



Une fin d'année très prometteuse

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



Arnaud du Plessis
Gérant Actions Thématiques



Vafa Ahmadi
Directeur des Actions
Thématiques chez CPR AM

L'année se termine plutôt bien pour la thématique de l'or et des mines. Après avoir enregistré en novembre leur plus mauvais mois depuis 2016, les cours de l'or ont vivement rebondi en décembre, de plus de 6.5% (\$), terminant l'année en progression de 24.4% (\$). Leur meilleur score depuis 2010 !

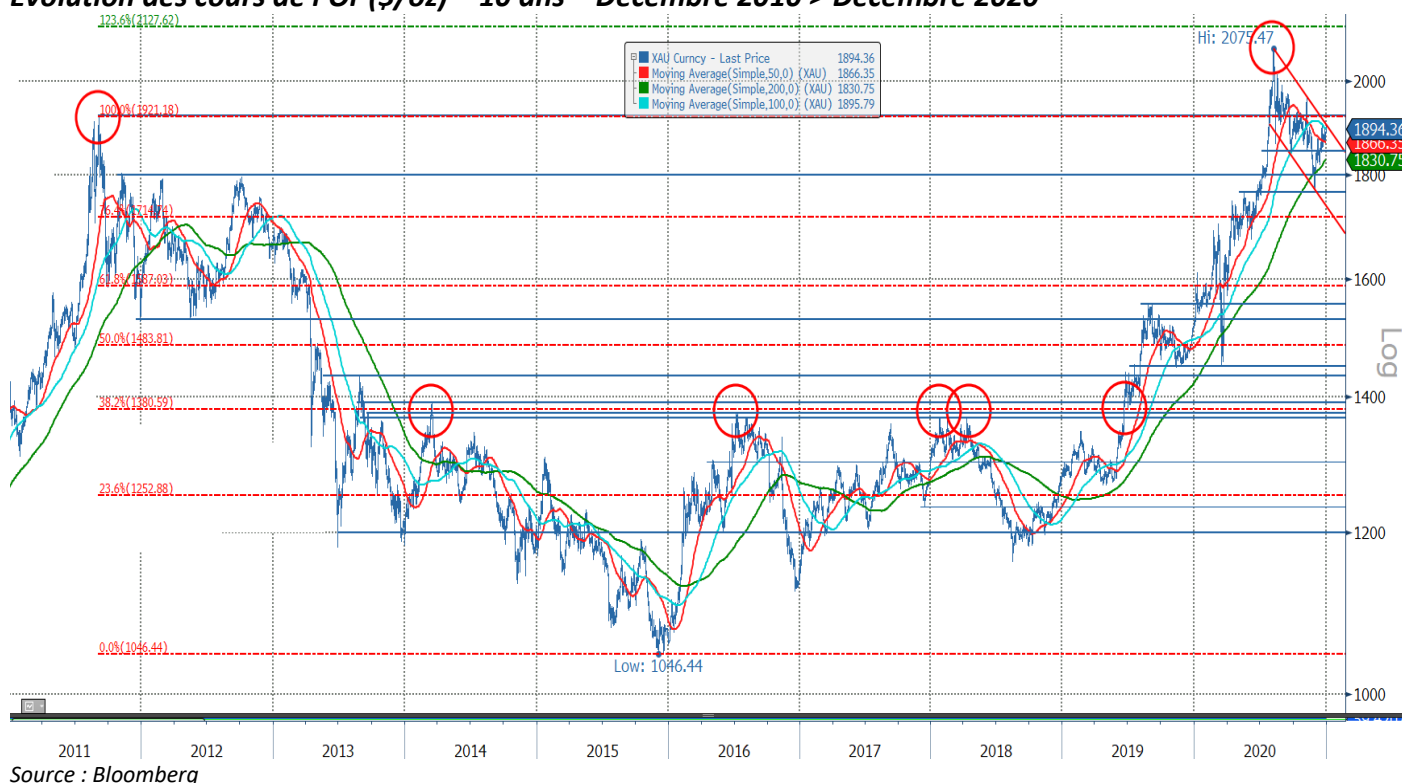


Si la campagne mondiale de vaccination qui commence suscite de nombreux espoirs, elle est aussi porteuse de doutes. Dans ces conditions, les banques centrales vont rester à la manœuvre avec des politiques toujours très accommodantes, de quoi maintenir un environnement toujours très favorable à la relique barbare...

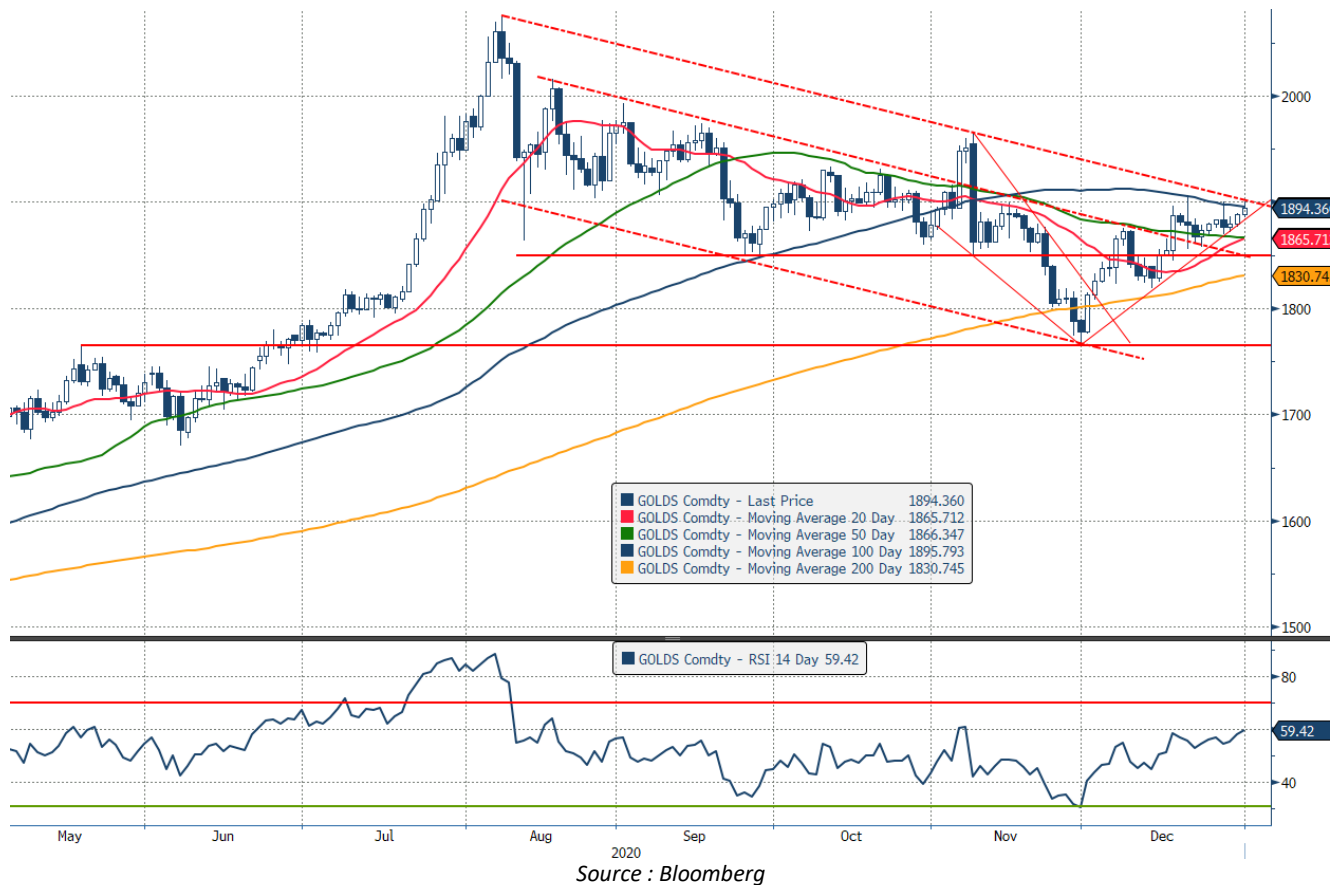
Le soutien défini à \$1765/oz a tenu, et le franchissement haussier de \$1848/1852/oz a donné depuis une première indication positive. Le marché de l'or se situe maintenant à la croisée des chemins, testant à la fois sa moyenne 100 jours et la résistance (\$1905/oz) du trend de consolidation observé depuis le sommet d'août dernier (\$2075/oz). Le passage de cette zone réactiverait une tendance haussière avec pour premier objectif \$2045/2050/oz (résistances intermédiaires à \$1925/1935/oz, \$1965/1975/oz et \$1992/2015/oz).

