



Or & Mines - L'incertitude vient au secours de la relique barbare - Arnaud du Plessis - CPR AM

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

La montée en flèche de la volatilité des marchés a eu raison du pessimisme sur le marché de l'or dont les cours sont repassés au-dessus de la zone des \$1200/oz. Après un plus haut touché à \$1243/oz, niveau de juillet dernier, l'once d'or a reperdu un peu de terrain pour terminer octobre à \$1215/oz alors que les marchés globaux reprenaient quelques couleurs, après un des pires mois depuis 10 ans.

Evolution des cours de l'or (\$/oz) depuis janvier 2011



Source : Bloomberg

En ces temps troublés, l'or s'est notablement décorrélé des autres classes d'actifs. Vecteur de diversification par excellence, cela n'est pas la moindre de ses vertus, dans un environnement où peu d'actifs offrent aux investisseurs un réel refuge. Le coefficient de corrélation de l'or par rapport au MSCI World (hebdomadaire – 52 semaines), aujourd'hui de 0.17 pour une moyenne de 0.10 sur les 20 dernières années, l'illustre bien.

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.

Coefficient de corrélation (Hebdomadaire - 52 semaines) des cours de l'or et du MSCI World - 20 ans

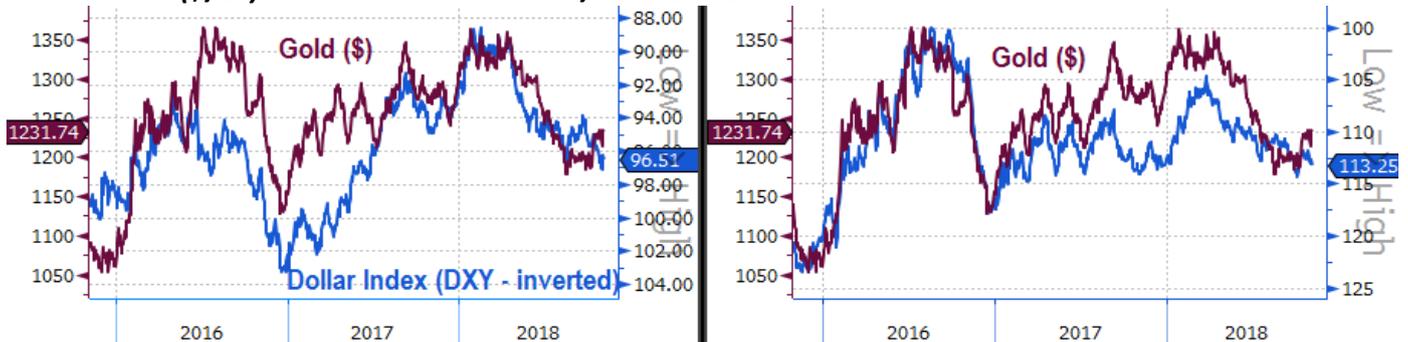


Source : Bloomberg

La résistance du métal jaune a été d'autant plus remarquable qu'en dehors de la nervosité des marchés, l'ensemble de ses « moteurs » étaient plutôt mal orientés. Pas de répit pour le dollar, au plus haut depuis juin 2017 (Dollar Index), bénéficiant à la fois de l'enlèvement de la guerre commerciale sino-américaine, de l'affaiblissement de l'euro avec la problématique italienne et du sterling avec l'impasse du Brexit.

