

Plaidoyer pour le cuivre et les minières

Nous surpondérons les minières depuis avril 2024 et le cuivre depuis octobre 2025. Nous continuons de le faire en allocation stratégique de moyen terme.

Le besoin de métaux industriels¹ se trouve au carrefour des 3 grandes transitions auxquelles nous faisons face et qui se renforcent mutuellement, même si les besoins ne sont pas identiques pour tous les métaux.

- la transition énergétique ;
- la transition numérique ;
- la transition géopolitique et stratégique.

1. La transition énergétique

La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel)... La transition énergétique ne réduit pas la dépendance aux matières premières : elle la déplace en quelque sorte des hydrocarbures vers les métaux.

¹ Ici on n'évoque à titre principal que les métaux industriels. En termes de définition, les minéraux non transformés (bauxite, phosphate...) n'en font pas partie, même s'il y a des liens. Les terres rares ne constituent pas non plus des métaux industriels, mais correspondent à une famille chimique précise. Notons aussi au-delà que le concept de matériaux critiques (métaux, minéraux industriels et parfois des terres rares) constitue une définition économique et stratégique beaucoup plus large. Un matériau devient « critique » lorsqu'il combine généralement une forte importance économique ou stratégique ; un risque élevé de rupture d'approvisionnement ; peu de substituts disponibles ; une production ou un raffinage très concentré géographiquement. Les métaux les plus critiques ne sont cependant pas nécessairement ceux dont le marché est le plus important : un métal produit en faible quantité peut devenir stratégique s'il est difficilement substituable et/ou si son raffinage est fortement concentré.

2. La transition numérique

L'essor de l'intelligence artificielle renforce surtout le lien entre numérique et énergie : les datacenters nécessitent davantage d'électricité, de réseaux, de transformateurs, de systèmes de refroidissement et parfois de capacités de production dédiées. Cela soutient indirectement le cuivre, l'aluminium, l'acier et certains matériaux spécialisés (silicium pour les semi-conducteurs, terres rares pour les aimants).

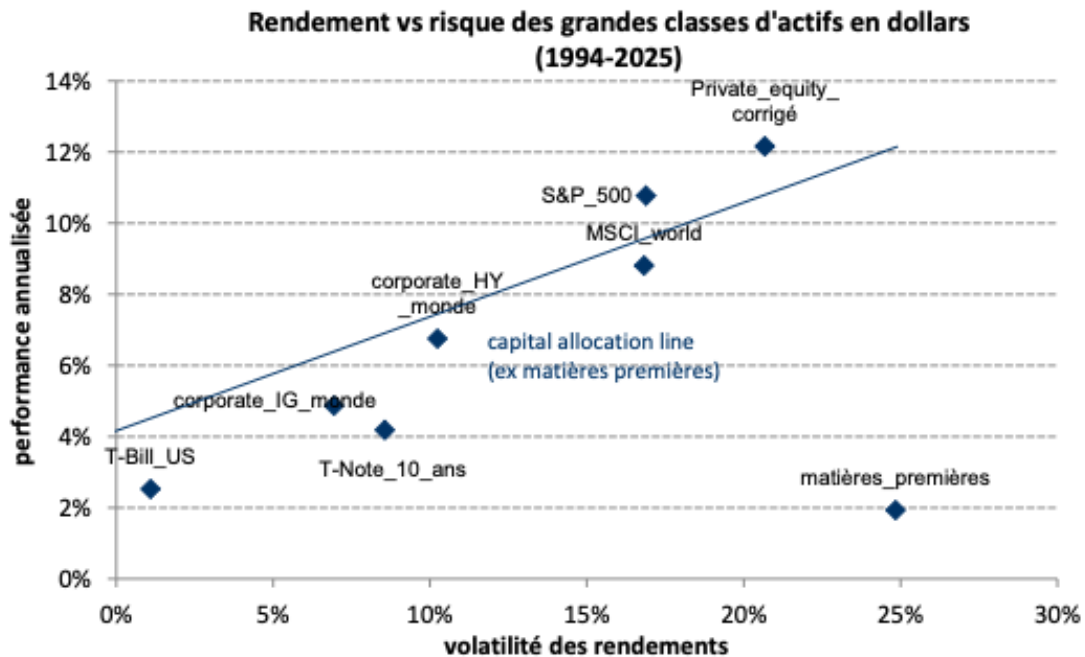
3. La transition géopolitique (lithium ; cobalt ; graphite ; terres rares ; nickel, ...)