Au-dessus, la prochaine cible se situe à \$2125/2130/oz, extension (123.6%) de la hausse depuis le point bas de décembre 2015 (\$1046/oz) jusqu'au précédent record de septembre 2011 (\$1921/oz), avec une zone de résistance intermédiaire à \$2075/oz (point haut du 7 août). A la baisse, la rupture de \$1850/oz, donnerait maintenant une première indication négative et pourrait remettre en question ces objectifs.

Évolution des cours de l'Or (\$/oz) – 10 ans – Décembre 2010 > Décembre 2020



Évolution des cours de l'Or (\$/oz) – Mai 2020 > Décembre 2020 (page suivante)



Les planètes semblent s'aligner du côté des marchés directeurs de l'or. A commencer par les taux réels US avec qui la corrélation inverse est la plus parfaite. Terminant l'année à -1.09%, le 10 ans réel US est proche du point bas historique observé en septembre dernier à -1.11%. La progression des anticipations inflationnistes, illustrée par le Break-Even 10 ans US proche de 2%, dans un contexte de taux longs contenus à un bas niveau (10 ans US : 0.91%), laisse présager une accentuation de cette tendance. Ce qui serait très favorable au métal jaune. La faiblesse persistante du dollar US, dont les cours (Dollar Index) se dirigent vers le point bas de février 2018 (88.59), renforce ce sentiment. Enfin, et en dépit de la très bonne tenue des marchés globaux, l'aversion au risque, soulignée par la vigueur de la parité Yen/Dollar, enfonce le clou.

Cours de l'Or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Break Even 10 ans – 10 ans : Déc 2010 > Déc 2020



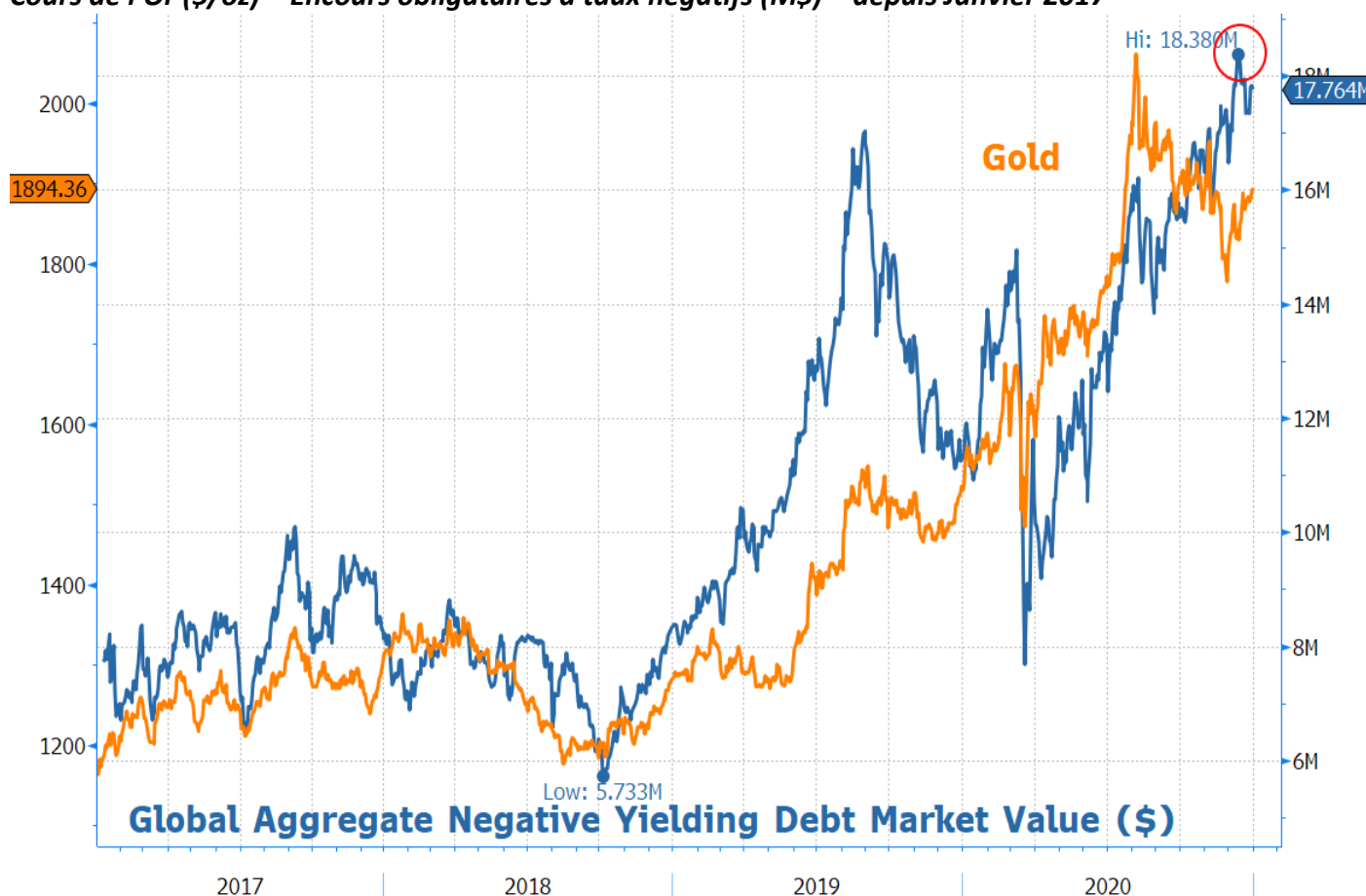
Cours de l'Or (\$/oz) vs Dollar Index & Yen/Dollar – 5 ans : Décembre 2015 > Décembre 2020



