DECRYPTAGE

OR & MINES

2008 – 2020 : Bis Repetita Placent ?

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

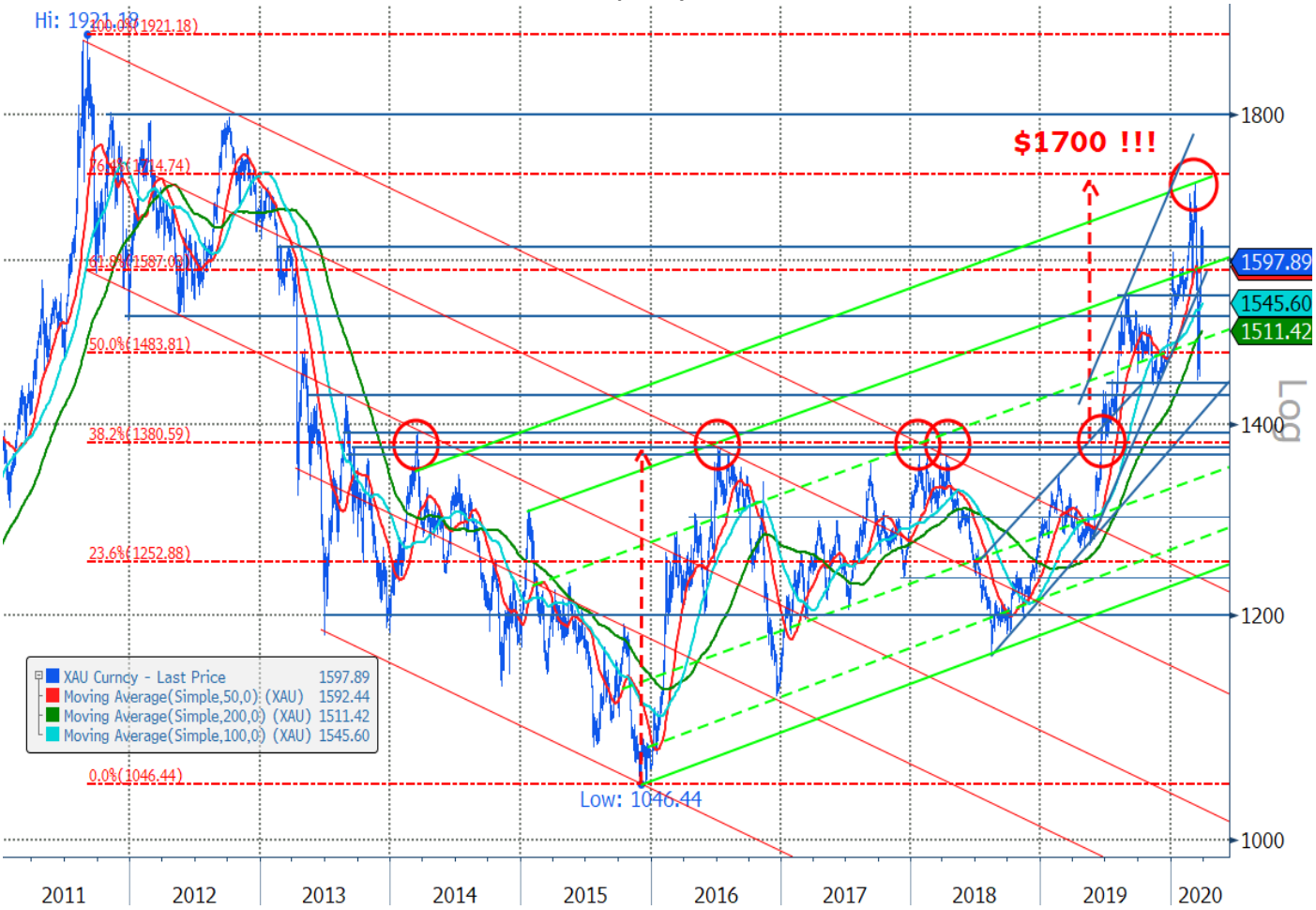
Très forte volatilité de l'or et des mines en mars, à l'image des marchés globaux. Après avoir culminé à $1703/oz (9 mars), au plus haut depuis décembre 2012, les cours de l'or ont littéralement plongé de plus de $250/oz en une semaine seulement pour toucher un point bas à $1451/oz (16 mars), avant de se reprendre pour clôturer le mois à $1598/oz, en hausse modeste de $12/oz (0.77%).

