

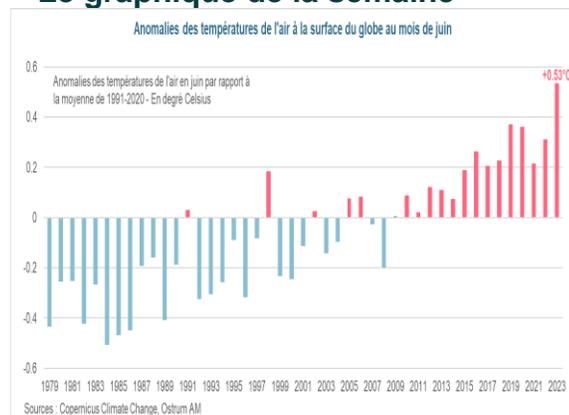
## ● Le thème de la semaine : Chine-États-Unis : les métaux critiques comme nouvelle ligne de front

- La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis est une course à l'hégémonie technologique et militaire ;
- Les Américains restreignent les exportations de technologie vers la Chine, qui rétorque en limitant les exportations de métaux rares ;
- Cette situation rappelle la crise japonaise de 2010 qui avait provoqué une envolée des prix des terres rares ;
- Il s'agit sans doute d'une nouvelle ligne de front dans la guerre commerciale sino-américaine.

## ● La revue des marchés : La désinflation, meilleure amie du 60/40

- L'IPC américain ressort à 3% en juin ;
- Le T-note (3,80 %) effacent la tension observée après l'emploi ;
- Forte accélération haussière sur les actions ;
- Le crédit porté par les espoirs d'allègement monétaire.

## ● Le graphique de la semaine



Nous avons connu le plus chaud mois de juin jamais enregistré. Ce graphique montre en effet une accélération de la dérive des températures dans l'air à la surface du globe en juin 2023.

L'anomalie ou l'écart à la moyenne constatée entre 1991 et 2020 est d'une ampleur inédite de plus d'une demi-degré Celsius. Elle dépasse de loin le précédent record de juin 2019.

Des records de température ont été enregistrés en Europe et notamment en Irlande, au Royaume-Uni, en Belgique et aux Pays-Bas. Elles ont été significativement plus chaudes en France et dans une partie du Canada, des États-Unis, du Mexique, de l'Asie et de l'Australie.

La hausse tendancielle des températures s'est poursuivie au début du mois de juillet avec un record historique le 3 juillet.

## ● Le chiffre de la semaine

# 38

Source : Bloomberg

38 Mds de \$ : les flux nets sur les ETF obligataires européens au 1<sup>er</sup> semestre, un record, les investisseurs se ruant pour profiter de taux plus élevés.



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marché  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguènes**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

## Chine-États-Unis : les métaux critiques comme nouvelle ligne de front

La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine dure depuis plusieurs années. L'hégémonie technologique et militaire a toujours été l'enjeu principal et la guerre en Ukraine n'a fait qu'accentuer cette tendance. Les restrictions à l'exportation sont bilatérales. Les États-Unis limitent les exportations de technologies de pointe vers la Chine et imposent aux entreprises européennes d'en faire de même. Les dernières sanctions chinoises ciblent les métaux, qui ont été identifiés comme critiques par les États-Unis et l'UE. Il existe un précédent avec l'interdiction d'exporter des terres rares vers le Japon en 2010. Nous discutons dans ce papier des conséquences de la décision de Pékin de limiter les exportations de métaux, notamment pour l'industrie des semi-conducteurs.

