Record historique pour l'or ! Rattrapage en vue des mines ?

*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

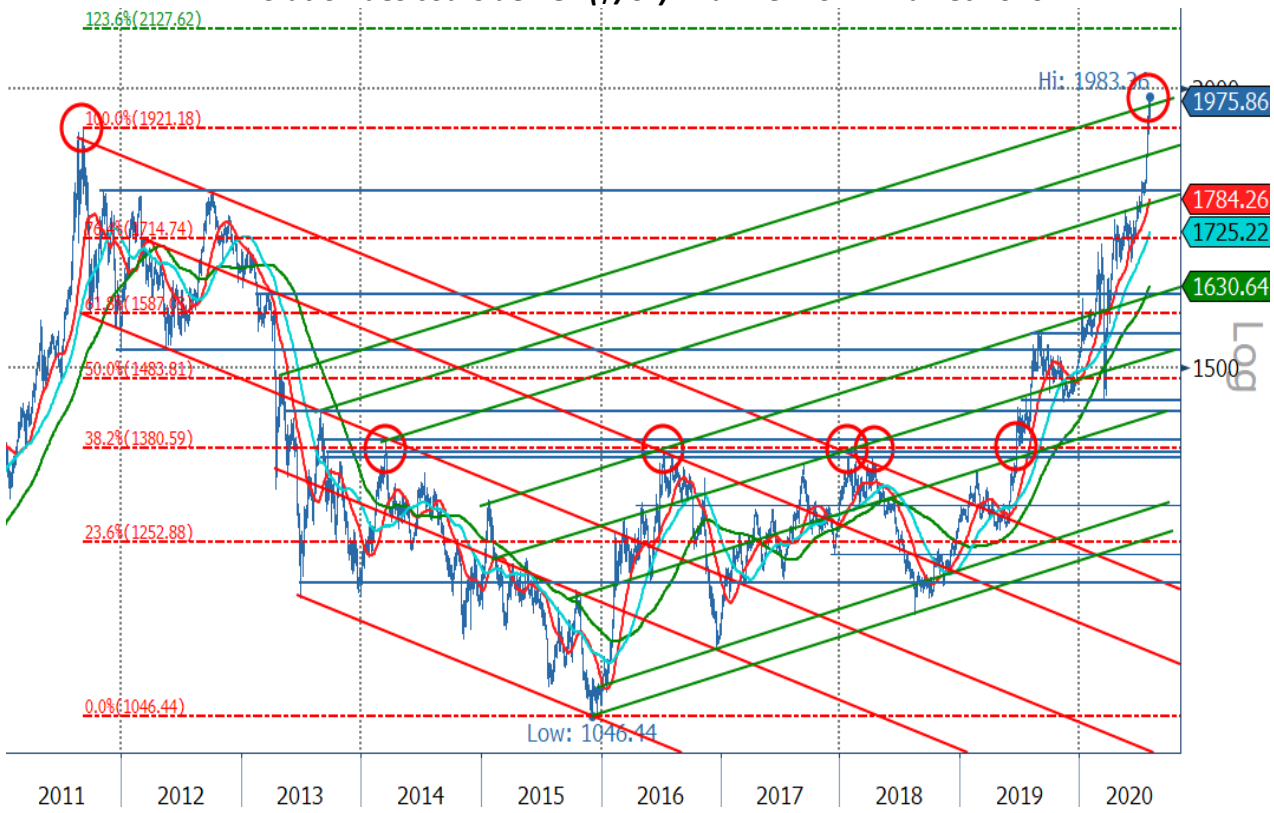
Nouveau record historique pour l'or à $1983.4/oz !!! Il a fallu 9 ans pour que le point haut observé en septembre 2011 ($1921,2/oz) soit dépassé. Cinquième mois de hausse consécutif pour le métal jaune dont les cours clôturent à $1975/oz, en progression de $192/oz (+10.8%). Quant aux mines aurifères, elles ont bondi de 17.65% ($), offrant un levier de performance de ~1.6x par rapport à l'or.
A fin juillet, leur performance depuis le début de l'année était de +46.8% ($) (NYSE Arca Gold Miners TR) contre +29.75% ($) pour le métal jaune, avec aussi un levier de performance de ~1.6x par rapport à l'or.

L'environnement demeure toujours extrêmement favorable à la thématique de l'or et des mines ! L'effondrement de l'économie mondiale à un niveau sans précédent – chute du PIB US de -31%, en annualisé au 2ème trimestre (!), incitant les banques centrales à maintenir, et même à accentuer leurs mesures de soutien exceptionnelles, a rendu à la relique barbare tout son éclat. L'intérêt des investisseurs pour la thématique de l'or et des mines revient avec force, et les flux d'investissement en faveur des fonds exposés à cette thématique ont brusquement accéléré ces dernières semaines. Les mines d'or, dont la performance demeure toujours très en retrait de celle du métal jaune depuis septembre 2011, conserve un potentiel d'appréciation très significatif.

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.

La tendance demeure très haussière. Le franchissement de la zone de résistance à $1790/1803/oz (sommets d'octobre 2012, février 2012 et novembre 2011) puis du sommet de septembre 2011 à $1921/oz a donné une indication très positive.