Même si les causes sont très différentes, la configuration des marchés observée en mars rappelle de plus en plus celle d'octobre 2008, lors de la chute de Lehman. Les banques centrales ont une fois de plus sorti l'artillerie lourde. Le « what ever it takes… » de Mario Draghi a été remplacé par des mesures sans précédent de la part de la FED et de la BCE. Jamais les bilans des banques centrales ($16.85 trillons au total) n'ont été aussi élevés. Sommes-nous au début d'un formidable rallye de l'or, à l'image de celui observé durant les 3 années qui ont suivi la crise de 2008 (Octobre 2008 : $682/oz > Septembre 2011 : $1921/oz) ? A suivre…

En attendant, la cible définie à $1700/oz en juin 2019 a été atteinte, et le marché a été tester, avec succès, son soutien à moyen-terme à $1440/$1460/oz ($1451/oz le 16 mars). En deçà, la zone de soutien à long-terme demeure à $1365/$1385/oz. Pas de remise en cause de la grande tendance haussière de l'or tant que ces zones serviront de soutien au marché. A la hausse, et au-delà de $1700/oz, les prochaines cibles sont à $1790/1803/oz (sommets d'octobre 2012, février 2012 et novembre 2011) puis $1921/oz (sommet historique de septembre 2011).

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.

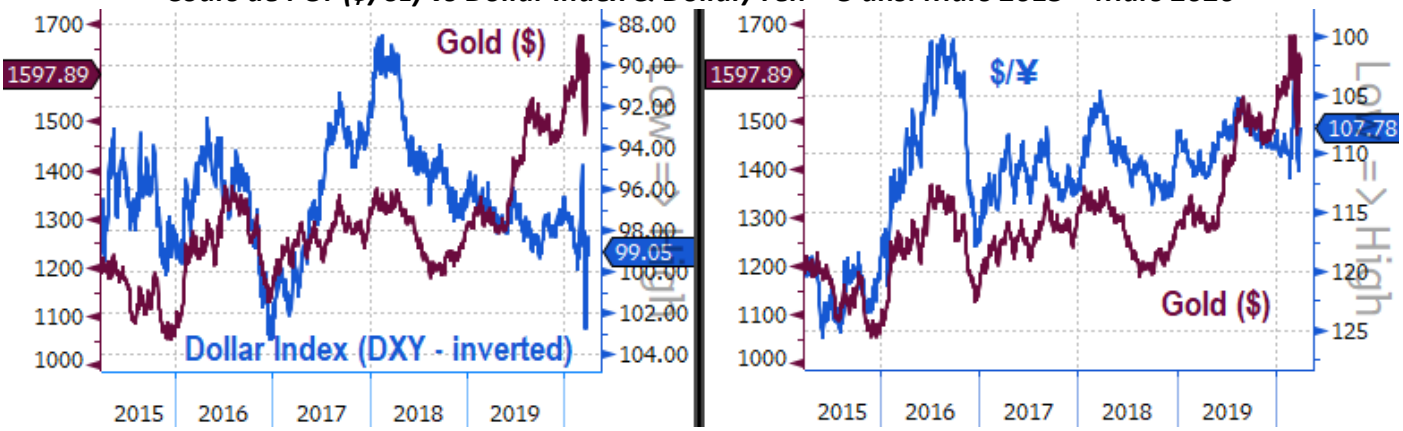
Evolution des cours de l'Or ($/oz) – Janvier 2011 > Mars 2020



Source: Bloomberg

Dans un climat de forte incertitude, la corrélation des cours de l'or et du dollar s'est poursuivie en mars. Le maintien des taux réels 10 ans US en territoire négatif constitue un soutien fort pour le métal jaune. A noter cependant leur très grande volatilité, avec un intervalle de plus de 100pb en mars (+0.60% / -0.55%). En revanche, les perspectives inflationnistes se sont nettement dégradées en mars, les taux « break-even » 10 ans US chutant à 0.55% avant de se reprendre à 0.93% en fin de mois. La question est maintenant de savoir si l'action massive des banques centrales pourrait faire repartir l'inflation.

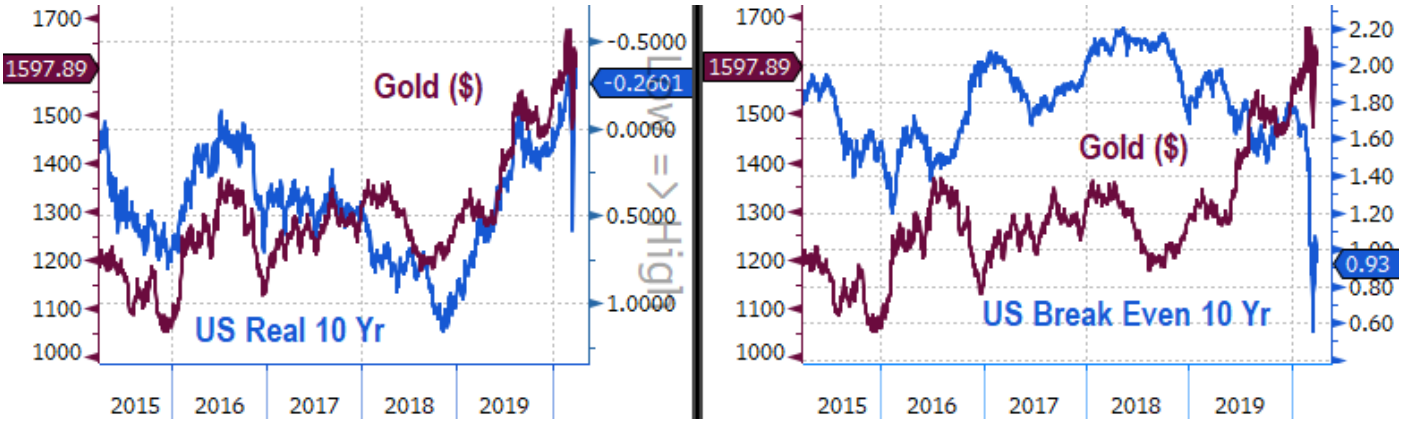
Cours de l'Or ($/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen – 5 ans: Mars 2015 > Mars 2020



