



## Le marché reprend son souffle...

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

Après avoir établi un nouveau record historique à \$2075.5/oz le 7 août, les cours de l'or ont entamé une période de saine consolidation, pour clôturer le mois à \$1971.9/oz, en baisse de \$4/oz (-0.20%). Quant aux mines aurifères, elles ont abandonné 1.6% (\$ - NYSE Arca Gold Miners TR). A fin août, et ce depuis le début de l'année, leur performance demeure très positive, avec une hausse de 44.5% (\$) contre +29.5% (\$) pour le métal jaune, offrant ainsi un levier de performance de ~1.5x par rapport à l'or.

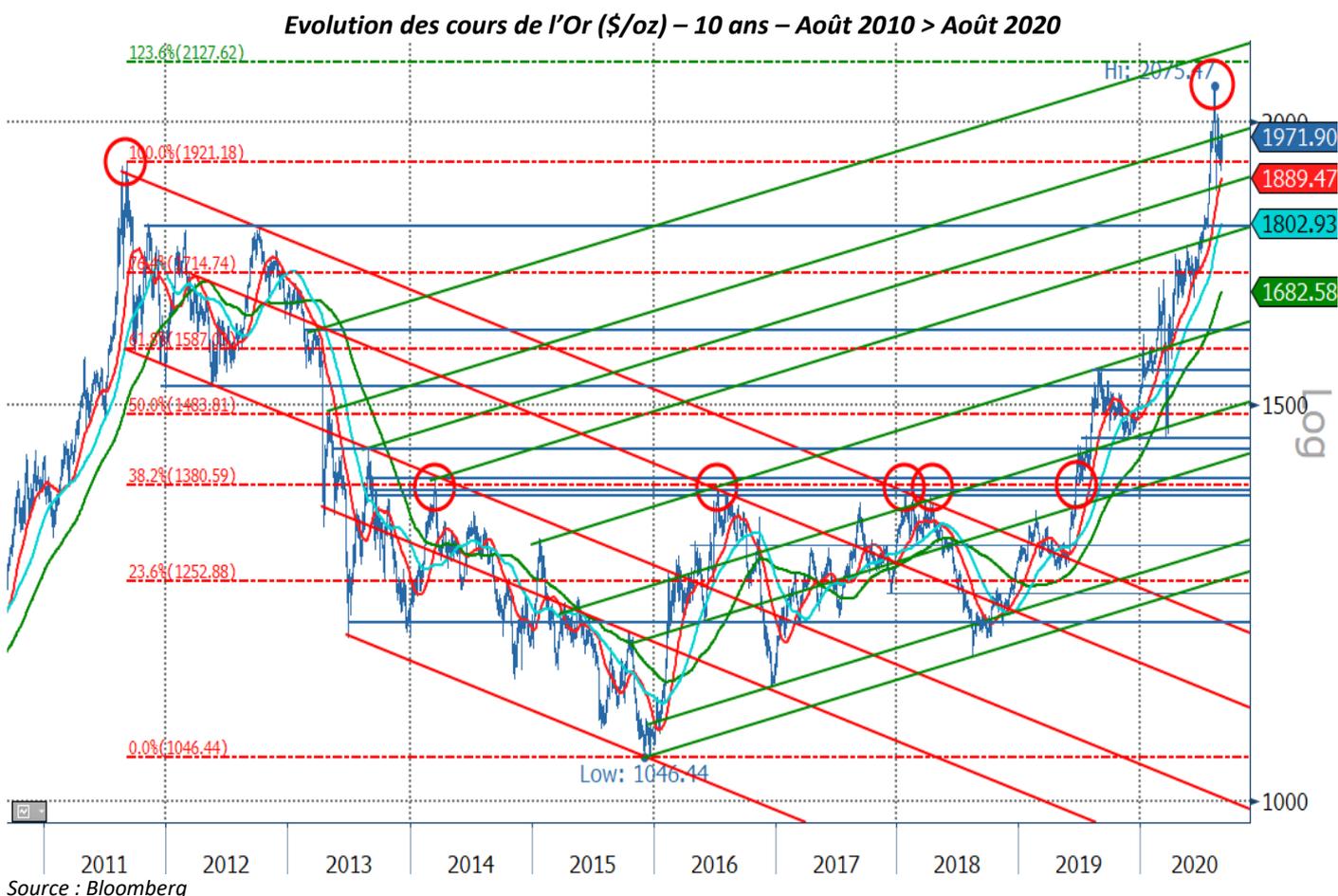
L'environnement demeure toujours très favorable à la thématique de l'or et des mines ! Trois événements importants sont survenus en août :