Il y a souvent eu des liens dans l'histoire entre les matières premières (et les métaux) et la conflictualité géopolitique. Parfois, la recherche de ressources précieuses et rares peut contribuer au déclenchement d'une guerre et/ou peut déterminer les objectifs territoriaux et la stratégie militaire. Les exemples du Japon impérial et du IIIème Reich pendant la seconde guerre mondiale en portent témoignage.

Aujourd'hui, on assiste au passage d'une logique d'optimisation mondiale des coûts à une logique de sécurité d'approvisionnement, notamment, mais pas exclusivement, pour les équipements militaires. Les États cherchent désormais à diversifier les fournisseurs, relocaliser certaines activités minières et métallurgiques, constituer des stocks stratégiques, développer le recyclage, réduire leur dépendance envers la Chine, contrôler les exportations de matières critiques et éventuellement financer des mines dans des pays alliés.

Le problème n'est pas seulement la localisation des réserves. Il concerne surtout la concentration du raffinage et de la transformation. D'une manière générale, si la transition énergétique et la transition numérique augmentent principalement la demande physique, la transition géopolitique a pour enjeu le lieu et la sécurité de l'offre.

Pour l'investisseur, les matières premières et les métaux industriels ont a priori peu d'intérêt en allocation d'actifs sur le temps long. La corrélation aux actions (pour les métaux industriels et l'énergie) est non négligeable et les performances sont médiocres et volatiles (cf. graphique ci-dessous). L'intérêt des matières premières provient principalement de l'or, qui est fortement diversifiant bien que volatil, et opportun dans des contextes de risque inflationniste ou de débasement. Le pétrole est de son côté pertinent en raison de son aspect central pour le cycle économique : il devient pertinent en cas de choc d'offre. L'intérêt de la classe d'actifs est donc essentiellement tactique en fonction des contextes, pour des périodes allant de quelques mois à 3-5 ans.



Il convient donc généralement d'être sélectif et faire preuve d'opportuniste pour une exposition sur les métaux industriels.

Ajoutons qu'il faut être aussi conscient que des bulles de matières premières peuvent survenir à la faveur de vecteurs auto-réalisants :

- Croissance très forte (mal anticipée) de la demande mondiale et/ou choc d'industrialisation (Chine entre 2003 et 2008 par exemple après l'adhésion à l'OMC)
- Sous-investissement antérieur en raison des bas niveaux de prix au cours des années antérieures
- Attraction des producteurs et investisseurs du fait de la hausse anticipée des prix
- Accumulation de stocks pour un motif de précaution
- Narratif d'une pénurie durable de nature à justifier des anticipations toujours plus élevées.
- La baisse du dollar (dans la mesure où les matières premières sont libellées en dollars) peut également jouer un rôle (comme ce fut le cas dans les années 2000).

Notons qu'une bulle de matières premières ne se régule pas comme une bulle financière. Il n'y a pas de valeur fondamentale comme pour un actif financier et l'analyse du prix est donc complexe. En outre, l'équilibre offre/ demande ne s'ajuste que lentement dans la mesure où les délais d'investissement sont souvent longs (compte tenu notamment des contraintes réglementaires, environnementales et politiques), ce qui peut permettre à la phase haussière de durer plusieurs années.

Signalons également qu'une bulle boursière favorisée par l'innovation technologique (ce qui est le cas de la plupart d'entre elles) peut s'accompagner de bulles de matières premières.

