

Les marchés des matières premières en 2010

Résumé et tendances

Par Christian Hocquard ¹

¹ Géologue économiste des matières premières minérales au BRGM / Service des Ressources Minérales.

Sommaire

PARTIE 1/2

1. Le contexte macro-économique
2. Le rebond des prix des matières premières
3. Les résultats des minières
4. Le rebond de l'exploration minière

PARTIE 2/2

5. Le rebond des fusions-acquisitions et des introductions en bourse
6. Des contraintes socio-environnementales croissantes
7. Des régulations gouvernementales croissantes
8. Conclusion

Annexe I - Les Terres Rares

Annexe II - Les sociétés minières classées par leur valeur en bourse

La PARTIE 1 de l'éco-note est présentée ci-dessous et la PARTIE 2 sera publiée dans l'ECOMINE de janvier-février 2011.

1. Le contexte macro-économique

La crise de fin 2008 a montré le basculement définitif de la croissance vers les grands pays émergents, dont la Chine, qui chaque année bat un nouveau record. En 2010, la Chine passe devant le Japon faisant du pays la deuxième puissance mondiale et le premier consommateur d'énergie devant les Etats-Unis. Pour limiter sa dépendance aux exportations, la Chine souhaite rééquilibrer sa croissance par la demande interne (pour l'année 2010, 18 millions de véhicules ont été vendus en Chine soit une hausse de 32,4 % par rapport à 2009), mais tout en poursuivant sa lancée exportatrice, avec un yuan sous-évalué.

Dans les pays développés, en revanche, si la reprise économique semble solide, elle n'en est pas moins lente (en tôle ondulée), et sur une base insuffisante pour résorber significativement les niveaux élevés de chômage. De plus, les mesures économiques apparaissent maintenant contradictoires avec, aux Etats-Unis, la poursuite des mesures de relance de l'économie par de nouvelles injections monétaires (« *quantitative easing* » ou QE2) visant au final la reprise de la consommation des ménages et une baisse du dollar pour retrouver une compétitivité commerciale), alors que l'Europe s'oriente vers des ajustements budgétaires. Globalement, la crainte de rebonds inflationnistes reste très présente, aussi bien en Chine en raison de la surchauffe économique que dans les pays développés, en raison des importantes émissions monétaires et globalement en raison des prix à nouveau très élevés de l'ensemble des commodités.

Au final, chaque bloc économique cherche « sa » sortie de crise, mais l'asymétrie commerciale entre les Etats Unis et la Chine est telle qu'elle conduit au risque d'une guerre des monnaies larvée. Pris entre le yuan et le dollar, l'euro, fragilisé par les endettements des pays du sud de l'Europe, apparaît comme une variable d'ajustement.

Pour le secteur minier, il s'agit plus particulièrement d'une forte remontée des prix revenus à leurs niveaux d'avant crise, avec de nombreux plus hauts historiques franchis en 2010 (le cuivre à 10 000 US\$/tonne). Trois raisons expliquent cette rapide remontée des cours : la forte demande tant de la Chine que des pays développés ; le retour rapide des fonds d'investissements sur les commodités (Exchange Trading Funds ou ETF¹ en particulier) en raison de l'abondance de liquidités ; et un marché tendu pour de nombreux métaux en raison d'une insuffisance d'offre minière.

Concernant la Chine, il faut distinguer deux volets selon les substances considérées, d'une part celui des métaux industriels pour lesquels la Chine reste fortement dépendante de ses importations (minerai de fer, cuivre, nickel, etc.) et sécurise ses approvisionnements par des acquisitions de sociétés minières et de gisements captifs partout dans le monde et, d'autre part, celui des nombreux métaux et substances critiques (terres rares, indium, etc.) que la Chine contrôle de manière monopolistique et sur lesquels sont imposés des quotas et des taxes à l'exportation, contraignant les autres pays consommateurs à rechercher et développer à très court terme de nouvelles sources d'approvisionnement hors de Chine (nouvelles mines).

