



## Or & Mines – Toujours dans l'attente...

Par Arnaud du Plessis, Gérant actions thématiques spécialisé sur l'or et les ressources naturelles chez CPR AM

Attentisme de l'or et des mines en octobre. Après un point bas en tout début de période à \$1459/oz (1<sup>er</sup> octobre), les cours du métal jaune ont évolué au sein d'un intervalle relativement étroit (\$1520/1474/oz), mais sans parvenir à se maintenir durablement au-dessus de la barre des \$1500/oz. Les mines aurifères (NYSE Arca Gold Miners NTR) s'en sont plutôt bien sorties dans ce contexte, gagnant ~4.3% (\$) en octobre, offrant par la même un levier de performance de 1.5x par rapport à l'or, +2.84% (\$).

Pas de remise en cause de la tendance haussière cependant, ni de l'objectif à moyen-terme défini par les chartistes à ~\$1700/oz, avec un point intermédiaire à ~\$1585/oz (61.8% de la baisse 2011/2015 : \$1921/\$1046/oz) tant que \$1440/\$1460/oz servira de soutien au marché. A suivre...

### Evolution des cours de l'Or (\$/oz) - Janvier 2011 > Octobre 2019

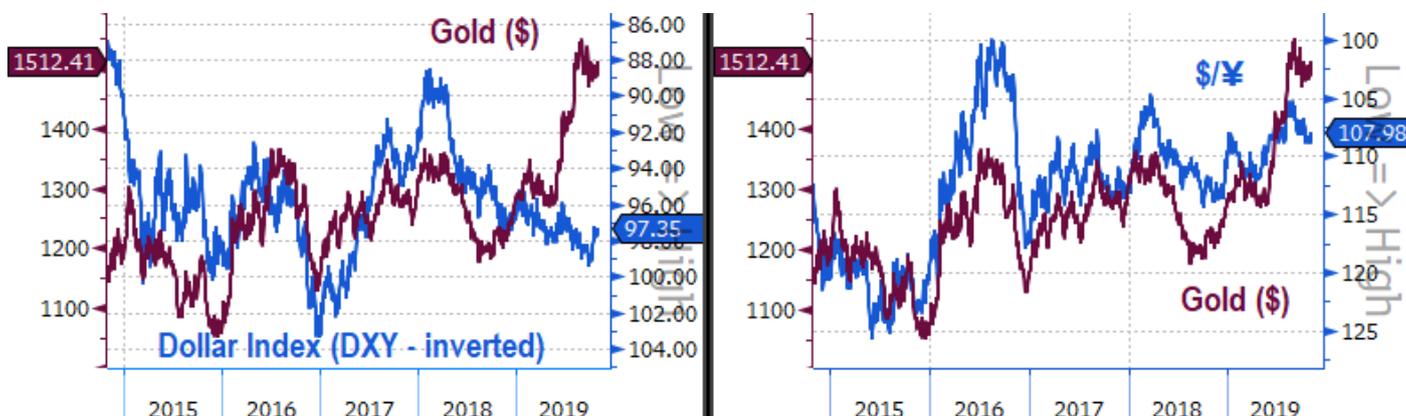


Source: Bloomberg

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

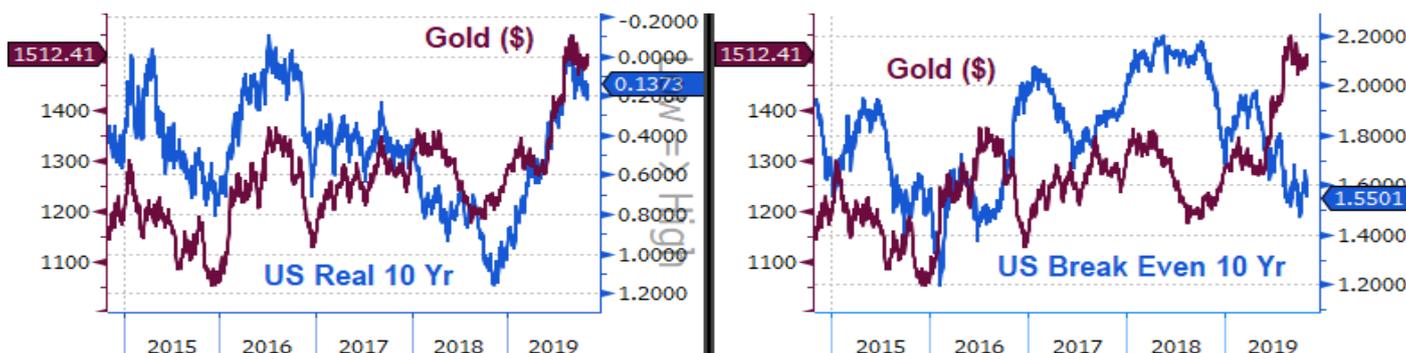
Les différents marchés directeurs de l'or continuent de donner des signaux allant dans des directions opposées. Difficile dans ces conditions d'anticiper une tendance claire. Côté positif, on notera un début d'affaiblissement du dollar US contre les principales devises (Dollar Index), et une légère remontée des anticipations inflationnistes américaines (US Break Even 10 Yr). Côté négatif, une moindre aversion au risque des investisseurs, se traduisant par un recul de la parité Yen/Dollar, et une légère remontée des taux d'intérêt réels à 10 ans US.