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.

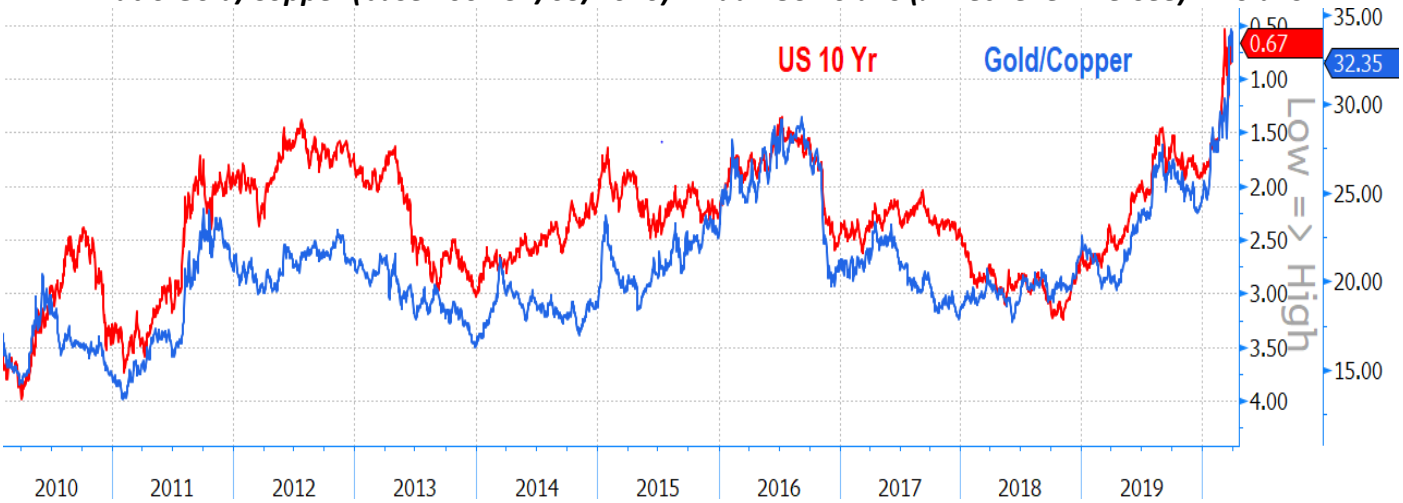
Cours de l'Or ($/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Break-Even 10Y – 5 ans: Mars 2015 > Mars 2020



Source: Bloomberg

Rarement les craintes récessionnistes n'ont été aussi fortes que cette année. L'illustration en est le ratio Gold/Copper, qui a touché un point haut historique à plus de 34x, affichant une très bonne corrélation inverse avec les taux 10 ans US, eux aussi au plus bas historique. A suivre de près…

Ratio Gold/Copper (base 100 : 31/03/2010) – Taux US 10 ans (% - échelle inversée) – 10 ans



Source: Bloomberg

Le marché de l'or physique continue d'être très actif. A noter qu'avec la fermeture de nombreuses raffineries, de plusieurs mines et des difficultés liées à l'acheminement du métal par avion, les tensions sur le marché du physique se sont fortement accentuées. Cette situation a généré des primes significatives sur les pièces et aussi sur les échéances les plus courtes des marchés à terme, et même quelque fois des structures de « backwardisation », très rarement observées sur le marché de l'or. Dans le même temps, les encours des ETPs adossés à l'or physique ont atteint un nouveau record en mars. L'équivalent de 2816 tonnes est maintenant investi sur ces supports, en hausse de 114 tonnes sur le mois, et de 238 tonnes depuis le début de l'année.

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.