2. Le rebond des prix des matières premières

Dès mi-2009, la crise est très rapidement effacée, et 2010 voit le retour des prix des métaux à leurs plus hauts niveaux historiques. Pour Mick Davis, PDG de Xstrata, « la pire récession depuis le crash de 1929 n'était au final qu'un artefact dans le supercycle du prix des commodités ». Il faut noter que la hausse des cours n'est plus générale sur l'ensemble des métaux, mais se fait de manière plus spécifique (fig. 2). Cette évolution modifie d'ailleurs les stratégies des investisseurs vers le « stock picking » plutôt que la simple gestion indicielle (même si le Reuters-Jefferies CRB index a augmenté de 15 % en 2010).



Fig.1 - Evolution du prix du cuivre sur la période 2003-2011, montrant les cycles pré-2002 complètement écrasés par la montée de la bulle jusqu'à l'écroulement des cours avec la crise de fin 2008, suivi de leur récupération rapide en 2009, pour atteindre à nouveau des plus hauts historiques en 2010.

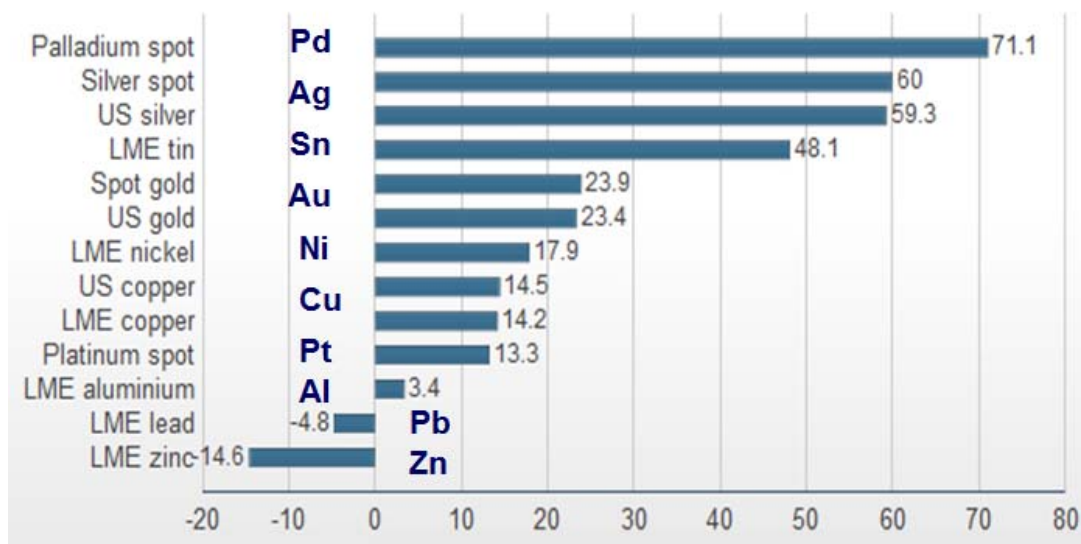


Fig.2 - Principales hausses des prix des métaux(%) en 2010 (Reuters)

Du fait de ces hausses, les cours ont atteint 30 US\$/oz pour l'argent, 27 500 US\$/t pour l'étain, 24 000 US\$/t pour le nickel et 9 091 US\$/t pour le cuivre. Au final, les prix de l'aluminium, du cuivre et du zinc ont augmenté de 13 %, 40 % et 20 % par rapport aux moyennes des cinq dernières années.

Au LME, pour les six principaux métaux industriels cotés, seul l'étain a présenté un déficit d'offre, le cuivre le plomb et le nickel ont montré un équilibre offre-demande, tandis que l'aluminium et le zinc étaient en surplus.

L'acier : La production mondiale d'acier a atteint 1 414 Gt (milliards de tonnes), un nouveau plus haut historique en 2010 (en croissance de 15 % par rapport à 2009 ; elle a dépassé les 1 327 Gt de 2008) tirée en particulier par la reprise de la production manufacturière dans les pays développés selon la World Steel Association. En Chine, la production d'acier a atteint 626,7 millions de tonnes, en hausse de 9,3 % par rapport à l'année précédente. Toutefois sa part dans la production mondiale a diminué à 44,3 % par rapport à 46,7 % en 2009. Le prix du minerai de fer a terminé l'année à 170 \$ la tonne, avec une moyenne sur l'année 2010 à 147 \$ la tonne et la hausse de son prix spot sur l'année 2010 a été de 84 %.

