



REVUE TRIMESTRIELLE,  
MINES & METAUX - Q4 2016

---

# Les cycliques prennent le relais

# Les cycliques prennent le relais

Olivier Aeschlimann, Senior Financial Analyst, Fund Manager

Octobre 2016

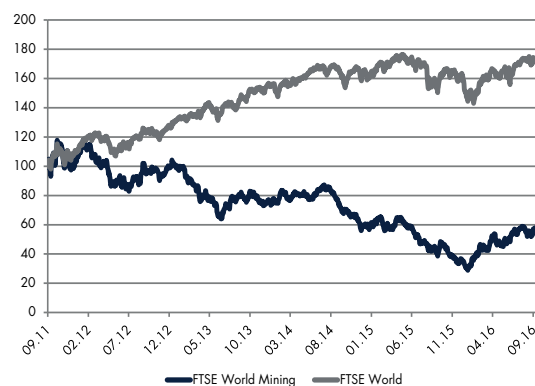
Depuis 2014, la croissance économique mondiale est restée anémique et se maintient péniblement à environ 3% en rythme annualisé. Ce manque de vigueur alimente des peurs de «stagnation séculaire», de sous-utilisation structurelle des capacités de production se traduisant par une inflation très faible, voire des pressions déflationnistes. Toutefois, bien que la croissance du PIB ait continué à décevoir, nous avons une vision plus constructive de la conjoncture mondiale et anticipons une (légère) accélération de l'activité à l'horizon 2017. Premièrement, le marché de l'emploi s'est globalement amélioré. Certaines régions, notamment l'Europe du Sud, ont certes encore un chômage élevé, mais l'Europe du Nord et spécialement les USA ont fait de grands progrès et se trouvent maintenant proches du plein emploi. Deuxièmement, les inquiétudes à propos des pressions déflationnistes nous semblent exagérées. En effet, dans la majorité des économies développées, l'inflation hors énergie et denrées alimentaires, est restée stable et oscille dans la même bande de fluctuation depuis la fin des années 1990. Il n'y a donc pas d'aggravation de la situation. Au contraire, l'augmentation des coûts de la santé et la hausse des salaires aux USA pourraient même engendrer un début de pressions inflationnistes. Troisièmement, le ralentissement de l'année dernière était en partie dû à un resserrement des conditions financières globales suite à la forte hausse du dollar ainsi qu'à des contractions budgétaires. Aujourd'hui, ces effets négatifs s'atténuent et on commence à parler d'expansions budgétaires et de dépenses d'infrastructures. Cela devrait libérer le potentiel de reprise dans les pays développés et certains pays émergents. Au final, la croissance mondiale pourrait progresser à 3.5% en 2017. Bien que cela reste en-dessous de la moyenne de long terme, cette progression infirme les théories de stagnation séculaires.

A court terme, les plus grands risques à notre scénario plutôt optimiste sont d'ordre politique, avec bien entendu l'élection présidentielle américaine. A plus long terme, les risques incluent un dérapage brutal du rebalancement de l'économie chinoise et la résurgence des tensions au sein de l'UE, notamment à l'occasion des négociations à propos du Brexit. Nous pouvons encore ajouter le risque, petit, mais croissant, d'une surchauffe de l'économie américaine. Toutefois, afin de prévenir cette éventualité, il est probable que la Fed remonte ses

taux directeurs en fin d'année 2016 et adopte par la suite une approche gradualiste et prudente.

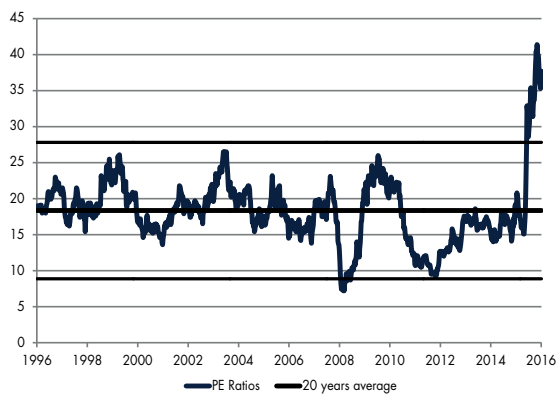
Cette amélioration conjoncturelle et la bonne tenue du prix des matières premières, notamment des métaux de base, ont incité les investisseurs à se repositionner sur le secteur minier, confortant ainsi le rebond enregistré depuis début 2016. L'indice FTSE World Mining a progressé de +10.2%, sur le trimestre et surperforme largement l'indice global FTSE World qui ne progresse que de +5.4% sur la période (base USD).

Fig. 1: FTSE World Mining et FTSE rebasé en CHF  
Source: Datastream



Seul bémol au fort rebond du secteur; le niveau des valorisations. Bien que ces dernières aient légèrement diminué en raison de la réévaluation à la hausse des perspectives bénéficiaires, elles restent à des niveaux historiquement très élevés, à plus d'un écart type de leur moyenne à 20 ans. Toutefois, pour peu que les prix des principaux métaux se maintiennent aux niveaux actuels, les majors du secteur engrangeront un afflux record de cash-flow. Nous pensons donc que les valorisations présentes sont justifiées et que les analystes seront encore amenés à revoir les bénéfices à la hausse. En effet, le consensus tablait encore il y a peu sur une détérioration des prix (Fig. 2).