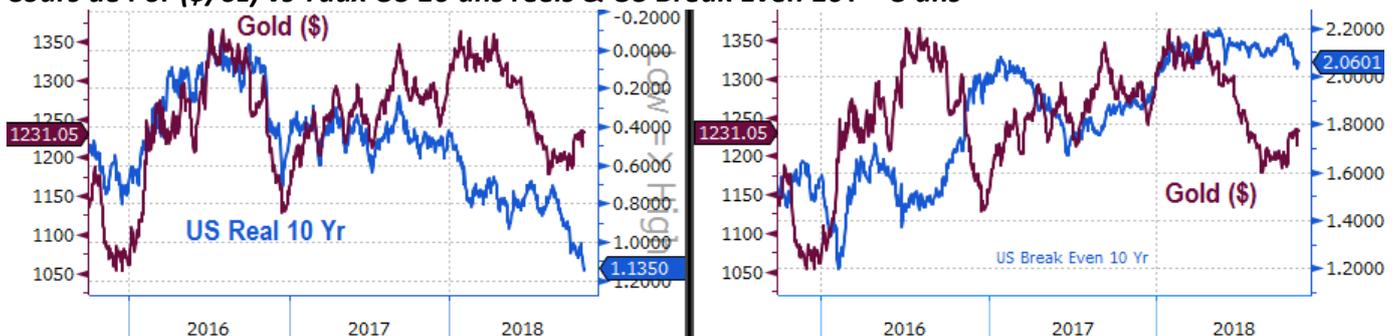
En dehors d'une crise financière majeure, et un dollar vu comme une valeur refuge, une accélération des cours de l'or au-delà de la zone des \$1235/1245/oz sera difficile sans un affaiblissement du billet vert. Et d'autant moins que les taux d'intérêt réels US continuent de se tendre, en l'absence d'accélération de l'inflation. La perception par les marchés d'un infléchissement de la politique monétaire US, associée à la normalisation à venir de celle menée par la BCE pourrait changer la donne...

Cours de l'or (\$/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen -3 ans



Source : Bloomberg

Cours de l'or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Break Even 10Y - 3 ans

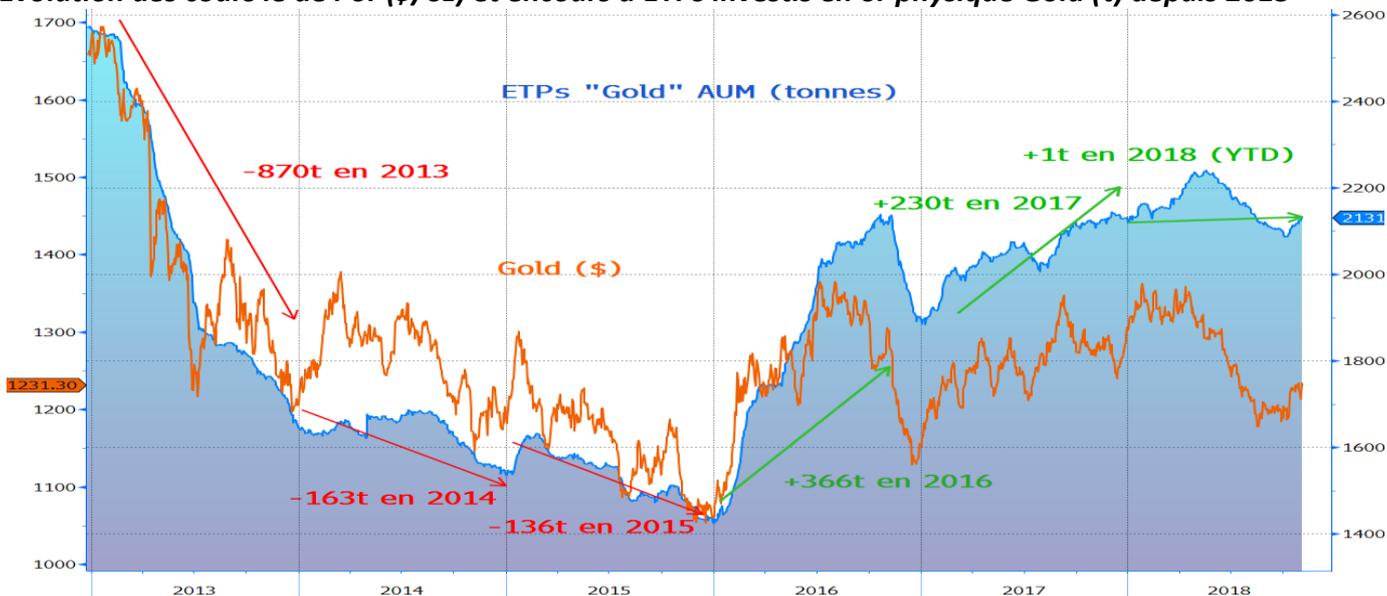


Source : Bloomberg

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.