Evolution des cours de l'Or ($/oz) – Janvier 2011 > Juillet 2020

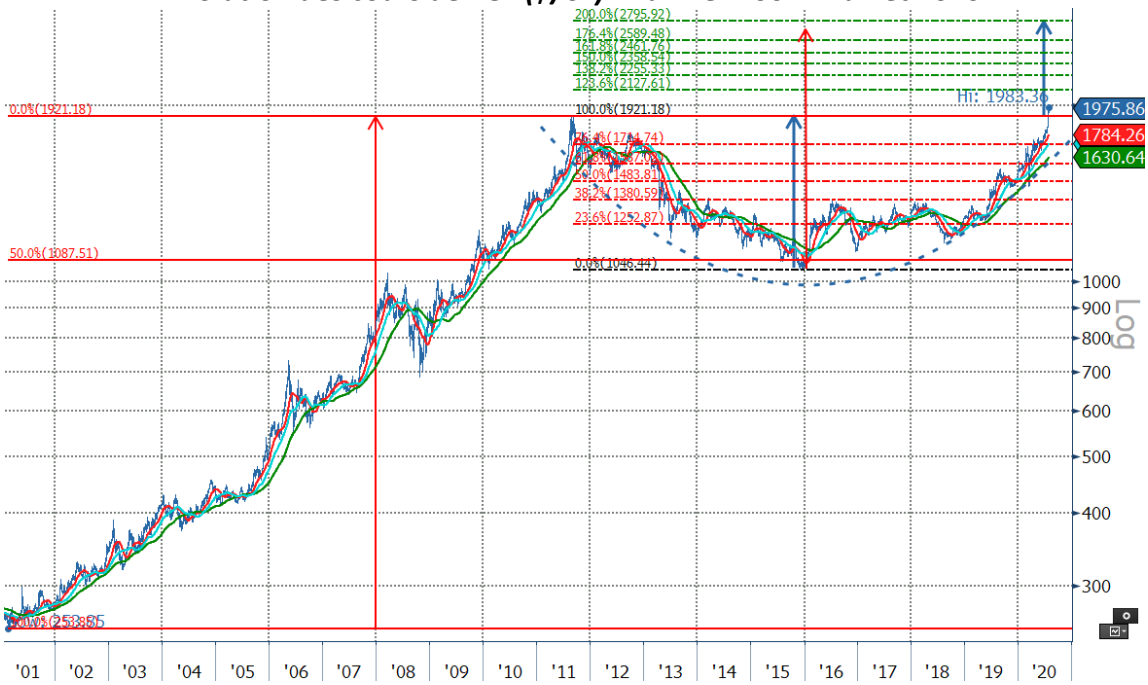


Source : Bloomberg

Cette sortie de consolidation a pris la forme d'une cuvette parfaite. Rappelons que durant le précédent cycle haussier de l'or (2001-2011), les cours avaient bondi de plus de $1650/oz : $254/oz > $1921/oz, avant d'entamer une consolidation de quatre ans et demi, et un retracement de ~ 50% ($875/oz - 52.5%) à $1046/oz. Le franchissement du point haut de septembre 2011 permet d'espérer une poursuite du mouvement avec pour cible ~2700/2800/oz, soit une vague haussière depuis le point bas de décembre 2015 équivalente à celle observée en 2001-2011, et aussi à l'amplitude de la cuvette de consolidation observée sur la période 2011-2020. Les cycles haussiers de l'or étant de l'ordre de 10 ans, cet objectif pourrait être envisagé à horizon 2025.
Les premiers points intermédiaires sont à $2125/2130/oz et $2255/oz, projection à 123.6% et 138.2%.

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.

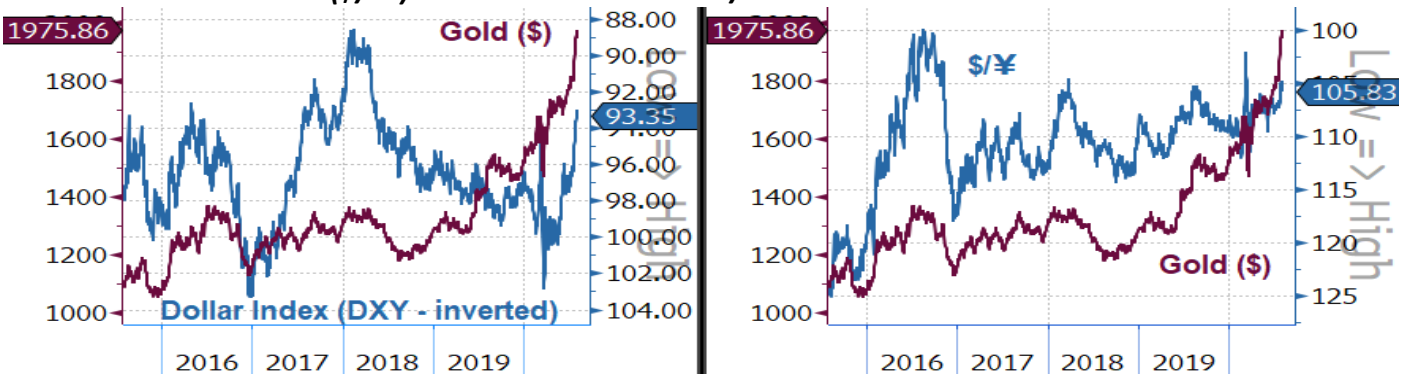
Evolution des cours de l'Or ($/oz) – Janvier 2001 > Juillet 2020



