



Fin de tendance ? Rien n'est moins sûr...

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



Arnaud du Plessis
Gérant Actions Thématiques



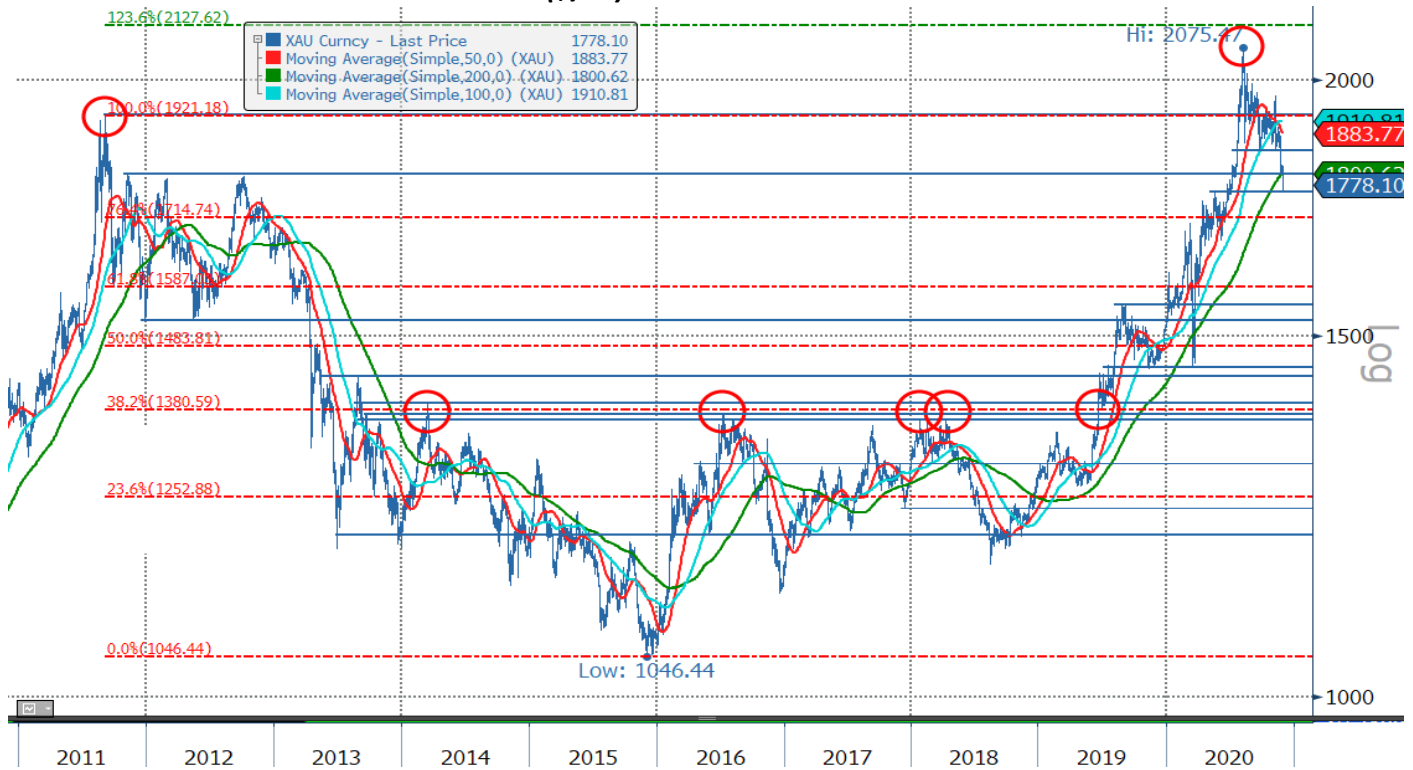
Vafa Ahmadi
Directeur des Actions
Thématiques chez CPR AM

Alors que les marchés globaux ont enregistré un nouveau record sur fonds d'espoir de vaccins développés par Pfizer/BioNTech, Moderna ou Astra Zeneca, le marché de l'or et des mines, qui avait bien profité de la crise sanitaire, a accusé le coup. En recul de ~100\$/oz (-5.4 %) en novembre, l'or enregistre son plus mauvais mois depuis novembre 2016. Assistons-nous à un retournement de tendance durable ?