Le charbon thermique: le prix annuel ("benchmark price") a été en moyenne de 91 \$ la tonne en 2010, tandis que le prix spot atteignait fin décembre 124,75/t (globalCoal).

L'aluminium : malgré un marché en forte croissance de 14,1 % par rapport à 2009, le prix de l'aluminium est resté faible en raison des stocks importants et d'un marché en surplus de 577 000 t en 2010 (qui s'ajoutent à un surplus de 1,9 millions de tonnes en 2009, selon le World Bureau of Metal Statistics (WBMS)). La montée en puissance des productions des pays du Moyen-Orient (gaz bon marché) traduit bien le fait que l'aluminium est un hybride métal-énergie, comme l'indique la figure suivante.

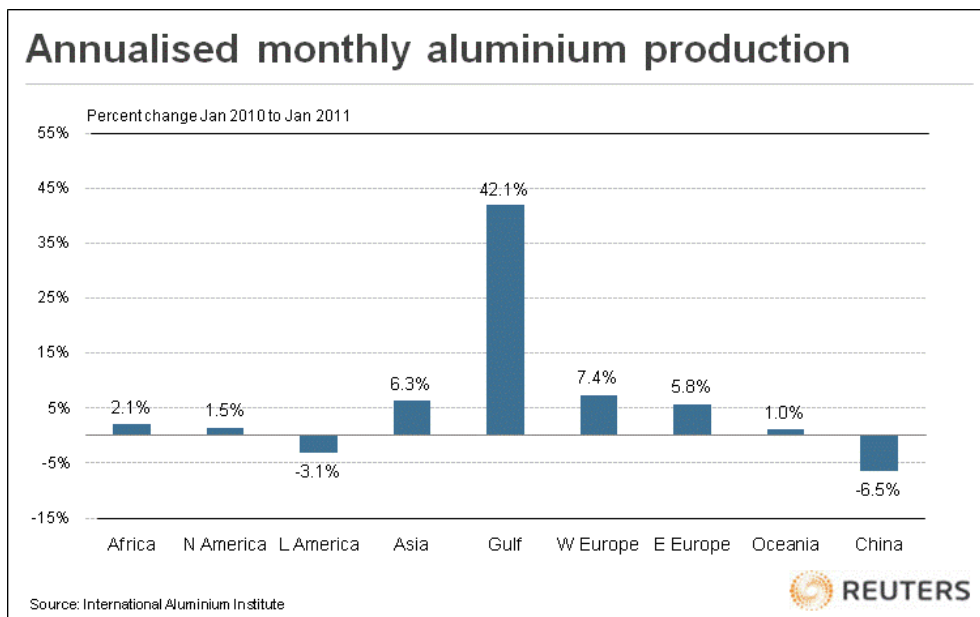


Fig.3 – Le fort accroissement de la production d'aluminium en provenance des pays du golfe durant l'année 2010 (Reuters)

Le cuivre : le marché a montré un déficit de 14 000 t en 2010 par rapport à un surplus de 410 000 t en 2009. La consommation apparente de cuivre atteint 5,4 % par rapport à l'année précédente. On notera que le Pérou devrait doubler sa production actuelle de cuivre (1,25 Mt en 2009) dès 2016 avec l'ouverture de 6 mines majeures en 2016 (Xstrata, Anglo American, Chalco, etc.), et la quadrupler pour approcher les 5 Mt en 2020, et ainsi probablement rivaliser avec celle du Chili.

L'étain : le marché a montré un déficit de 16 000 t en 2010, comparé au déficit de 10 000 t en 2009. Un nombre de facteurs croissants traduit une tension sur l'offre (quotas de la Chine, épuisement des gisements onshore en Indonésie, lutte contre les exploitations illégales en RDC), tandis que la consommation apparente a augmenté de 13 % selon l'ITRI (International Tin Research Institute).