Source : Bloomberg

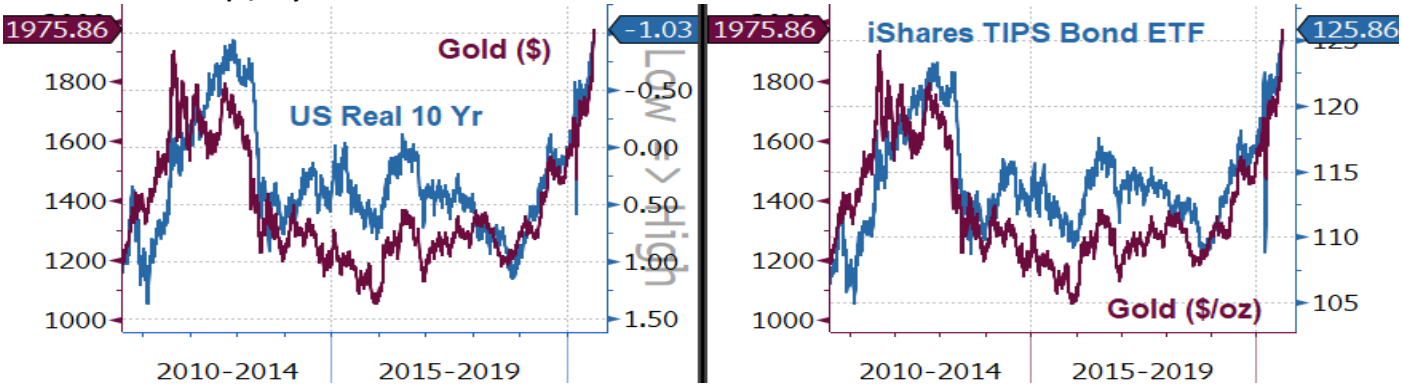
Soutien toujours très fort du côté des marchés directeurs de l'or. A commencer par les taux réels US dont ceux à 10 ans qui ont enfoncé le point bas observé en 2012 (-0.92%), terminant le mois à-1.03%. Le dollar US participe aussi à la fête, se dépréciant de près 4% sur le mois contre les principales devises (Dollar Index). La remontée des anticipations inflationnistes, illustrée par la hausse de près de 20pb des taux « break even » US 10 ans à 1.55%, renforçant l'intérêt pour les TIPS, a conforté cette tendance.

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



Source : Bloomberg

Cours de l'Or ($/oz) vs Taux US 10 ans réels & US TIPS Bond ETF – 10 ans : Juillet 2010 > Juillet 2020

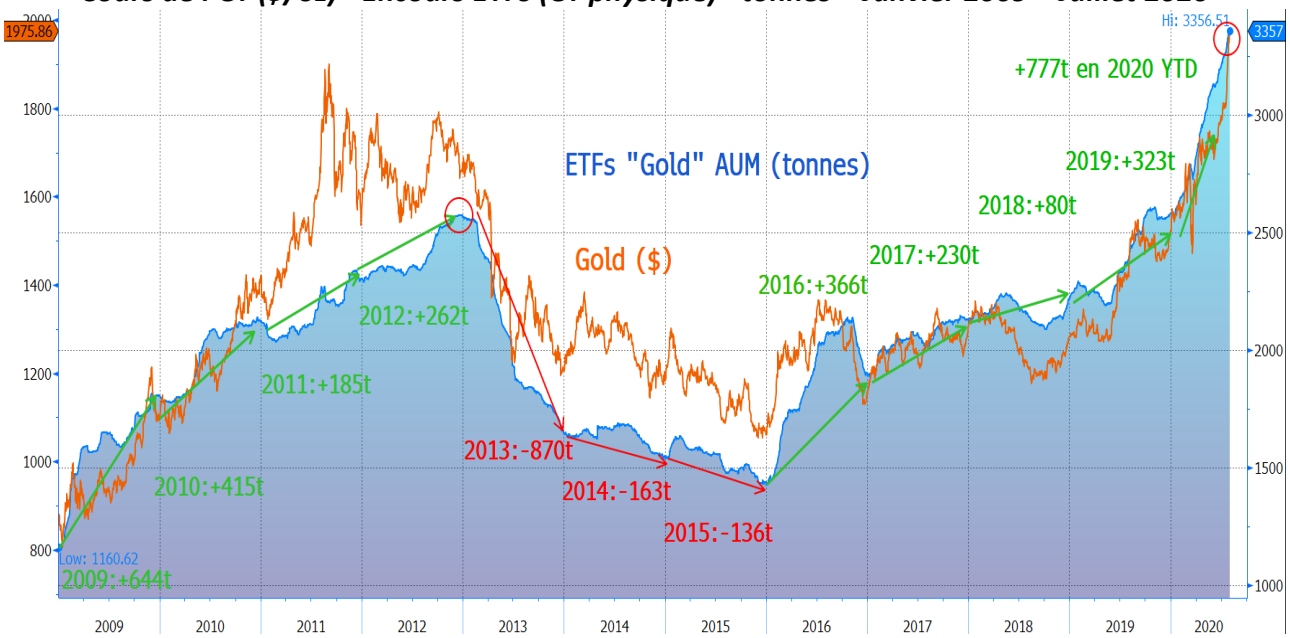


Source : Bloomberg

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.

Très nette accélération des achats en ETFs adossés à l'or physique avec des encours totaux atteignant un nouveau record historique à 3357 tonnes. L'équivalent de plus de 150 tonnes ont été accumulés en juillet, soit 777 tonnes depuis le début de l'année. Le record de 2009 (644 tonnes) a été pulvérisé en seulement 7 mois !