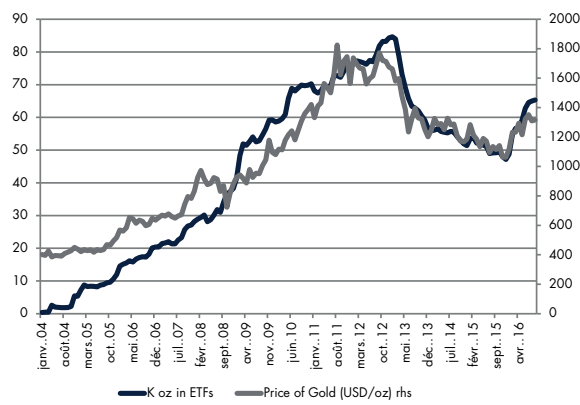
Fig. 2: Valorisation du secteur des mines et métaux (PER)  
Source: Thomson Reuters



## Métaux précieux

Après avoir fortement progressé sur les deux premiers trimestres, le prix de l'or s'est stabilisé et baisse même très légèrement (-0.46%) sur la période. Les éléments ayant déclenché et soutenu la hausse des prix du métal jaune semblent être aujourd'hui pleinement factorisés. Pour rappel il s'agit des politiques monétaires extrêmement accommodantes des deux côtés de l'atlantique ainsi qu'au Japon, des taux d'intérêts négatifs qui abaissent le coût d'opportunité d'achat de l'or, et finalement du Brexit qui a été perçu comme un choc de croissance négatif, mais comme un choc monétaire positif, par conséquent favorable aux

Fig. 3: Once d'or détenu par les ETF's  
Source: Datastream



métaux précieux. A partir du quatrième trimestre, et pour peu que les statistiques économiques américaines ne faiblissent pas, les investisseurs commenceront à intégrer la prochaine hausse des taux de la Fed, ce qui risque de briser l'élan jusqu'ici si favorable à l'or et aux métaux précieux (Fig. 3).

## Métaux de base et industriels

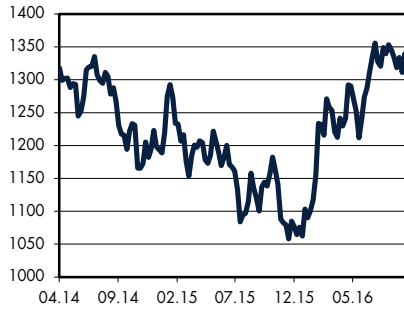
Le cuivre est resté quasiment inchangé sur le trimestre (+0.27%) ce qui est déjà remarquable alors que beaucoup d'analystes anticipaient une baisse marquée des prix pendant l'été. Le nickel a bénéficié des coupures de production aux Philippines. L'archipel a revu ses lois environnementales, ce qui a forcé des mines non conformes à stopper leur production. Il en a résulté un marché nettement plus tendu et les prix du métal ont progressé de 12%. En ce qui concerne le zinc, l'offre de ce métal est en diminution suite à la déplétion de deux gisements majeurs. Par ailleurs, la demande est toujours en croissance car le zinc est également lié aux biens de consommation et donc moins dépendant des grosses dépenses d'infrastructures qui marquent actuellement le pas en Chine. En conséquence, le prix du zinc a augmenté de 13%.

En conclusion, ce qui était d'abord perçu comme un simple rebond technique, puis comme le repositionnement tactique de gérants sous-pondérés, s'est transformé en un véritable rally sous-tendu par des fondamentaux qui (à défaut d'être encore très solides) se sont nettement améliorés. L'économie chinoise stabilisée et les problèmes de surproduction se résolvant petit à petit, les sociétés minières retrouvent leurs capacités à générer de substantiels cash-flows libres. Sauf accidents (par exemple un hard landing chinois) le secteur devrait donc être capable de créer de la valeur pour ses actionnaires au cours des prochaines années.

Evolution des principaux métaux et minerais.  
Prix au 30.09.2016

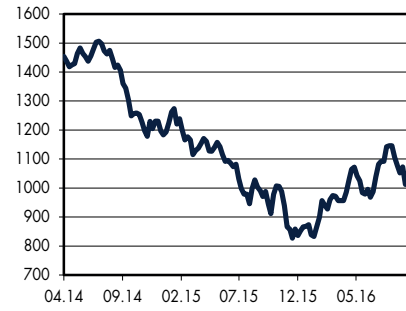
Or (USD / Once): 1321.51

Source: Datastream



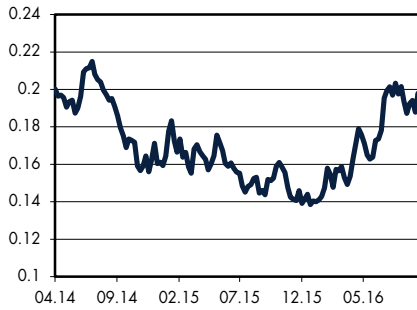
Platine (USD / Once): 1034

Source: Datastream



Argent (USD / Once): 0.2

Source: Datastream



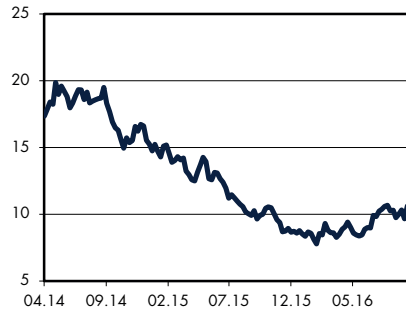
Cuivre (USD / T): 4848

Source: Datastream



Nickel (USD / Kg): 10.5

Source: Datastream



Zinc (USD / Kg): 2.4

Source: Datastream



Charbon (USD / T): 121.5

Source: Datastream



Uranium (USD / lbs): 22.6

Source: Datastream