Le nickel : en 2010, les marchés étaient en très faible déficit de 1 000 t alors qu'il était en surplus de 22 000 t l'année précédente (WBMS). L'arrêt du projet Ravensthorpe en Australie par BHPB et les retards du projet de Goro en Nouvelle-Calédonie (investissement de 4 G\$ pour une production annuelle de 58 000 t de nickel et 4 000 t de cobalt) montrent toujours la difficulté de l'industrialisation des projets très capitalistiques de nickel latéritique. Plusieurs très gros projets de nickel devraient démarrer en 2011 (Ambatovy à Madagascar, Koniambo en Nouvelle-Calédonie, Dutwa en Tanzanie, montée en capacité de Talvivaara en Finlande, etc.). Par ailleurs, la part de l'Asie dans la production mondiale d'acier inoxydable (30,7 millions de tonnes en 2010) atteint maintenant 65 % (11,26 Mt pour la Chine et 8,61 Mt pour le reste de l'Asie). Le brésilien Vale devrait ainsi ouvrir quatre nouvelles mines avec une capacité totale de 150 000 t, c'est-à-dire couvrant deux ans de croissance de la demande (5% par an sur la base de 1,5 Mt). Avec le maintien de la production chinoise de nickel pig iron (du nickel primaire conventionnel) au niveau de 150 000 t/an, la poursuite du développement des inox bas nickel de type Duplex (Posco, Outokumpu, etc.), et les substitutions par les inox 400, le marché du nickel devrait être durablement excédentaire si ces projets miniers se concrétisent.

Le zinc : en 2010 le marché a enregistré un surplus de 400 000 t (surplus de 250 000 t en 2009, WBMS).

Le plomb : le marché a enregistré un déficit de 18 000 t comparées à un surplus de 42 000 t en 2009. La consommation apparente de plomb a augmenté de 4,8 % en 2010 par rapport à l'année précédente. La production automobile en 2010 a dépassé le niveau d'avant crise pour atteindre 74 millions d'unités, avec un record en Chine où la demande pour les batteries implique une part importante de plomb neuf d'origine minière dans la mesure où le gisement de plomb secondaire n'est pas encore suffisamment constitué.

L'uranium : la baisse du prix spot en 2009 s'est poursuivie au premier semestre de 2010 jusqu'à 45 \$/lb, puis son prix s'est repris dans la seconde moitié de l'année pour atteindre 61 \$/lb.

L'or : son prix a augmenté de 24 % pour atteindre un haut plus haut nominal de 1 421 \$/t en décembre. La demande en or a été particulièrement tirée par l'investissement, et tout particulièrement les exchange-traded funds ou ETF. Selon le World Gold Council, les ETF détenaient au total 2 167 t, soit l'équivalent de 98 milliards de dollars à fin décembre, incluant une hausse de 361 t pour 2010.

L'argent : en franchissant la barre des 30 \$ l'once, l'argent est à un plus haut de 30 ans, grâce à l'investissement à travers les ETF.

Les prix des métaux et produits minéraux rares (lithium, terres rares, antimoine, graphite, zircon, etc.) pour ne citer que ceux dont les cours se sont particulièrement appréciés en 2010, ne seront pas traités ici.

3. Les résultats des minières

Les grandes sociétés minières ont affiché de puissants rebonds de leurs résultats pour 2010 :

- BHP-Billiton, cinquième capitalisation mondiale et premier mineur mondial, annonce un bénéfice net de 12,2 G\$ pour le seul premier semestre de son année fiscale (+60% sur la même période de l'année précédente) ;
- Rio Tinto, troisième mineur mondial, triple ses profits nets sur un an à 14,3 G\$;
- Xstrata, numéro cinq du secteur minier en terme de capitalisation boursière, annonce une hausse de 78% de ses profits avant impôts, à 7,7 G\$.

Les capitalisations boursières ont suivi. Mais si les capitalisations des groupes miniers restent corrélées au cours des métaux, elles ressortent néanmoins très inférieures à la valeur des cash-flows actualisés. Ainsi, les minières se paient sur la base de seulement 6 années de flux de trésorerie contre 13 années pour la moyenne des marchés d'actions.