Source : Bloomberg

Bien que les encours d'emprunts obligataires offrant un rendement négatif aient atteint un nouveau record à \$18.38Tn, la situation s'est ajustée, et conserver une exposition à l'or dans un tel environnement demeure toujours très pertinent. Pas de rendement est toujours mieux qu'un rendement négatif.

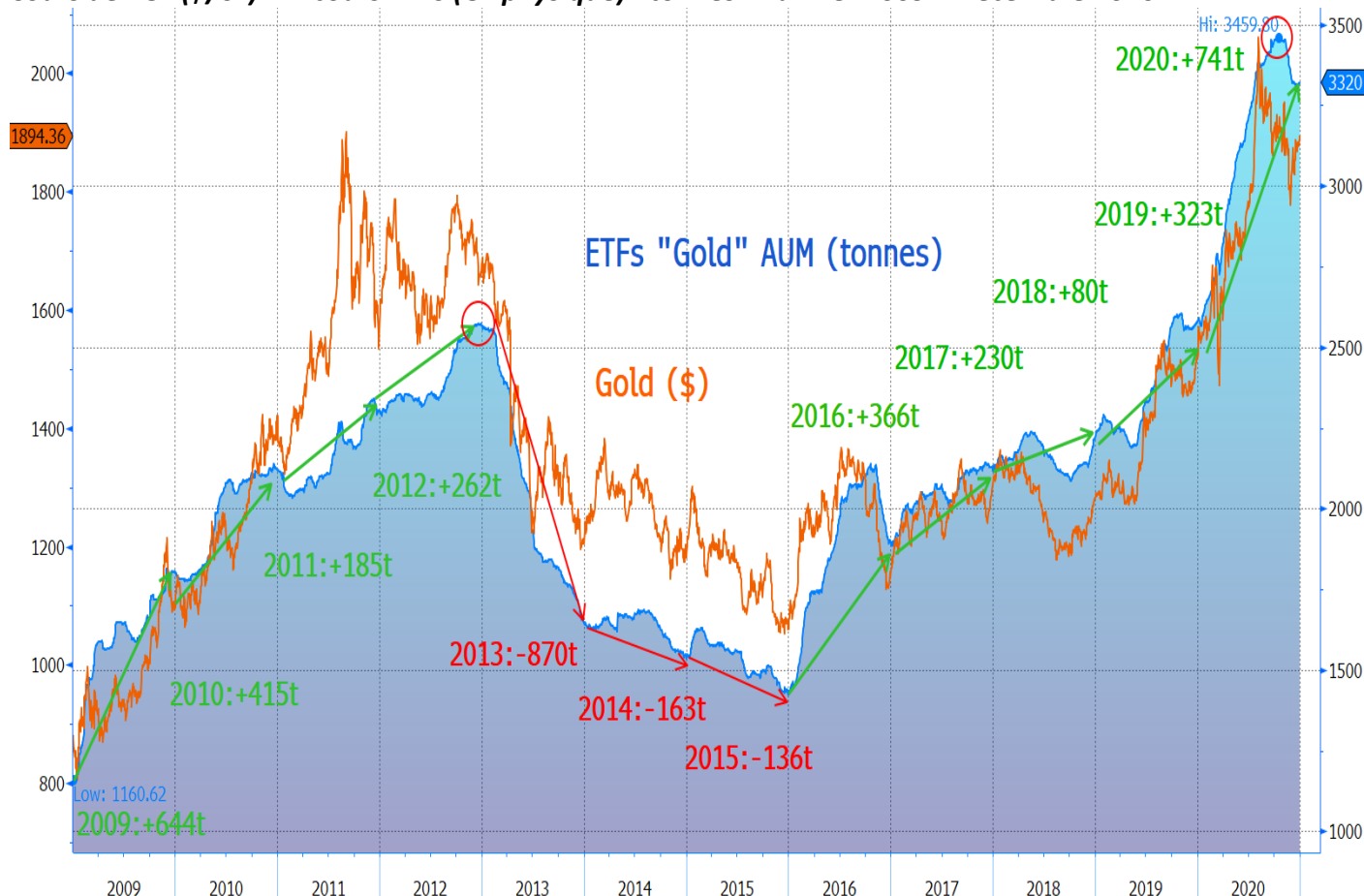
Cours de l'Or (\$/oz) – Encours obligataires à taux négatifs (M\$) – depuis Janvier 2017



Source : Bloomberg

Après s'être contractés de près de 40 tonnes par rapport à leur point haut - 3460t, soit près d'une année de production minière - les encours d'ETFs adossés à l'or physique se sont stabilisés. Sur l'ensemble de l'année 2020, l'équivalent de plus de 740 tonnes a été investi dans ces produits, un record depuis l'apparition des ETFs adossés à l'or physique au début des années 2000 !