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



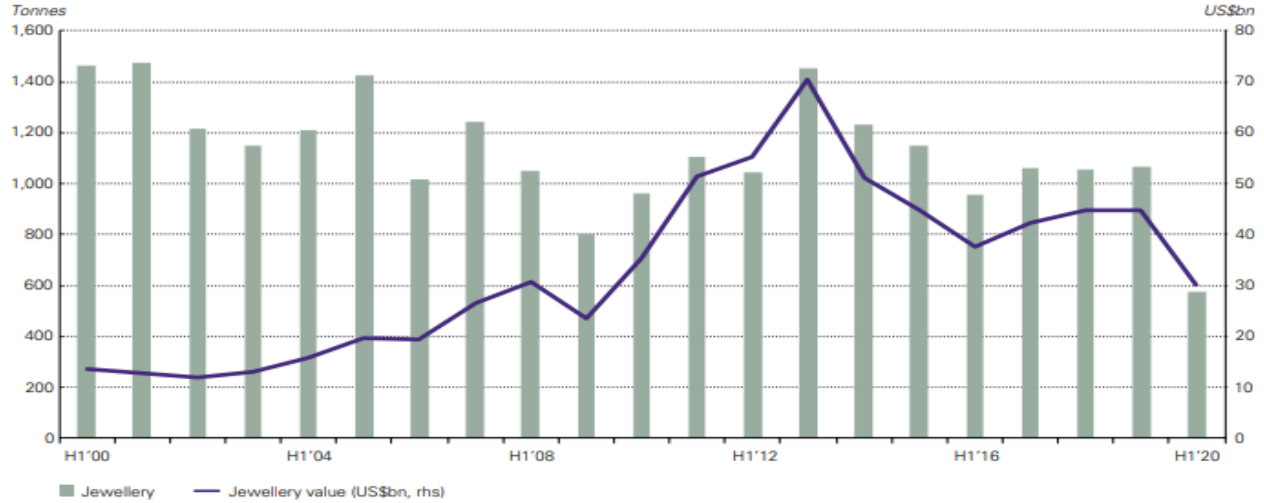
Source : Bloomberg

Le World Gold Council a publié son rapport trimestriel toujours très attendu quant à l'évolution de l'offre et de la demande d'or. Dans un environnement très perturbé par la crise sanitaire liée au Covid-19, et sans surprise, la demande a été très affectée et s'est contractée de 11% (1015.7t) par rapport à la même période l'année dernière. Sur les 6 premiers mois de l'année, la demande ressort ainsi en retrait de 6% (2076t).

A l'exception de l'investissement, tous les autres composantes de la demande se sont inscrites en net retrait au 2ème trimestre, et par conséquent pour le 1er semestre, par rapport aux périodes correspondantes en 2019.
La demande bijoutière a été particulièrement affectée par la Covid-19, affichant un recul supérieur à 50% au 2ème trimestre 2020 par rapport à 2019 (251.5t vs 529.6t > -53%), avec un effondrement de la demande indienne (-74% à 44t) et un recul assez marqué également en Chine (-33% à 90.9t). Ce faisant, la demande bijoutière pour le 1er semestre a totalisé 572t seulement, un niveau historiquement bas pour un 1er semestre, inférieur de presque la moitié par rapport à la moyenne observée sur 10 ans : 1106t.

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.

Evolution de la demande bijoutière en volume (tonnes) et en valeur (US Mds)



Source: Metal Focus – Refinitiv GFMS – ICE – World Gold Council

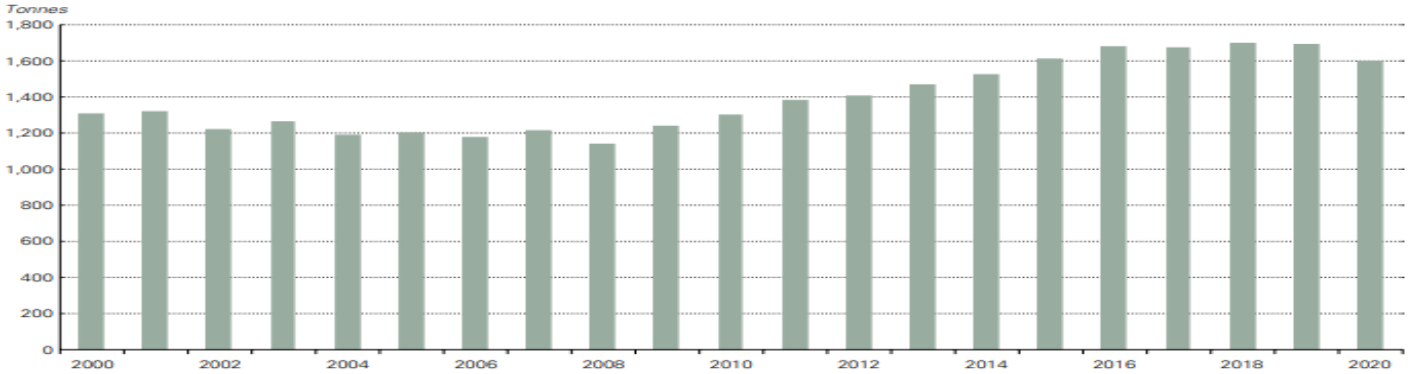
Les banques centrales ont été aussi à la peine Durant cette période, accaparées par la gestion de la crise sanitaire. Ainsi n'ont-elles accumulé « que » 114.7t au 2ème trimestre contre 231.7t au 2ème trimestre 2019 (-50%), pour un total de 233t au 1er semestre, en retrait de 39% par rapport à 2019 (385.7t).

Même tendance du côté de la demande industrielle, en baisse significative de 18% au T2 2020 (66.6t vs 80.7t au T2 2019), fortement impactée par le segment électronique en contraction de 14% à 55.6t vs 64.5 en 2019.

Côté investissement, bien que très contrastée dans le détail, la demande a littéralement explosé au 2ème trimestre, totalisant 582.9t, presque le double de celle observée en 2019 (295t). Pour l'ensemble du 1er semestre, la demande d'investissement s'est établie à 1130.7t, pour une valeur totale de $60 Mds, un record ! Plus en détail, si la demande en ETFs adossés à l'or physique a plus que quintuplé au 2ème trimestre par rapport à la période correspondante en 2019 (434t vs 76.1t), la demande en lingots et pièces, en revanche, s'est contractée de près d'un tiers à 148.8t contre 218.9t en 2019, avec un recul particulièrement marqué en Inde de 56% (19.8t vs 44.5t), à l'image de la demande bijoutière.

