

Stagflation en vue ? Un scénario idéal pour l'or !

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 de la gestion
Actions Thématiques

Pas de réelle tendance sur le marché de l'or depuis le début de l'été. Les investisseurs sont restés dans l'attente de plus de précisions quant à la politique à venir de la Fed. Depuis quatre mois, le métal jaune a évolué horizontalement au sein d'un corridor \$1700/\$1835/oz sans parvenir à prendre une direction claire. A fin octobre, et depuis le début de l'année, les cours de l'or affichent une performance négative de 5,86% (\$), clôturant le mois d'octobre à \$1783,4/oz.

L'optimisme persistant des investisseurs, permettant à de nombreux indices actions d'afficher de nouveaux records – même le CAC 40 (hors dividendes) y est parvenu après plus de 20 ans ! – n'a clairement pas aidé. La perspective d'une remontée à venir des taux d'intérêt a ajouté une pointe d'incertitude.

Cependant, et malgré cet environnement assez adverse, le marché de l'or s'est montré toujours plutôt résistant. Après une vague de consolidation depuis le point haut d'août 2020 à \$2075/oz jusqu'au point bas de mars 2021 à \$1676/oz, la résistance s'est organisée, et les cours de l'or ont établi une base qui semble assez solide.

Voir Annexes – Graphiques 1 & 2

Si l'absence totale d'aversion au risque des investisseurs a pesé sur la relique barbare, d'autres facteurs sont venus à son secours, et notamment les taux réels US qui demeurent négatifs autour de -1%, après avoir établi un nouveau record de faiblesse en août à -1,20%. Le débat quant à la persistance ou non de l'inflation bat son plein, souligné notamment par des taux « break even » à 10 ans établissant fin octobre un plus haut depuis mai 2006. Par ailleurs, les nombreuses questions quant à la vigueur de la reprise ont freiné les ardeurs des taux US à 10 ans qui, après avoir tenté sans succès de dépasser le point haut de mars dernier (1,77%), sont revenus à 1,55%. Cet environnement « stagflationniste », s'il se confirmait constituerait le scénario idéal pour l'or !

En revanche, la fermeté persistante du dollar US continue de peser sur la tendance...

Voir Annexes – Graphiques 3 & 4

Côté flux, les sorties d'ETF adossés à l'or se poursuivent et totalisent maintenant 410 tonnes depuis leur record de mi-octobre 2020, et 273 tonnes depuis le début de l'année ; les plus importantes depuis 2013. Les encours globaux sont revenus ainsi à leur plus bas depuis mai 2020.

Voir Annexes – Graphique 5

Le World Gold Council a publié son rapport trimestriel quant à l'évolution de la demande et de l'offre sur le marché de l'or. Après un 2ème trimestre stable, la demande d'or durant le 3ème trimestre a de nouveau baissé de 7% en rythme annualisé (831 tonnes). Sur les 9 premiers mois de l'année, la demande est en recul de 9%.

Voir Annexes – Graphique 6

La contraction des encours d'ETF adossés au physique (-27t) explique la quasi-totalité de cette baisse. Rappelons que les encours d'ETF avaient fortement progressé durant le 3ème trimestre 2020 (+274t).

Pour ce qui est de l'investissement, soulignons cependant que cette forte contraction de la demande en ETF adossés à l'or physique a été partiellement compensée par un rebond des achats en lingots et pièces de 18% au 3ème trimestre (262t) par rapport au 3ème trimestre 2020. A noter que les achats en lingots et pièces pour les 9 premiers mois de l'année 2021 sont proches des deux dernières années pleines (2019 & 2020).

Voir Annexes – Graphique 7

De son côté, la demande bijoutière a fait un bond de 33% (443t), soutenue par la reprise globale de l'économie, mais sans recouvrer pour autant les niveaux observés les années précédentes. Ainsi, la demande pour le 3ème trimestre demeure-t-elle 6% inférieure à celle du 3ème trimestre 2019 et 12% inférieure à celle observée en moyenne durant les 5 dernières années. Du côté des principaux acheteurs que sont la Chine et l'Inde, la première a vu la demande bijoutière progresser de 7% au 3ème trimestre par rapport au 2ème et de 32% en annualisé. Quant à la demande indienne, elle a bondi de près de 60% tant séquentiellement qu'en annualisé.

Voir Annexes – Graphiques 8 & 9

Côté banques centrales, la demande au 3ème trimestre s'est nettement contractée (69t : -64%) par rapport à celle du 2ème trimestre, mais contraste nettement par rapport à celle observée durant le 3ème trimestre 2020, et qui était négative (-10,6t). Depuis le début de l'année, les achats des banques centrales ont totalisé 393 tonnes.