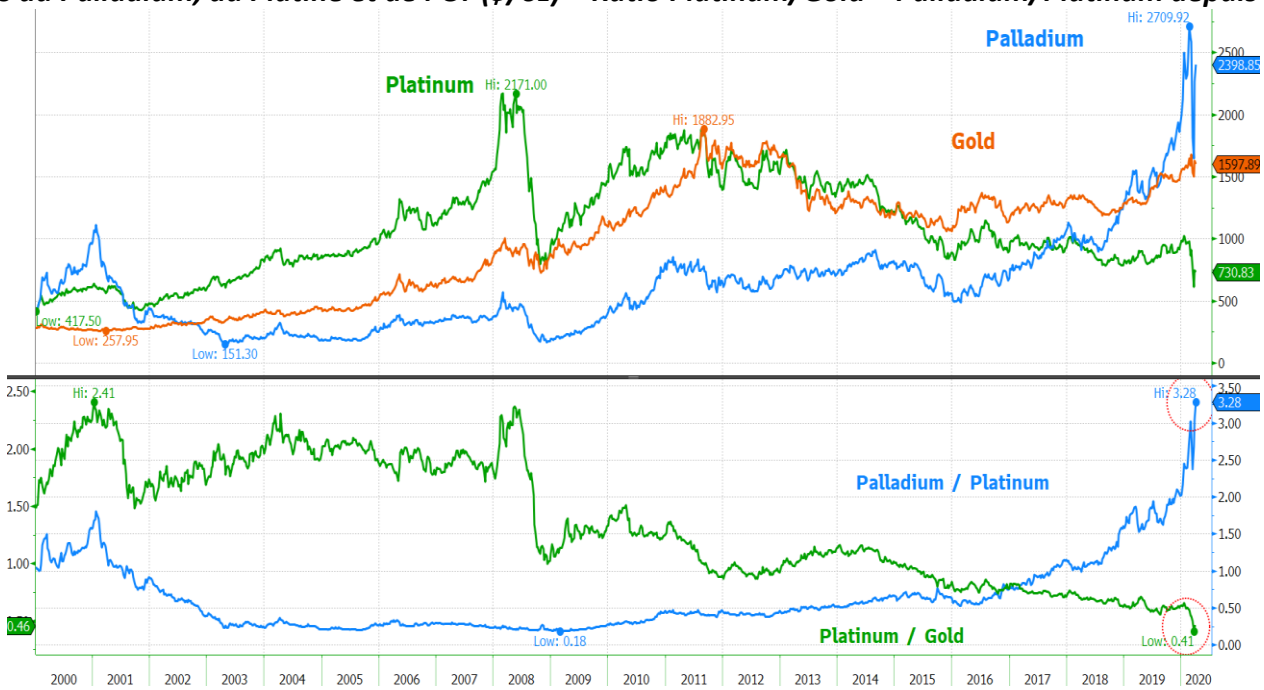
Cours de l'Or ($/oz) - Encours ETPs (Or physique) - tonnes – 2009 > Mars 2020

Source: Bloomberg

Autres Métaux Précieux

Volatilité extrême pour le palladium dont les cours ont évolué en mars entre $1495/oz et $2680/oz, soit un intervalle de presque 80% (!) avant de terminer le mois en baisse « limitée » de 8.3% ($). Le charme des marchés peu liquides en ces temps de crise…Environnement comparable pour le platine dont les cours ont évolué entre $564/oz (niveau vu la dernière fois en décembre 2002) et $917/oz, soit un intervalle de plus de 60%. En baisse de 15.6% ($) en mars, les cours du platine sont au plus bas historique relativement à ceux du palladium, le ratio Palladium/Platinum atteignant un nouveau record à 3.22x, mais aussi par rapport à ceux de l'or avec un ratio Platinum/Gold de seulement 0.41x.