**Cours de l'Or (\$/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen – Octobre 14 > Octobre 19**



Source: Bloomberg

**Cours de l'Or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Break-Even 10Y – Octobre 14 > Octobre 19**



Source: Bloomberg

L'amélioration apparente des perspectives économiques associée à l'espoir que Donald Trump et Xi Jinping vont trouver un terrain d'entente ont entraîné une remontée générale des taux d'intérêt. Ainsi, les encours totaux d'Emprunts d'Etats offrant des rendements négatifs sont revenus à \$13.45 trillions, soit presque \$4T de moins que les niveaux observés fin août (\$17.4 trillions), ce qui n'a pas manqué de peser sur les cours de l'or.

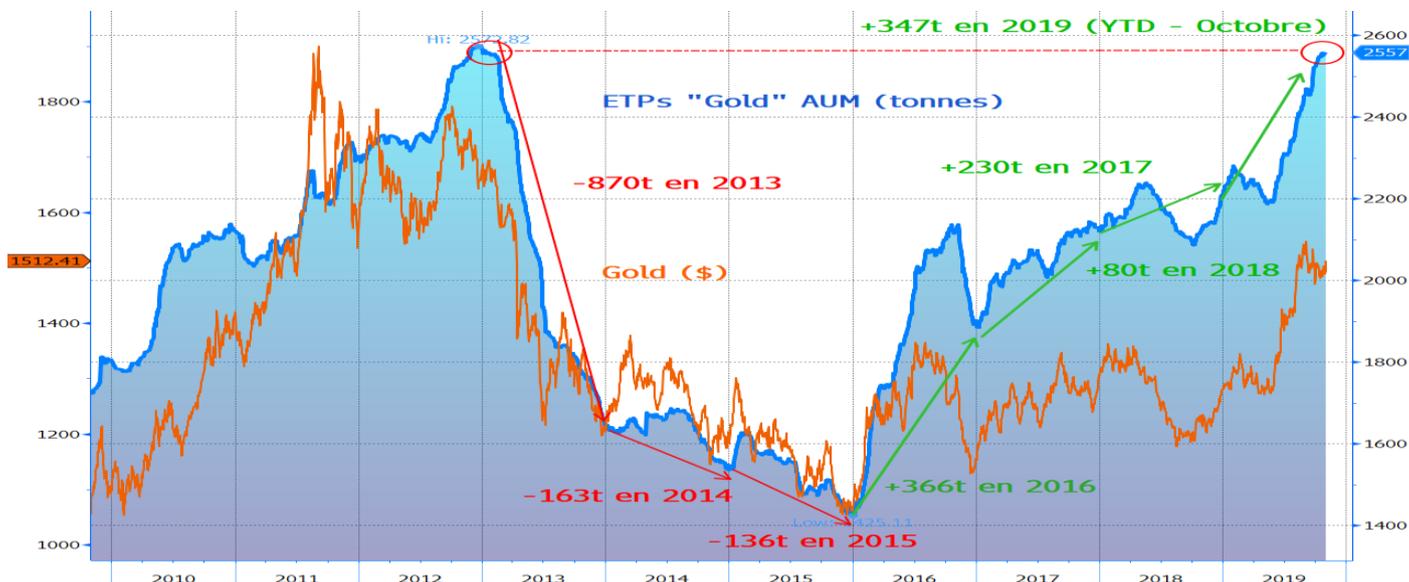
## Cours de l'Or et encours des Emprunts d'Etats offrant des rendements négatifs depuis 2017



Source: Bloomberg

Pour autant, les positions détenues en or physique par les investisseurs ont continué de progresser : 33 tonnes supplémentaires ont été accumulées sur les ETPs adossés à l'or en octobre, portant leur encours total à 2557 tonnes, au plus haut depuis janvier 2013, et maintenant tout proche du record de décembre 2012 (2572 tonnes).