L'offre a été aussi affectée par le Covid-19, nombreuses sont les mines qui ont dû fermer quelques semaines/mois durant la période. Ainsi, la production minière a baissé de 10% au 2ème trimestre (776.8t vs 863.2t au T2 2019) et le recyclage s'est contracté de 8% (285.7t vs 310.6t au T2 2019). Pour l'ensemble du 1er semestre, la production minière a baissé de 5% (1603.6t), et pour la 1ère fois depuis 2008, revenant à son niveau du 1er semestre 2014. La Chine a été particulièrement affectée, avant un retour rapide à la normale.

Evolution de la production minière par semestre – 2000-2020 (tonnes)



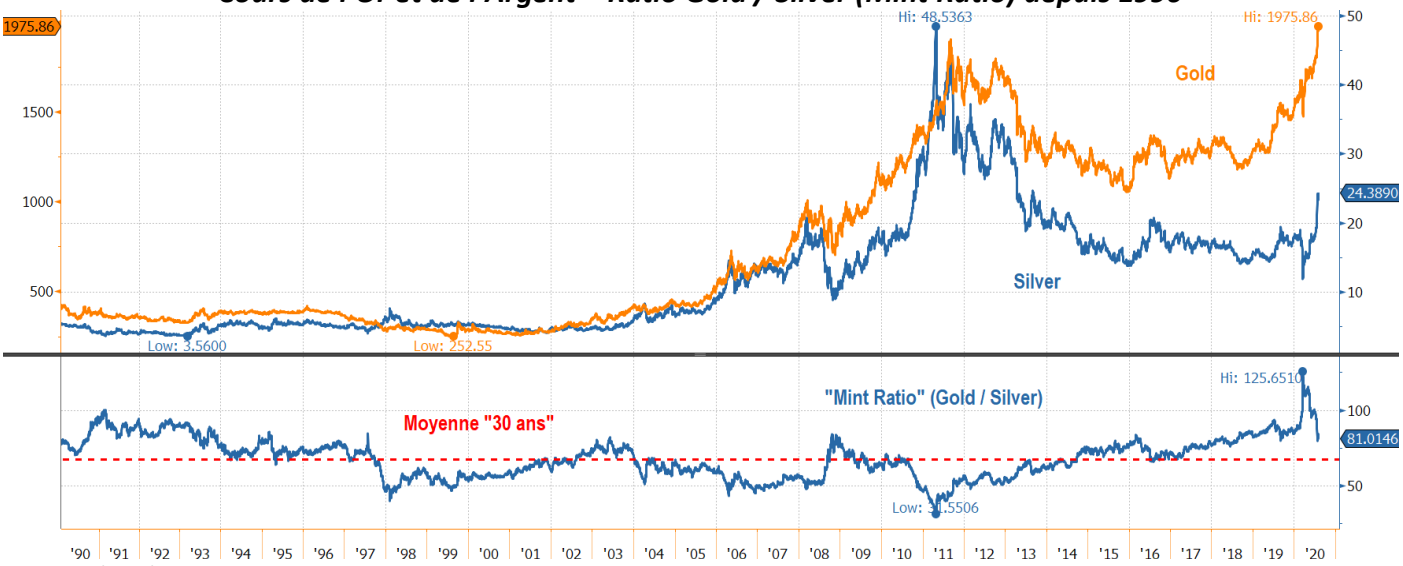
Source: Metal Focus – Refinitiv GFMS – World Gold Council

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.

Autres Métaux Précieux

Rebond spectaculaire de l'argent en juillet. Depuis le point bas observé en mars à moins de $12/oz ($11.64/oz), les cours de « l'or du pauvre » ont plus que doublé, terminant le mois à $24.4/oz, en hausse de près de 34%, après un point haut touché à $26.2/oz. De fait, le « Mint Ratio » (ratio Gold/Silver) s'est fortement contracté, revenant à 81x contre un point haut historique observé en mars à 125x. Malgré cette performance, il demeure toujours très au-dessus de la moyenne observée ces 10, 20 et 30 dernières années à 69.4x, 65.8x et 68x.

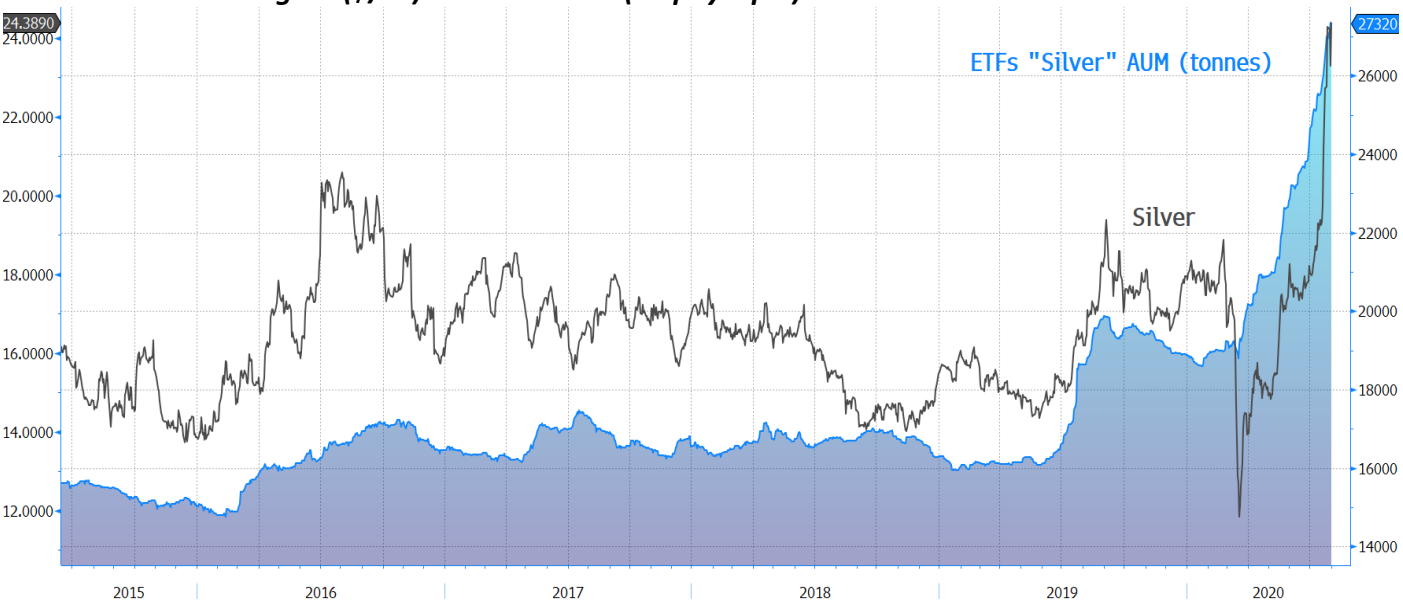
Cours de l'Or et de l'Argent – Ratio Gold / Silver (Mint Ratio) depuis 1990