Cours de l'Or (\$/oz) - Encours ETFs (Or physique) - tonnes – Janvier 2009 > Décembre 2020

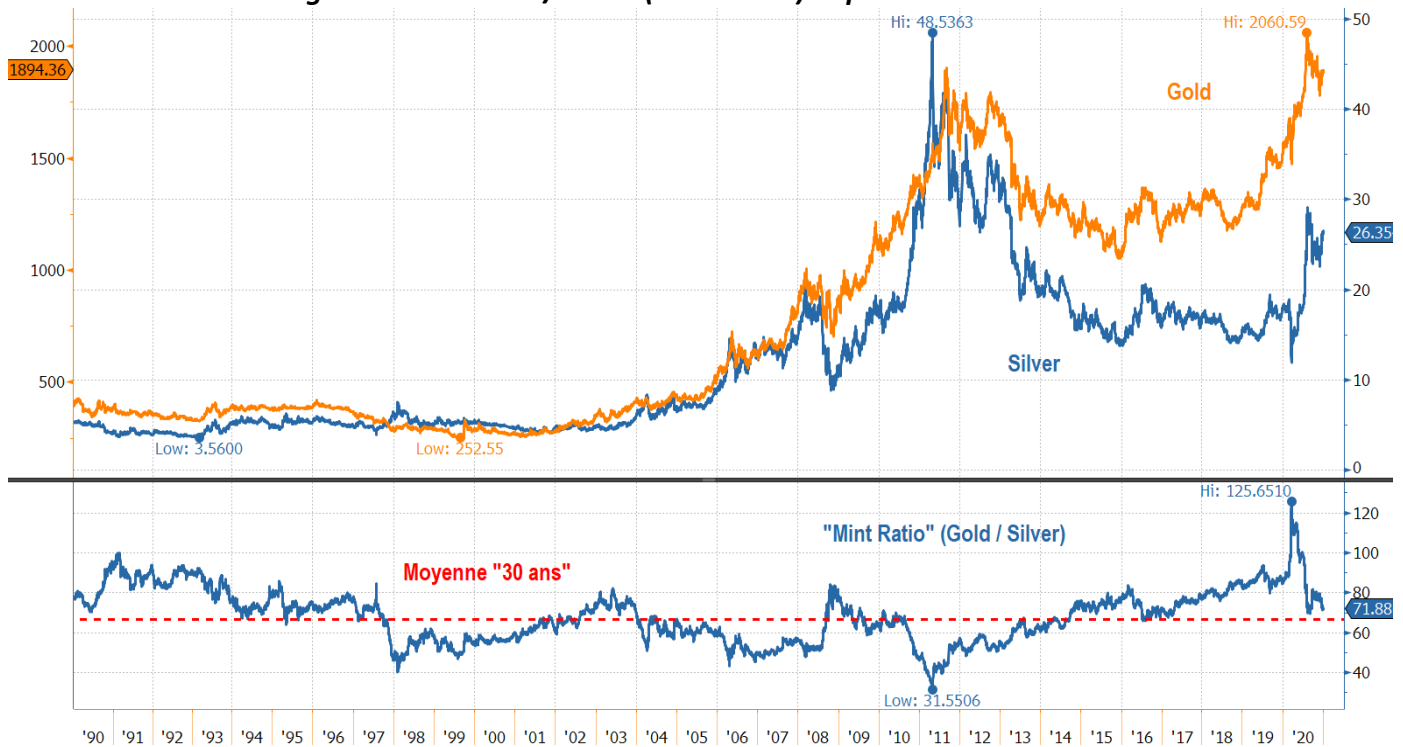


Source : Bloomberg

Autres Métaux Précieux

Vif rattrapage de l'argent métal en 2020, dont les cours (\$) ont bondi de plus de 46% en 2020. Le « Mint Ratio » (ratio Or/Argent), après avoir touché un record absolu à 125.65x en mars, a terminé l'année à 71.9x, proche de la moyenne observée ces dix dernières années (70.25x), mais encore significativement au-dessus des moyennes sur vingt et trente ans, respectivement à 66.2x et 67.8x.

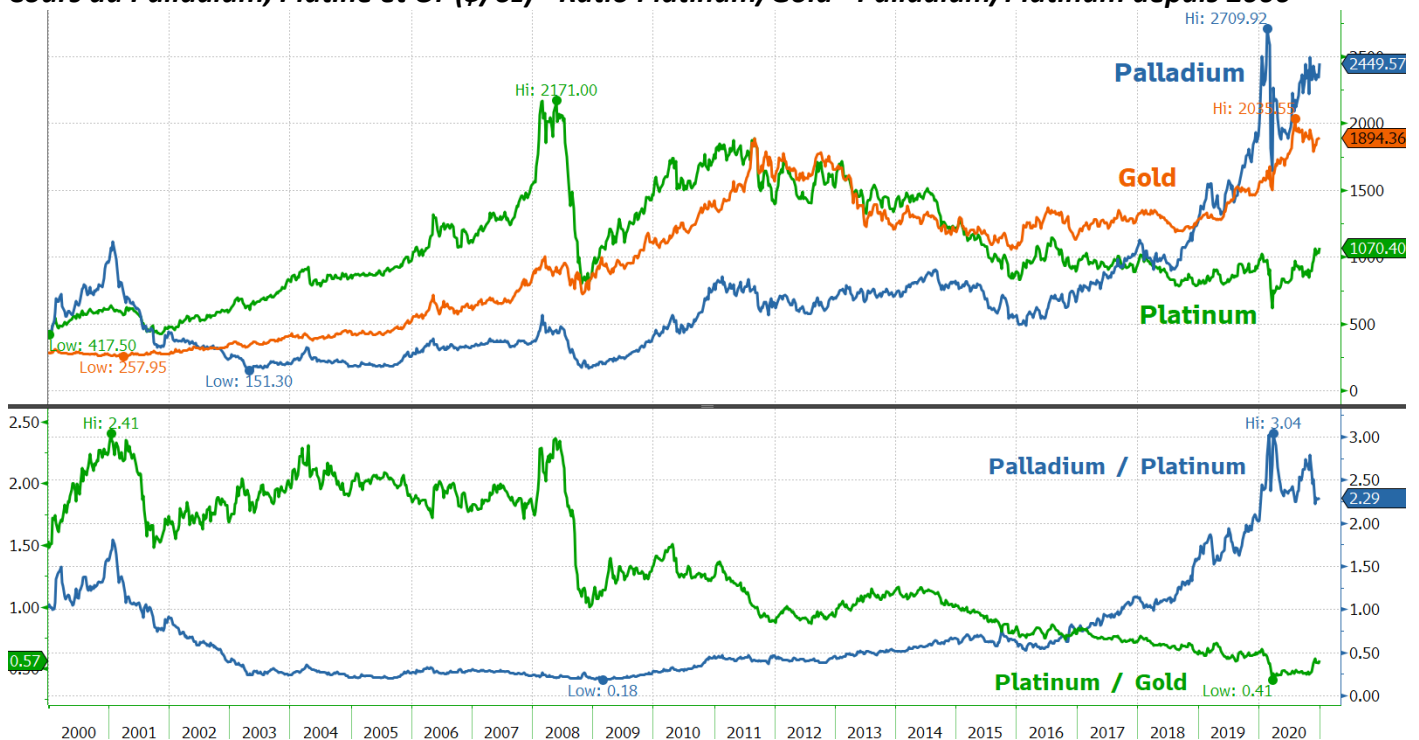
Cours de l'Or et de l'Argent – Ratio Gold / Silver (Mint Ratio) depuis 1990



Source : Bloomberg

Regain d'intérêt également pour les platinoïdes en fin d'année, moindre cependant que pour « l'or du pauvre ! ». Si la tendance des cours du palladium, en hausse de 26.2% (\$) en 2020, a été plus porteuse que celle des cours du platine, en hausse plus modérée de 9.9% (\$), cette dernière est d'autant plus remarquable que le principal débouché du platine demeure celui des pots catalytiques pour moteur diesel. A noter que le ratio Palladium/Platine, qui avait atteint un record à 3.04x en mars, a terminé l'année à 2.29x.