Voir Annexes – Graphique 10

Du côté de l'offre, celle-ci s'est contractée de 3% (1238,9t) au 3ème trimestre par rapport au 3ème trimestre 2020 (1279,4t), mais seulement en raison du recyclage, très sensible à l'évolution des cours, et qui s'est replié de 22% à 298t (vs 381,8t au T3 2020), alors que la production minière a progressé de 4% pour atteindre un nouveau record trimestriel à 959,5t (vs 919t au T3 2020).

Voir Annexes – Graphique 11

Quid des Mines d'Or ?

Dans ce contexte de marché peu porteur pour la thématique en 2021, la performance des mines d'or depuis le début de l'année a affiché un levier de performance (négatif) en ligne avec celui observé sur longue période (2/2,5x) avec un recul de -11,15% (\$) pour le NYSE Arca Gold Miners NTR contre 5,86% (\$) pour l'or.

Pourtant, les fondamentaux de l'industrie minière ont rarement été aussi favorables. La situation financière des compagnies aurifères, après les restructurations menées ces dernières années, est extrêmement solide et continue même de se renforcer – le rendement free cash-flow du secteur étant aujourd'hui de ~6,75%.

L'industrie l'a bien compris si l'on en juge par l'accélération des opérations de M&A motivées notamment par le souci des compagnies minières de maintenir leurs réserves d'or. On notera tout particulièrement le rapprochement annoncé des sociétés Agnico Eagle et Kirkland Lake, deux parmi les plus belles compagnies aurifères, qui formera la 3ème société du secteur en termes de production après Newmont Corp et Barrick Gold, et avec surtout des gisements exclusivement localisés dans des régions sécurisées.

En attendant, si les cours de l'or se situent 14% en deçà du record de l'année dernière et seulement 7% sous le point haut de septembre 2011, ceux des mines sont toujours en retrait de 30% par rapport au sommet d'août 2021 et de plus de 50% en deçà de leur record de septembre 2011...

Voir Annexes – Graphique 12

Le consensus demeure cependant prudent quant à l'évolution à venir des cours de l'or. Pour l'année 2022, la moyenne des cours attendue s'établit aujourd'hui à \$1720/oz contre \$1780/oz pour 2021. Dans ce contexte, les perspectives bénéficiaires à 12 mois de l'industrie aurifère sont en retrait de 23% par rapport à la même période l'année dernière, et ont été revues en baisse de 24% depuis le début de l'année. Une des principales raisons de ces révisions négatives repose sur la hausse des coûts de production observée ces derniers trimestres. Cette tendance pourrait se poursuivre en 2022, avec une augmentation moyenne attendue de 5%/7%.

*Voir Annexes – Graphique 13***Valorisation de l'industrie aurifère**

Très loin de refléter le niveau actuel des cours de l'or, la valorisation du secteur minier aurifère, en P/NAV, se maintient toujours proche des plus bas historiques ! A ~0,75x la NAV, les multiples de valorisation sont à plus d'un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juillet 2013 (~1,10x).

Force est de constater que le marché n'est toujours pas convaincu que l'industrie minière puisse générer la moindre valeur. Pourtant, toutes les conditions sont maintenant réunies pour ce faire.

Voir Annexes – Graphique 14

Même constat en P/CF à moins de 6x, un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis 10 ans (~8,75x) alors même que la génération de cash par l'industrie aurifère s'est accélérée considérablement.

Voir Annexes – Graphique 15

Achévé de rédiger le 4 novembre 2021

Annexes

Graphique 1 - Évolution des cours de l'Or (\$/oz) – 10 ans – Janvier 2011 > Octobre 2021



Source : Bloomberg

Graphique 2 - Évolution des cours de l'Or (\$/oz) – Août 2020 > Octobre 2021



Source : Bloomberg

Graphique 3 - Cours de l'Or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels (échelle inversée) – 10 ans : Octobre 2011 > Octobre 2021