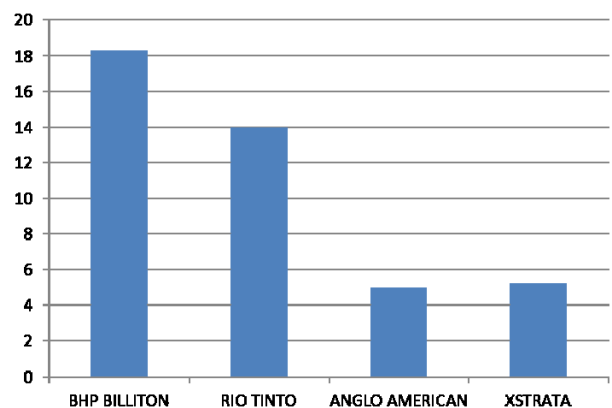
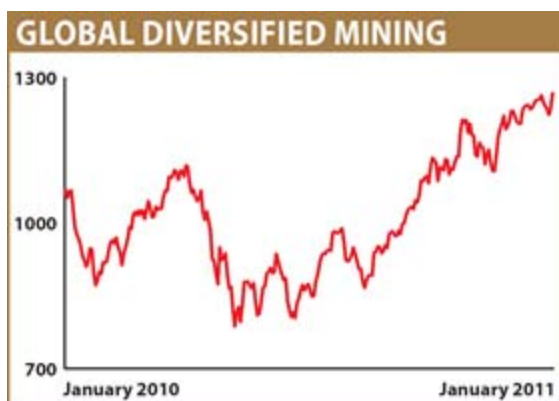


Fig.4 - Hausse des capitalisations boursières et bénéfiques 2010 en milliards de US\$ des principales majors diversifiées (Mining Journal & Reuters)

Les bénéfiques sont destinés en priorité aux réductions de leur endettement et au rachat (« buy-back ») de leurs actions, tandis que de nouvelles contraintes limitent les méga fusions-acquisitions (paragraphe suivant). Mais ces superprofits sont aujourd'hui tels qu'ils permettent également **le retour de l'investissement minier** concernant les gisements détenus en portefeuille (croissance organique). A l'expansion des gisements existants (« brownfield »), leitmotiv des années précédentes, succède maintenant le développement de nouveaux gisements (« greenfield »). Comme on le voit à continuation, cette tendance est générale.

- BHP-B, qui a déjà plus de 11 G\$ de projets actuellement en construction (aluminium, cuivre, minerai de fer et charbons thermique et métallurgique), a annoncé vouloir investir 80 milliards de dollars au cours des cinq prochaines années.
- Rio Tinto a approuvé 12 G\$ d'investissements début 2010 dans les filières aluminium, charbon à coke, diamants et cuivre (Oyu Tolgoi en Mongolie). Pour le seul minerai de fer (Pilbara, Australie), plus de 9 G\$ sont prévus d'ici à 2015.
- Xstrata, qui jusqu'ici avait toujours préféré la croissance par acquisition, a également décidé de se concentrer sur la croissance organique. Vingt projets (charbon thermique, cuivre, zinc et nickel) sont en construction pour un investissement combiné de 18 G\$.

Les majors minières sont par ailleurs de plus en plus impliquées dans la génération d'énergie électrique et dans la construction d'infrastructures pour leurs propres besoins.