Cours du Palladium, Platine et Or (\$/oz) - Ratio Platinum/Gold - Palladium/Platinum depuis 2000



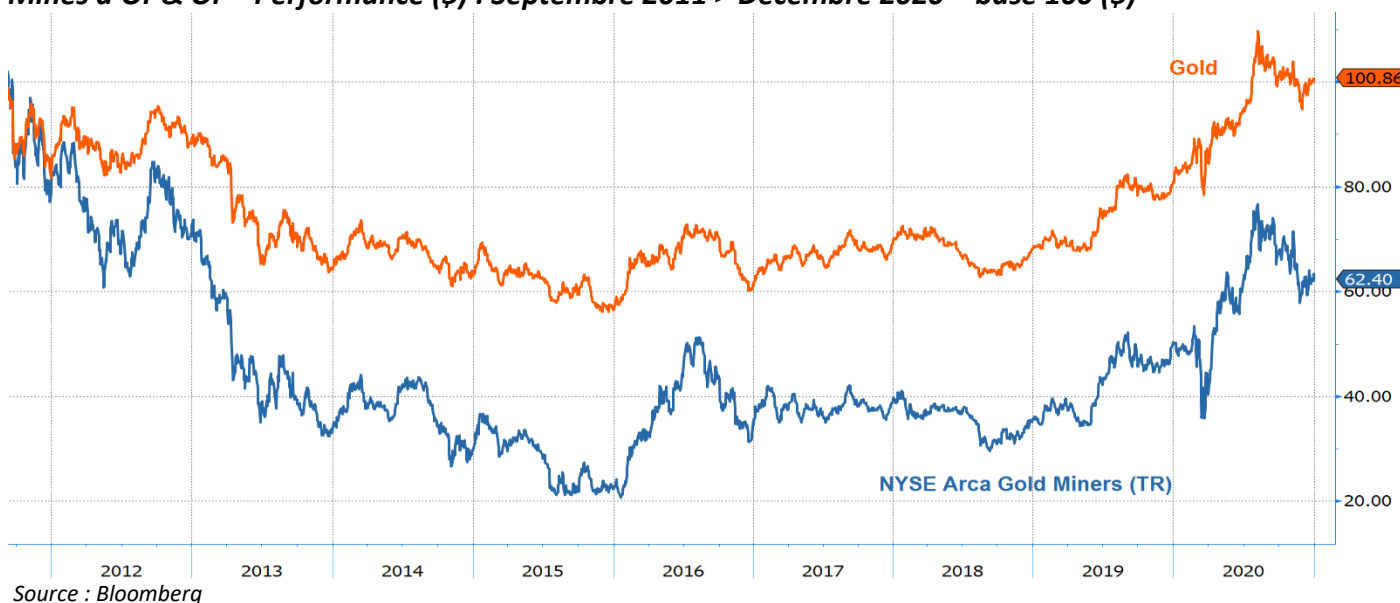
Source : Bloomberg

Quid des Mines d'Or ?

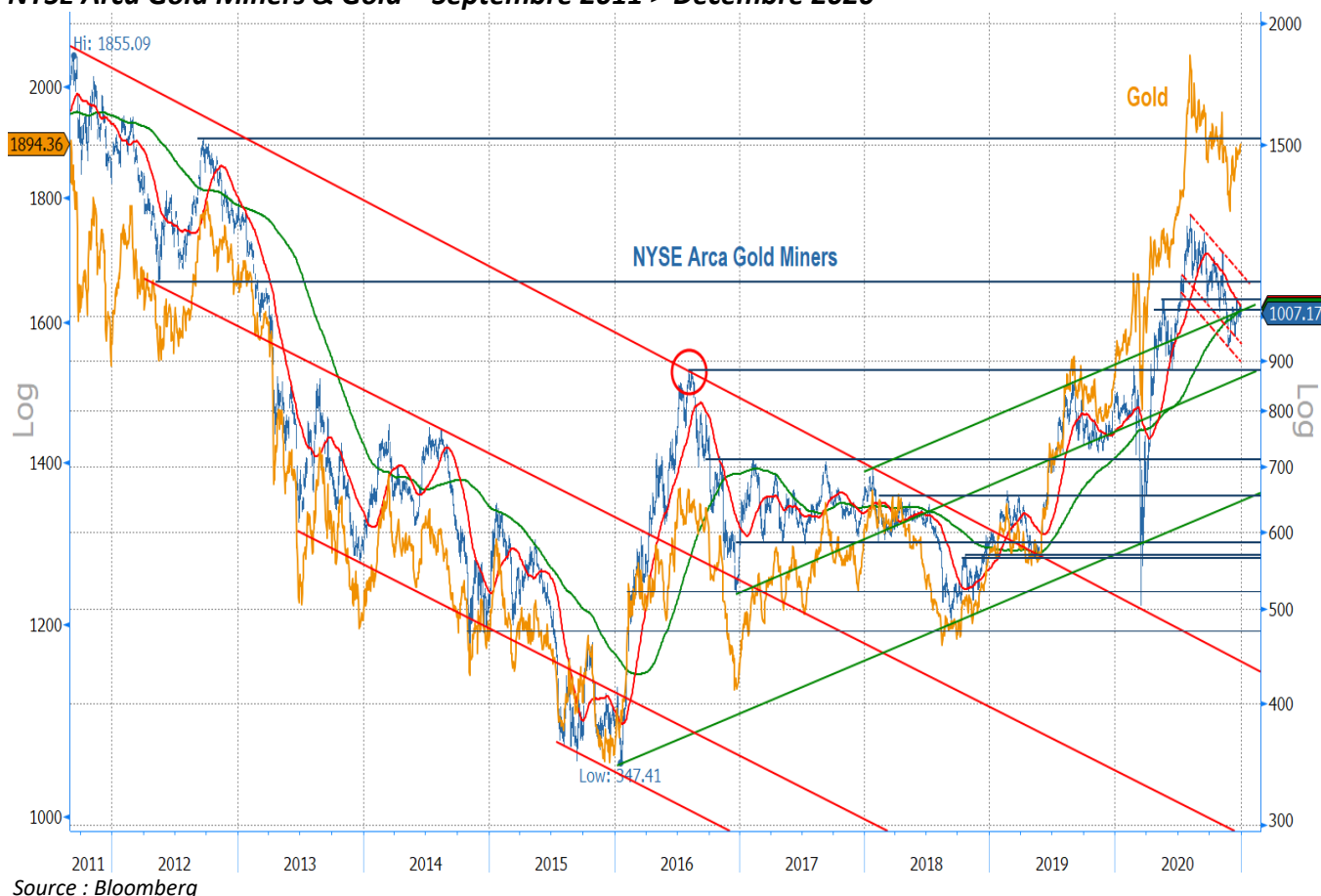
Hausse des mines d'or en 2020, progressant de 24.1% (\$ - NYSE Arca Gold Miners TR), mais sans levier de performance par rapport à l'or physique, ce qui est pour le moins décevant étant donné l'amélioration significative des fondamentaux de l'industrie.