Source : Bloomberg

Très forte activité également du côté des ETFs adossés à l'argent métal, avec des encours bondissant de presque 3.000 tonnes en juillet, atteignant un nouveau record avec l'équivalent de 27.320 tonnes, en progression de 8.445t depuis le début de l'année.

Cours de l'Argent ($/oz) - Encours ETFs (Or physique) - tonnes – Janvier 2015 > Juillet 2020



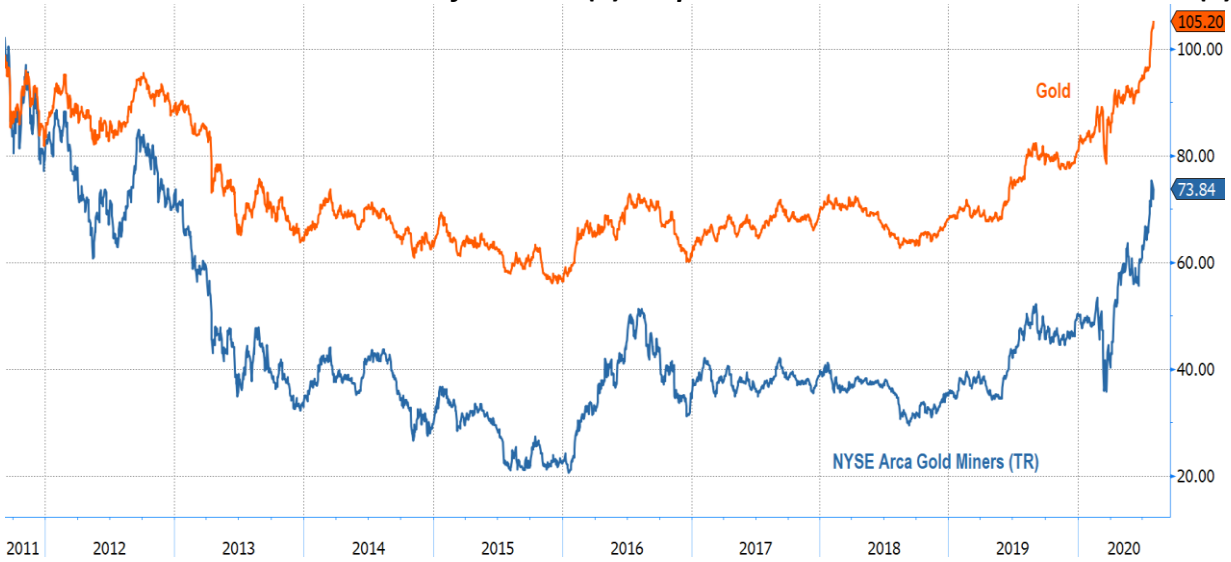
Source : Bloomberg

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.

Quid des Mines d'Or ?

Les mines aurifères ont bien profité de cet environnement en juillet, gagnant 17.65% ($), et une performance qui s'établit désormais à +46.8% ($) depuis le début de l'année (NYSE Arca Gold Miners NTE - $). La classe d'actifs des aurifères se compare toujours très avantageusement tant à l'or qu'aux actions globales sur une, trois, voire cinq années glissantes. Cependant, il faut noter que si les cours de l'or ont dépassé leur point haut de septembre 2011, cela est loin d'être le cas pour les mines d'or. En effet, elles sont toujours en retrait de 27.5% par rapport à leur point haut de 2011, bénéficiant pourtant de fondamentaux bien meilleurs, et notamment de bilans beaucoup plus solides. Leur potentiel d'appréciation demeure donc significatif.

