

# De Deauville à Monte Carlo : comment les haussiers ont eu raison des baissiers



**MICHAEL EDWARDS**

Directeur, Cotton Outlook



Lorsque les invités sont arrivés à la réunion annuelle de l'AFCOT qui a eu lieu en Normandie début octobre 2017, le cours mondial du coton brut, d'après l'indice A de Cotlook, approchait les 70 cents par livre, soit légèrement au-dessus de la moyenne à long terme. Au fil des échanges de points de vue en marge de la réunion, une opinion commune s'est dégagée, à savoir que les prix risquaient de subir une pression à la baisse au cours des mois à venir. Cette opinion était fondée sur le simple argument selon lequel les prix en vigueur du marché ne résisteraient pas au poids de l'offre imminente.

Durant les semaines précédant la réunion, le Département de l'Agriculture des États-Unis (USDA) a surpris le marché en annonçant deux hausses consécutives de ses prévisions de production intérieure. Les chiffres définitifs pour la saison 2017/18, à savoir 4 555 000 tonnes, signifieraient que les États-Unis ont enregistré la plus importante récolte depuis plus d'une décennie. Pendant ce temps, l'Inde – deuxième plus gros exportateur mondial après les États-Unis – semble également sur le point de produire une récolte exceptionnelle qui pourrait ébranler encore la stabilité du marché.

Ici, comme c'est si souvent arrivé par le passé, l'évolution du marché du coton a contrecarré ce consensus baissier. Début janvier, l'Indice A était monté à plus de 90 cents par livre et, début juin, il a même brièvement dépassé le cours du dollar. (Ce cap n'a été franchi qu'à de très rares occasions depuis la création de l'Indice il y a plus d'un demi-siècle.)

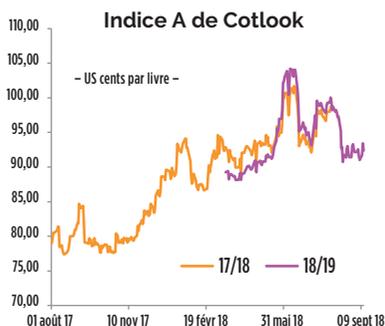
Avec le recul, on peut identifier plusieurs facteurs qui ont soutenu le marché et entraîné une hausse des prix, contre toute attente. La forte participation des spéculateurs sur des positions longues du contrat New York N° 2 a certainement eu un impact considérable. Comme l'a souligné le Président de l'AFCOT dans son discours de Deauville, les investisseurs ont misé massivement sur les matières premières en général, et le coton en particulier.

Au début de la saison 2017/18, la marge spéculative à long terme se chiffrait seulement à 13,5% des positions ouvertes à New York. Or,

## Deauville to Monte Carlo : how the Bulls confounded the Bears

*When guests arrived at the annual AFCOT gathering in Normandy in early October 2017, the world price of raw cotton, as measured by the Cotlook A Index, stood in the high 70s cents per lb, modestly above the long-term average. As participants exchanged opinions in the margins of the meeting, a common opinion emerged: that prices were more likely than not to come under downward pressure over the following months. That view was based on the simple proposition that the prevailing market prices would not withstand the weight of impending supply.*

*In the weeks preceding the meeting, the United States Department of Agriculture had surprised the market with two successive increases in its domestic production forecast. The final figure for the 2017/18 season, at 4,555,000 tonnes, would prove to be the largest US crop for over a decade. Meanwhile, India (the world's second largest exporter, after the US) also seemed poised to produce a bumper crop that could only further undermine the stability of the market.*



*In the event, as so often in the past, the behaviour of the cotton market confounded this bearish consensus. By early January, the A Index had risen into the 90s cents per lb, and in early June it briefly surpassed the dollar mark. (That threshold has been crossed on only very few occasions since the creation of the Index over half a century ago.)*

*With the clarity of hindsight, we can identify a number of factors that supported the market, and indeed drove prices higher, against all expectations. A strong speculative participation on the long side of the New York No. 2 contract was certainly one important*

*influence. Commodities in general, and cotton in particular, proved a popular home for investors' funds, a fact to which AFCOT's President alluded in his speech in Deauville.*

*At the beginning of the 2017/18 season, the speculative long margin in New York stood at just 13.5 percent of the open interest. By the turn of the year, that margin had risen to 38.2 percent and it has remained at a similar level for most of 2018, sometimes exceeding 40 percent, a historic high. In April 2018, Goldman Sachs declared that "the strategic case for owning commodities has rarely been stronger."*

début 2018, cette marge avait atteint les 38,2% et s'est maintenue à ce niveau pendant la majeure partie de 2018, dépassant parfois les 40%, un record historique. En avril 2018, Goldman Sachs a déclaré : « il a rarement été aussi favorable de détenir des matières premières ».