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

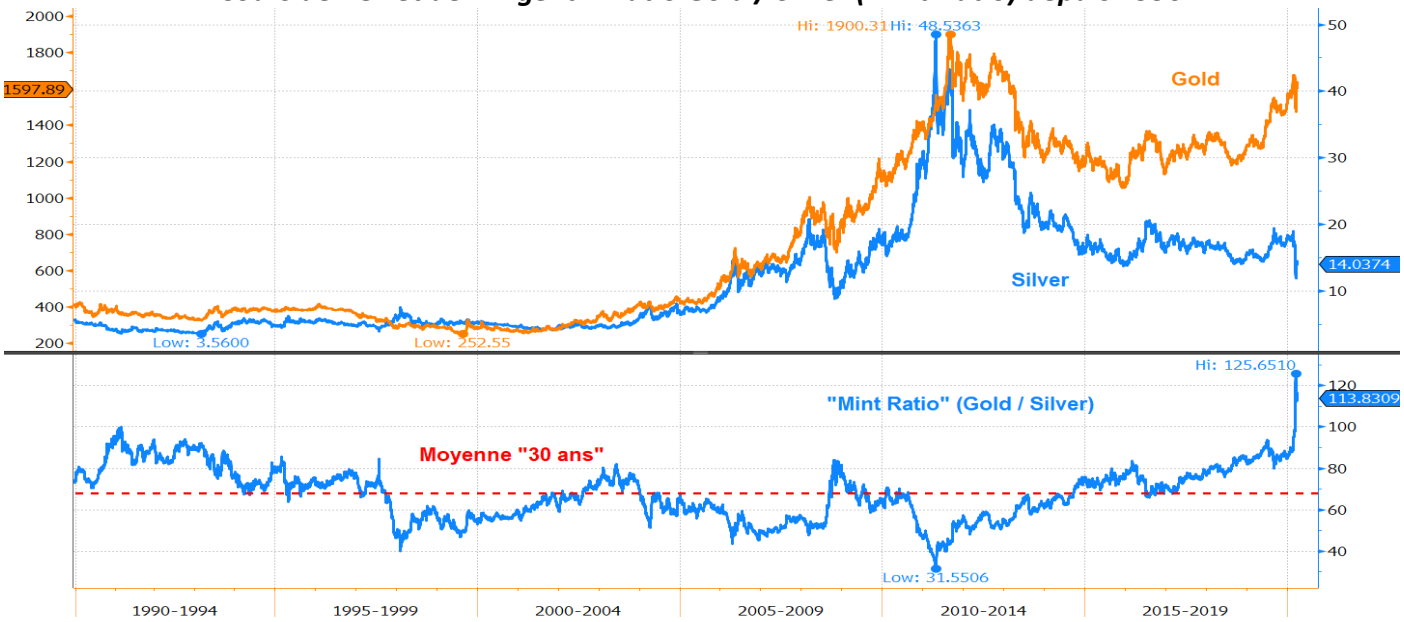


Source: Bloomberg

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.

Tendance déprimée pour l'argent métal également, dont les cours ont abandonné 15.8% ($) en mars. Le « Mint Ratio » (ratio Gold/Silver) a atteint un record historique à 125.65x (!), près de 2x supérieur aux moyennes observées sur 10 ans, 20 ans et 30 ans, respectivement à 68.2x, 65.0 et 67.7x.

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

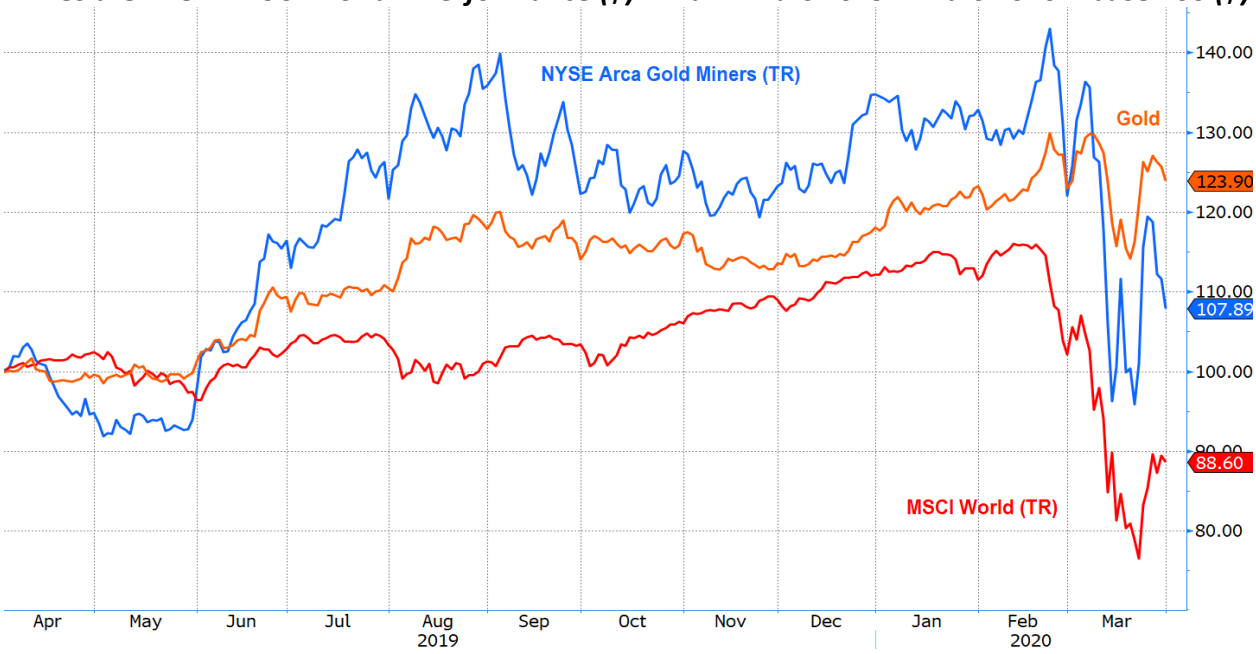


Source: Bloomberg

Quid des Mines d'Or ?