Le premier est incontestablement le changement de philosophie de la Fed qui, accordant désormais plus d'importance au marché du travail qu'à l'inflation, prendra davantage de temps pour durcir sa politique monétaire quand l'inflation repartira, impactant positivement de fait les TIPS et par la même le marché de l'or.

Le deuxième est l'annonce par Berkshire Hathaway de la constitution d'une position de ~\$600M sur Barrick Gold, un des premiers producteurs d'or. Quand on sait que Warren Buffet a toujours été un grand détracteur de la devise barbare, la nouvelle a de quoi surprendre. Même si cette décision d'investissement est sans doute le fait d'un de ses « lieutenants » Ted Weschler ou Todd Combs, on peut supposer que leurs opérations d'envergure sont visées par « l'Oracle d'Omaha ».

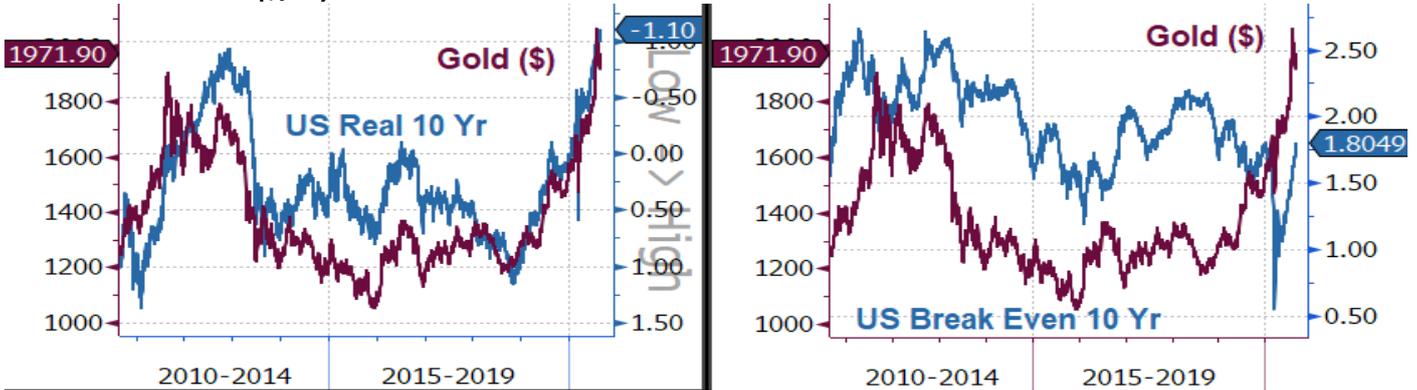
Le troisième est la décision prise par le fonds de pension de la police et des pompiers de l'Ohio d'investir 5% de ses actifs dans l'or. Quand on sait que les 100 plus grands fonds de pension américains gèrent près de \$18 trillions, on peut imaginer l'effet positif sur le marché de l'or si cette initiative faisait des émules...

En attendant, la tendance demeure très haussière. Le franchissement du point haut de septembre 2011 (\$1921/oz) et le maintien depuis du marché au-dessus ont donné une indication très positive. A la hausse, la prochaine cible se situe à \$2125/2130/oz, extension (123.6%) de la hausse depuis le point bas de décembre 2015 (\$1046/oz) jusqu'au précédent record de septembre 2011 (\$1921/oz), avec une zone de résistance intermédiaire à \$2075/oz (point haut du 7 août). Pas de remise en cause de cette tendance tant que la zone \$1790/1803/oz (sommets d'octobre 2012, février 2012 et novembre 2011) servira de soutien au marché. La rupture de la zone \$1900/1921/oz donnerait une première indication négative.