Regain d'intérêt sur le « physique », avec l'équivalent de 40 tonnes accumulées depuis le point bas du 5 octobre, et faisant suite à une liquidation de plus de 150 tonnes depuis mi-mai. Même tendance sur les marchés à terme (COMEX), et des positions nettes revenues en territoire positif, en augmentation de 85.4k lots, soit 8.54Moz (~265.6 tonnes), mais en raison principalement de rachats de positions « short ».

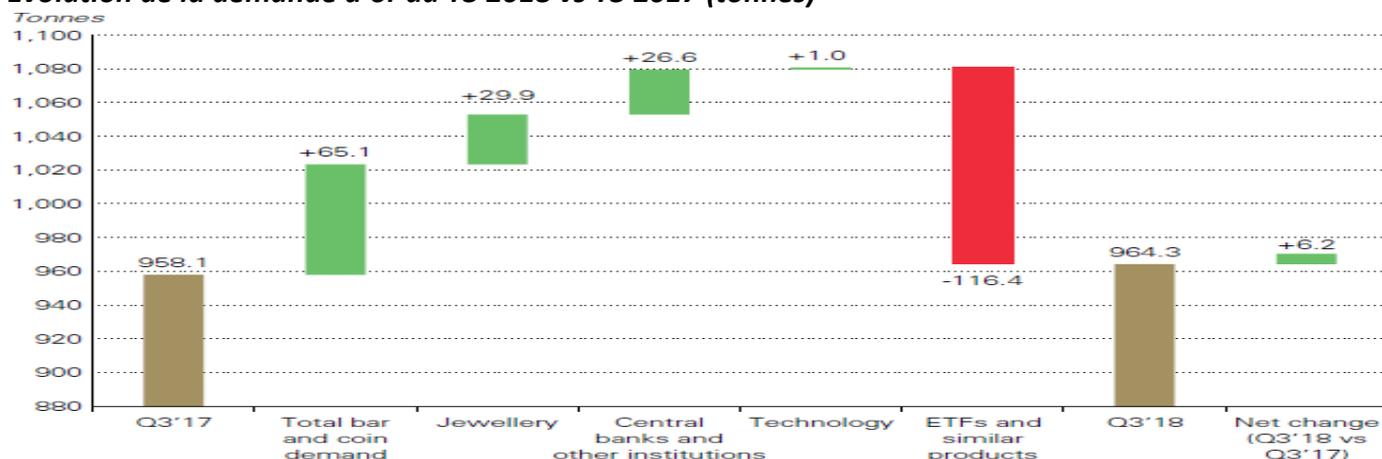
Evolution des cours de l'or (\$/oz) et encours d'ETPs investis en or physique Gold (t) depuis 2013



Source : Bloomberg

Le World Gold Council vient de publier son rapport trimestriel concernant l'évolution du marché de l'or. Après la baisse de ces derniers trimestres, la demande globale s'est légèrement redressée. Un total de 964,3 tonnes a été accumulé au 3^{ème} trimestre, soit 6,2 tonnes de plus par rapport au 3^{ème} trimestre 2017.

Evolution de la demande d'or au T3 2018 vs T3 2017 (tonnes)



Source : Metals Focus – World Gold Council

A l'exception notable des ETFs adossés à l'or, la demande de l'ensemble des compartiments a augmenté. La plus forte progression repose sur la demande en lingots et pièces (+65,1t pour un total de 298,1t), en cette période marquée par de fortes dévaluations monétaires. La Chine et l'Inde ont été particulièrement actifs avec des achats en hausse respective de 25% (pour un total de 86,5t) et 11% (pour un total de 34,4t). La demande bijoutière continue de se redresser, en augmentation de 6% annuellement, pour un total de 535,7t, soit 55,55% de la demande totale d'or. Là aussi, la Chine et l'Inde ont été très dynamiques avec une demande en augmentation de 10% et pour des quantités respectives de 174,2t et 148,8t. Par ailleurs, les banques centrales ont accéléré leurs achats, en hausse de 22% par rapport au 3^{ème} trimestre 2017, les plus importants depuis 2015. Le trio de tête (Russie, Turquie, Kazakhstan) demeure bien présent.

Ainsi, la Russie a-t-elle accumulé 92,2t supplémentaires, portant ses réserves à plus de 2000 tonnes, équivalent à 17% de ses réserves de changes. Quant à la Turquie et le Kazakhstan, ce sont respectivement

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.