Le développement des chemins de fer dans la seconde partie du XIXème siècle a ainsi fait grimper la demande de charbon (consommation des locomotives, hauts fourneaux qui produisaient les rails), d'acier et de bois (traverses). La généralisation de l'électricité a également entraîné une explosion de la demande de cuivre entre les années 1880 et 1910. De même, le développement de l'automobile pendant l'entre 2 guerres a exercé une pression sur l'acier, le caoutchouc, puis le pétrole.

Aujourd'hui, la dynamique de l'IA génère des tensions sur les GPU (Nvidia, AMD), les mémoires HBM (High bandwidth memory), les centres de données, les transformateurs électriques, les turbines à gaz, le cuivre ...

Pour autant, cela ne garantit pas un supercycle uniforme. Cette thèse est structurellement favorable aux métaux, mais elle ne signifie pas que tous les prix des métaux progresseront durablement et de façon linéaire. Plusieurs forces peuvent parfois limiter la hausse : surcapacités de raffinage, substitution entre matériaux, recyclage, ...

Le lithium illustre bien ce mécanisme, même si ce marché est relativement étroit et peu transparent : Après une multiplication par 8 entre 2021 et 2022, les prix ont chuté de plus de 80% à partir de 2023. Une demande structurellement dynamique n'a pas empêché cette chute pour différentes raisons (hausse de l'offre, recyclage, déstockage, amélioration de l'efficacité des batteries, ...).

On se souvient que durant les années 2000, le S&P GSCI métaux industriels avait progressé de presque 290% entre son point bas de 2003 et son point haut du cycle (printemps 2007). Rappelons que cette bulle s'est construite sur des thématiques d'explosion de la croissance industrielle de la Chine et de pénuries. La bulle avait d'ailleurs affecté l'ensemble des matières premières (agricoles, énergétiques et métaux précieux).

Aujourd'hui, on est toutefois loin de la situation des années 2000.

Dans la période récente, le GSCI métaux industriels a progressé d'environ 50% depuis son creux d'avril 2025. On se retrouve simplement aux points hauts de 2022. Si l'on prend les points bas de mars 2020 (ce qui est un peu excessif puisque cela correspond au choc dépressif maximum du Covid), la hausse est de 140%. On est donc loin des excès des années 2000 de ce point de vue (cf. graphique ci-dessous).



Insistons sur un point central : la Chine a encore accru son poids sur le marché des métaux. Toute analyse sérieuse sur les métaux industriels appelle une réflexion sur les évolutions conjoncturelles et structurelles de la Chine.

C'est le cas depuis plus de 4 décennies. En tant que consommateur tout d'abord. Aux taux de change courants, la Chine représente aujourd'hui presque 17% du PIB mondial, contre environ 1,7% en 1978 (année des 1^{ères} réformes). La Chine réalisait approximativement 3% de la valeur ajoutée manufacturière mondiale en 1978 et autour de 30% aujourd'hui.

La Chine consomme approximativement un gros quart des matières premières, la moitié des métaux industriels mondiaux et explique encore, en moyenne, près de la moitié (parfois davantage) de l'augmentation annuelle de leur consommation (presque 60% pour l'aluminium et le cuivre raffiné).

Qui plus est, elle est devenue le principal producteur / transformateur et détenteur de stocks. La Chine est le plus grand transformateur mondial de nickel, de cuivre, de lithium et de cobalt, puisqu'elle représente entre 35 et 70% de l'activité de transformation. Elle n'hésite par ailleurs plus à faire usage de son pouvoir de marché comme elle l'a montré sur les terres rares.

Elle pratique par ailleurs le stockage stratégique, surtout depuis 2025, en particulier sur le cuivre et le nickel. Elle a multiplié les contrôles à l'exportation (licences) sur des matériaux où elle dispose d'une position dominante.

Quid du cuivre ?