A noter que si les cours de l'or ont terminé l'année ~1.5% (\$) en deçà du sommet de septembre 2011 (\$1921/oz), les mines (NYSE Arca Gold Miners TR) se situaient toujours près de 40% en deçà. Sommet inégalé depuis pour les mines, au contraire des cours de l'or qui ont établi un nouveau record en août 2020 à \$2075/oz...

Mines d'Or & Or – Performance (\$) : Septembre 2011 > Décembre 2020 – base 100 (\$)



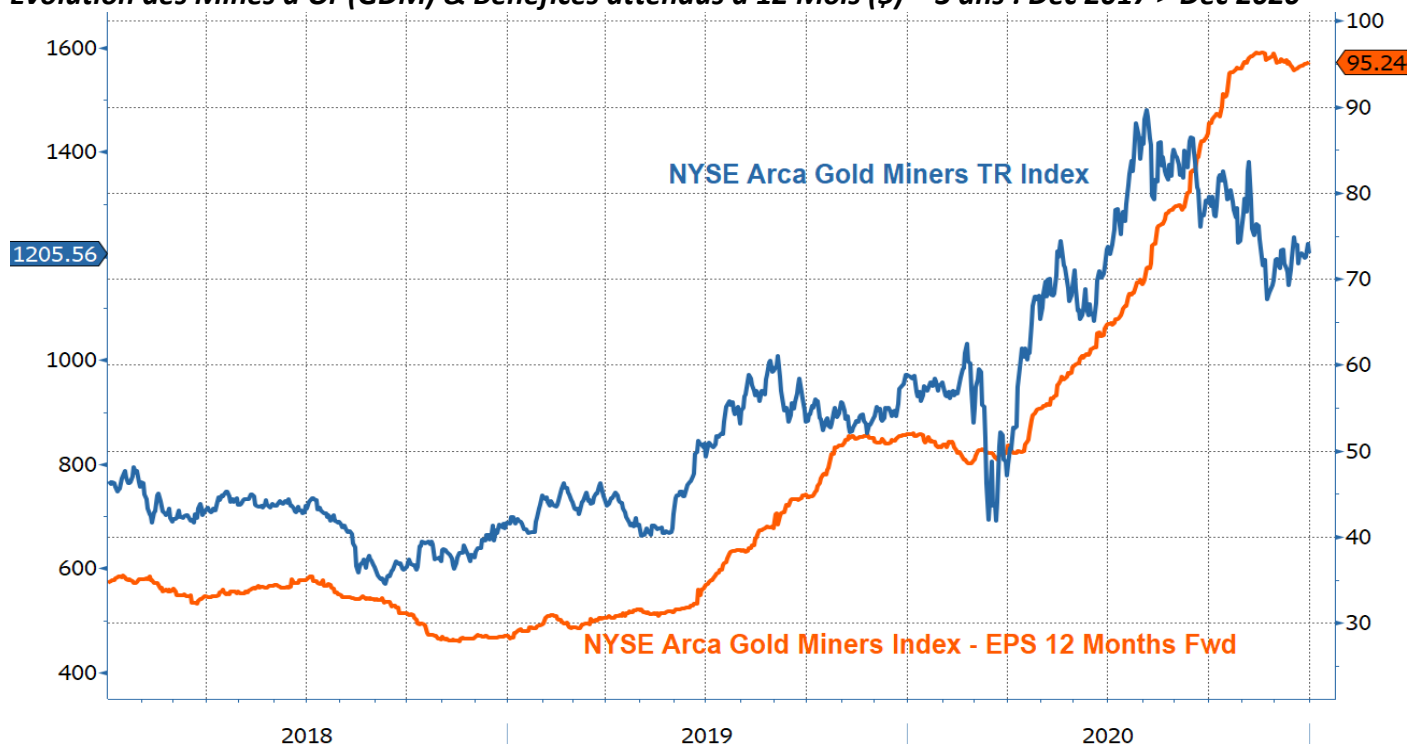
NYSE Arca Gold Miners & Gold – Septembre 2011 > Décembre 2020



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.