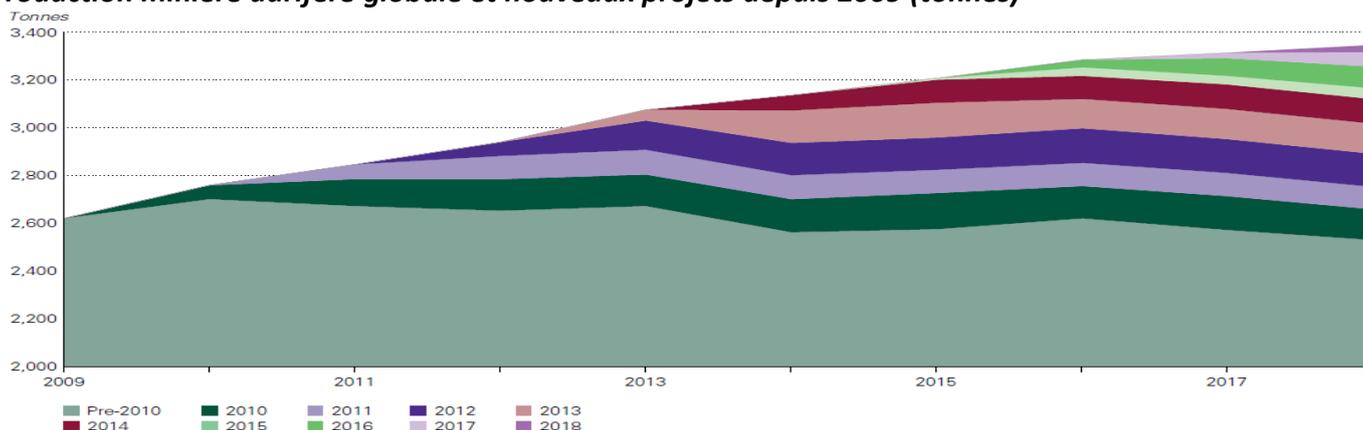
18,5t et 13,4t qui ont été achetées durant la période. On notera aussi le grand retour de la banque centrale indienne (+13,7t) et aussi polonaise (+13,7t).

Pas de grand changement du côté de l'industrie, dont la demande n'a progressé que de 1 tonne (total : 85,3t)

Situation inverse du côté des ETF adossés à l'or, avec une liquidation de 116,4t contre des achats nets de 13,2t au 3^{ème} trimestre 2017. Même si les ventes ont ralenti en fin de trimestre, septembre a constitué le 4^{ème} mois consécutif de ventes nettes, situation inconnue depuis 2014.

Face à cette légère augmentation de la demande globale, l'offre a décliné de 2%, mais demeure excédentaire de 197,2t (1161,5t vs 964,3t). Dans le détail, la production minière a augmenté de 2%, avec un record trimestriel de 875,3t. En revanche, les compagnies minières ont racheté l'équivalent de 20 tonnes de « hedges » et le recyclage s'est contracté de 4% à 306,3 tonnes.

Production minière aurifère globale et nouveaux projets depuis 2009 (tonnes)



Source : Metals Focus

Autres métaux précieux

L'argent métal n'a pas profité du regain d'intérêt pour l'or, clôturant le mois sur un léger repli. Le « Mint Ratio » (ratio or/argent) a établi un plus haut depuis mars 1995 à 85.02, très au-dessus des moyennes observées depuis 10 ans, 20 ans et 30 ans, respectivement à 65.5x, 62.7x et 66.9x. Clairement, « l'or du pauvre », comme on le surnomme souvent, ne possède pas les mêmes vertus défensives que le métal jaune.