A noter qu'en dépit de l'euphorie observée sur les marchés d'actions - novembre constituant le meilleur mois depuis janvier 1975 pour le MSCI World NTR (!) - l'or (\$) parvient à maintenir la tête hors de l'eau avec une performance toujours positive de 16.8% depuis le début de l'année. Tout n'est donc pas encore perdu...

Après avoir successivement enfoncé les zones de soutien définies à \$1848/1852/oz et \$1790/1803/oz, les cours de l'or ont touché un point bas à \$1764.8/oz, soit un plus bas depuis juillet 2020. Le marché est maintenant survendu. La rupture de \$1765/oz, sommet de mai 2020, donnerait une nouvelle indication négative avec pour cible la zone \$1670/1703/oz (creux de mai et sommet de mars 2020). A la hausse, le franchissement de \$1848/1852/oz sera maintenant nécessaire pour avoir une 1^{ère} indication positive.

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

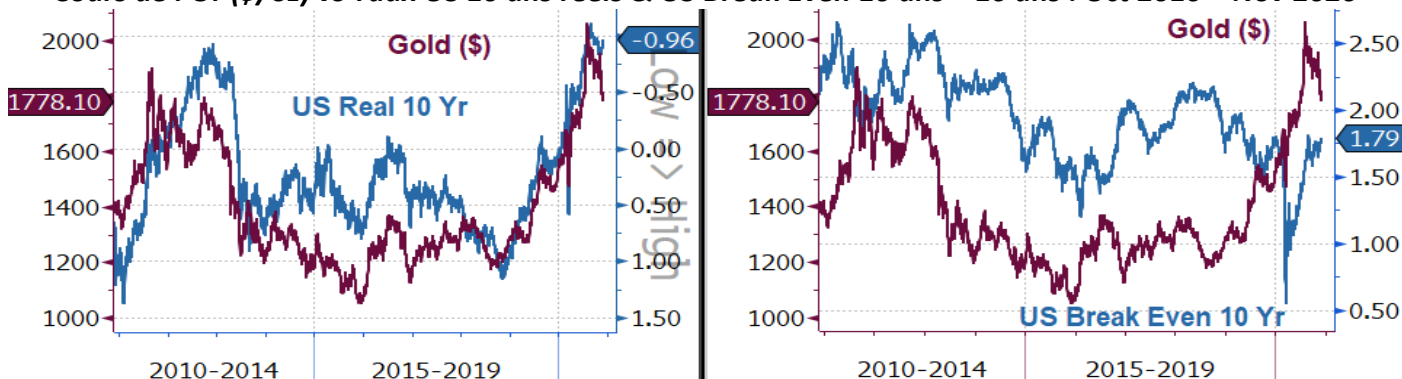


Évolution des cours de l'Or (\$/oz) – Mai 2020 > Novembre 2020



Du côté des marchés directeurs de l'or, la situation semble beaucoup moins inquiétante, avec un changement de régime notable en fin de période. En effet, à l'exception de la baisse de la parité yen/dollar, indiquant une moindre aversion au risque des investisseurs, tous les autres indicateurs sont au vert. A commencer par les taux réels US à 10 ans qui se contractent de 12pb à -0.96%, principalement du fait de la remontée des perspectives inflationnistes, soulignée par la remontée du Break Even US à 10 ans de 13pb à 1.79%. Soutien également du côté du dollar US qui s'affaiblit de nouveau (Dollar Index : -0.39% en novembre).