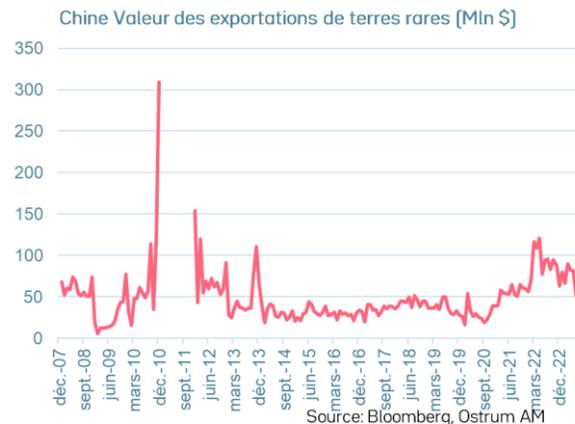
## La guerre des minéraux

L'invasion de l'Ukraine a révélé la vulnérabilité de l'Europe aux approvisionnements en pétrole et en gaz de la Russie. Les États-Unis et d'autres économies avancées pourraient être tout aussi vulnérables, si la Chine restreignait l'accès aux minéraux critiques (et leur traitement). Ces minerais pourraient être utilisés comme une arme, comme le gaz naturel l'a été par la Russie depuis 2021.

La Chine est un acteur majeur dans le traitement des minerais. Cela comprend le cuivre, le nickel, le cobalt et d'autres matériaux essentiels aux technologies propres avancées, telles que les batteries de véhicules électriques, les panneaux solaires et les aimants d'éoliennes. Alors que de nombreux minéraux critiques peuvent être trouvés à l'état brut en grandes quantités à travers le monde, leur extraction et leur raffinage peuvent être coûteux, techniquement

difficiles, énergivores et polluants. La Chine domine l'ensemble de la chaîne de valeur, représentant plus de la moitié de la production mondiale de métaux pour batteries, notamment le lithium, le cobalt et le manganèse, et jusqu'à 100 % des terres rares. Les prévisions de demande massive de cuivre et de nickel en font des matières premières critiques, même si elles ne sont pas soumises à des restrictions.

La Chine est la première puissance exportatrice. La valeur totale des exportations s'élève à environ 42 000 milliards de dollars par an. Les exportations de terres rares d'importance critique représentent des chiffres d'affaires relativement faibles (environ 100 millions de dollars par an), même si la Chine dispose d'un pouvoir de marché considérable. Les prix des terres rares ont une marge de progression, comme en 2010, lorsque des restrictions à l'exportation avaient été mises en œuvre.



### Une guerre commerciale du tac au tac

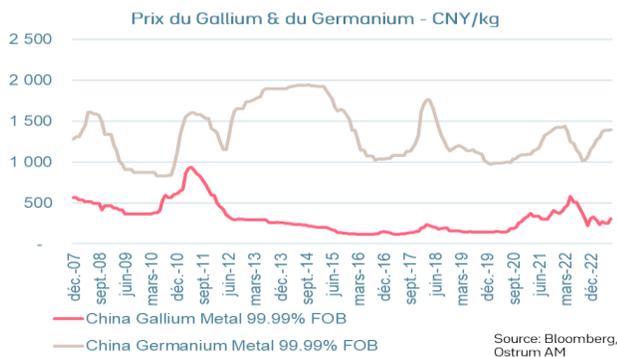
Les États-Unis ont pris des mesures pour réduire leur dépendance à l'égard de la Chine avec l'Inflation Reduction Act et le CHIPS Act. Le plan de soutien au secteur des semi-conducteurs offre des subventions de 33 milliards de dollars pour renforcer la capacité de production de puces aux États-Unis et un financement de 17 milliards de dollars pour la recherche et le développement.

La course à l'hégémonie technologique a conduit les États-Unis à limiter les ventes à la Chine de puces d'intelligence artificielle fabriquées par Nvidia et AMD. Sous la pression de l'administration Biden, les Pays-Bas ont annoncé qu'ils limiteraient la vente d'équipements de fabrication de puces haut de gamme, fabriqués par ASML, aux entreprises chinoises à partir du 1<sup>er</sup> septembre. En réponse, la Chine a interdit l'utilisation des puces de Micron dans les infrastructures nationales critiques depuis mai et contrôlera donc désormais les exportations de métaux clés.