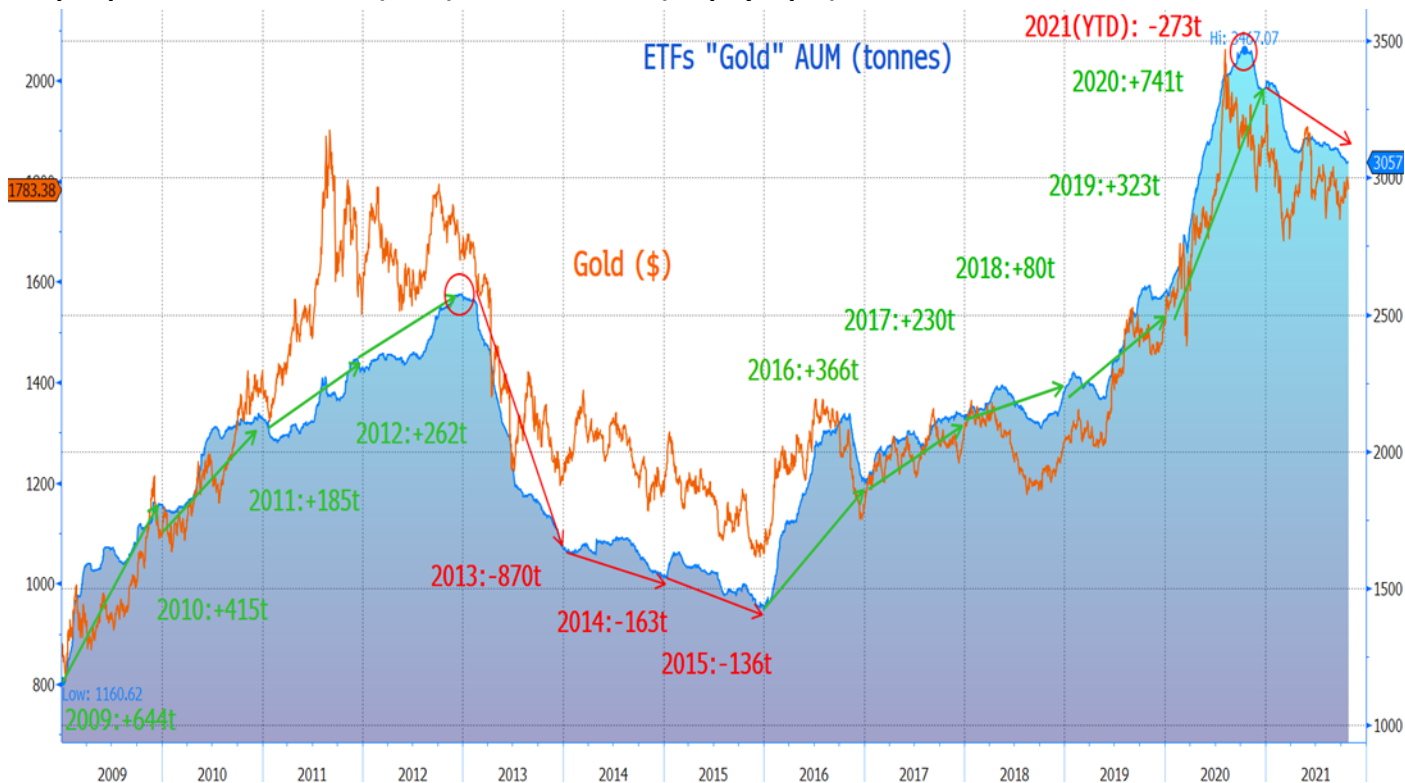
Source : Bloomberg

Graphique 4 - Cours de l'Or (\$/oz) vs Dollar Index (échelle inversée) – 10 ans : Octobre 2011 > Octobre 2021