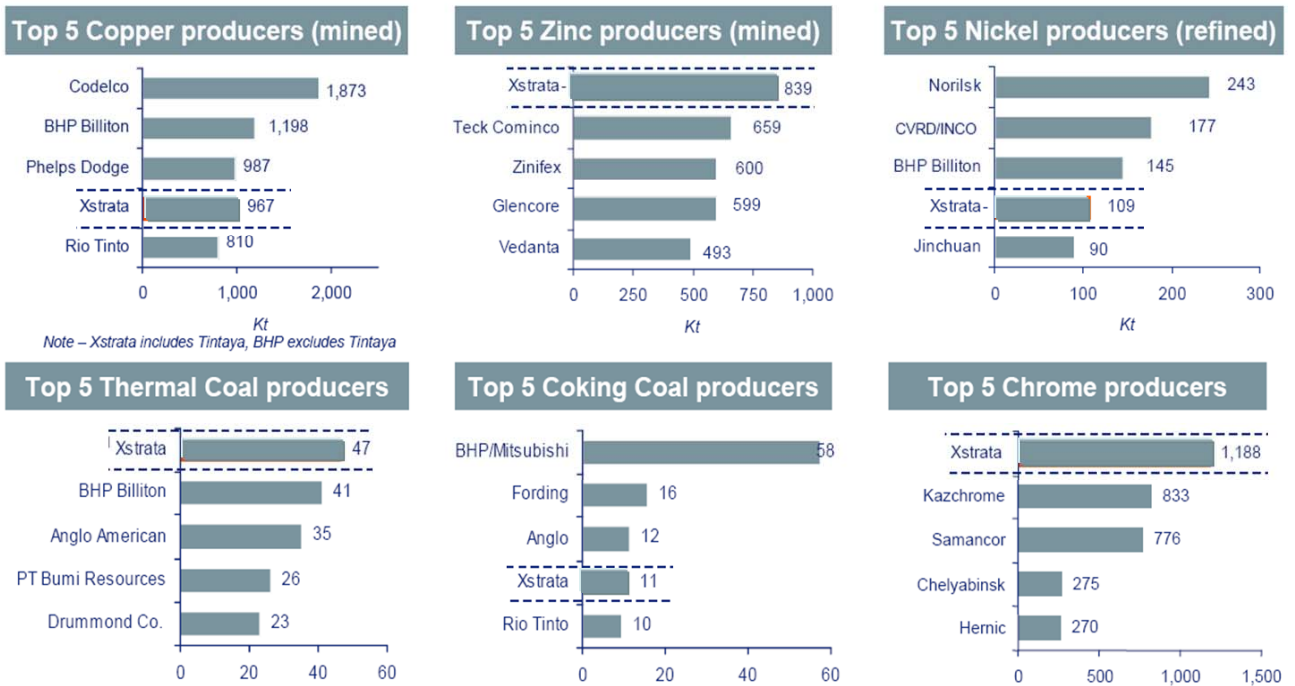


Fig.5 – Les 5 principaux producteurs de Cu, Zn, Ni, Cr, charbon thermique & charbon métallurgique (Xstrata, 2008)

Les nouvelles majors émergentes ne sont pas en reste. Codelco a programmé 15 G\$ d'investissement au Chili sur les 5 prochaines années, avec pour premier objectif de maintenir sa production de cuivre et son statut de premier mineur de cuivre. Kazakhmysh envisage 6 G\$ d'investissement sur les 3 prochaines années. Quant aux grandes sociétés minières et métallurgiques chinoises, elles développent aujourd'hui les gisements qu'elles détiennent, suite aux nombreuses acquisitions de sociétés juniors réalisées au moindre prix après la crise de fin 2008.

Largest Oil and Mining Companies in China by OFDI Stock, 2008		
National rank	Sector	Company
1	Oil	China National Petroleum Corporation (CNPC)
2	Oil	China Petrochemical Corporation (Sinopec)
6	Oil	China National Offshore Oil Corporation (CNOOC)
8	Oil	Sinochem Corporation
3	Mining	Aluminium Corporation of China (Chalco/Chinalco)
11	Mining	Sinosteel Corporation
14	Mining	China Minmetals Corporation
25	Mining	China Metallurgical Group Corporation (MCC)
27	Mining	Shanghai Baosteel Corporation
31	Mining	Shougang Corporation
35	Mining	China Nonferrous Metal Mining & Construction Group (CNMC)
38	Mining	Anshan Iron & Steel Group Corporation
40	Mining	Jinchuan Group