Abondant et largement échangé, le cuivre est parmi les meilleurs conducteurs (avec l'argent) de l'électricité et il peut être considéré comme stratégique ou critique en raison des besoins mondiaux considérables en termes de réseaux électriques et d'électrification.

Même si le cuivre raffiné n'est pas actuellement en déficit global manifeste, notre conviction sur les prochaines années est que les besoins dépasseront l'offre disponible.

Avec l'absence de réforme structurelle susceptible de soutenir la demande, la croissance chinoise est, certes, appelée à ralentir d'ici 2030 entre 3 et 4% selon nos estimations. Mais la croissance de la valeur ajoutée du secteur manufacturier devrait rester plus robuste, entre 4,5 et 5% portée par la Tech (entre 8-10%). De fait, les autorités chinoises ont en effet explicitement fait des secteurs stratégiques les priorités du 15ème plan quinquennal (2026-2030) et visent ainsi une montée de l'économie numérique au sens étroit à 12,5% du PIB en 2030 (vs 10,5% en 2024).

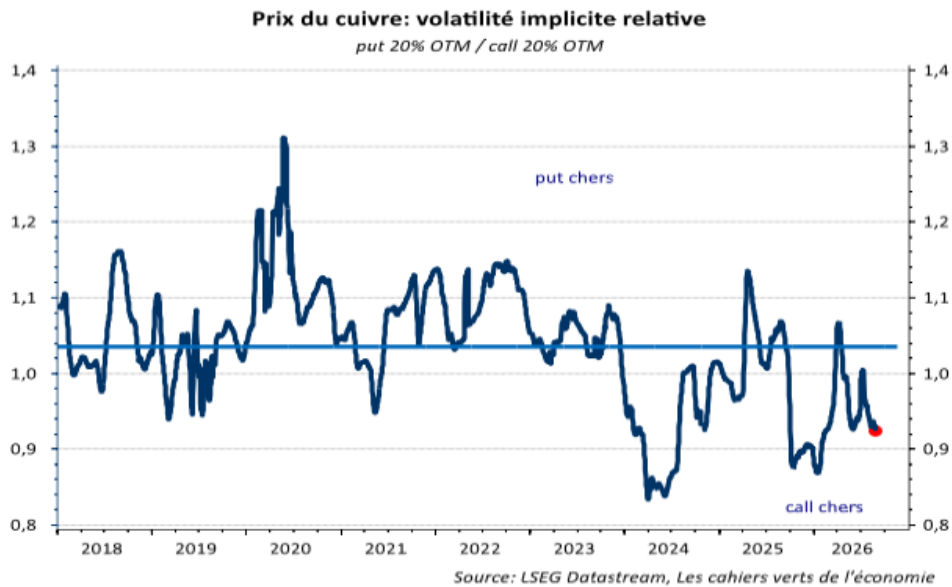
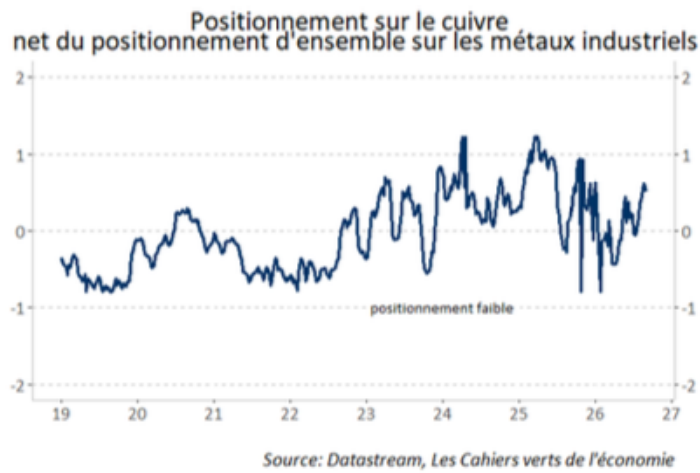
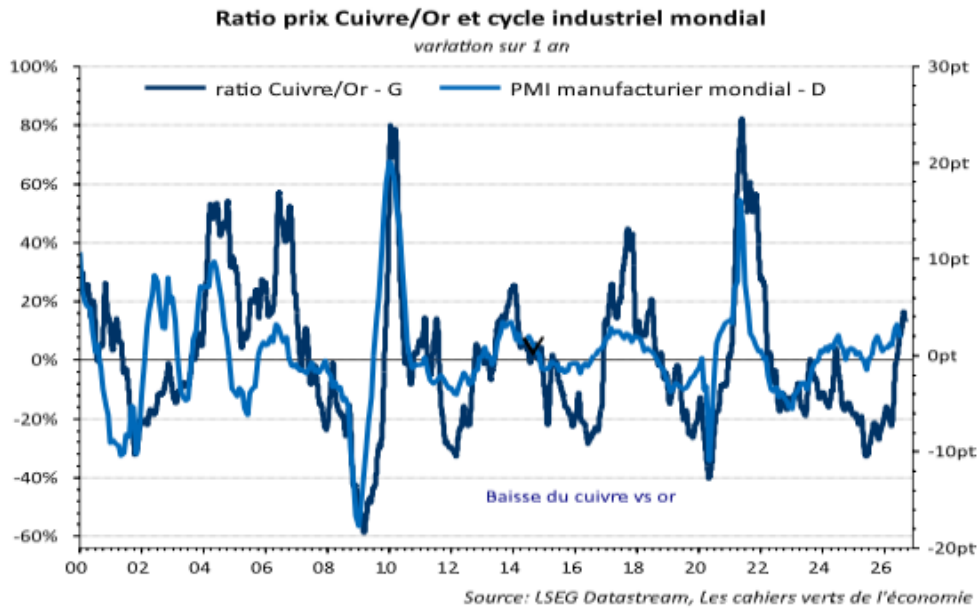
L'AIE estime de son côté que, sur la base des projets actuellement annoncés, l'offre minière pourrait être inférieure d'environ 30% aux besoins mondiaux en 2035.

