

## Dossier spécial **Matières premières**

# Les métaux, reflets du moral des investisseurs



**Luc Hinz**  
Quantitative Investment Manager,  
BCV

**À année particulière, comportement particulier? Les matières premières n'ont pas réagi uniformément à la crise sanitaire, la situation sur les marchés des métaux souligne les inquiétudes des investisseurs quant aux conséquences à venir de la pandémie.**

La crise sanitaire a-t-elle modifié les comportements sur les marchés des matières premières? Les performances depuis le début de l'année montrent non seulement que tous les secteurs n'ont pas été touchés de la même manière par l'arrêt brutal de l'activité dans le monde et la reprise partielle qui a suivi, mais aussi que leur réaction n'est pas uniforme. Ainsi, à ce stade de la crise, les deux secteurs phares sont issus de deux catégories habituellement opposées dans la gestion des portefeuilles, les cycliques et les défensives.

Alors que le marché des actions perdait 21% durant le premier trimestre pour rebondir pendant les deux suivants au point de permettre à l'indice MSCI World d'afficher une progression de 2,1% sur l'année à fin septembre, il est intéressant de revenir sur le comportement des métaux durant cette première grande crise économique depuis 2008. Pour rappel, l'observation des différentes classes d'actifs durant un cycle économique souligne le rôle très cyclique des métaux industriels et celui de protection contre les risques économiques et autres incertitudes ayant un impact sur le marché des actions de l'or.

### Du vert pour le cuivre et zinc

La performance des métaux industriels a suivi le déclin du prix des actions lors du premier trimestre 2020: le zinc a perdu 16,5% et le cuivre 20,6%. À une différence près: la baisse des métaux industriels a, en effet, commencé plus tôt, dès le début de l'année, car ils ont été très sensibles au ralentissement initial chinois (voir graphique 1). Ce mouvement s'observe dans l'augmentation des stocks des métaux industriels d'abord sur le marché des métaux de Shanghai (SHFE), puis sur le marché londonien (LME). Au début du deuxième trimestre, les inventaires du cuivre et du zinc recommencent à baisser, signe d'une certaine reprise économique en Chine d'abord, puis ailleurs. Ceux de l'aluminium baissent un peu plus tard. Et comme pour les actions, le prix des

métaux industriels a repris ensuite de la hauteur: l'indice global de métaux industriels (BCOM) gagne 1,5% depuis le début d'année à fin septembre.

### La flambée de l'or

L'or a suivi un chemin tortueux, mais globalement très positif au cours des trois premiers trimestres de 2020. Tout en ayant été pris dans la tourmente initiale, il affiche un gain de 4,2% au 31 mars et de 20,9% au 30 septembre. La crise sanitaire s'est matérialisée par un ralentissement, suivi d'un arrêt complet d'une majorité des activités dans l'économie réelle, mais aussi par le mouvement des taux d'intérêt, et en particulier les taux d'intérêt américains abaissés pour faire face à la crise. Or, les mouvements des taux d'intérêt, nominaux ou réels, ont des incidences tant sur le dollar – monnaie d'échange des matières premières – que sur le métal jaune.

L'or a une corrélation négative avec le dollar et les taux réels. Ainsi, le mouvement de ces derniers aura de fortes chances d'avoir un effet inverse sur le premier. À titre d'exemple, la sensibilité de l'or par rapport au dollar (DXY, indice du dollar par rapport à un panier de monnaies des pays industrialisés) depuis 1991 est de -0,67, c'est-à-dire qu'une hausse du dollar de 1% induit une baisse de l'or de 0,67%. La sensibilité par rapport aux taux réels (TIPS 5-ans, depuis 1997) est de -7,9, soit qu'une hausse de 10 points de base des taux réels induit une baisse de l'or de 0,79%.

Une relation qui s'est vérifiée cette année (voir graphique 2). Entre fin février et fin mars, le prix de l'or oscille au gré

des baisses et des hausses des taux d'intérêt réels et du dollar. Puis, les annonces d'assouplissement monétaire de la Fed ont clairement fait baisser les taux d'intérêt réels (et poussé à la hausse l'inflation anticipée) et le dollar. La tendance s'est confirmée pendant les deuxième et troisième trimestres jusqu'à fin août. Alors, les taux réels, négatifs, ont atteint un de leurs plus bas historiques depuis 1997, pour remonter légèrement en septembre.