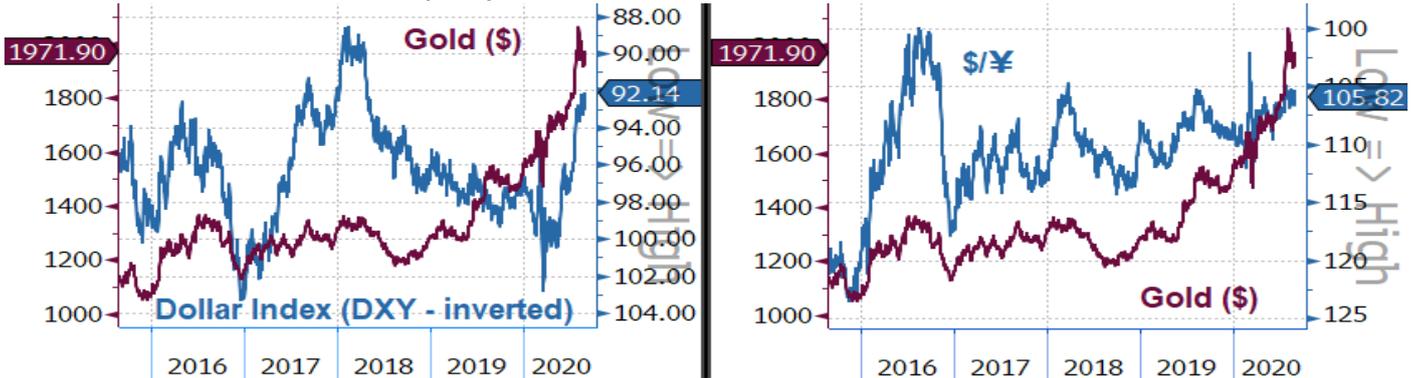
Alignement des planètes du côté des marchés directeurs de l'or. A commencer par les taux réels US dont ceux à 10 ans, au plus bas historique à -1.1%, bénéficiant de la reprise des perspectives inflationnistes - US Break-Even 10 ans à 1.8% vs 0.55% mi-mars - et du maintien des taux long US à un niveau très bas -10 ans à 0.70%. La faiblesse persistante du dollar US, en baisse de 1.30% en août contre les principales devises (Dollar Index), et maintenant de 10.4%, depuis son récent point haut du 19 mars dernier, a joué aussi en faveur du métal jaune.

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



Source : Bloomberg

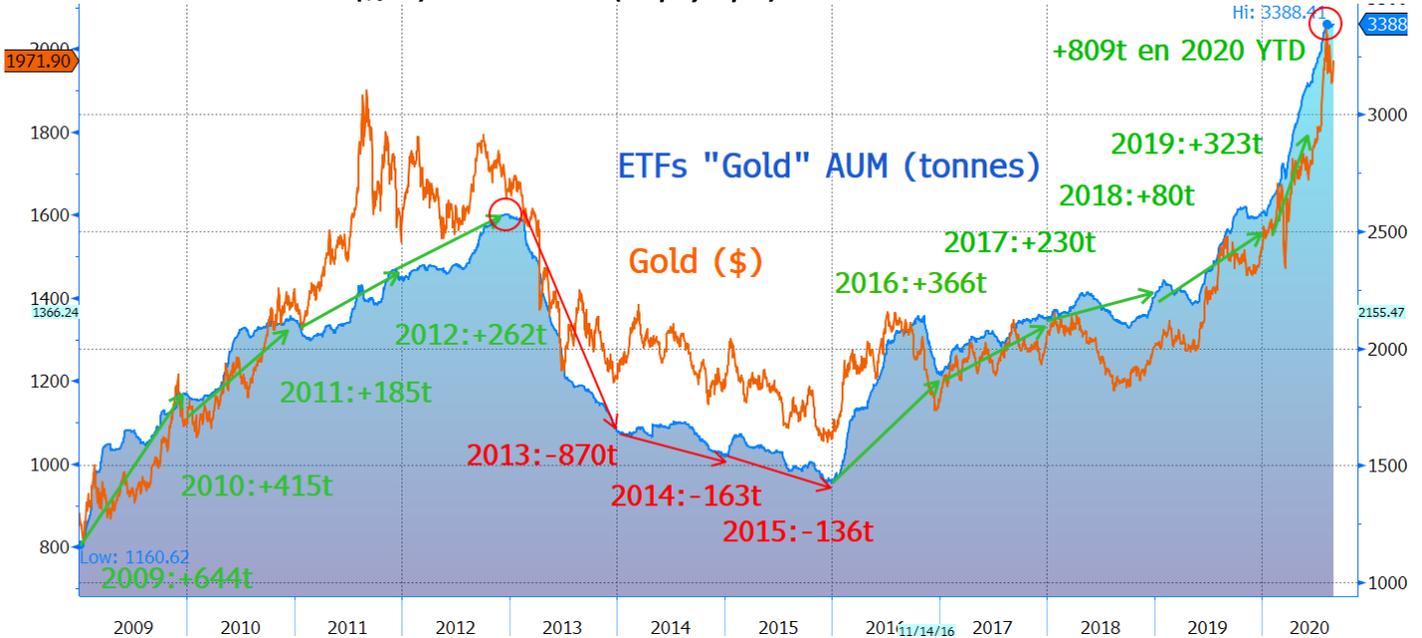
Cours de l'Or (\$/oz) vs Dollar Index & Yen – 5 ans: Août 2015 > Août 2020