Car encore une fois, les raisons sont structurelles (baisse de la teneur moyenne des minerais ; hausse des coûts d'investissement ; manque de grandes découvertes récentes ; délais d'environ 15 ans entre une découverte et la mise en production ; difficultés réglementaires, environnementales et politiques ; demande croissante des réseaux électriques, véhicules électriques, énergies renouvelables et centres de données ; conflictualité croissante qui conduit les états à accroître leurs stocks stratégiques²).

Dès lors, nous conservons notre surpondération sur le cuivre dans cette perspective, même s'il faut être prudent sur le court terme. Nos indicateurs de marché de court terme (corrélations avec le cycle industriel macro et ratio cuivre/or, volatilité implicite, positionnement net des investisseurs) indiquent d'ailleurs une certaine neutralité à court terme (cf. graphiques ci-dessous)

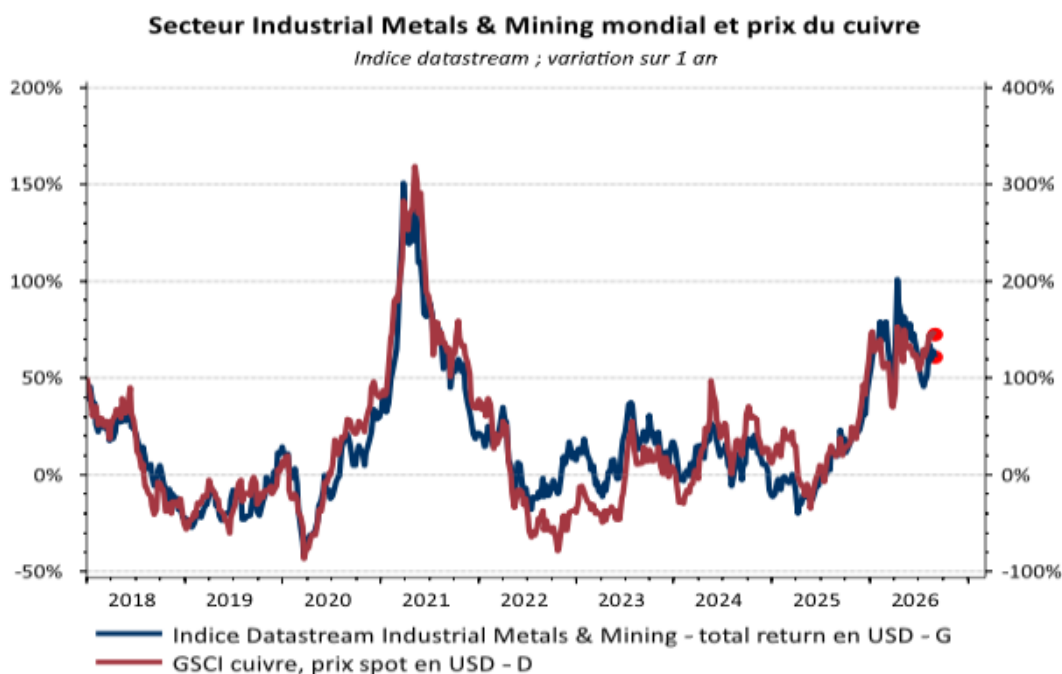