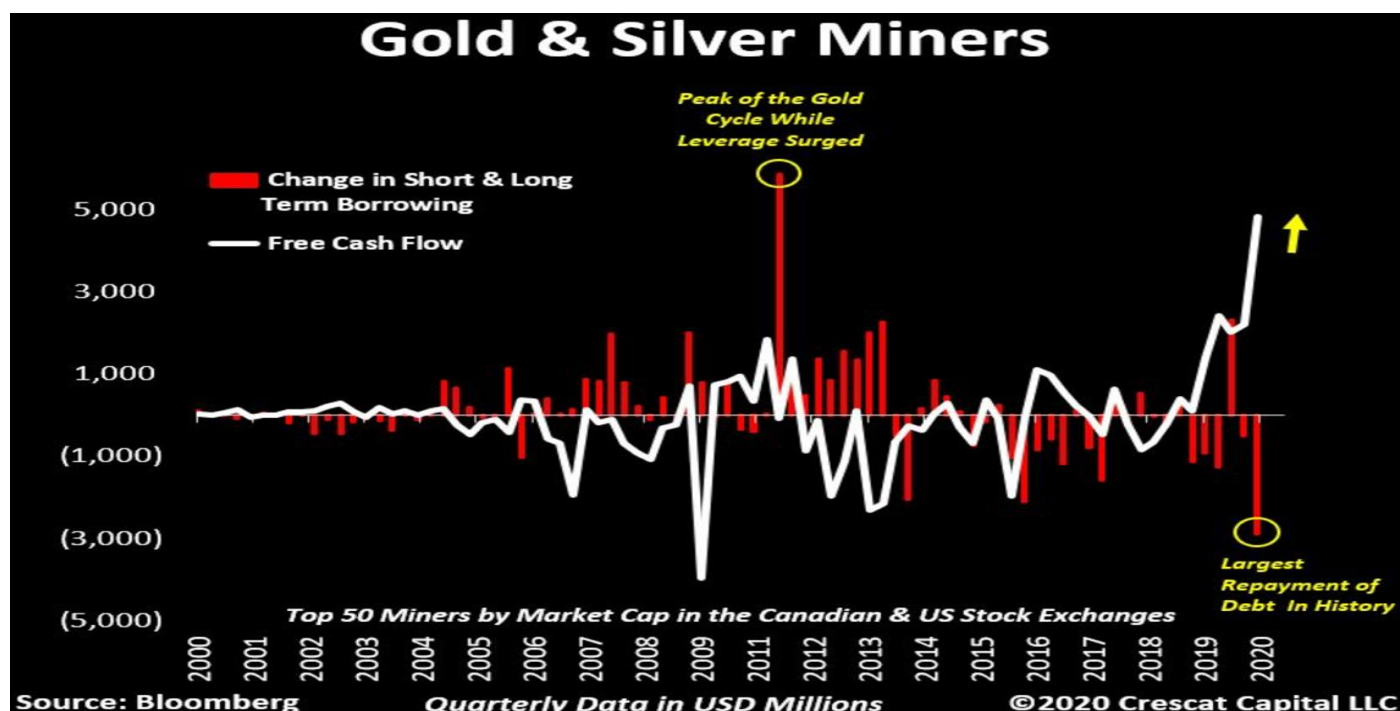
Avec des cours de l'or en moyenne de \$1772 pour l'ensemble de l'année 2020, alors qu'ils n'étaient attendus qu'à \$1500/oz en janvier 2020, les perspectives bénéficiaires à 12 mois du secteur aurifère ont été révisées en hausse de 83% au cours de l'année. Les attentes du consensus quant au cours moyen de l'or attendu pour l'ensemble de l'année 2021 s'établissent aujourd'hui à \$1900/oz, de quoi soutenir encore la tendance...

Évolution des Mines d'Or (GDM) & Bénéfices attendus à 12 Mois (\$) – 3 ans : Déc 2017 > Déc 2020



Source : Bloomberg

...Et d'autant plus que comme précédemment indiqué, les fondamentaux de l'industrie aurifère se sont significativement améliorés. La restructuration menée ces dernières années porte maintenant ses fruits. La conjonction de la hausse des cours de l'or et de l'amélioration des structures de coûts de production a entraîné une hausse très significative des free cash-flow générés, et par conséquent une réduction sans précédent de l'endettement des compagnies aurifères.



Source: Bloomberg

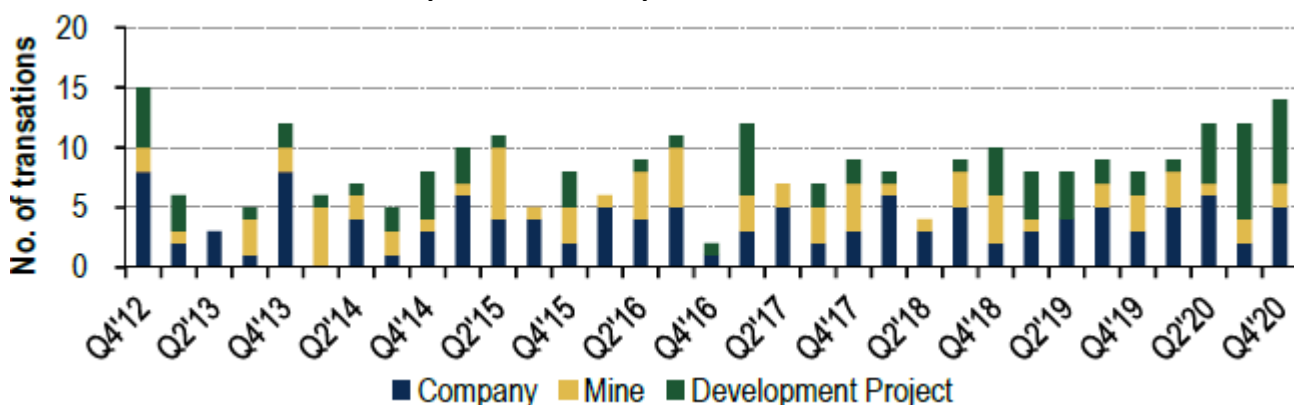
Quarterly Data in USD Millions

©2020 Crescat Capital LLC

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.

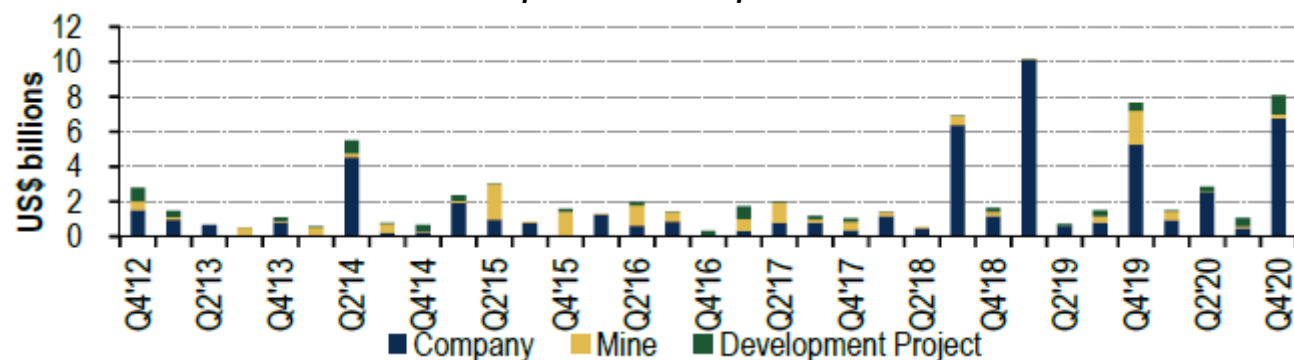
Les compagnies aurifères en recherche de croissance de production et/ou de réserves l'ont bien compris si l'on en juge par le net rebond de l'activité M&A en fin d'année. Avec 14 opérations recensées ces trois derniers mois, et plus de \$8Mds de transactions, le 4^{ème} trimestre 2020 a été le plus actif de ces neuf dernières années !