## Cours de l'Or (\$/oz) - encours ETPs (Or physique) - tonnes – Octobre 2009 - Octobre 2019



Source: Bloomberg

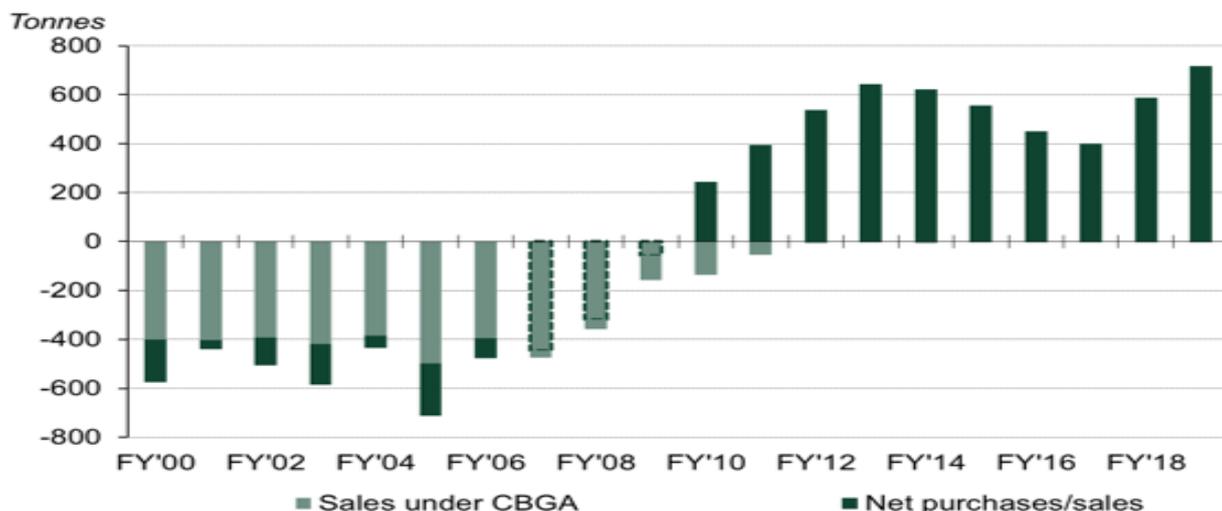
Le World Gold Council vient de publier son rapport trimestriel quant à l'évolution du marché de l'or (offre/demande). Il en ressort que la demande d'or a augmenté modestement (+3%) au 3<sup>ème</sup> trimestre 2019 (1107.9t), grâce notamment à une forte demande (258t) sur les ETP adossés au physique (la plus importante depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2016).

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.



En revanche, et bien que toujours nette-acheteuses, les banques centrales ont ralenti leurs achats au 3<sup>ème</sup> trimestre (156.2t), -38% par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre record l'année dernière. Il n'en demeure pas moins qu'elles demeurent très actives avec des achats nets record sur les 12 mois écoulés.

### Achats/ventes (net) des banques centrales (période : octobre-septembre) depuis 2000



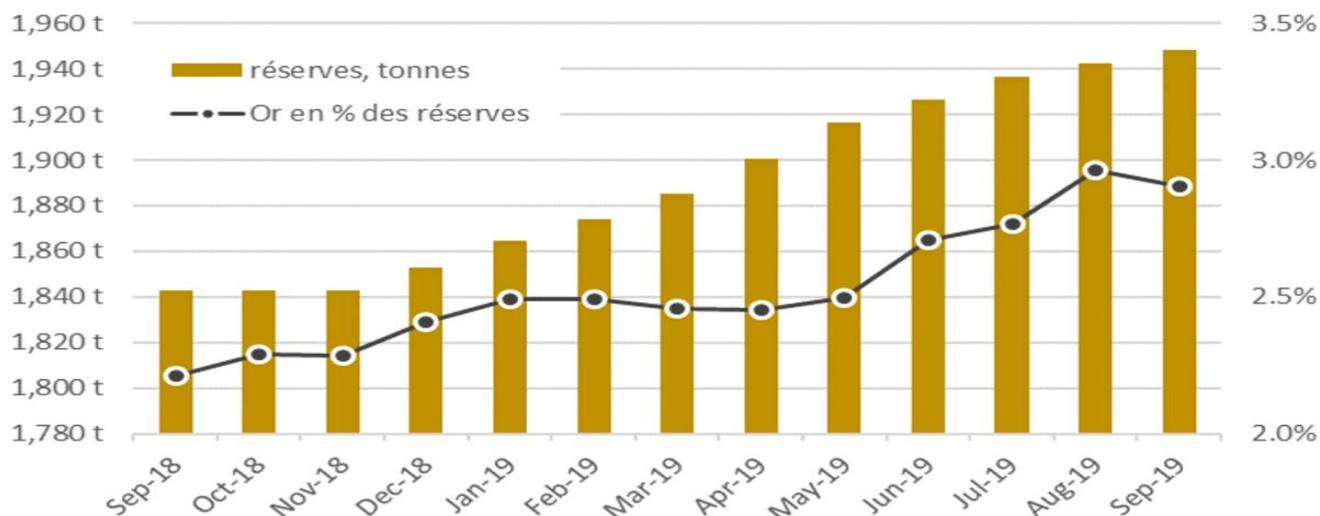
Note: Full year (FY) periods cover central bank activity between October-September to correspond to the CBGA

Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, IMF IFS, European Central Bank, World Gold Council

A noter que pour la 1<sup>ère</sup> fois de 31 ans - 1988 (!), la Bundesbank a acheté de l'or sur le marché – 90k oz en août. Dans l'environnement à taux négatif dans lequel nous vivons depuis quelques temps, cela suscite des questions quant à ses intentions futures. De quoi alimenter quelques spéculations sur le métal jaune....

A noter aussi que la banque centrale chinoise (Banque Populaire de Chine) a publié en octobre ses statistiques de réserves officielles. Elle détenait à fin septembre 1948 tonnes d'or pour une valeur estimée alors à \$93 Mds. La Chine a ainsi poursuivi sa politique d'achats réguliers d'or, entamée en 2018. Sur un an, la banque centrale a franchi le seuil symbolique des 100 tonnes d'or achetées. Mais malgré des achats importants, et réguliers, le métal jaune ne représente que 2.9% de ses réserves de change qui atteignent \$3.204 trillions fin septembre.

### Réserves d'or de la Chine en tonnes et en % des réserves de change – depuis septembre 2018



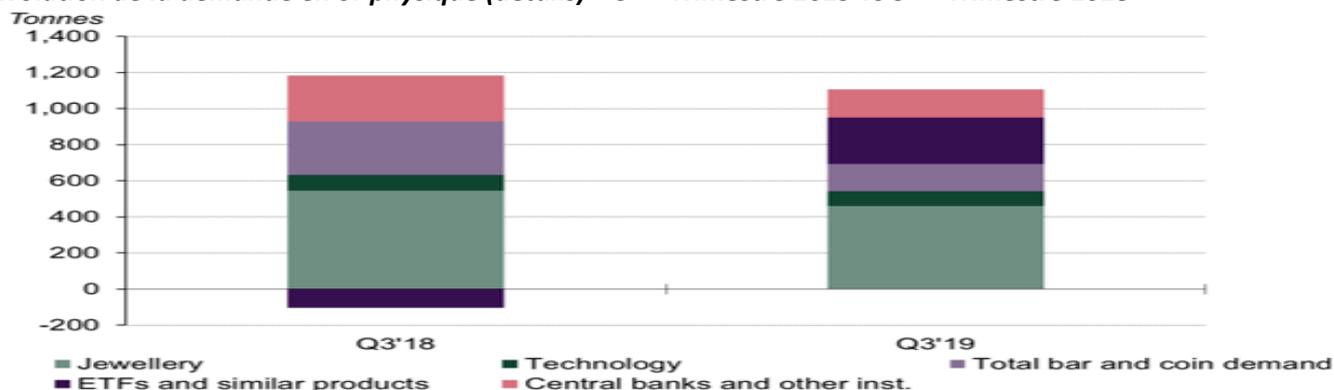
Source: Comptoir National de l'Or

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.



Côté bijouterie, la demande a été impactée (-16%, 460.9t) par la forte hausse des cours. Idem pour la demande en lingots et pièces (-50%, 150.3t) qui a fortement reculé pour les mêmes raisons. La demande en provenance de l'électronique a baissé de 4%, soutenue néanmoins par le développement de la 5G et de la construction des infrastructures en lien.