² Pour rappel, l'Europe s'est dotée du Critical Raw Materials Act (CRMA) en 2024 qui fixe pour 2030 des capacités européennes correspondant à au moins 10 % de la consommation pour l'extraction, 40 % pour la transformation et 25 % pour le recyclage, avec en outre l'objectif de ne pas dépendre à plus de 65 % d'un seul pays tiers pour une matière stratégique donnée. L'UE a ainsi sélectionné 47 projets stratégiques en mars 2025, dont 25 comportent une activité d'extraction. Ces projets bénéficient notamment de délais maximum d'autorisation de 27 mois pour l'extraction et 15 mois pour le raffinage/recyclage.

Face notamment aux restrictions chinoises sur certaines matières critiques, la Commission a décidé de renforcer sa politique fin 2025 avec le plan RESourceEU : priorité aux terres rares/aimants permanents, matériaux pour batteries et matières liées à la défense, accélération des projets susceptibles d'être opérationnels d'ici 2029, et mobilisation accrue de financements UE/BEI.



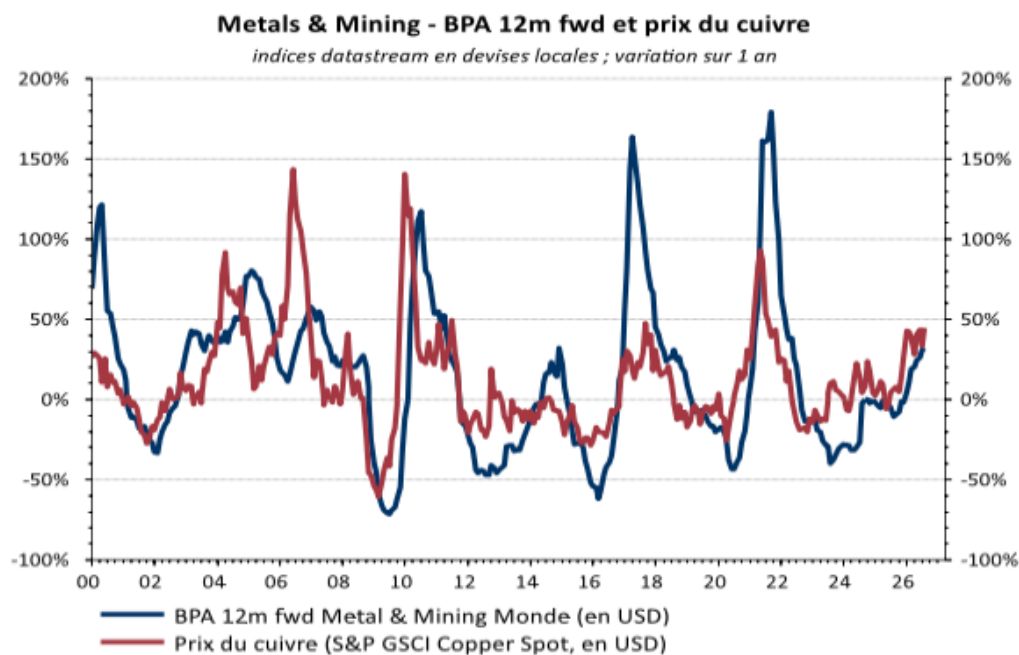
Quid des minières au sein des actions ?