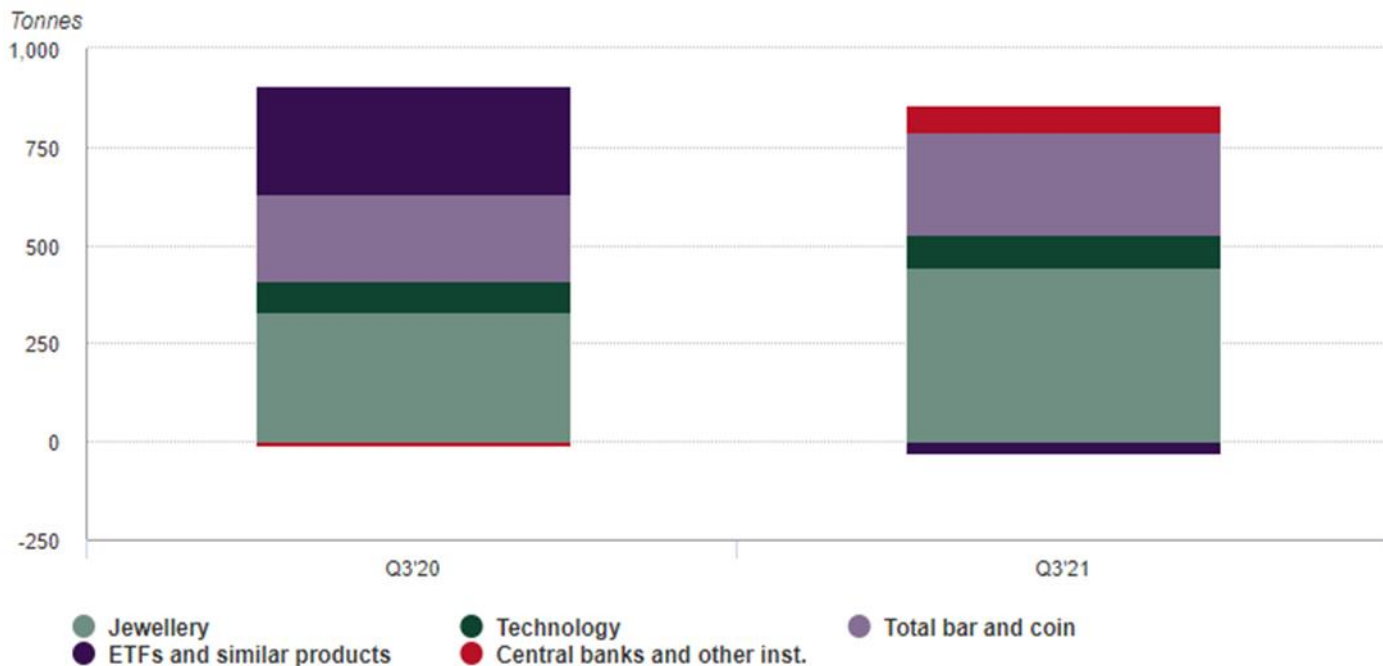
Source : Bloomberg

Graphique 5 - Cours de l'Or (\$/oz) - Encours ETFs (Or physique) - tonnes – Janvier 2009 > Octobre 2021



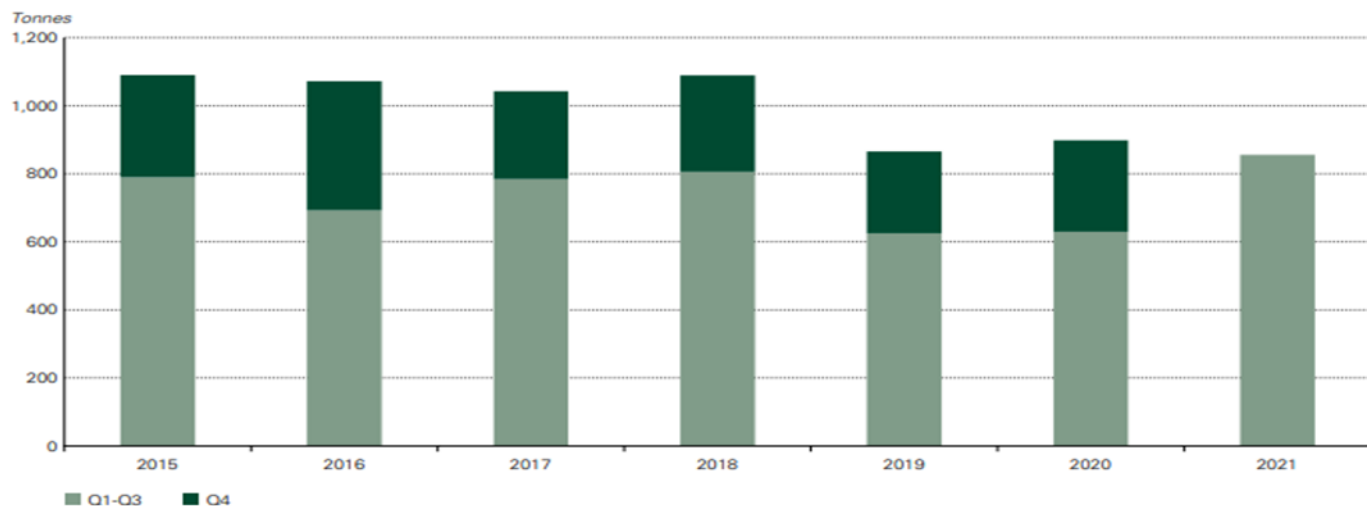
Source : Bloomberg

Graphique 6 - Répartition de la demande d'or au 3ème trimestre par catégorie (tonnes)



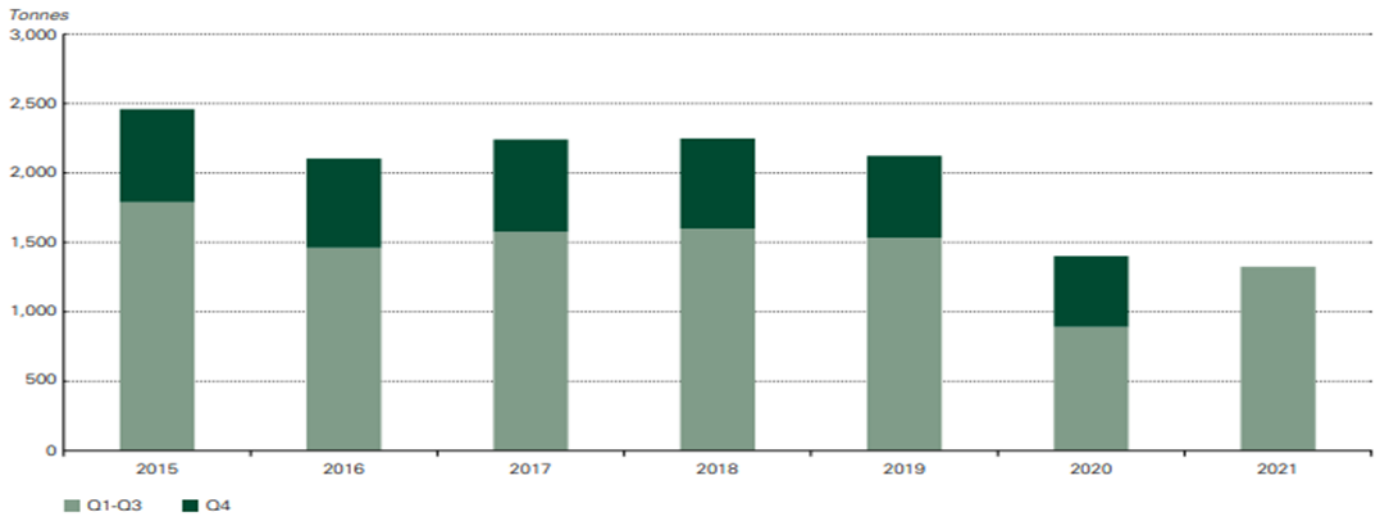
Source : Metal Focus – World Gold Council