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



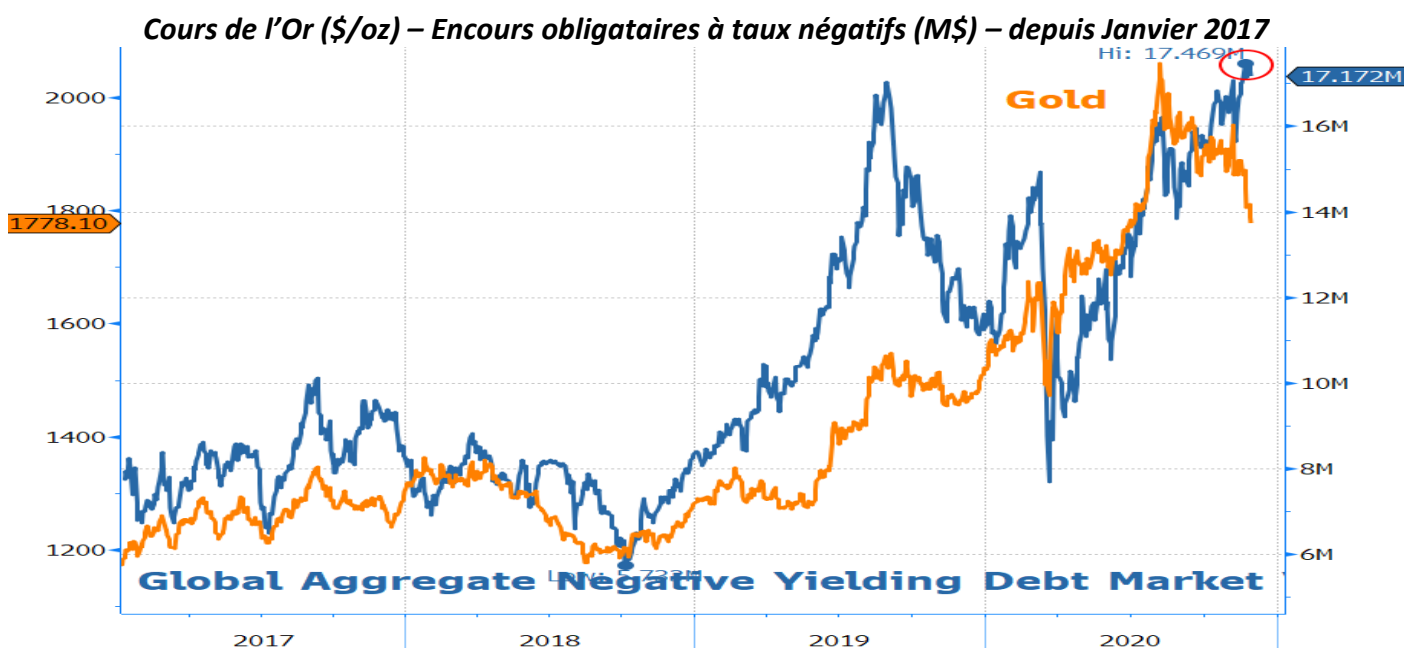
Source : Bloomberg

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



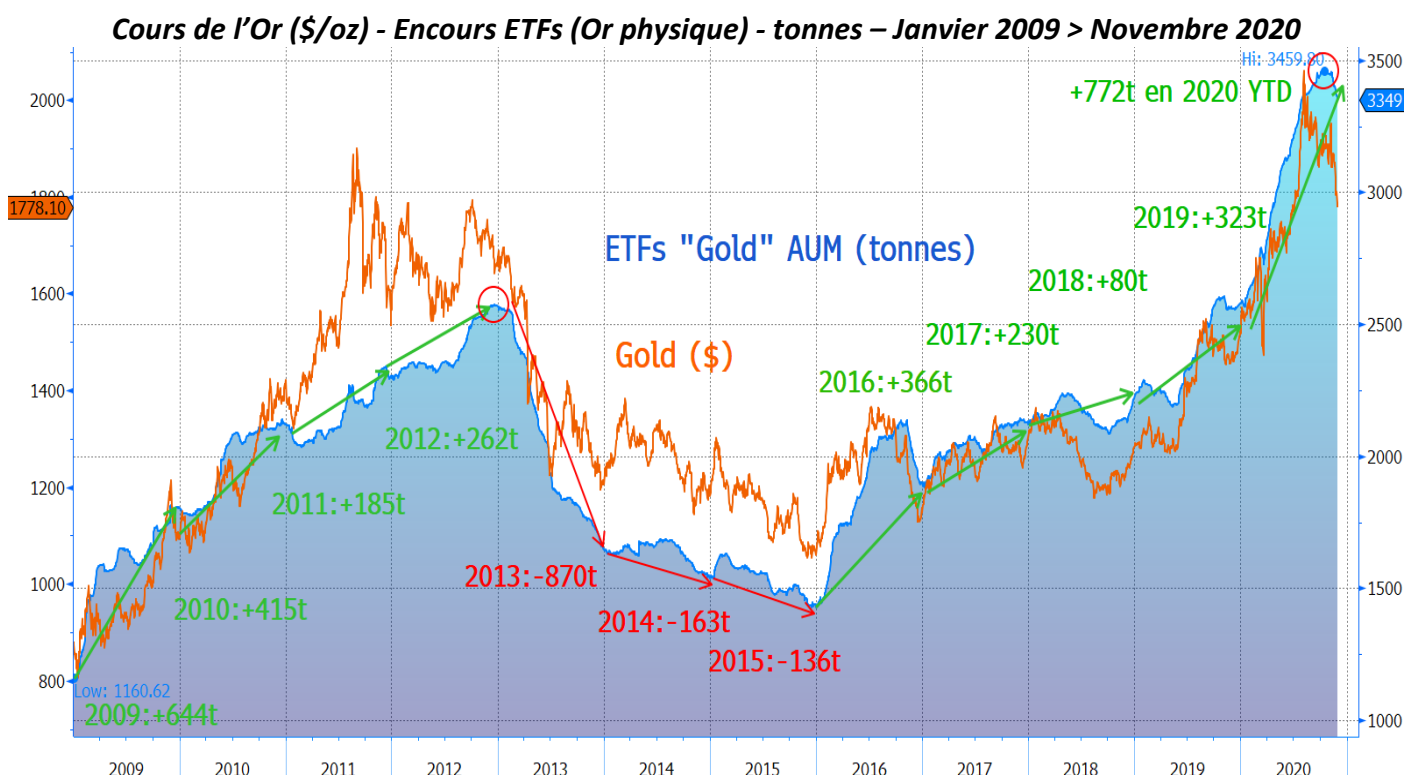
Source : Bloomberg

L'encours des emprunts obligataires offrant un rendement négatif a continué de progresser, avec un nouveau record à la clé : \$17.47Tn. De quoi dissuader les investisseurs de solder leur exposition à la relique barbare qui, bien que n'offrant aucun rendement, permet d'éviter de placer ses liquidités à taux négatif.



Source : Bloomberg

En revanche, les ETFs adossés à l'or physique ont fait l'objet de prises de profit. Les encours globaux qui avaient culminé à 2459.8t le 15 octobre dernier, se sont contractés de 100 tonnes, soit l'équivalent de ~\$6Mds !