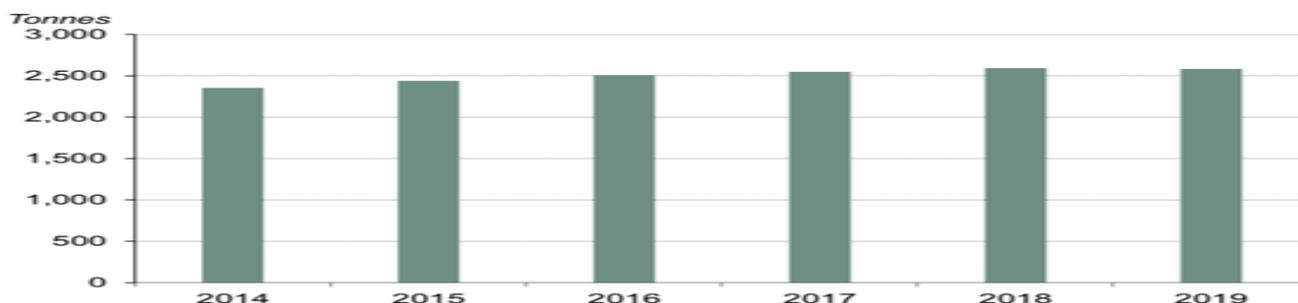
### Evolution de la demande en or physique (détails) – 3<sup>ème</sup> Trimestre 2019 vs 3<sup>ème</sup> Trimestre 2018



Source: Metal Focus, World Gold Council

Du côté de l'offre, si la production minière est restée globalement stable, la hausse des cours de l'or a stimulé une augmentation du recyclage (+10%) conduisant à une augmentation globale de l'offre de 4% (1222,3t), créant de fait un léger surplus du marché au 3<sup>ème</sup> trimestre.

### Evolution de la production minière (9 mois) 2014 - 2019

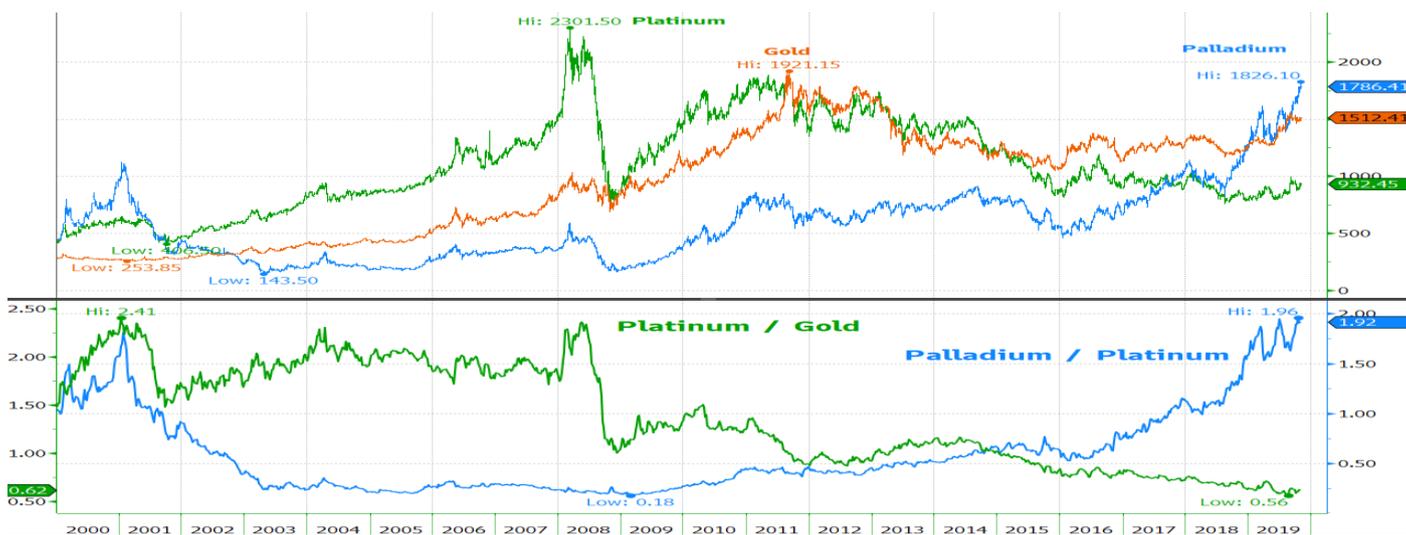


Source: Metal Focus, World Gold Council

### Autres Métaux Précieux

Les cours du palladium volent de record en record, parvenant à dépasser en octobre la barre des \$1800/oz (plus haut : \$1826/oz le 1<sup>er</sup> novembre). Jamais les cours du palladium n'ont été aussi haut relativement à ceux du platine avec un ratio proche de 2x (1.96x) touché le 18 octobre. A moins d'une substitution du platine au palladium, si cela s'avérait possible, dans la fabrication des pots catalytiques pour moteur « essence », le marché risque de demeurer très tendu, et d'autant plus qu'il est assez étroit...