### Des évolutions différenciées

Quid des autres secteurs? Comme les métaux industriels, l'énergie fait partie des matières premières cycliques alors que l'agriculture est à ranger dans le clan des matières premières défensives. L'énergie n'a pas suivi le rythme des métaux industriels à cause d'une surabondance notamment de pétrole sur le marché. Et l'agriculture n'a pas joué son rôle défensif pour la même raison que l'énergie: une offre en surplus par rapport à la demande, en raison entre autres causes de bonnes récoltes.

Si l'impact économique du confinement semble avoir été pris en compte globalement dans les prix des actions, de l'énergie, des métaux et dans les taux, la visibilité manque. Les marchés ne sont toujours pas rassurés quant à la forme que va prendre la pandémie. Ainsi, pour se poursuivre, le rebond des secteurs cycliques demande un environnement économique plus serein. Et, si l'or semble fléchir depuis septembre en raison notamment de la hausse du dollar et des taux réels, il ne faut pas oublier que les rendements obligataires sont toujours aussi dérisoires et qu'il y a peu d'alternatives pour sécuriser les placements. L'once garde ainsi du potentiel sur le moyen terme, le temps que la brume qui voile l'horizon – sanitaire et économique – se lève un peu. ■

### PERFORMANCE DE DIFFÉRENTS ACTIFS

#### À LA FIN DU 1ER TRIMESTRE ET DU 3E TRIMESTRE

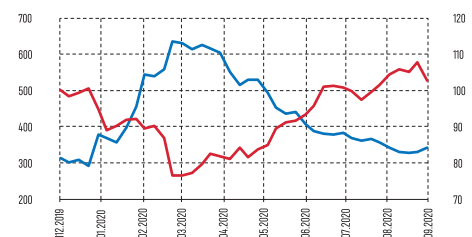
	Au 31.03.2020	Au 30.09.2020
Index	2,1%	2,1%
Or	4,2%	20,9%
Cuivre	-20,6%	6,1%
Aluminium	-17,1%	-7,3%
Zinc	-16,5%	4,4%
Nickel	-18,6%	1,9%
Indice Métaux Industriels	-19,7%	1,5%
Indice Énergie	-11,2%	-44,2%
Indice Agriculture	-11,2%	-8,8%
MSCI World	2,1%	2,1%

Évolution du dollar (indice DXY), de l'or (indice BCOM), des métaux industriels (indice BCOMI), de l'énergie (indice BCOME), de l'agriculture (indice BCOMA) et du MSCI World total return  
Source: Thomson Reuters/BCV

### ÉVOLUTION DES STOCKS ET DES PRIX DU CUIVRE EN 2020

— Inventaires (x1000 tonnes, Echelle gauche)  
— Indices du prix (Echelle droite)

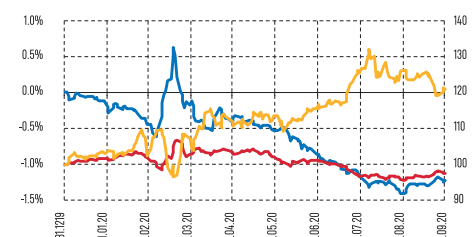
Niveau des inventaires (somme des inventaires de Londres, Shanghai et Chicago) du cuivre et prix du cuivre (indice du cuivre suivant la matrice de rail du BCOM) entre le 31.12.2019 et le 30.09.2020  
Source: Bloomberg/Thomson Reuters/BCV



### OR, TAUX ET DOLLAR: LA CORRÉLATION NÉGATIVE CONFIRMÉE

— Taux réel US 5 ans (Echelle gauche)  
— Dollar (Echelle droite)  
— Or (Echelle droite)

Variation des taux d'intérêt réels américains (TIPS 5 ans) du dollar (indice DXY, dollar par rapport aux principales monnaies des pays industrialisés) et de l'or (indice de l'or suivant la matrice de rail du BCOM)  
Source: Thomson Reuters/BCV



**Si l'impact économique du confinement semble avoir été pris en compte globalement dans les prix des actions, de l'énergie, des métaux et dans les taux, la visibilité manque.**