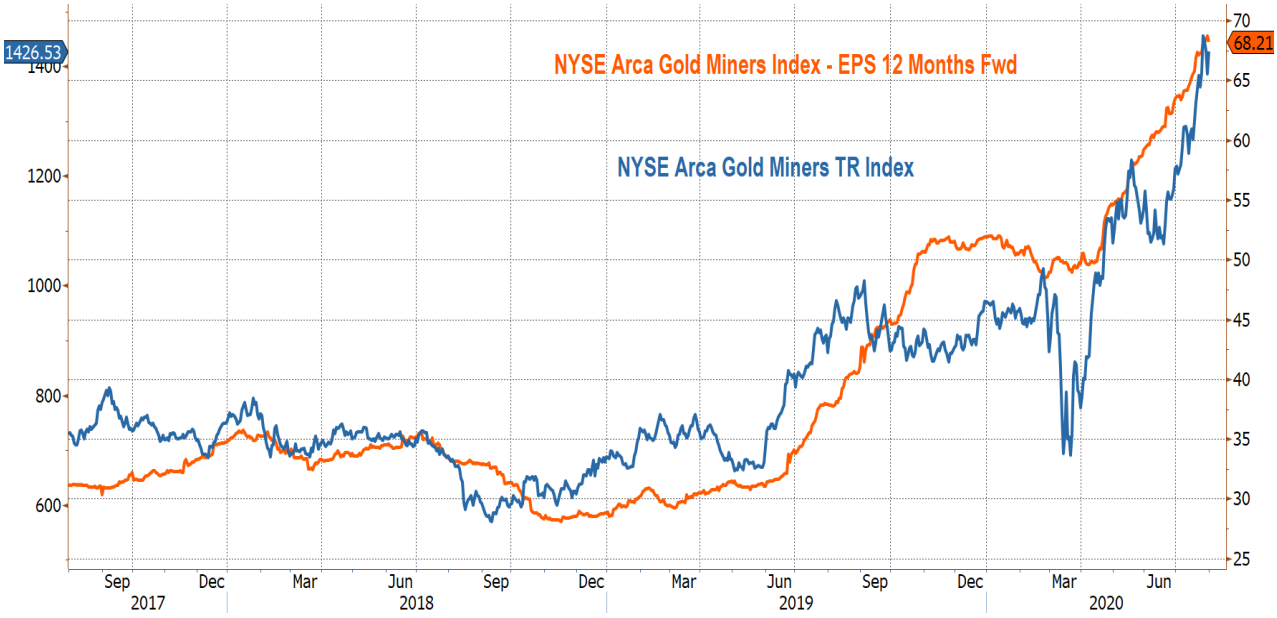
Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance ($) : Septembre 2011 > Juillet 2020 – base 100 ($)



Source : Bloomberg

Les perspectives bénéficiaires du secteur aurifère continuent de s'améliorer. Les bénéfices à 12 mois ont ainsi été révisés à la hausse de plus de 80% sur un an et de 31% depuis le début de l'année soutenant par là même la tendance du marché. La forte révision haussière des cours moyens de l'or en juillet, attendus maintenant en moyenne à $1722/oz pour 2020 contre $1500/oz en début d'année, a aussi contribué à cette tendance.

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

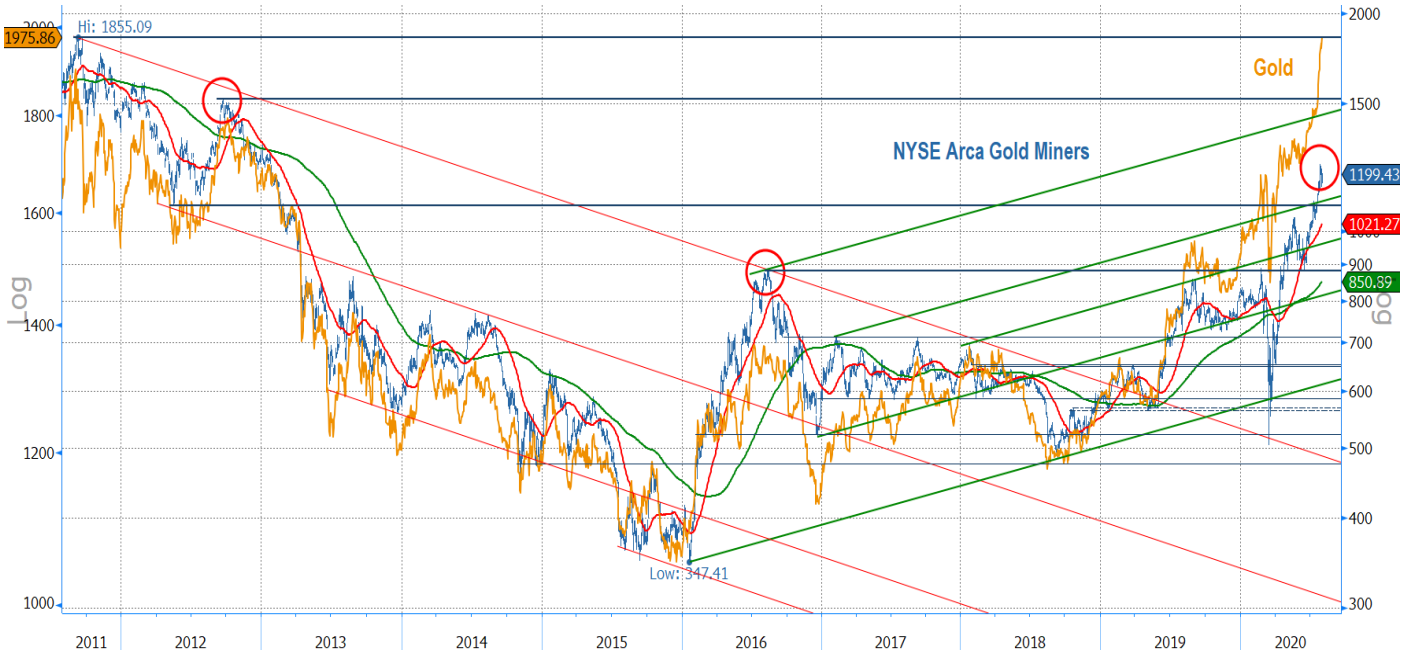


Source : Bloomberg

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.