Le climat haussier inattendu du marché a également été favorisé par le simple fait que la demande sur le marché physique s'est avérée beaucoup plus forte que prévue. Non seulement la consommation a connu une hausse constante, mais on a aussi clairement observé chez de nombreux filateurs une nette évolution de leur approche des achats de coton brut.

À l'issue d'une longue période dominée par les achats au jour le jour, consécutive à la volatilité éprouvante de la saison 2010/11, les filateurs avaient commencé à couvrir leurs besoins de manière beaucoup plus active sur plusieurs marchés. Cela s'est traduit par la forte hausse du volume des ventes « On-call » non fixées, comme indiqué chaque semaine par la Commodity Futures Trading Commission. Les ventes « On-call » ont atteint leur plus haut historique, soit 164 837, à la mi-mai 2018 (soit plus de 3,7 millions de tonnes) et restent aujourd'hui historiquement élevées. Des données provenant des États-Unis, le premier exportateur mondial, ont également démontré l'intensité de la demande. Les chiffres des exportations, 3 480 000 tonnes pendant l'exercice 2017/18, ont été les deuxièmes plus élevés jamais enregistrés. Au début de la saison 2018/2019, les déclarations d'expédition au cours de la campagne approchaient déjà les 1,9 millions de tonnes.

Bien que les achats « On-call » ne soient pas sans risques pour les filateurs (par exemple si les contrats à terme commencent à monter lorsqu'un mois de livraison donné arrive à échéance), dans l'ensemble le volume considérable de contrats en attente de fixation a un impact déterminant sur le marché à terme.

À l'époque de la dernière réunion de Deauville, il était admis que les perspectives à long terme étaient influencées par des facteurs potentiellement haussiers. Douze mois plus tard, alors que l'AFCOT se réunit à Monte Carlo, certains de ces facteurs prennent du relief.

Le plus important, de loin, de ces facteurs concerne les relations de la Chine avec le marché international au sens large. Ces dernières saisons, la politique chinoise du coton a mis l'accent sur la production à Xinjiang, au détriment des provinces de l'est. Ces provinces qui, il y a dix ans, fournissaient au moins la moitié de la production nationale de coton, ont vu leur part réduite à 10 % à peine. En accordant la priorité à Xinjiang, la production de la région a augmenté, mais pas suffisamment pour compenser la pénurie qui a gagné les autres régions. Dans le même temps, la consommation a connu une hausse constante. La Chine connaît donc un important déficit structurel de la filière du coton, que Cotton Outlook évalue à 3 millions de tonnes pour 2018/19. Ces dernières saisons, l'essentiel de ce déficit a été comblé par les achats effectués dans les stocks de l'immense réserve d'État accumulés entre 2011/12 et 2013/14. Toutefois, ces stocks ont fini par atteindre un niveau en dessous duquel les autorités de Pékin ne souhaiteraient sans doute pas les voir descendre.

Tôt ou tard, la demande d'importations devra donc faire un bond en avant. La question est de savoir à quel moment cela va se produire exactement. Un report conséquent de la saison 2017/18 et la perspective d'une récolte 2018/19 record dans le Xinjiang peuvent retarder le processus.