Source : Bloomberg

Très nette accélération des achats en ETFs adossés à l'or physique avec des encours totaux atteignant un nouveau record historique à 3388 tonnes. L'équivalent de plus de 31 tonnes ont été accumulés en août, soit 809 tonnes depuis le début de l'année, surpassant le record de 2009 de 25% en huit mois seulement...

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

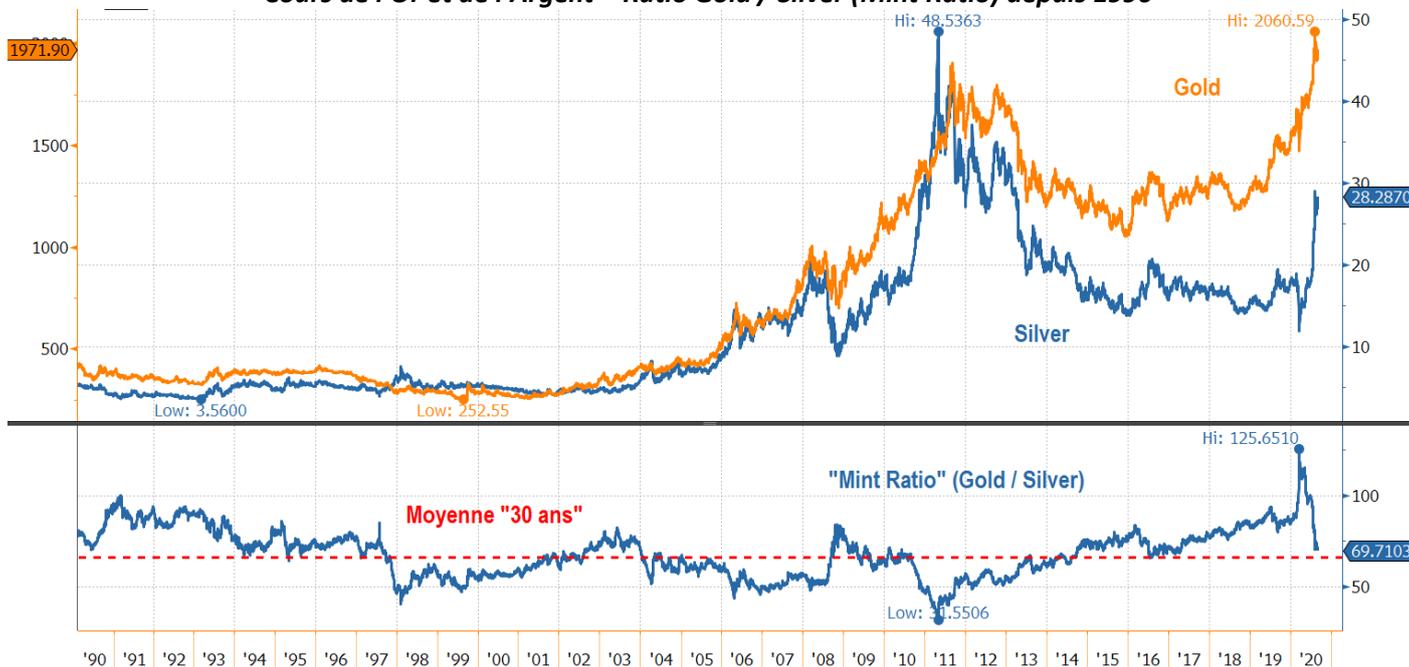


Source : Bloomberg

## Autres Métaux Précieux

Mention spéciale pour l'argent dont les cours ont poursuivi leur rallye en août, avec un bond de près 16% pour terminer à \$28.3/oz, au plus haut depuis mars 2013. Après un plus haut historique à 125x en mars dernier, le « Mint Ratio » (ratio Gold/Silver) s'est de nouveau fortement contracté, revenant à 69.7x, et donc proche de la moyenne observée ces 10, 20 et 30 dernières années à 69.5x, 65.8x et 68x. La fête est finie ?

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



Source : Bloomberg