Cours de l'or et de l'argent métal – Ratio Gold / Silver (Mint Ratio) depuis 1995 – (weekly)

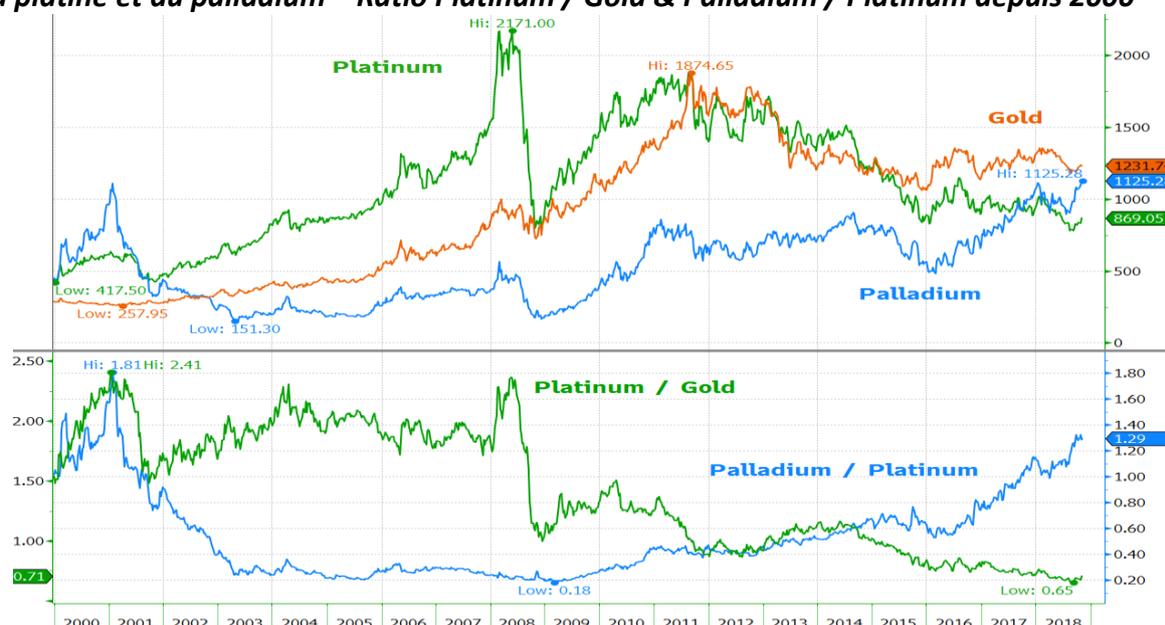


Source : Bloomberg

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.

Configuration toujours divergente des platinoïdes, avec d'un côté une tendance toujours très ferme des cours du palladium, dont le ratio des cours contre ceux du platine a touché un point haut depuis mars 2001 à 1.32x, et de l'autre ceux du platine, proches du point bas de 2008 et dont le ratio des cours contre ceux de l'or (0.69x) est toujours proche du point bas historique de septembre dernier.

Cours du platine et du palladium – Ratio Platinum / Gold & Palladium / Platinum depuis 2000