Graphique 7 - Evolution des achats de lingots et pièces depuis 2015 (tonnes)



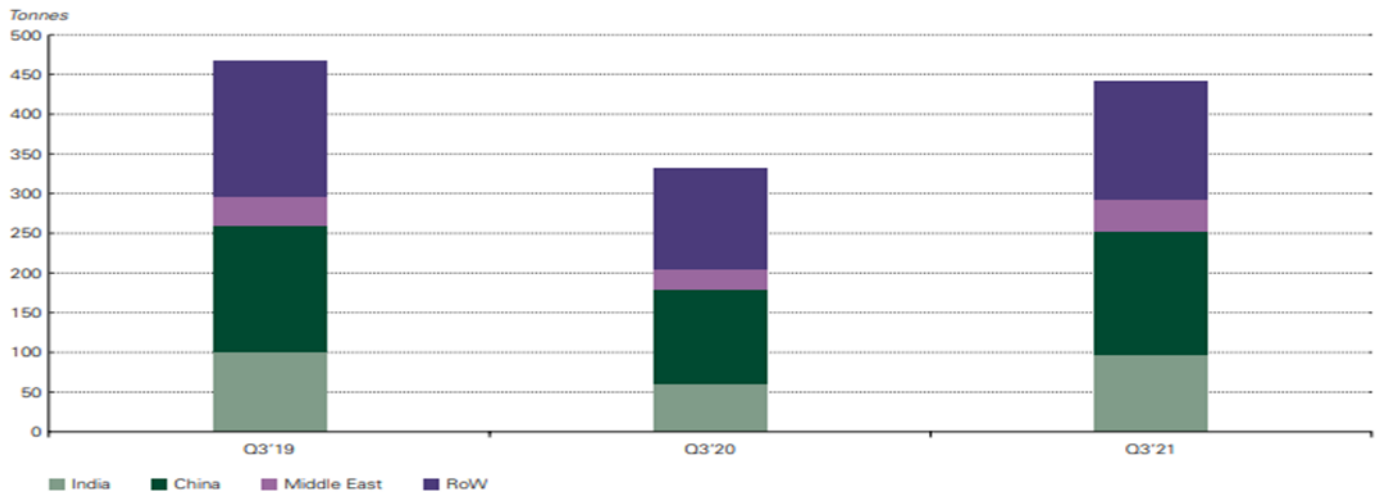
Source : Metal Focus – World Gold Council

Graphique 8 - Evolution de la demande bijoutière depuis 2015 (tonnes)