En 2022, le United States Geological Survey<sup>1</sup> a publié une liste de 50 minéraux essentiels à l'économie américaine. La plupart ont été choisis pour leur rôle dans la construction d'infrastructures nécessaires pour réduire les émissions de carbone responsables du changement climatique. C'est 15 de plus que dans le précédent rapport datant de 2018. Sur les 50 minéraux, deux métaux utilisés dans la fabrication de puces et les équipements de communication seront confrontés à des restrictions à l'exportation par le gouvernement chinois à partir du 1<sup>er</sup> août. Des prix plus élevés et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement devraient s'ensuivre.

### Limitation des exportations de gallium et de germanium à partir du 1<sup>er</sup> août

Les producteurs chinois auront besoin d'une licence pour exporter du gallium et du germanium à partir du mois d'août. La Chine est le leader mondial de la production des deux métaux. Selon Bloomberg, le gallium est utilisé dans les semi-conducteurs composés, offrant un fonctionnement plus rapide avec une consommation d'énergie plus faible ou une plus grande résistance à la chaleur, bien qu'il soit plus difficile à travailler pour les fabricants que le silicium. Le gallium est déjà largement utilisé dans les puces qui alimentent les stations du réseau 5G, ainsi que par les militaires dans les systèmes radar et, de plus en plus, dans les chargeurs de véhicules électriques. Le gallium est aussi utilisé dans certains composants pour les communications sans fil et les lasers. Le germanium est utilisé dans la production de câbles de fibres optiques et d'applications de vision nocturne (dont l'imagerie thermique à usage militaire).



### La crise japonaise de 2010

Sur fond de conflit de territoire au sujet d'îles en mer de Chine orientale, la Chine a suspendu ses exportations de terres rares vers le Japon de fin septembre à fin novembre 2010. On peut sans doute établir des comparaisons avec la

situation actuelle entre les États-Unis et la Chine concernant Taïwan. La Chine a réduit le quota d'exportation de 40 % en 2010 par rapport aux niveaux de 2009, à environ 30 000 tonnes et a augmenté les taxes à l'exportation sur les terres rares l'année suivante. À l'époque, les importations japonaises de terres rares en provenance de Chine s'élevaient à 23 310 tonnes par an, ce qui représentait environ 82 % du volume total des importations de métaux stratégiques. Les prix des terres rares avaient plus que triplé pendant les deux mois de crise, avant que les volumes d'exportation ne se normalisent.

### Après l'énergie, les terres rares : la nouvelle ligne de front de l'économie mondiale

Les représailles chinoises aux mesures prises par les États-Unis, le Japon et l'Europe en matière de technologie de pointe constituent un avertissement quelques jours à peine avant la visite à Pékin de la secrétaire au Trésor américaine, Janet Yellen. D'autres restrictions pourraient s'y ajouter. Cependant, les pays du G7 devraient accélérer leurs efforts pour réduire leur dépendance vis-à-vis de la deuxième économie mondiale et, au fil du temps, développer leurs propres filières pour le traitement des terres rares.

## Conclusion

**Au cours des deux dernières années, la guerre commerciale déclenchée par le président Trump s'est transformée en une course à l'hégémonie technologique et militaire, dans le contexte de la guerre en Ukraine. Les métaux critiques, utilisés à la fois dans la transition énergétique et dans les équipements militaires, constituent une nouvelle ligne de front, alors que la Chine réagit aux restrictions d'exportations de puces et d'équipements pour la production de semi-conducteurs avancés introduites par les États-Unis, le Japon et l'Europe. Les mesures chinoises sur les exportations de terres rares et de métaux critiques pourraient entraîner des flambées de prix et de nouvelles perturbations des chaînes de production mondiales.**

**Axel Botte**

<sup>1</sup> Le rapport United States Geological Survey est disponible ici : <https://pubs.er.usgs.gov/publication/mcs2022>