*The market's unanticipated bullish mood was also influenced simply by the fact that demand in the physical market proved to be far stronger than had been foreseen. Not only was consumption rising steadily, it was also clear that the approach of many spinners to raw cotton buying had undergone a significant change.*

*After a lengthy period of mainly hand-to-mouth buying, which followed the traumatic volatility of the 2010/11 season, spinners on a number of markets had begun to cover their requirements far more proactively. This was reflected in a strong rise in the volume of unfixed on-call sales, as reported weekly by the Commodity Futures Trading Commission. On-call sales reached an all-time high of 164,837 in mid-May 2018 (equivalent to more than 3.7 million tonnes) and remain historically high at the time of writing. Data from the United States, the world's largest exporter, also demonstrated the strength of forward demand. Exports of 3,480,000 tonnes during the 2017/18 marketing year were the second highest on record. At the beginning of the 2018/19 season, registrations for shipment during the course of the campaign were already close to 1.9 million tonnes.*

*Although spinners' reliance on on-call buying is not without its risks (should futures begin to rise as a particular delivery month approaches maturity), overall the sizeable volume of contracts awaiting fixation acts as a supportive influence in the futures market.*

*At the time of the last gathering in Deauville, there was already a recognition that the longer-term outlook was influenced by potentially bullish elements, and by the time the AFCOT assembled in Monte Carlo twelve months later, some of these had emerged in sharper focus.*

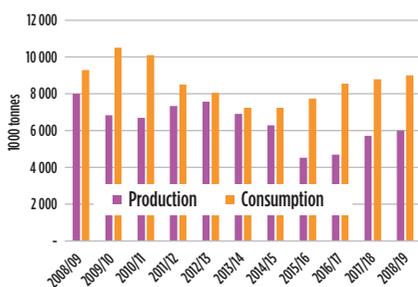
*By far the most significant of those elements concerns the relationship of China to the wider international market. In recent seasons, cotton policy in China has prioritised production in Xinjiang, while far less support has been given to*

*the eastern provinces. Ten years ago, those provinces contributed at least half of national cotton output, but that proportion has dwindled to just 10 percent. The focus on Xinjiang has seen production in the region rise but not sufficiently to make good the shortfall elsewhere. At the same time, consumption has been rising steadily. A sizeable structural cotton deficit therefore exists in China, which Cotton Outlook's estimates place at 3 million tonnes in 2018/19. In recent seasons, the bulk of this deficit has been filled by purchases from the huge State Reserve stocks accumulated between 2011/12 and 2013/14. However, those stocks are at last close to a level below which – according to the received wisdom – the authorities in Beijing may not wish to see them to fall.*

*Sooner or later, import demand must therefore undergo a quantum leap. Quite when this moment will arrive is a matter of some debate. A sizeable carryover from the 2017/18 season and the prospect of a bumper 2018/19 crop in Xinjiang may delay the process.*

*Nevertheless, expectations of rising import demand from China have directed attention to the most probable sources of supply. In normal circumstances, the United States would be a major focus. That assumption, however, appears far less well founded in the context of the prevailing Sino-US trade dispute. China has placed an additional tariff of 25 percent on imports of raw cotton, a measure that will no doubt affect trade flows during the months ahead. To the surprise of some observers, cancellations of US export sales registered for shipment to China have been very modest since the additional tariff was introduced on July 6.*

**Production et consommation chinoises**  
*China production and consumption*



Néanmoins, les pronostics d'augmentation de la demande d'importations de la Chine ont dirigé l'attention sur les sources d'approvisionnement les plus probables. En temps normal, les États-Unis auraient été une des principales priorités. Mais cette hypothèse apparaît beaucoup moins crédible compte tenu de l'actuel différend commercial sino-américain. La Chine a instauré des droits supplémentaires de 25% sur les importations de coton brut, une mesure qui affectera sans nul doute les flux commerciaux durant les mois à venir. À la surprise de certains observateurs, les annulations de ventes à l'exportation US prévues pour l'expédition en Chine ont été nettement réduites car les droits supplémentaires ont été instaurés le 6 juillet.

Pour l'année 2017, les importations chinoises de coton brut ont été évaluées à 2,15 milliards de dollars US, dont 980 millions (près de 46%) en provenance des États-Unis. Au cours de l'exercice 2018/19, les ventes de coton US expédiées en Chine ont atteint des niveaux exceptionnels, à savoir plus de 1,8 millions de balles courantes (environ 411 000 tonnes) de coton Upland et 75 400 (plus de 17 000 tonnes) de Pima à la fin août.

Abstraction faite des flux commerciaux, les récentes tendances en matière de production et de consommation mondiales soulèvent quelques interrogations. D'après les dernières prévisions de Cotton Outlook, la consommation mondiale va franchir, pour la première fois au cours de cette saison 2018/19, le cap des 27 millions de tonnes. L'activité des filatures a retrouvé une croissance constante ces dernières saisons, pour enfin dépasser les niveaux d'avant la crise financière de 2008/09 qui les avait durement frappées, ainsi que la période suivante marquée par des cours record et une extrême volatilité (on se souviendra longtemps de la saison 2010/11).