## Cours du Palladium, du Platine et de l'Or (\$/oz) – Ratio Platinum/Gold – Palladium/Platinum depuis 2000



Source: Bloomberg

### Quid des Mines d'Or ?

Les mines aurifères (NYSE Arca Gold Miners NTR) se sont plutôt bien comportées en octobre, rattrapant une partie du terrain perdu en septembre, pour clôturer le mois en hausse de ~4.3% (\$), offrant par la même un levier de performance de 1.5x par rapport à l'or, +2.84% (\$).

Sur 5 ans, la performance des mines d'or se compare avantageusement à celle des actions globales (MSCI World), et offre un levier de performance de ~ 2x par rapport à celle de l'or physique.

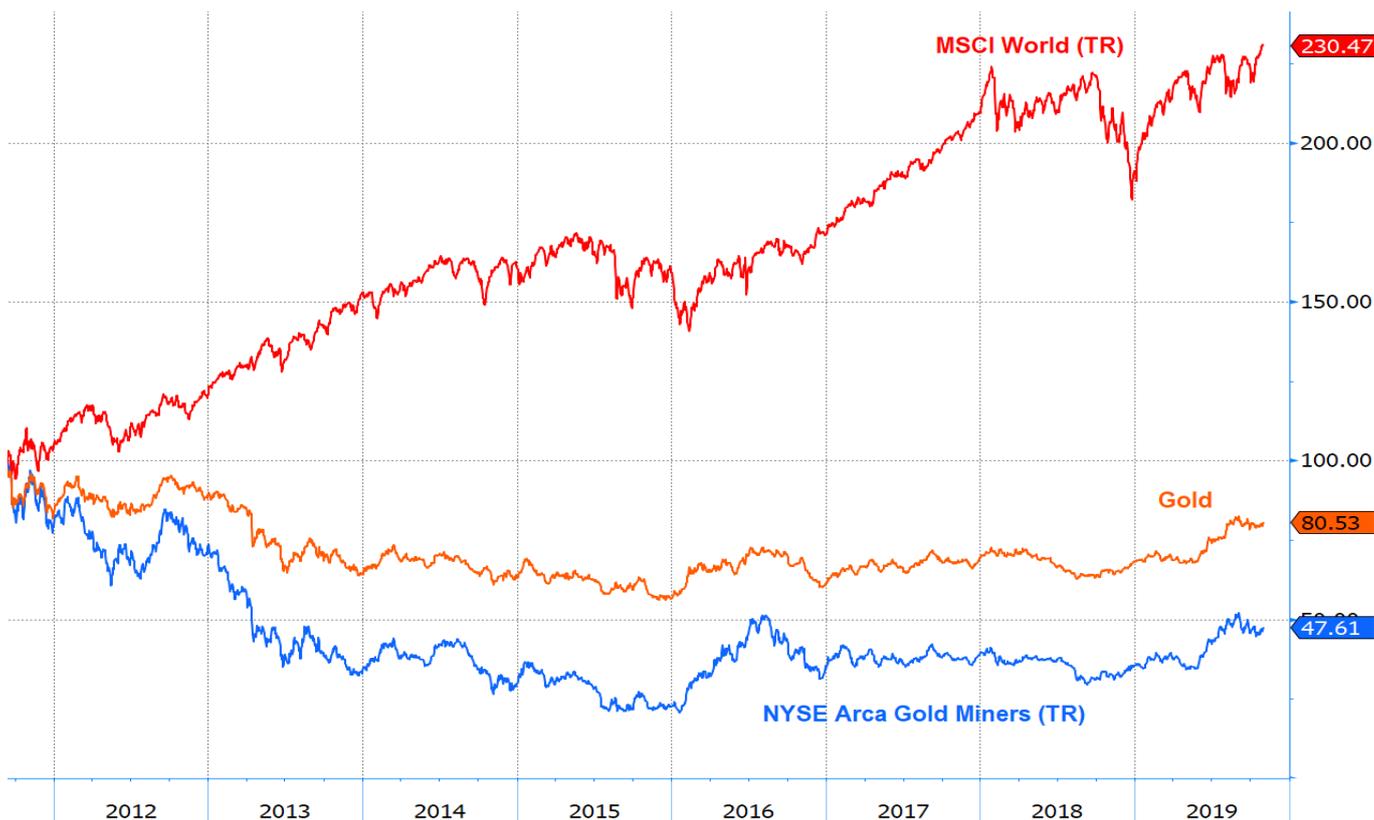
Cependant, il est bon de rappeler que si les actions globales ont dépassé les sommets atteints fin juillet, les cours de l'or (\$) sont toujours ~20% en deçà de leur point haut de septembre 2011 et les mines près de 55% en dessous de leur sommet atteint à la même époque.

### Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance 5 ans (\$) – Octobre 2014 – Octobre 2019 – base 100 (\$)



Source: Bloomberg

**Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance Septembre 2011 – Octobre 2019 – base 100 (\$)**



Source: Bloomberg

Alors que le consensus table désormais sur une moyenne des cours de l'or pour l'ensemble de l'année 2019 à \$1396/oz, en progression de près de \$3/oz par rapport au mois dernier et \$1250/oz en début d'année, les perspectives bénéficiaires à un an de l'industrie aurifère ont été de nouveau revues à la hausse – en progression de plus de 75% sur un an glissant, et maintenant au plus haut depuis août 2013.

**Performance des Mines d'Or (\$) & Earning Momentum - (base 100) - Oct 2018 > Oct 2019**

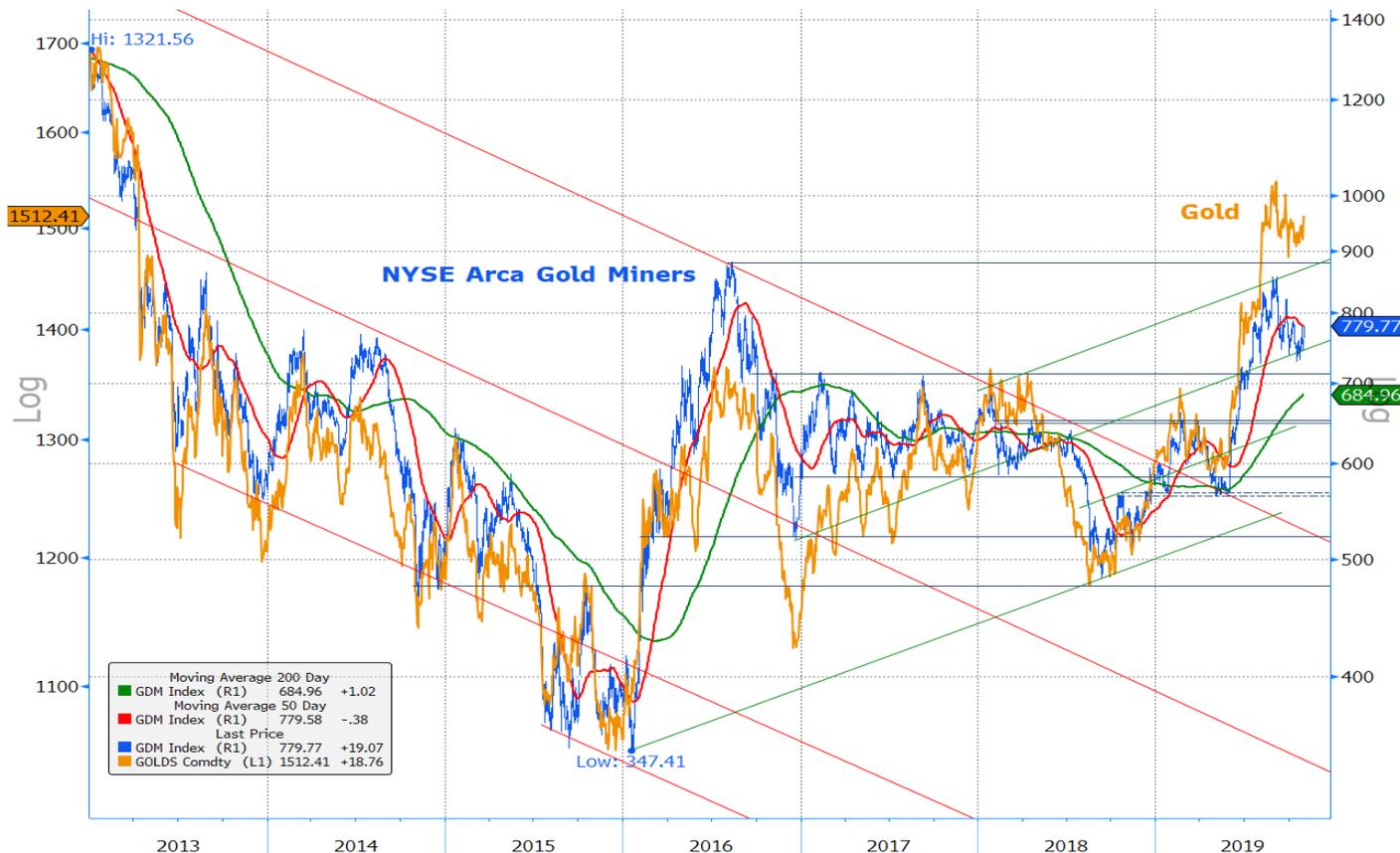


Source: Bloomberg

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.