Pour autant, si le momentum des mines aurifères demeure très positif, les investisseurs n'ont toujours pas pris en considération leurs perspectives bénéficiaires. Rappelons qu'en septembre 2011, quand les cours de l'or dépassaient les $1900/oz, comme c'est le cas aujourd'hui, ceux des mines d'or étaient 27.5% plus haut…

NYSE Arca Gold Miners & Gold – Juillet 2011 > Juillet 2020

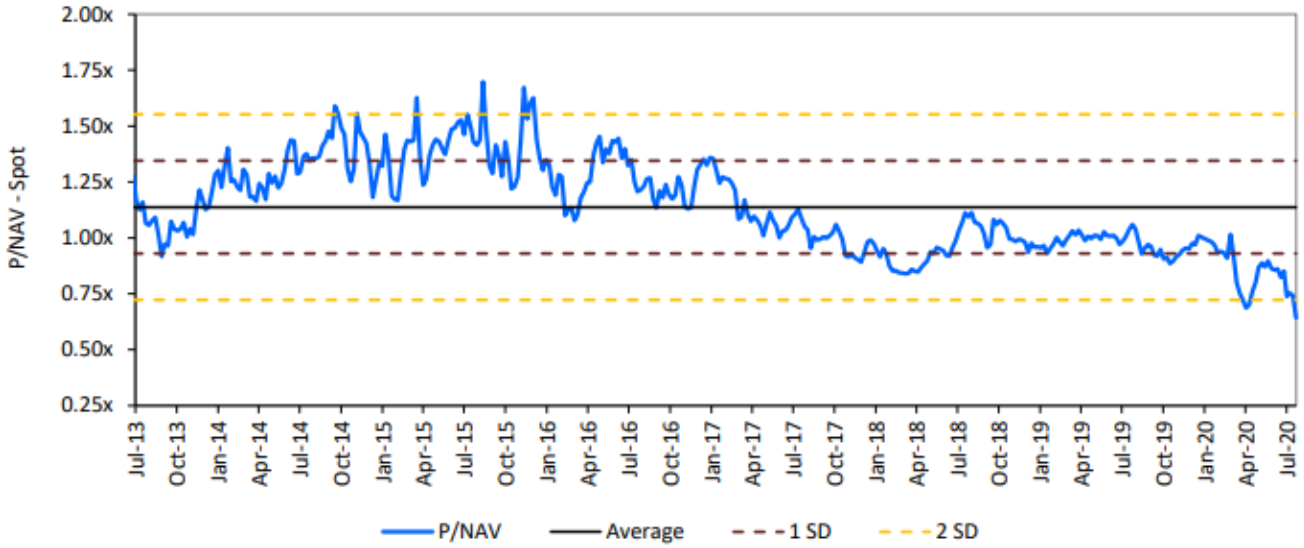


Source : Bloomberg

<u>Valorisation de l'Industrie Aurifère</u>.

Très loin de refléter la hausse des cours de l'or, la valorisation du secteur minier aurifère, en P/NAV, est au plus bas historique ! A moins de 0.75x la NAV, les multiples de valorisation sont plus de deux écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juillet 2013 (~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. Un retour à 1x la NAV, constituant normalement un plancher de valorisation pour ces actifs, toutes choses étant égales par ailleurs offrirait un potentiel de revalorisation de l'ordre de 30%/35%...

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

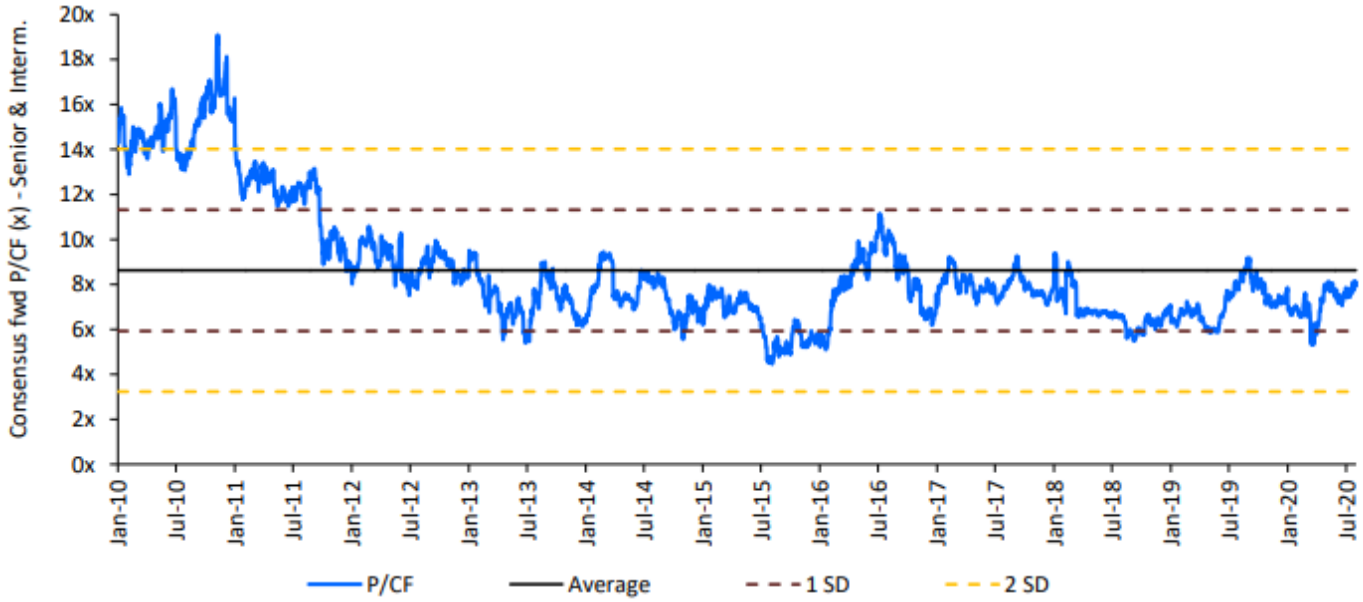


Source : RBC Capital Market - Bloomberg

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.

Côté P/CF, en revanche, les multiples se rapprochent de la moyenne observée depuis 10 ans : ~8.5x.

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



Source : RBC Capital Market - Bloomberg consensus

Achevé de rédiger le 4 août 2020

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 cpr-asset-management

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.