- **La revue des marchés**

## La désinflation, meilleure amie du 60/40

### La baisse de l'inflation américaine constitue le signal haussier espéré par les actifs risqués.

Cela peut paraître paradoxal à la vue de la réaction des prix d'actifs mais la baisse plus forte qu'attendu de l'inflation en juin (3%) ne modifiera probablement pas la décision de la Fed de relever ses taux le 26 juillet. Cela étant, les marchés y voient déjà les raisons d'une prochaine inflexion monétaire. Les marchés d'actions ont fortement progressé après la publication de l'IPC américain en parallèle de la baisse des rendements obligataires et du dollar. Le T-note comme le Bund reviennent sur leurs précédentes résistances à la hausse 3,80 % et 2,50 %. Sur le plan sectoriel, les secteurs sous pression comme les ressources de base profitent du rebond des matières premières. Le crédit (IG comme HY) et les actifs de portage sont naturellement favorisés par la perspective d'une réduction des taux. Le yen japonais amplifie l'ajustement du dollar pour s'établir autour de 138. Les taux japonais semblent aussi placer une probabilité plus forte d'un tournant restrictif de la politique de la BoJ. Rien n'est moins sûr tant la communication de Kazuo Ueda reste énigmatique. Le rebond des actions fait également écho aux annonces réitérées de soutien au secteur immobilier en Chine.

L'inflation américaine reflue. C'est sans doute le signe que le resserrement monétaire entamé l'an passé commence à porter ses fruits. La hausse des prix ressort à 3% en juin et l'indice hors éléments volatils s'établit à 4,8%. L'inflation des biens est proche de zéro depuis quelques mois. Les loyers, constatés et imputés aux propriétaires, ralentissent également comme attendu, le BLS intégrant graduellement l'évolution des loyers de 2022. Selon nos prévisions, l'inflation sous-jacente devrait s'établir à 4,1% en fin d'année et continuer de refluer au premier semestre de 2024. Il reste à savoir si la Fed agira aussi rapidement que les marchés l'espèrent. Les anticipations d'inflation des ménages ont un peu diminué mais la remontée récente des prix du pétrole (80 \$ le baril de Brent) est à surveiller. En outre, le spectre d'une récession induite par un rationnement du crédit bancaire s'est éloigné et le chômage reste inférieur à l'équilibre de long terme (3,6 % contre 4,5 %). Les plans de licenciements ont même diminué en juin. Par ailleurs, les postes de la demande les plus sensibles au taux (investissement en logement ou consommation de biens durables) sont bien orientés. En zone euro, le compte rendu du comité de juin indique qu'un consensus favorable à une hausse de 25 pb s'était dégagé après avoir débattu d'un mouvement de 50 pb. L'inflation sous-jacente ne montre pas encore de signes tangibles d'inflexion.

Le marché de taux demeure extrêmement volatil. Alors que la publication de l'emploi avait provoqué une tension sur le T-note vers 4,09 % la semaine passée, l'IPC sous les attentes à 3% a ramené le 10 ans autour de sa résistance précédente à 3,80 %. Si la hausse de juin reste une quasi-certitude, les marchés veulent croire au statu quo dès septembre. La courbe connaît également des variations significatives. Le 2-10 ans avait retouché en fin de semestre les niveaux extrêmes entrevus après la faillite de SVB. Il semble désormais qu'un mouvement de pentification s'amorce. Le spread 2-10 ans se situe désormais à -84 pb après un point bas à -108 pb début juillet. L'écart 10-30 ans (+11 pb) profite également de la désinflation. Le Bund a suivi le marché directeur en l'absence de publications majeures en zone euro. Le spread Treasuries-Bund se traite autour de 132 pb. La pente de la courbe s'accroît également en Europe. Les swap spreads sont quasiment inchangés à des niveaux élevés malgré l'embellie sur les actifs risqués. En revanche, les spreads souverains se resserrent. L'annonce d'une syndication de 15 ans en Grèce engendre toutefois des dégagements sur le point de maturité 10 ans. Le BTP italien oscille autour de 170 pb contre Bund.