Mois difficile pour les mines aurifères, en recul de 11.6% (NYSE Arca Gold Miners TR) en mars. Au-delà de la très forte volatilité des marchés globaux et des tensions observées sur le marché du crédit, de nombreuses mines ont dû se mettre en maintenance, pour des raisons sanitaires liées au confinement, notamment en Amérique du Nord, et représentant au total près de 10% de la production mondiale. Depuis le début de l'année, alors que les cours de l'or ont progressé de près de 5% ($), les mines d'or ont chuté de ~20% ($ - GDM Index). Sur un an glissant – mars 19 / mars 20, la performance des mines (GDM Index - $) demeure positive (+7.9%), en retrait par rapport à celle de l'or (+23.9% - $), mais très au-dessus de celle des actions globales (MSCI World TR $: -11.4%)

Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance ($) – 1 an : Mars 2019 > Mars 2020 – base 100 ($)

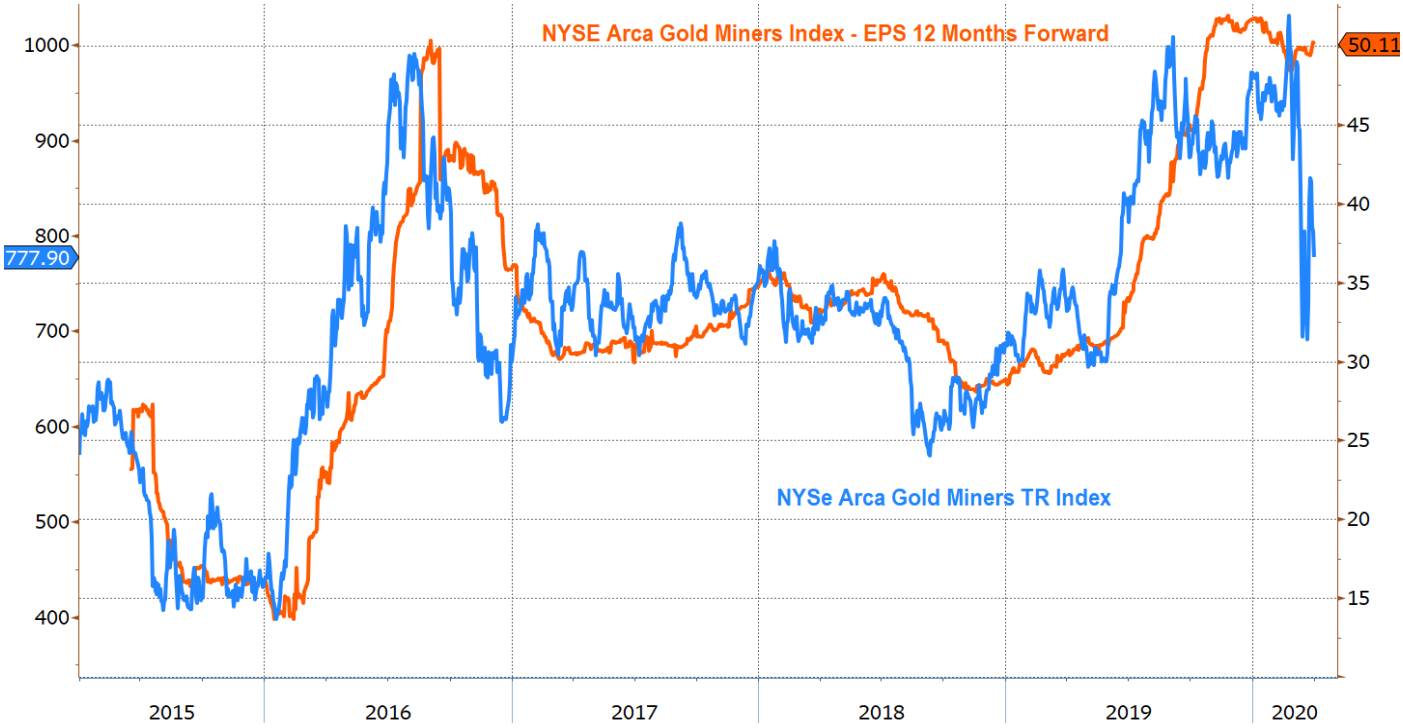


Source: Bloomberg

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.