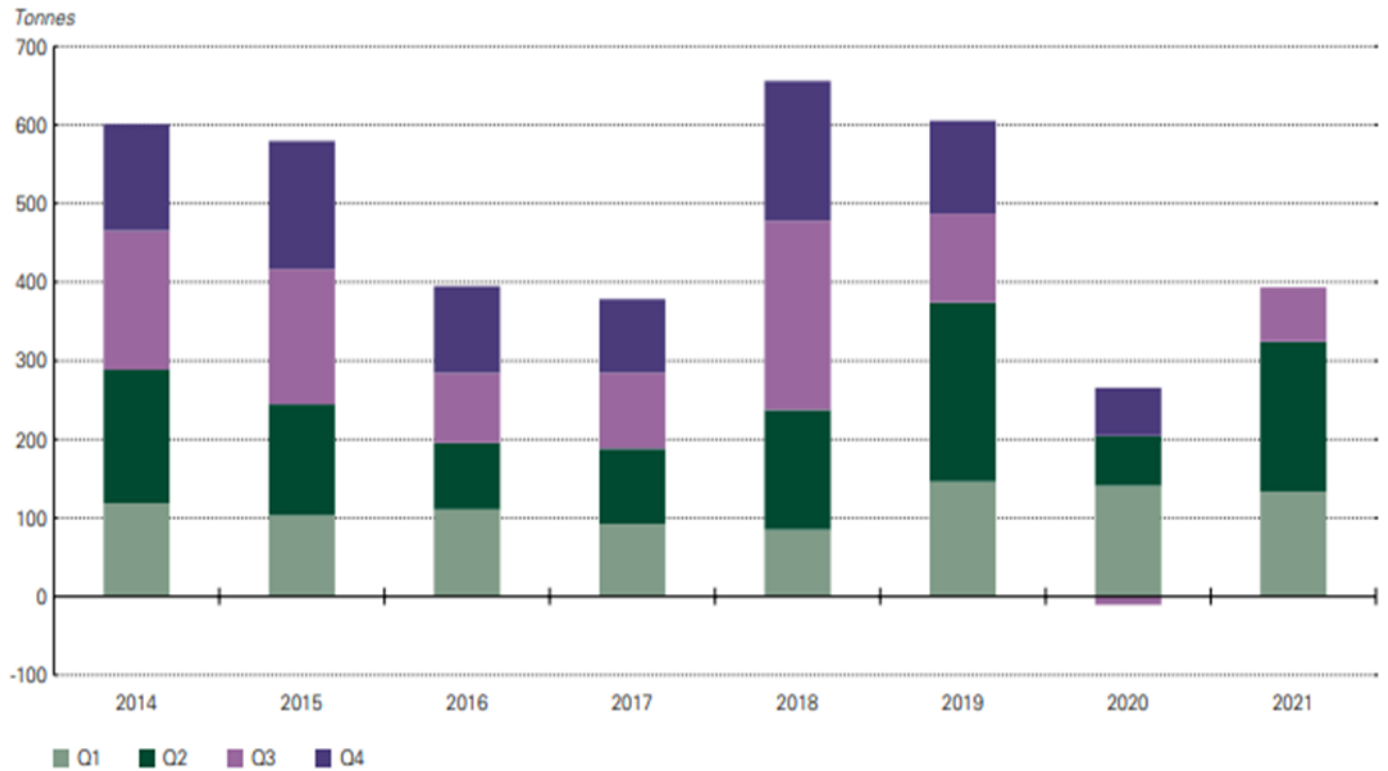


Source : Metal Focus – World Gold Council

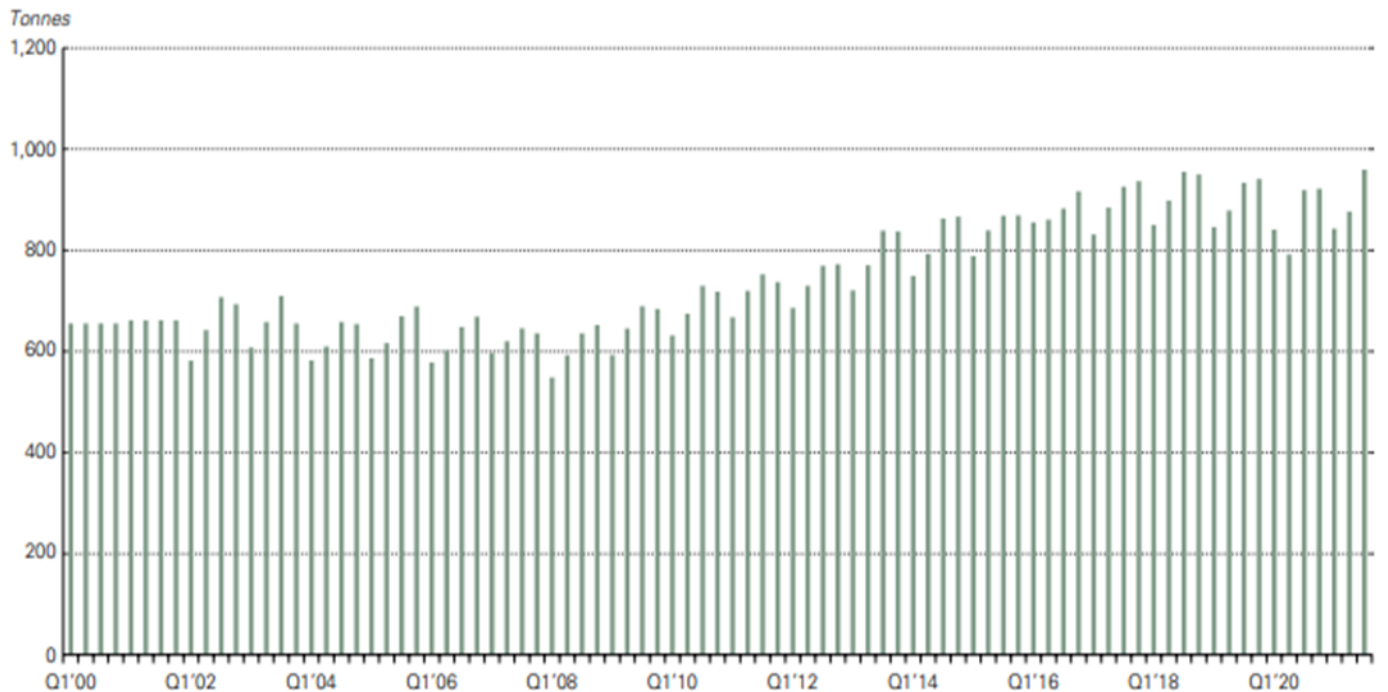
Graphique 9 - Répartition géographique de la demande bijoutière aux 3ème trimestres 2019 > 2021 (tonnes)



