui confortablement au-delà de son coût marginal, et les mineurs génèrent donc des marges serrées, voire négatives. De plus, la production – y compris celle de cuivre – nécessite des investissements importants que les prix ne permettent actuellement pas, ou à peine, de réaliser. Il en va de même pour le secteur pétrolier. Avec des coûts marginaux autour des 100 dollars par baril, l'industrie peine également à accroître l'offre de pétrole en dehors des États-Unis – où, par ailleurs, la révolution du pétrole de schiste connaît aujourd'hui des signes de fatigue. Dans le reste du monde, tandis que la taille des champs de pétrole se réduit, les difficultés techniques et

**L'ENVIRONNEMENT FAVORABLE À UN REPLI TEMPORAIRE DU DOLLAR DEVRAIT IMPACTER POSITIVEMENT LES MATIÈRES PREMIÈRES.**



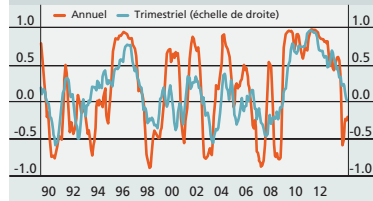
Sources: Pring Turner, Diapason

## CONSOMMATION MONDIALE EN MATIÈRES PREMIÈRES



Sources: Diapason, USDA, BP, ICSG

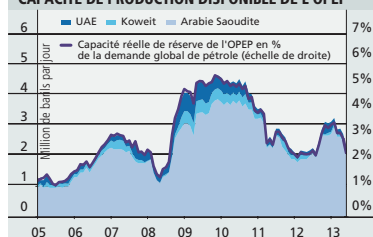
## COEFFICIENT DE CORRÉLATION: S&P500 ET S&P GSCI INDEX



Corrélation entre actions et matières premières au plus bas depuis le top de 2011. La diversification est de retour.

Sources: Thomson, Reuters, Datastream

## CAPACITÉ DE PRODUCTION DISPONIBLE DE L'OPEP



Sources: Diapason, IEA

les risques politiques ont augmenté les coûts et les délais de nouveaux projets. Ces derniers sont pourtant nécessaires pour compenser le déclin des champs de pétrole existants, ainsi que pour répondre à la croissance de la demande. Au sein des secteurs de l'énergie et des métaux, le cuivre et le pétrole semblent présenter d'intéressantes opportunités. Alors que le consensus tablait sur un large surplus de production du cuivre en 2013, le marché au premier semestre s'est avéré être en déficit, la croissance de la production ayant été retardée par de nombreux problèmes financiers, techniques et naturels. Le marché semble avoir intégré qu'encore une fois, l'offre mondiale tomberait en dessous des attentes en 2013, au vu du solide support de prix récemment établi au-dessus des 7000 dollars/tonne. De plus, les importations chinoises repartent à la hausse, encouragées par un besoin urgent de restockage, alors que les stocks avaient atteint un niveau critique avant l'été. Dans ces conditions le cuivre pourrait donc à terme se rapprocher des 8000 dollars/tonne.

Quant au pétrole, les pays du Golfe ont dû répondre cet été à un marché tendu, en augmentant leur production. Cela a donc réduit les capacités disponibles de production de l'OPEP, qui sont tombées en août 2013 vers les 2,2 million b/j, représentant moins de 3% de la consommation mondiale, alors que les risques géopolitiques restent élevés. Les pays du Golfe ont de plus tout intérêt à maintenir le prix du pétrole au-dessus des 100 dollars afin de financer leurs projets de relance économique, leurs dépenses militaires ou l'achat d'un semblant de paix sociale. Le prix du baril au-dessus des 100 dollars semble donc se justifier et pourrait même flirter avec les 120/125 dollars. N'oublions pas non plus que, lors des six dernières années, nous n'avons pas eu de croissance économique globalement synchronisée ou élevée, mais que malgré cela, nous avons cependant connu quatre des moyennes annuelles les plus élevées en termes de prix nominaux et réels du brut. La demande de l'Occident s'est certes réduite depuis 2007, mais ce ne fut pas le cas de celle du monde émergent. On est donc en droit de se demander quel sera le niveau de structure de prix dans un environnement de croissance mondiale plus généralisée.

LE CHANGEMENT de cap de la réserve fédérale américaine montre par ailleurs les difficultés rencontrées lors de tentatives de sortie de politiques monétaires très accommodantes. De plus, le taux de chômage devrait se heurter à un plancher, du fait du retour sur le marché du travail d'une partie de la population, qui l'avait quitté par dépit. D'autres indicateurs – immobilier, revenu disponible, etc. – devraient aussi tomber sous les attentes. Après un plus haut annuel atteint par le dollar en juillet 2013 suivant les annonces de possible tapering du programme de quantitative easing de la Fed, la continuité de la politique très accommodante a pris le marché à contre-pied; et amène aujourd'hui un environnement propice à un affaiblissement temporaire du dollar. Cela devrait impacter positivement les matières premières et l'or en particulier, qui bénéficie d'une corrélation inverse très forte avec le dollar, et pourrait ainsi rebondir vers les 1450-1500 dollars l'once.

Le cycle long des matières premières, dont les prix ont connu des oscillations temporaires, apparaît donc loin d'être terminé. Il est clair que nous avons toujours besoin d'une structure de prix plus élevée, pour permettre à ce secteur une expansion de l'offre suffisante pour répondre à la croissance de la demande. Sur le plan tactique, avec des fondamentaux en amélioration, une structure de prix relativement basse, et une situation macroéconomique plus favorable en Chine, ce secteur est bien positionné pour surperformer les autres classes d'actifs ces prochains mois. La fenêtre d'opportunités sur les matières premières est donc pour l'instant ouverte. ■