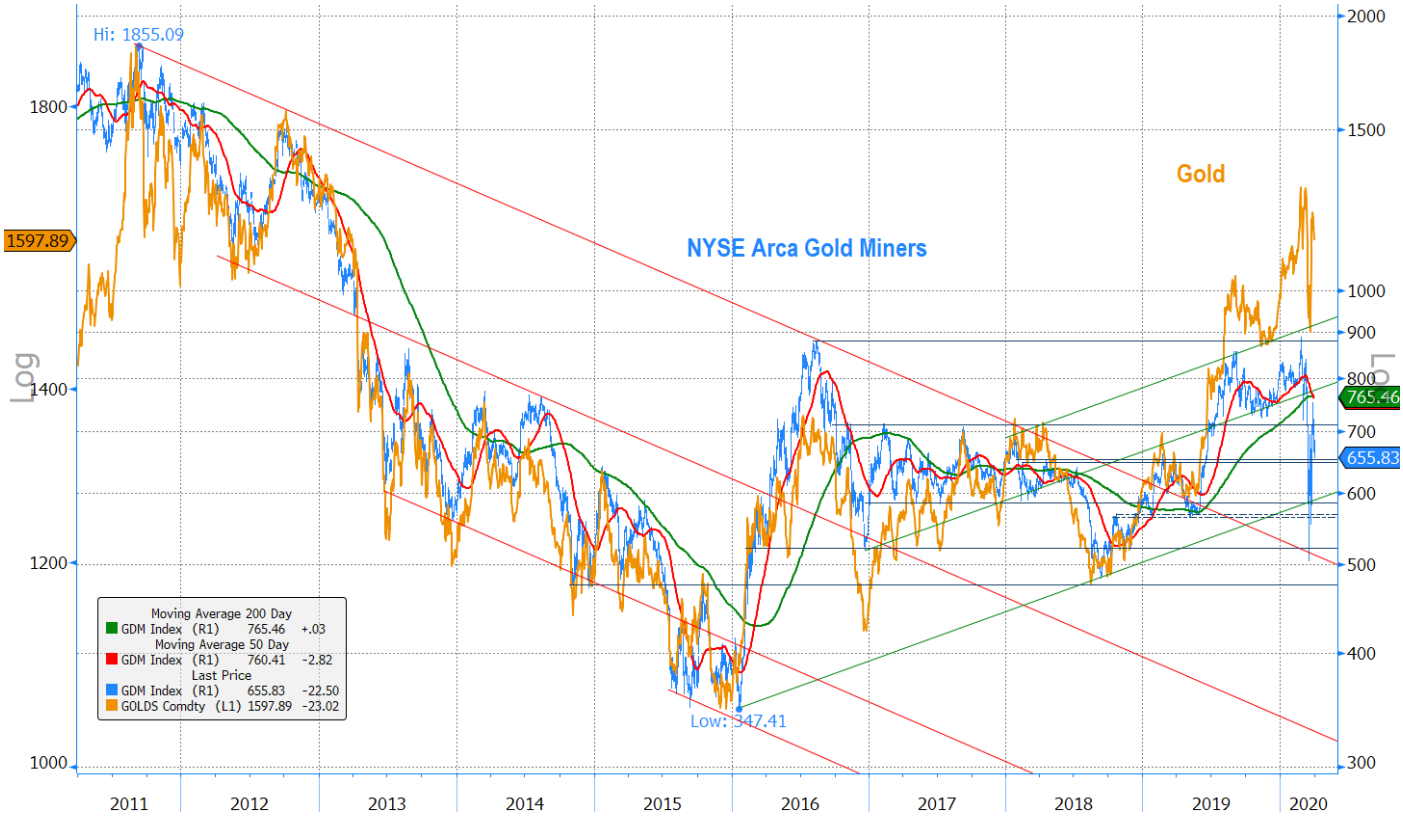
En dépit des fermetures de mines annoncées, les perspectives bénéficiaires du secteur aurifère se sont légèrement redressées en mars, affichant une progression de 64% sur un an. La révision en hausse ($54/oz) des cours moyens de l'or attendue pour 2020, aujourd'hui à $1554/oz vs $1500/oz en début d'année et de $1393 en 2019, a soutenu la tendance. A noter que les bénéfices attendus à 12 mois sont au niveau de ceux observés en septembre 2016. Le cours des mines était alors 27% plus haut

Evolution des Mines d'Or ($) & Bénéfice attendus 12 Mois Forward – 5 ans : Mars 2015 > Mars 2020