Source : Metal Focus – Refinitiv GFMS – World Gold Council

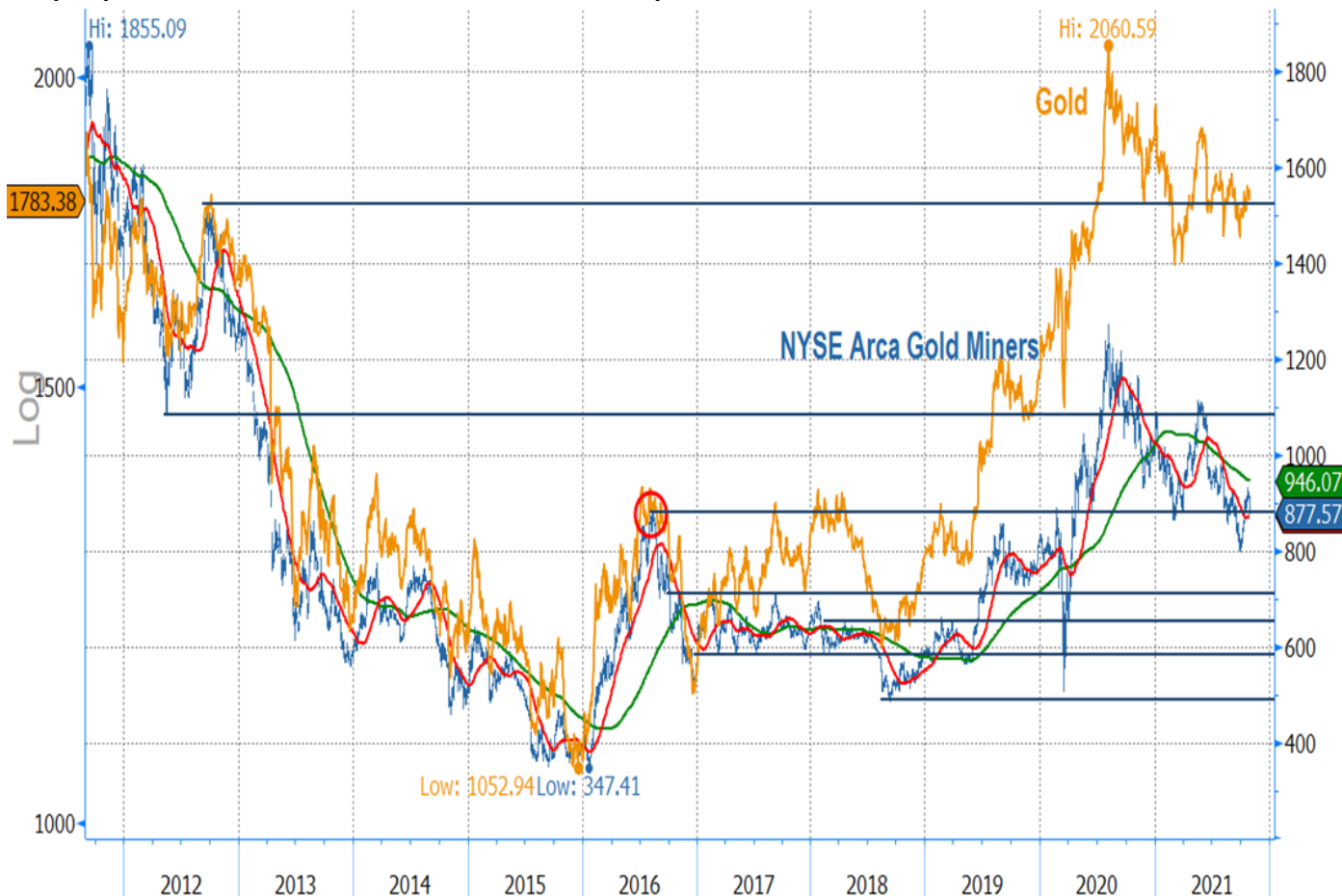
Graphique 10 - Evolution des achats d'or par les banques centrales depuis 2014 (tonnes)

Source : Metal Focus – World Gold Council

Graphique 11 - Production minière par trimestre depuis 2000 (tonnes)