## Quid des Mines d'Or ?

Les mines aurifères ont marqué le pas en août, terminant le mois en recul de 1.6% (\$), maintenant cependant un score très positif depuis le début de l'année : +44.5% (\$) - NYSE Arca Gold Miners TR.

La classe d'actifs des aurifères se compare toujours très avantageusement à l'or sur une, trois, voire cinq années glissantes. Cependant, il faut noter que si les cours de l'or ont largement 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 ~28% 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 > Août 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.

Avec des cours de l'or attendus en moyenne à \$1750/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 nettement accéléré, de 50% depuis le début de l'année et de près de 140% sur un an.

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



Source : Bloomberg

Pour autant, si le momentum des mines aurifères reste 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 – Août 2011 > Août 2020



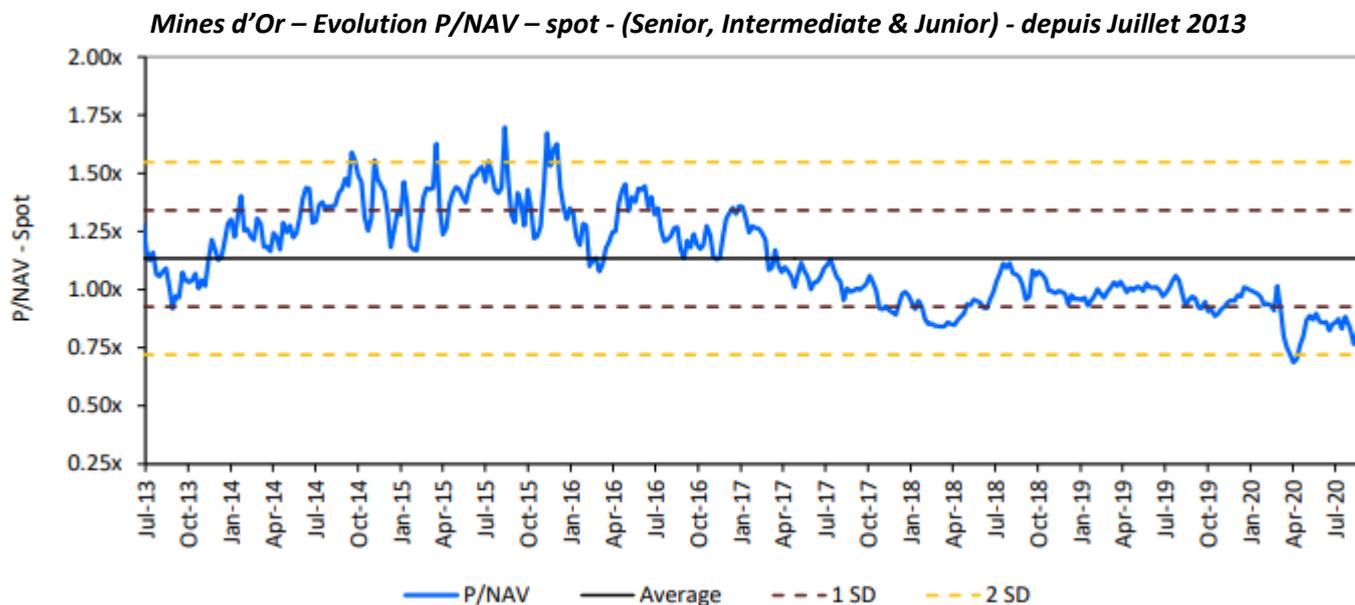
Source : Bloomberg

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.