L'évolution du cours des Minières mondiales ne semble pas déconnectée des prix du cuivre (cf. graphique ci-dessous).



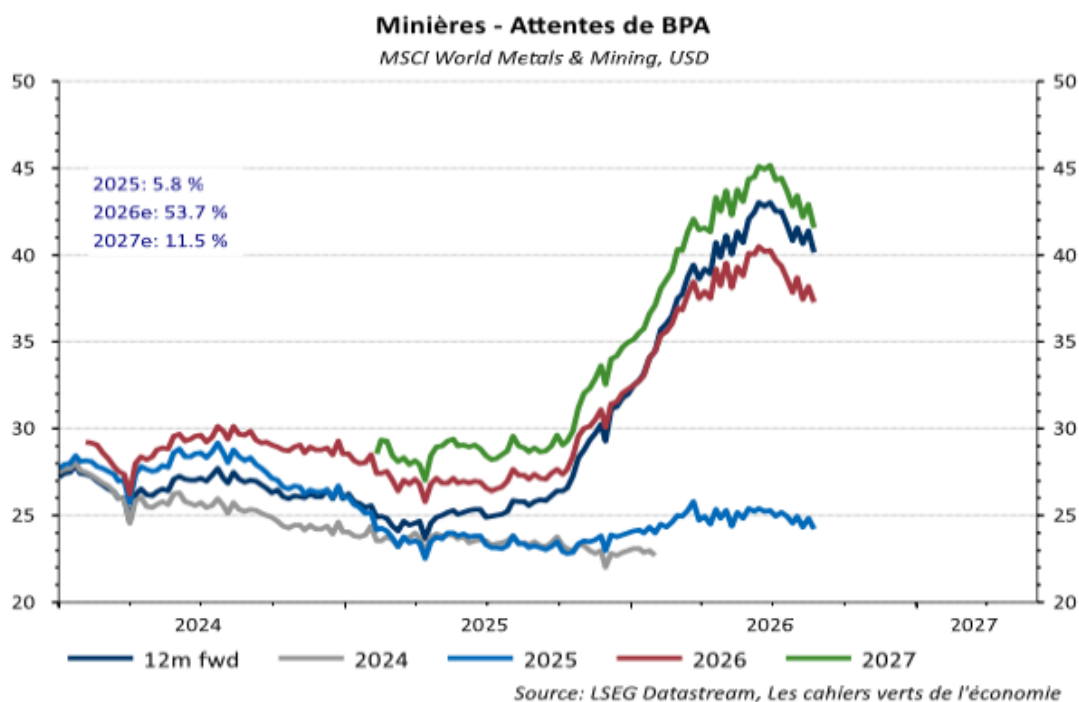
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

En particulier, les anticipations des analystes relatives à la croissance des BPA des minières mondiales sont tout à fait en ligne avec l'évolution des prix du cuivre (cf. graphique ci-dessous).