Source : Metal Focus – Refinitiv GFMS – World Gold Council

Graphique 12 - NYSE Arca Gold Miners & Gold – Septembre 2011 > Octobre 2021

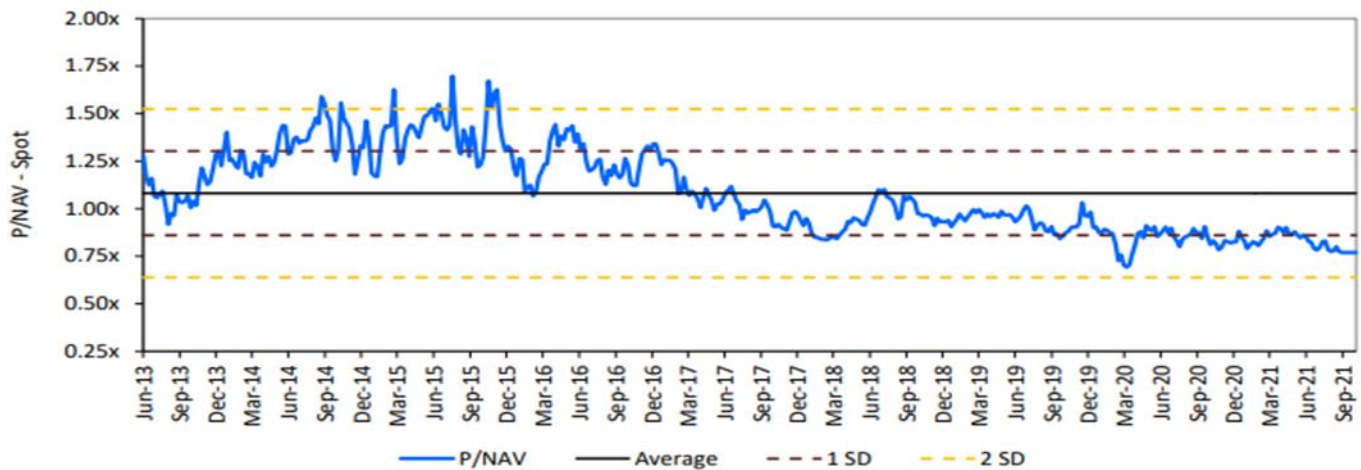


Source : Bloomberg

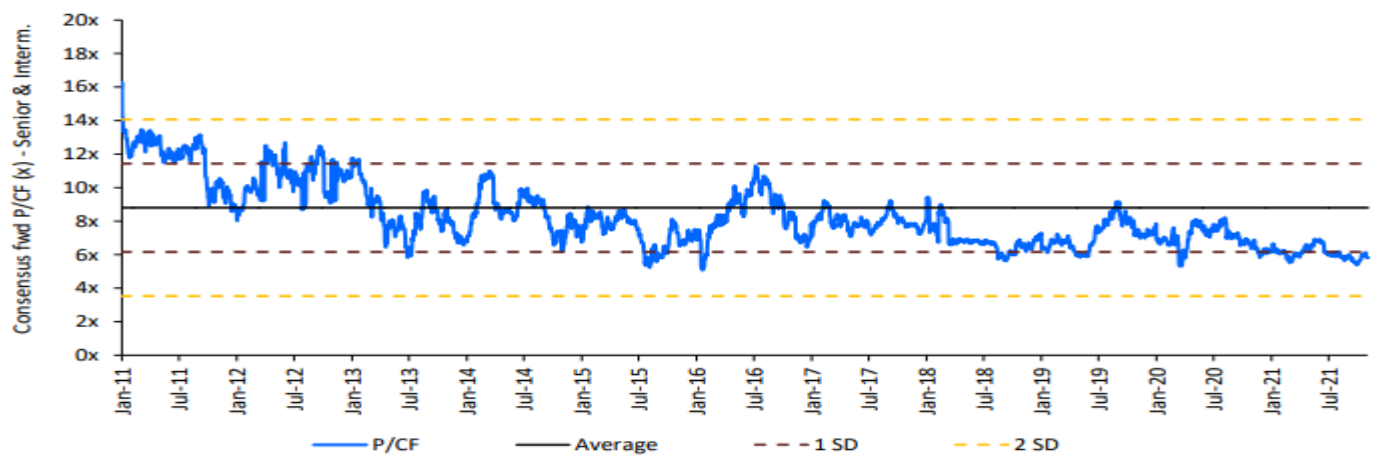
Graphique 13 - Évolution des Mines d'Or (GDM) & Bénéfices attendus à 12 Mois (\$) – 3 ans : Oct. 2017 > Oct. 2021



Source : Bloomberg

Graphique 14 - Mines d'Or – Evolution P/NAV – spot - (Senior, Intermediate & Junior) - depuis Juin 2013

Source : RBC Capital Market – Bloomberg

Graphique 15 - Mines d'Or – Evolution P/CF – consensus - (Senior & Intermediate) – 10 ans - depuis Janvier 2011

Source : RBC Capital Market - Bloomberg consensus

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.

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