**NYSE Arca Gold Miners & Gold – Janvier 2013 > Octobre 2019**

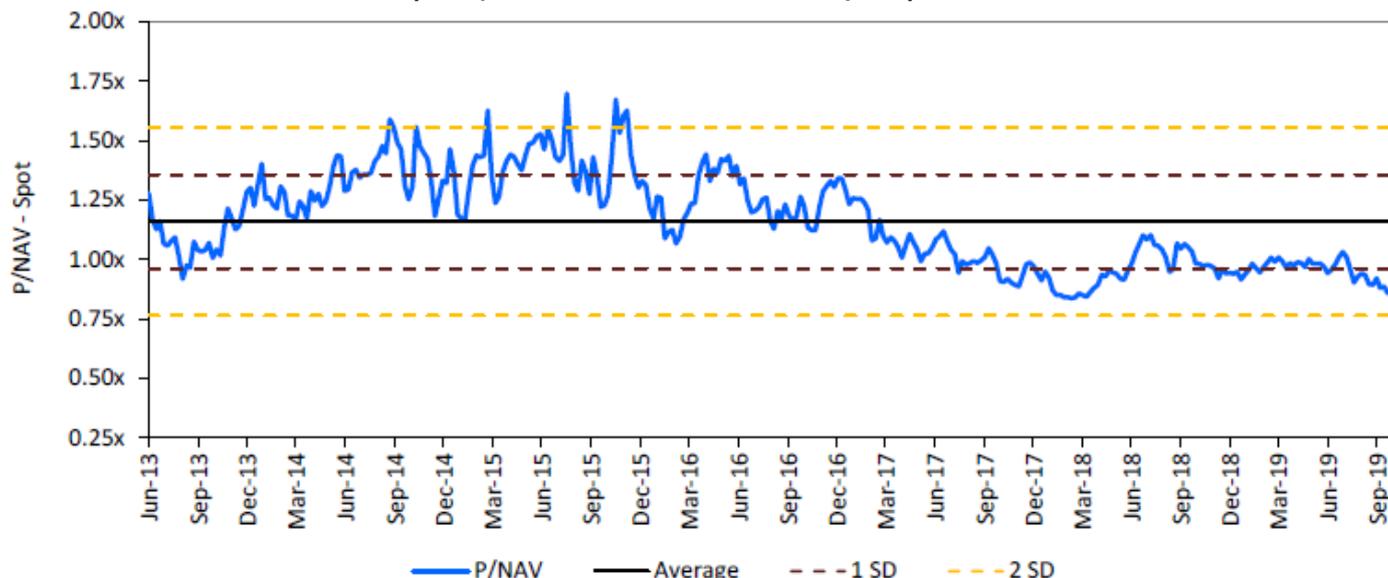


Source: Bloomberg

**Valorisation de l'Industrie aurifère.**

Poursuite de la détente de la valorisation du secteur en octobre, en dépit de la reprise des cours observée. Le multiple de valorisation mesuré par le P/NAV (spot) demeure nettement en-deçà de 1x, plus d'un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juin 2013, et se rapproche du point bas de mars 2018.

**Mines d'Or – Evolution P/NAV – spot - (Senior, Intermediate & Junior) - depuis Juin 2013**



Source: RBC Capital Market estimates at spot

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.



Côté P/CF, aujourd'hui à ~7x, la valorisation s'est de nouveau détendue en octobre, et demeure également nettement en dessous de la moyenne observée depuis 10 ans à ~9x.

### Mines d'Or – Evolution P/CF – consensus - (Senior & Intermediate) – 10 ans - depuis Janvier 2009



Source: RBC Capital Market estimates at spot

### Achévé de rédiger le 07 novembre 2019

#### Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpr-am.fr](http://www.cpr-am.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

#### A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

#### CPR AM en chiffres (fin décembre 2018)

- Plus de 47,5 milliards € d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la gestion

**CPR Asset Management**, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.



Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