La production mondiale n'a dépassé qu'une seule fois les 27 millions de tonnes en 2011/12, lorsque les rendements spectaculaires obtenus au cours de la campagne précédente étaient encore dans les mémoires des producteurs. Les producteurs de coton seront donc confrontés à un défi collectif, celui de répondre à la demande mondiale des filatures pour les saisons à venir. Il reste encore à déterminer les cours mondiaux qui seront de nature à les inciter à le faire. De plus, la saison 2018/19 a prouvé, une fois encore, que des facteurs sans rapport avec les prix peuvent faire échouer les intentions des producteurs.

D'après l'évaluation du mois d'août de l'USDA, on estime que la sécheresse chronique a contraint à l'abandon de 42% de plantations de coton dans le premier État producteur des États-Unis, le Texas. Au moment où nous écrivons ces lignes, l'ouragan Florence menace les plants de coton encore debout en Caroline du Nord et du Sud. En Australie, le manque d'eau apparaît comme une cause probable d'un effondrement de la production de coton, à l'heure où les prix à la sortie de l'exploitation ont rarement été aussi profitables. Compte tenu de la concurrence des récoltes alimentaires, il reste peu de terres supplémentaires qui pourraient servir à la culture du coton en Inde. La superficie ensemencée pour la récolte 2018/19 risque d'être légèrement inférieure à celle plantée la saison dernière, malgré une forte hausse du prix minimum de soutien pour le coton graine. Parmi les principaux pays exportateurs, le Brésil est peut-être le mieux placé pour augmenter les surfaces réservées au coton mais, malgré tout, des contraintes logistiques peuvent freiner l'expansion. En ce qui concerne l'Afrique, la phase suivante de l'évolution du marché international présentera certes des défis, car les producteurs cherchent à améliorer la productivité, mais aussi de nouvelles possibilités sur un marché mondial en expansion.

*During the 2017 calendar year, China's imports of raw cotton were valued at US\$2.15 billion, of which 980 million (almost 46 percent) were attributable to shipments from the United States. Outstanding sales of US cotton for shipment to China during the 2018/19 marketing year amounted to more than 1.8 million running bales (some 411,000 tonnes) of upland and 75,400 (over 17,000 tonnes) of Pima at the end of August.*

*Trade flows aside, a look at recent trends in global production and consumption invites some intriguing questions. World consumption, according to Cotton Outlook's latest forecast, will cross the threshold of 27 million tonnes for the first time during the 2018/19 season. Mill use has grown steadily over recent seasons and has at last surpassed the level recorded prior to the shocks inflicted by the global financial crisis of 2008/09 and the subsequent period of record prices and extreme volatility for which the 2010/11 season will long be remembered.*

*World production has only once exceeded 27 million tonnes, in 2011/12 when the spectacular returns achieved during the previous season were still fresh in producers' minds. To meet global mill demand over the coming seasons may thus prove a collective challenge for cotton farmers. What level of world prices will be required to incentivise them to do so remains to be seen. Moreover, the 2018/19 season has shown once again that farmers' intentions can be derailed by factors unrelated to price.*

*Chronic drought has obliged the abandonment of an estimated 42 percent of cotton planted in the largest US producing state, Texas, according to USDA's August assessment. At the time of writing, Hurricane Florence threatens standing cotton in North and South Carolina. In Australia, lack of water seems likely to cause a sharp drop in cotton production, at a time when producers' farmgate prices have rarely been as rewarding. Competition from food crops suggests*

*that little additional land can be brought under cotton cultivation in India. The area sown to the 2018/19 crop seems likely to fall modestly short of that planted last season, despite a sharp rise in the Minimum Support Price for seed cotton. Of the major exporting countries, Brazil is perhaps the best-placed to increase cotton plantings, but even there logistical constraints may prove a brake on expansion. As for Africa, the next phase in the evolution of the international market will offer challenges, as producers seek to improve productivity, but also new opportunities in an expanding world market.*

**Production et consommation mondiales**  
*World production and consumption*