Source: Bloomberg

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



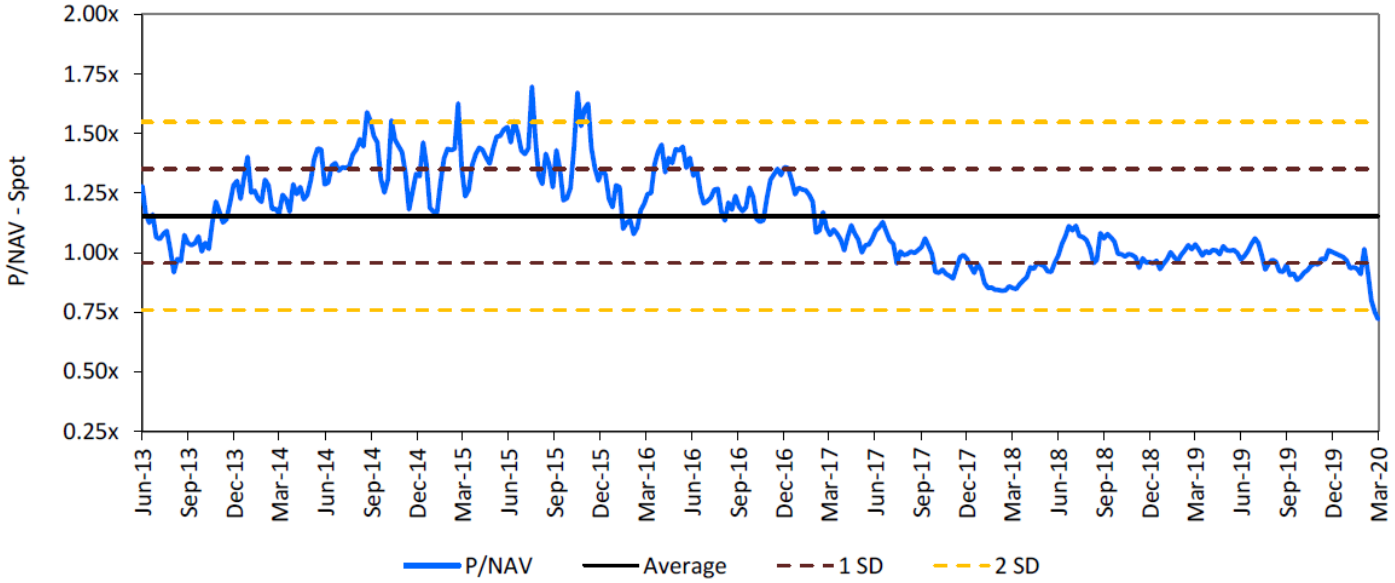
Source: Bloomberg

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.

Valorisation de l'Industrie Aurifère.

La baisse significative des mines dans un contexte de stabilité des cours de l'or a de nouveau entraîné une baisse des multiples de valorisation. A 0.75x P/NAV (spot), la valorisation du secteur se situe sur un point bas historique, plus de deux écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juin 2013 (~1.15x). Valoriser un actif minier à moins de 1x la NAV revient à intégrer une destruction massive de valeur sur la durée de la mine.

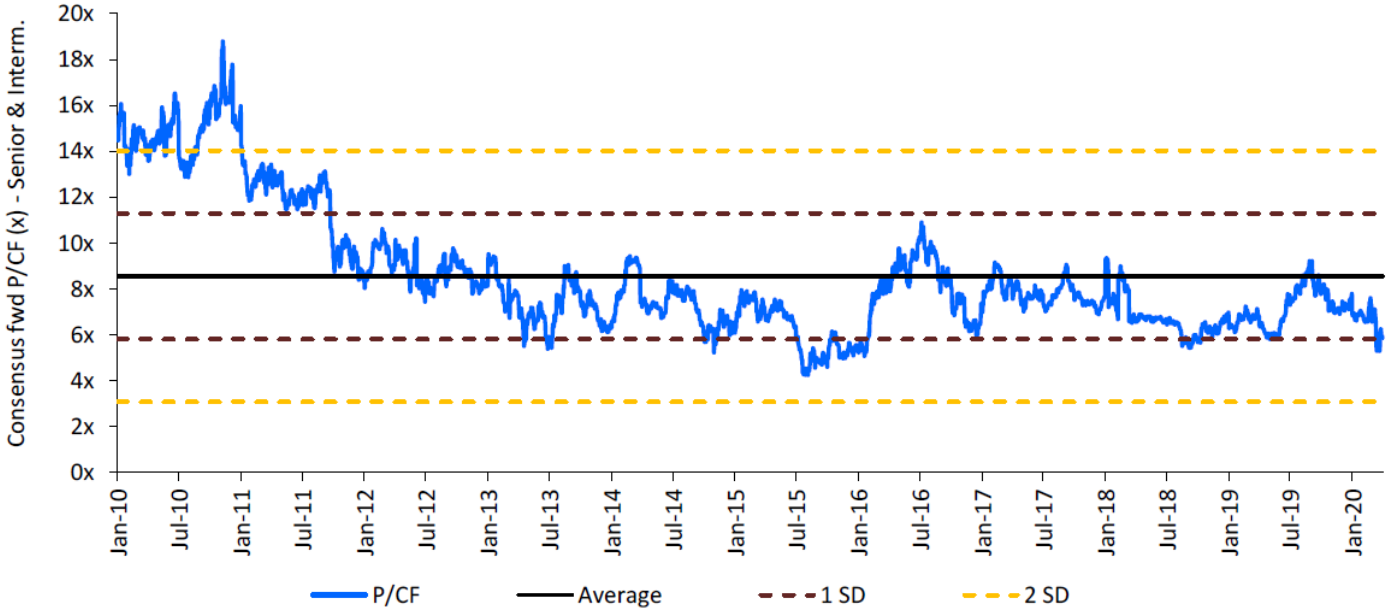
Mines d'Or – Evolution P/NAV – spot - (Senior, Intermediate & Junior) - depuis Juin 2013



Source: RBC Capital Market - Bloomberg

Côté P/CF, valorisation à moins de 6x, un écart-type en dessous 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 1er avril 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.

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