La possibilité d'un allègement monétaire anticipé a immédiatement provoqué une accélération haussière sur les actions. Le réflexe vendeur de dollar et simultanément acheteur de Treasuries et de contrats sur les actions réapparaît. Le billet vert est bien le baromètre de l'aversion pour le risque. La hausse des actions concerne la plupart des secteurs. Le sursaut des cycliques, y compris les ressources de base, est notable compte tenu des révisions baissières sur les BpA depuis quelques mois. Ce rebond fait écho aux prix des métaux industriels (cuivre, aluminium) jusqu'ici pénalisés par l'atonie de la reprise chinoise. L'Euro Stoxx reprend les 4 % perdus la semaine précédente pour fondre sur les 4400 points, soit la borne haute de la fourchette depuis février. Les investisseurs institutionnels sont encore majoritairement sous-investis en actions, et toute baisse est mise à profit pour s'exposer de nouveau.

Comme pour tout actif de portage, l'arrêt du resserrement serait bénéfique au crédit. Les spreads IG en zone euro se sont rétrécis à 153 pb contre Bund ou 85 pb contre swap. L'inertie des swap spreads n'est pas un obstacle à la performance y compris du secteur financier. Le high yield bénéficie également de flux acheteurs. La tendance à la décompression des spreads sur les indices de CDS semble désormais s'inverser au bénéfice du Crossover, qui se resserre de quelque 40 pb depuis une semaine.

Sur le marché des changes, le dollar plonge vers ses plus bas niveaux depuis deux ans. L'euro-dollar perce le plafond de 1,10 \$, ce qui laisse entrevoir une extension vers 1,15 \$. Le yen s'apprécie également avec en ligne de mire la réunion de la BoJ en fin de mois. Tout biais restrictif de la BoJ amplifierait le mouvement vers 130.

**Axel Botte**

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.19%	-10	+7	+43
EUR Bunds 10a	2.46%	-18	-1	-11
EUR Bunds 2s10s	-74.1bp	-8	-9	-54
USD Treasuries 2a	4.72%	-14	+1	+30
USD Treasuries 10a	3.78%	-21	+2	-9
USD Treasuries 2s10s	-94.6bp	-8	+1	-39
GBP Gilt 10a	4.4%	-24	-2	+72
JPY JGB 10a	0.48%	+2	-4	-20
EUR Spreads Souverains (10a)	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	53bp	-2	-1	-2
Italie	168bp	-7	0	-47
Espagne	103bp	-2	+4	-6
Inflation Points-morts (10a)	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.44%	-10	-9	-11
USD 10a Inflation Swap	2.53%	-5	+0	-1
GBP 10y Inflation Swap	3.78%	-14	-11	-12
EUR Indices Crédit	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	151bp	-7	-11	-16
EUR Agences OAS	75bp	-2	-2	-4
EUR Obligations sécurisées OAS	86bp	-3	+0	+2
EUR High Yield Pan-européen OAS	443bp	-15	-6	-69
EUR/USD Indices CDS 5a	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	72bp	-4	-4	-19
iTraxx Crossover	396bp	-14	-1	-77
CDX IG	67bp	-1	-2	-15
CDX High Yield	433bp	-11	-4	-51
Marchés émergents	17-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	417bp	-17	-28	-35
Devises	17-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.124	2.248	2.932	5.0
GBP/USD	\$1.308	1.853	2.427	8.3
USD/JPY	JPY 138	2.336	2.662	-5.2
Matières Premières	17-juil.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$78.9	\$1.3	\$2.4	-5.0
Or	\$1 957.6	\$31.9	\$7.3	7.3
Indices Actions	17-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 505	2.42	2.17	17.3
EuroStoxx 50	4 351	2.21	-1.00	14.7
CAC 40	7 281	1.92	-1.46	12.5
Nikkei 225	32 391	0.01	-3.90	24.1
Shanghai Composite	3 210	0.19	-1.95	3.9
VIX - Volatilité implicite	13.89	-7.83	2.58	-35.9

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients 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 de Ostrum 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 Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum 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. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...17/07/2023

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)