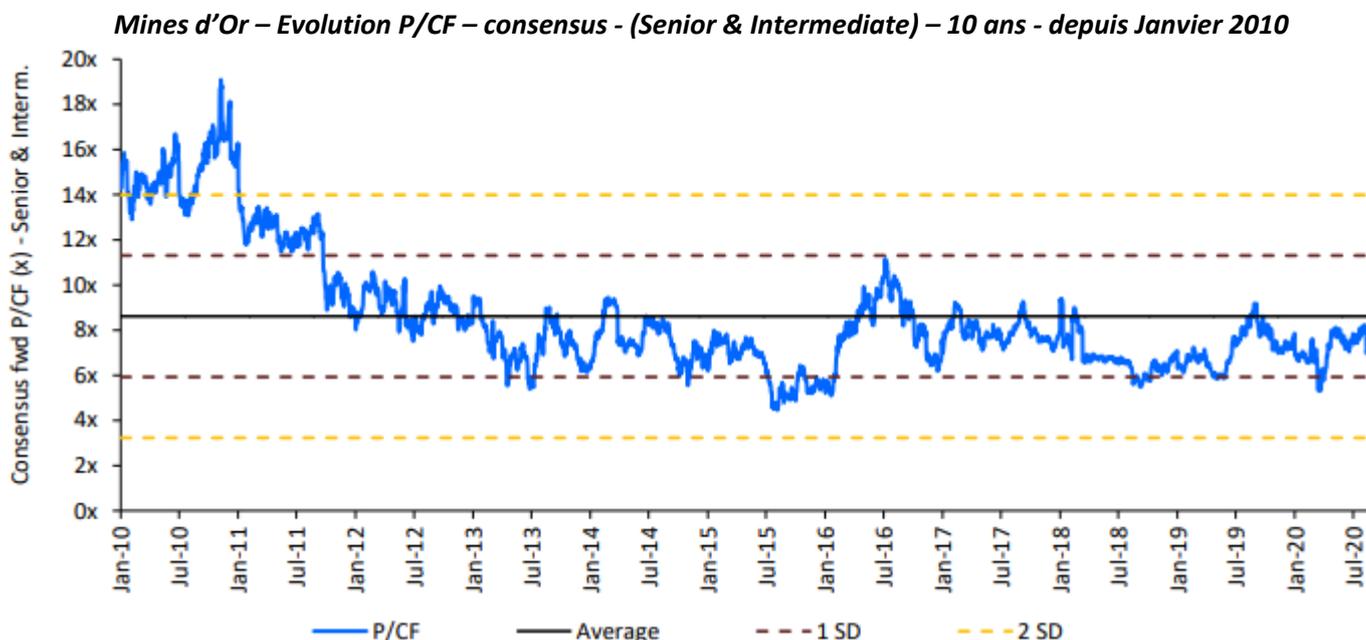
Très loin de refléter la hausse des cours de l'or, la valorisation du secteur minier aurifère, en P/NAV, se maintient toujours proche des plus bas historiques ! A  $\sim 0.85x$  la NAV, les multiples de valorisation sont à presque deux écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juillet 2013 ( $\sim 1.15x$ ).

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 35%...



Source : RBC Capital Market - Bloomberg

Maintien des P/CF à un faible niveau ( $\sim 7x$ ) depuis 2013, et toujours en-dessous de la moyenne observée depuis 10 ans ( $\sim 8.5x$ ) alors même que la génération de cash par l'industrie aurifère s'est accélérée considérablement.



Source : RBC Capital Market - Bloomberg consensus

**Achévé de rédiger le 3 septembre 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](http://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](http://cpr-am.com)



[@CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)



[cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)