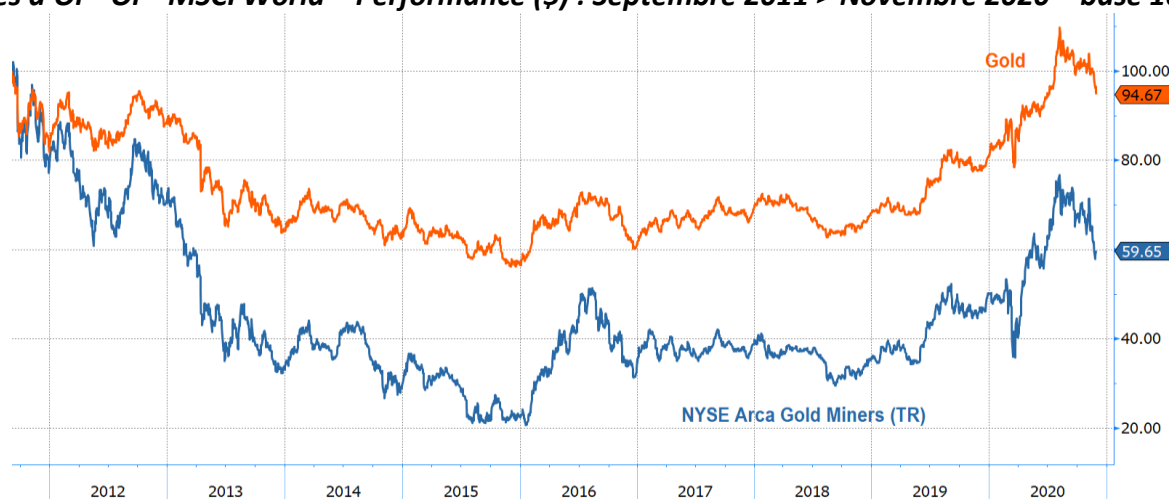
Source : Bloomberg

Quid des Mines d'Or ?

Les mines aurifères ont significativement amplifié la baisse des cours de l'or en novembre, terminant le mois en chute de 17.6% (\$), soit un levier de performance de 3.25x relativement à l'or, mais maintenant cependant une hausse significative depuis le début de l'année (+18.6% (\$)), et conservant une petite avance par rapport au métal jaune (+16.8%).

Après cette consolidation significative, si la classe d'actifs des aurifères se compare toujours très avantageusement à l'or sur une, trois, et même cinq années glissantes, le retard de performance depuis le point haut de septembre 2011 s'en trouve considérablement accru, avec un recul des mines de presque 40% contre à peine 5% pour l'or. Pourtant et comme souligné à maintes reprises, la structure financière de l'industrie aurifère s'est considérablement améliorée et les perspectives de génération de cash très significatives.

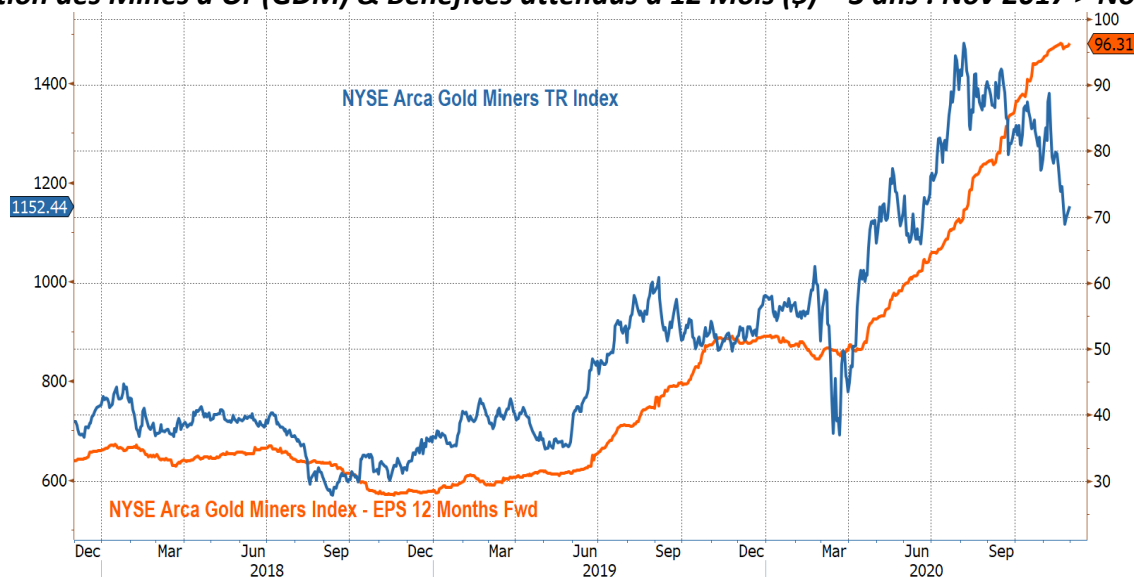
Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance (\$) : Septembre 2011 > Novembre 2020 – base 100 (\$)