M&A : Nombre de transactions par trimestre depuis 2012



Source : BofA Global Resesearch – Company reports – Bloomberg

M&A : Montant total des transactions par trimestre depuis 2012



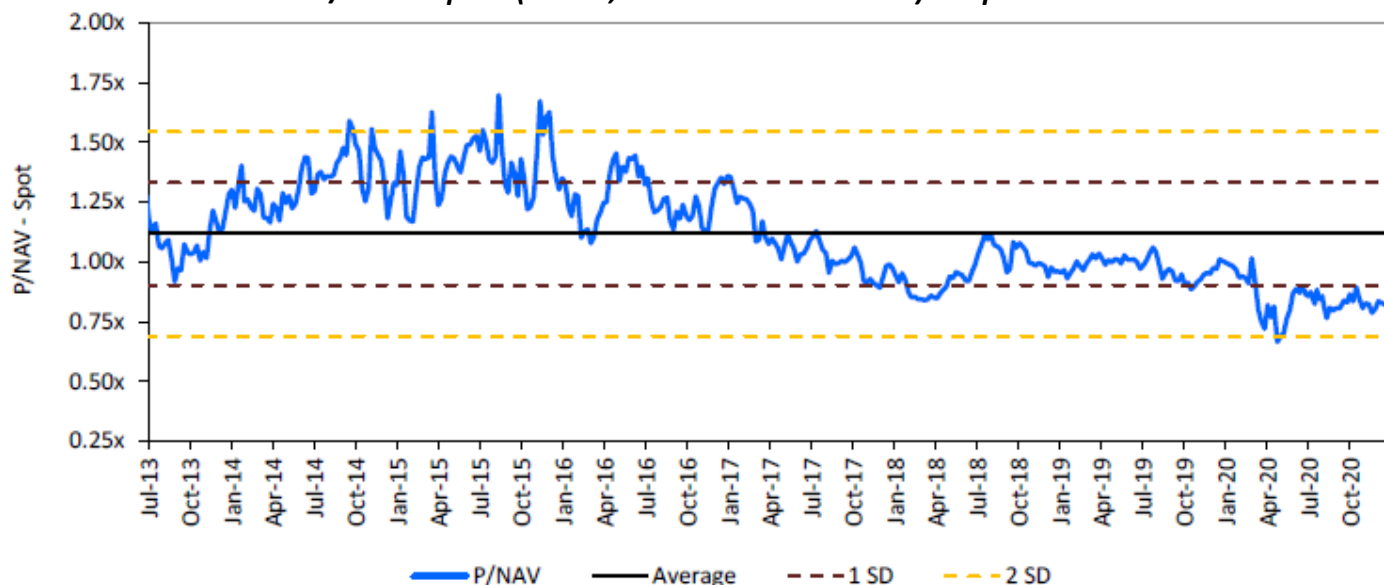
Source : BofA Global Resesearch – Company reports – Bloomberg

Valorisation de l'Industrie Aurifère

Très loin de refléter la hausse des cours de l'or, la valorisation du secteur minier aurifère, en P/NAV, se maintient toujours proche des plus bas historiques ! A $\sim 0.85x$ la NAV, les multiples de valorisation sont à plus d'un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juillet 2013 ($\sim 1.15x$).

Force est de constater que le marché n'est toujours pas convaincu que l'industrie minière puisse générer la moindre valeur. Les conditions sont pourtant réunies pour une génération massive de cash.

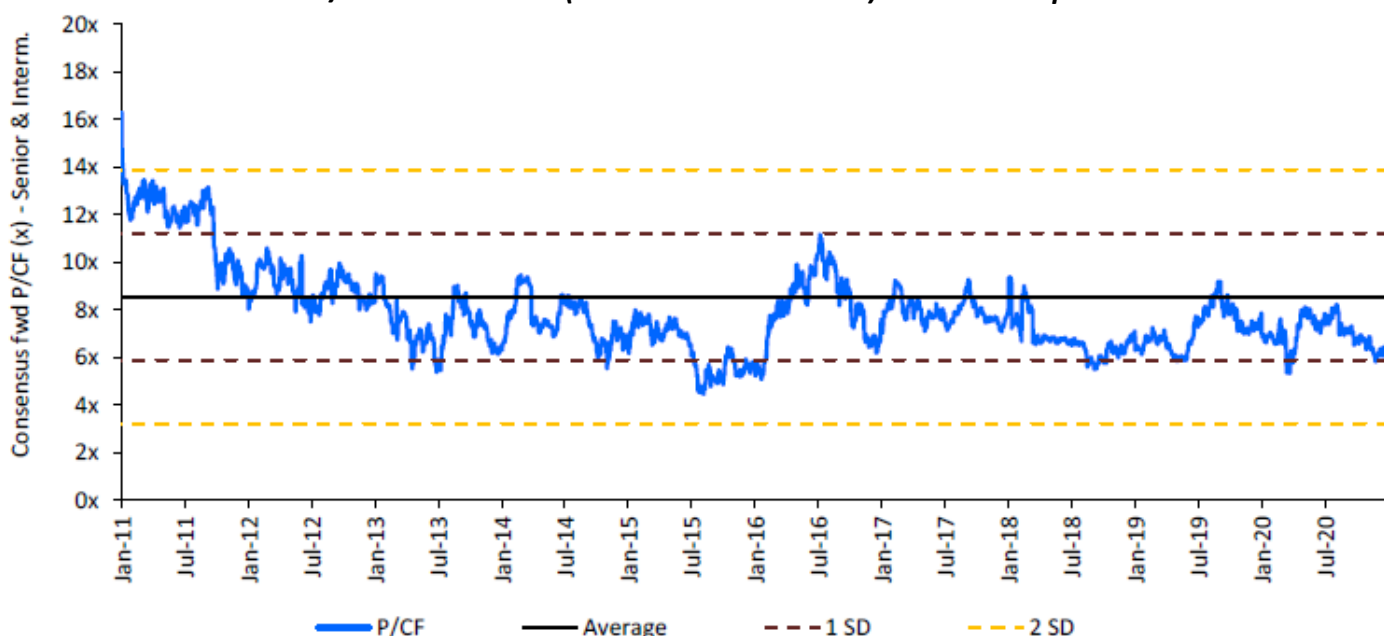
Mines d'Or – Evolution P/NAV – spot - (Senior, Intermediate & Junior) - depuis Juillet 2013



Source : RBC Capital Market – Bloomberg

Contraction des P/CF à $\sim 6x$, un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis 10 ans ($\sim 8.5x$) alors même que la génération de cash par l'industrie aurifère s'est accélérée considérablement.

Mines d'Or – Evolution P/CF – consensus - (Senior & Intermediate) – 10 ans - depuis Janvier 2010



Source : RBC Capital Market – Bloomberg consensus

Achévé de rédiger le 5 janvier 2021

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 ou sur simple demande au siège social de la société de 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.



cpr-am.com



[@CPR_AM](https://twitter.com/CPR_AM)



[cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)