Source: MOFCOM; THE BEIJING AXIS Analysis

Fig.6 – Les nouvelles majors minières chinoises et leur classement national

Le secteur minier en 2010

Valeur d'entreprises, en milliards de dollars

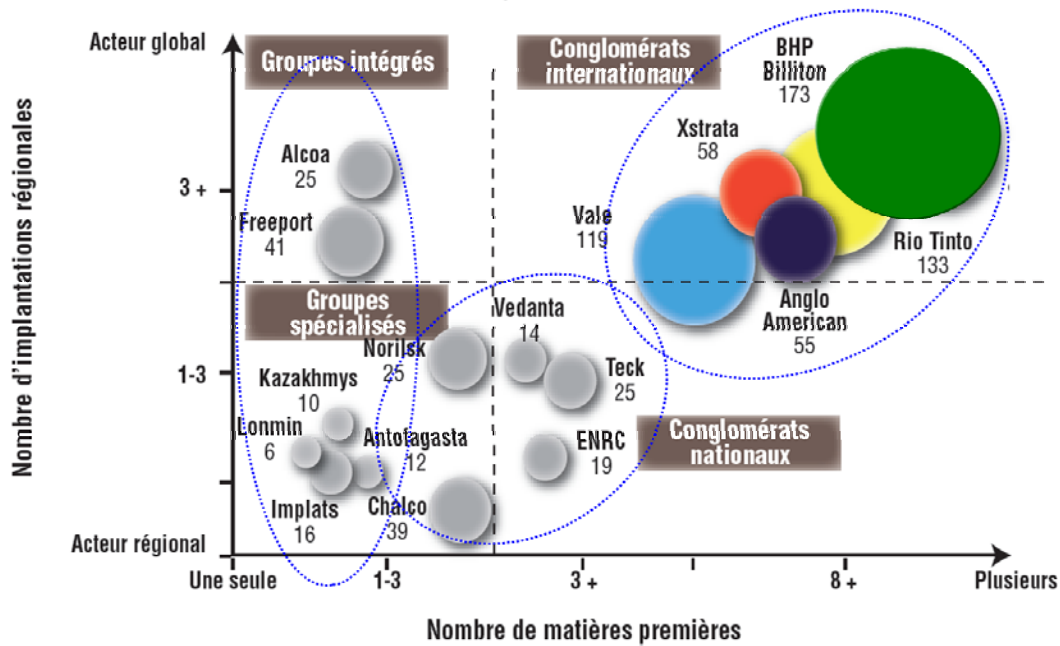


Fig.7 - Présentation du secteur minier mondial selon la diversification géographique (majors nationales/internationales) et la diversification par substances (majors spécialisées/diversifiées), (d'après Rio Tinto)

4. Le rebond de l'exploration minière

Après le record de 2008, puis la chute brutale des investissements en exploration minière en 2009, les montants alloués à l'exploration sont fortement repartis à la hausse à 11,7 G\$ en 2010.

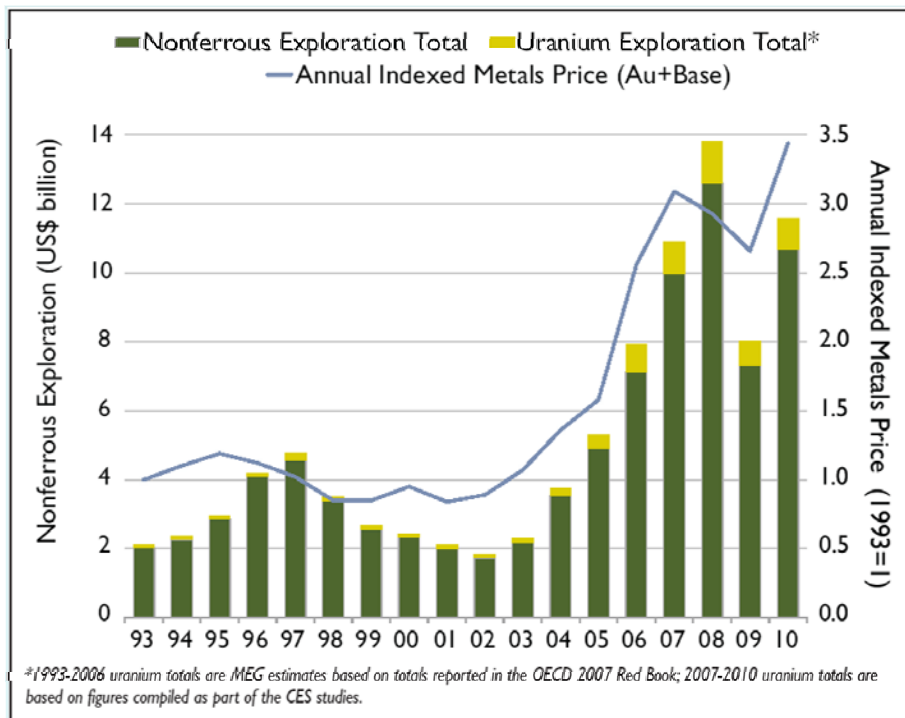


Fig.8 - Montant des investissements en exploration en 2010 selon le MEG

Deux remarques cependant sur l'estimation des dépenses d'exploration :