Source : Bloomberg

Avec des cours de l'or attendus en moyenne à \$1776/oz pour l'ensemble de l'année 2020 contre \$1500/oz en janvier, les révisions haussières des perspectives bénéficiaires à 12 mois du secteur aurifère ont continué d'accélérer, en progression de 85% depuis le début de l'année, à fin octobre, et de près de 190% sur trois ans.

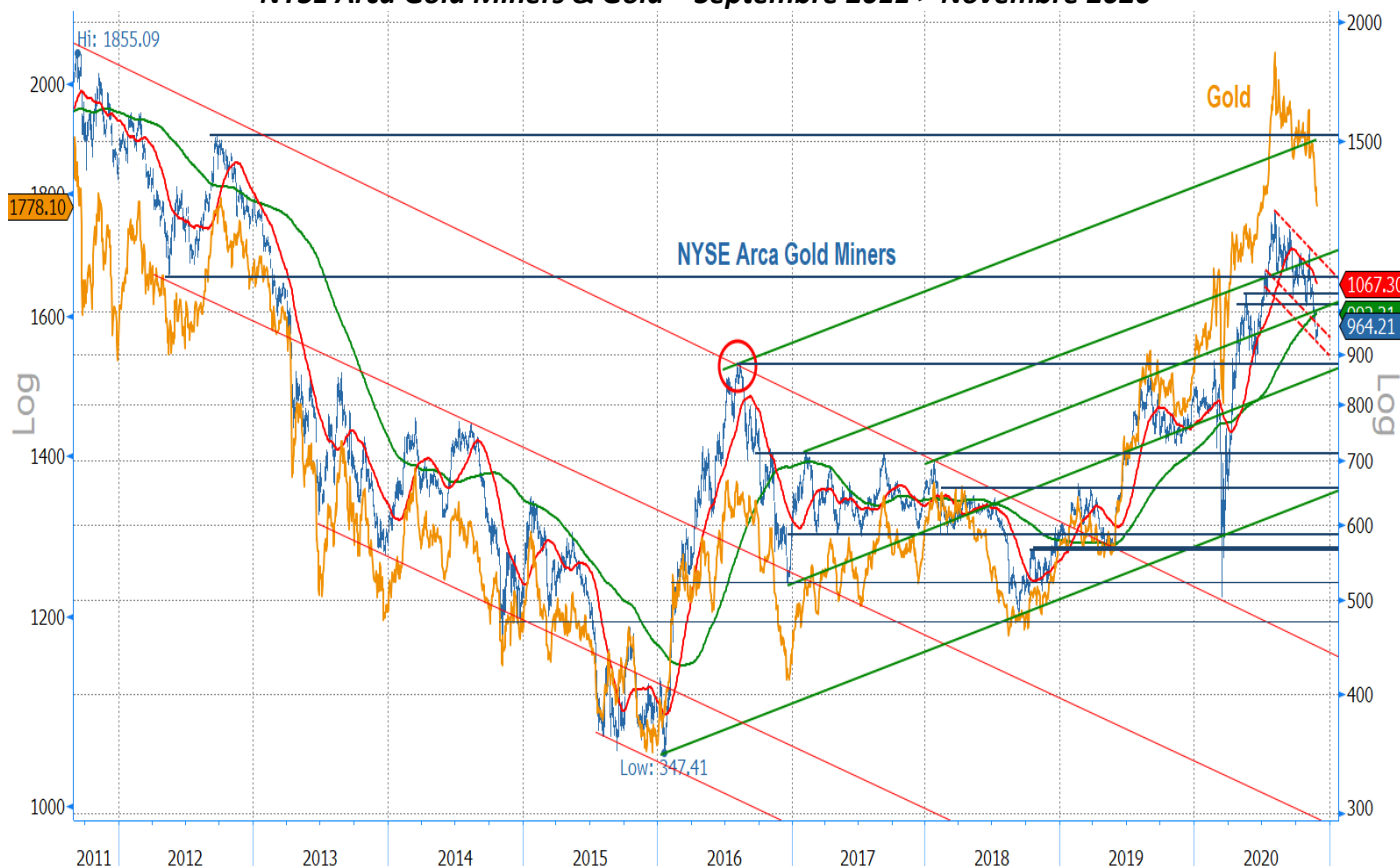
Évolution des Mines d'Or (GDM) & Bénéfices attendus à 12 Mois (\$) – 3 ans : Nov 2017 > Nov 2020