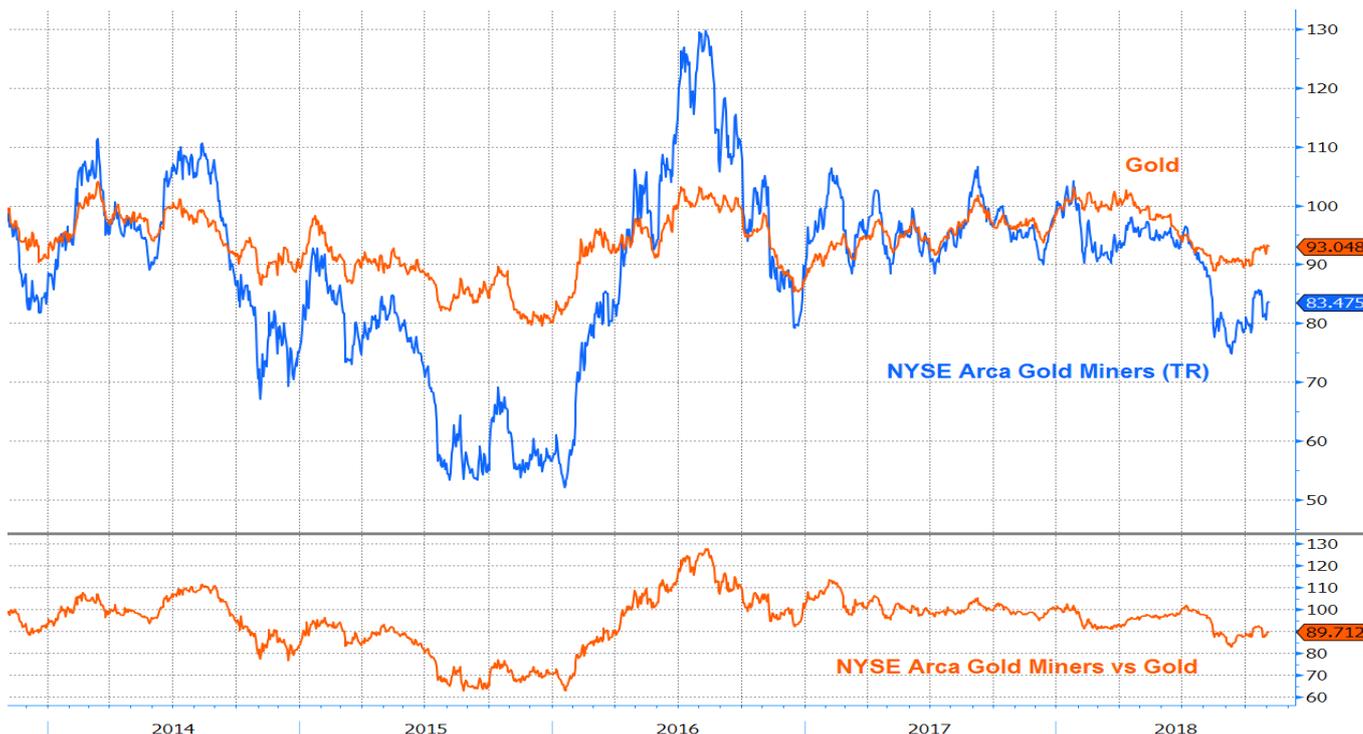


Source : Bloomberg

Quid des mines d'or ?

Légère hausse des minières aurifères en octobre, en ligne avec celle des de l'or. L'écart de performance accumulé depuis le début de l'année se maintient à ~10% (\$). La saison des résultats trimestriels s'achève et ne restera pas dans les annales. Avec une moyenne trimestrielle de \$1212/oz contre \$1307/oz au 2^{ème} trimestre, et \$1278/oz au 3^{ème} trimestre 2017, l'évolution des cours de l'or n'est pas venue au secours des compagnies minières dont les coûts totaux de production ont amorcé par ailleurs une remontée estimée à ~8.7% au T3/18 vs T3/17 (\$662 vs \$609).

Performance (\$) de l'or et des mines d'or – ratio mines/or – 5 ans - base 100 : 31/10/2013



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.

Difficile d'imaginer dans ces conditions un enthousiasme du marché et des analystes dont les attentes bénéficiaires ont été revues en baisse de près de 13% sur un an glissant. Mais le rebond des mines depuis mi-septembre semble indiquer qu'un point bas opérationnel a peut-être été atteint au T3.

Performance re-basée des mines d'or (\$) et Earning momentum - 1 an – base 100 : 31/10/2017



Source : Bloomberg

Les mines d'or ont amorcé en effet un rebond notable depuis leur point bas de septembre. Le franchissement de la zone \$1235/1245/oz pérenniserait cette reprise avec pour 1^{er} objectif le point bas de mars dernier, ~8% au-dessus du niveau actuel.

NYSE Arca Gold Miners – depuis janvier 2011



Source : Bloomberg

Valorisation de l'industrie aurifère.

A 1x P/NAV, la valorisation moyenne des mines d'or ne prend en considération aucune découverte ni développement supplémentaire par rapport à l'existant, et se situe à un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis plus de 10 ans.

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.

Mines d'or – Evolution P/NAV (Senior, Intermediate & Junior Gold Miners) depuis juin 2008



Source : RBC Capital Market estimates at spot

L'analyse des P/CF corrobore cette approche – proche des 6x P/CF, la valorisation du secteur aurifère se situe très en-deçà de la moyenne observée ces 6 dernières années (7.4x) et encore davantage de celle des 12 dernières années (10.7x), permettant d'espérer un re-rating significatif quand toutes les conditions seront réunies.

Mines d'or – Evolution P/CF – (Tier 1 & Tier 2 producers) depuis janvier 2006



Source : RBC Capital Market estimates at spot

Achévé de rédiger le 5 novembre 2018

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.cpram.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 septembre 2018)

- Plus de 47 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.



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.