- D'une part, les dépenses liées aux charbons, minerais de fer et substances non métalliques ne sont pas comptabilisées, alors que le boom sur l'évaluation des gisements de ces deux substances est considérable. Il en est de même pour les dépenses des sociétés publiques (Jogmec, Kores, majors publiques chinoises, etc.) qui sont en forte croissance. En d'autres termes, les dépenses mondiales sont probablement beaucoup plus importantes que celles estimées pour les seuls métaux non ferreux par le MEG.
- D'autre part, la répartition des dépenses d'exploration traduit toujours une prédominance pour les explorations avancées et les extensions des mines existantes (avec un cumulé d'environ 70%) pour seulement un tiers pour l'exploration de type « grassroots » (recherche de nouveaux gisements dans des régions minières encore peu explorées). Pourtant les plus importantes découvertes, celles de gisements de qualité de classe mondiale, les seuls qui seront à même de satisfaire la demande croissante dans les 20 prochaines années, sont issus de cette indispensable exploration grassroots (à l'instar de la découverte majeure du gisement de cuivre d'Oyu Tolgoi par Ivanhoe Mines Ltd. en Mongolie). Faut-il que les Etats s'en emparent et la considèrent à nouveau comme faisant partie de l'infrastructure géologique ?

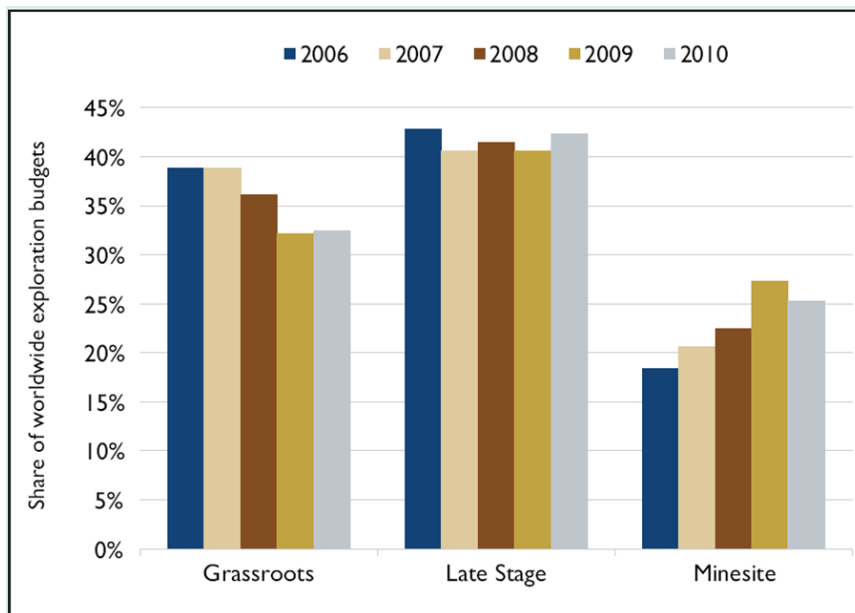


Fig. 9 - Répartition des dépenses d'exploration montrant une diminution des dépenses de type grassroots, qui comptaient pour 52% du total en 2001 (Metals Economics Group - MEG)

Enfin, les sociétés d'exploration juniors, très réactives vis-à-vis des contraintes d'insuffisance potentielle de l'offre minière (au-delà de l'or qui monopolise toujours 50% des dépenses d'exploration des métaux non ferreux), se sont considérablement redéployées sur l'uranium, et en 2010 sur le lithium et les terres rares en particulier, de sorte que plus d'une centaine d'entre elles sont actives sur chacune de ces substances. Il faut noter que ces juniors sont de plus en plus présentes en Afrique où on en dénombre environ 500 (dont 170 australiennes).

A suivre...