Source : Bloomberg

Pour autant, si les mines aurifères ont déjà bien performé, les investisseurs n'ont toujours pas pris en considération leurs perspectives bénéficiaires. Rappelons qu'en octobre 2012, quand les cours de l'or étaient à ~\$1775/oz, comme c'est le cas aujourd'hui, ceux des mines d'or étaient 55% plus haut...

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



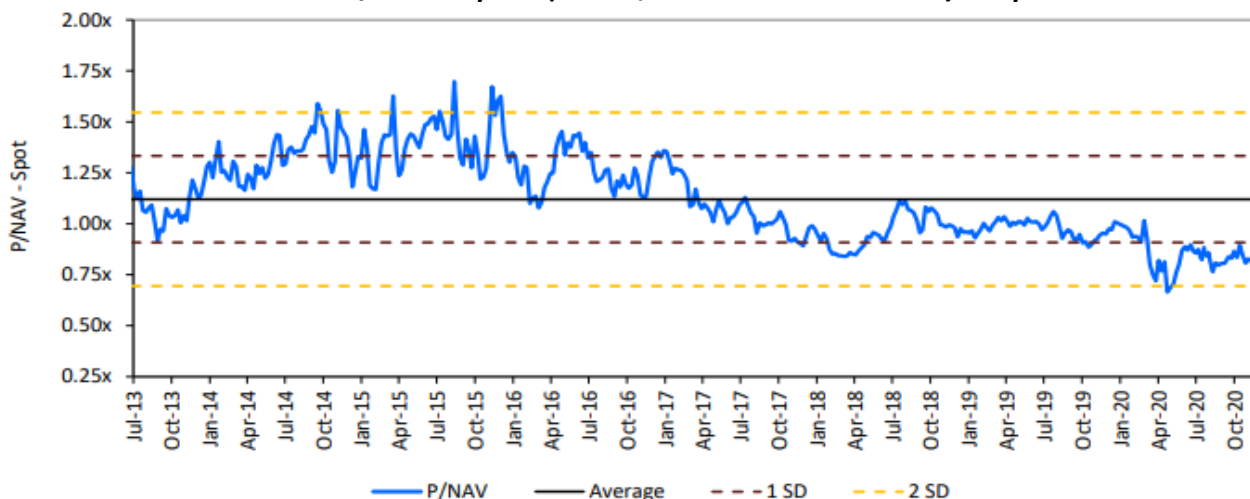
Source : Bloomberg

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 ~0.85x la NAV, les multiples de valorisation sont à plus d'un 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.

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.

Contraction des P/CF à ~6x, un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis 10 ans (~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 2 décembre 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.



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.