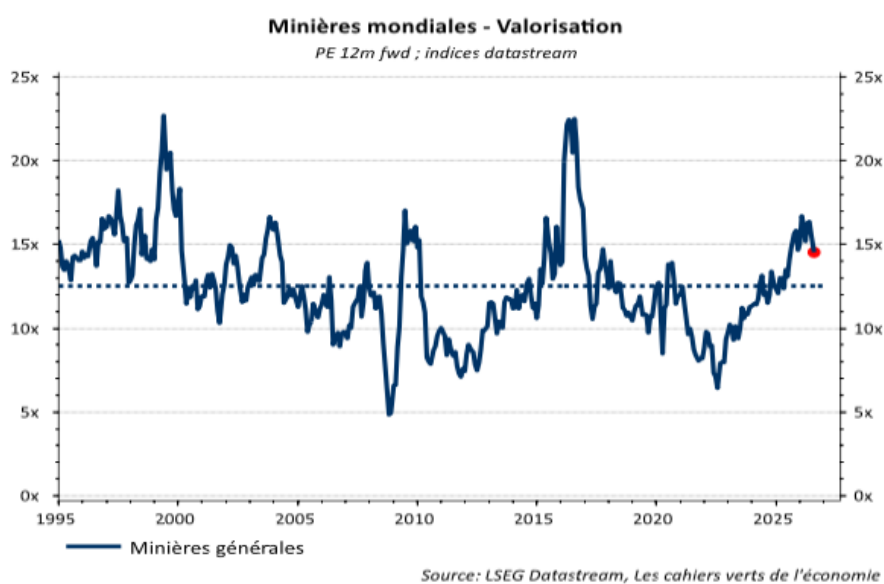


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Les attentes de BPA semblent correctes. Elles ont progressé de 54% en 2026, mais cela ne fait que refléter la hausse des prix du cuivre. Pour 2027, les analystes tablent sur une hausse de BPA de 11%, ce qui semble raisonnable dans un contexte de maintien des prix du cuivre à un niveau élevé (cf. graphique ci-dessous).



Par ailleurs, la valorisation des minières ne semble pas aberrante malgré le rerating des 3 dernières années. Les minières mondiales se négocient en effet un peu moins de 15x les BPA attendus à 12 mois, soit une prime de 15% vs leur moyenne longue. Dans le même temps, le marché actions mondial se négocie avec une prime de 13% (cf. graphique ci-dessous).



En conséquence, nous effectuons la même remarque à l'égard des minières : une certaine prudence à court terme, mais maintien d'une surpondération stratégique, comme nous l'avions rappelé en début d'année³.

On peut élargir la thématique minière en prenant aussi en compte les valeurs axées sur la chimie des matériaux et/ou le recyclage (Umicore, Solvay, Aurubis...) qui bénéficient de la montée en puissance du CRMA (voir supra) en Europe. À noter aussi qu'un certain nombre de groupes européens (par ex dans l'industrie, les énergies renouvelables, la défense mais pas seulement) devraient bénéficier à terme d'une baisse de leur prime de risque en lien avec une plus grande sécurisation de leurs approvisionnements en métaux critiques permise par le CRMA.

³ Cf notre chronique du 19/2/2026 : « Que faire avec 2 choix sectoriels gagnants de 2025, les minières et les bancaires européennes ? »

Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.

1. La transition énergétique La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le

nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel),... La transition

1. La transition énergétique La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel),... La transition
1. La transition énergétique La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel),... La transition
1. La transition énergétique La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel),... La transition
1. La transition énergétique La transition énergétique dans la mesure où la décarbonation remplace des systèmes intensifs en combustibles fossiles par des systèmes souvent beaucoup plus intensifs en métaux : les réseaux électriques d'une manière générale (cuivre, aluminium, acier), les véhicules électriques (lithium, cuivre, nickel, graphite, manganèse), les éoliennes (acier, cuivre, zinc, terres rares), le solaire (aluminium, cuivre, silicium, argent), le nucléaire (uranium, zirconium, cuivre), les batteries (lithium, graphite, fer, phosphate, parfois nickel),... La transition