Entre deux eaux…

*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

Baisse sensible du marché de l'or et des mines en septembre. Depuis le sommet historique établi à $2075.5/oz en août dernier, les cours de l'or ont abandonné ~$227/oz ($1848.8/oz) avant de terminer le mois à $1897.9/oz, en retrait de $74/oz (-3.75%).
La saisonnalité du mois de septembre est rarement favorable à l'or (la pire en fait) avec une baisse moyenne de -2.05% observée ces dix dernières années et seulement trois périodes positives sur dix.

Détail performances mensuelles – cours de l'or ($) – 10 ans

10 Years Ending 2020 | Percent Change | Net Change | High/Low/Avg
Calendar Year | Trailing 12M | 01-Jan - 31-Dec | Monthly | Line | Heat Map | Securities/Lines | Map Options

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
10 Yr Avg	3.04	1.66	-.78	1.19	-1.81	.53	.47	3.90	-2.05	.67	-1.98	-.34
2020	4.36	-.22	.77	5.62	2.52	3.09	10.77	-.20	-3.75	.01		
2019	3.16	-.51	-1.74	-.68	1.71	7.96	1.07	6.72	-3.28	2.85	-3.20	4.02
2018	2.84	-1.53	.47	-.63	-1.16	-3.79	-2.12	-2.12	-.63	1.75	.59	5.00
2017	5.50	3.78	-.57	1.53	.12	-2.22	2.12	3.87	-2.83	-.74	.11	2.44
2016	5.27	10.18	.03	4.96	-6.08	8.33	2.67	-3.19	.59	-3.20	-7.76	-2.34
2015	8.07	-5.50	-2.42	-.21	.77	-1.41	-6.64	3.46	-1.66	2.44	-6.82	-.19
2014	3.28	6.58	-2.98	.51	-3.39	5.50	-2.74	.39	-6.11	-2.96	-.47	1.76
2013	-.82	-4.88	1.02	-7.86	-5.72	-11.04	5.98	6.65	-4.55	-.61	-5.31	-3.86
2012	10.61	-.52	-3.12	-.26	-5.83	1.95	1.14	4.71	4.75	-2.98	-.25	-2.26
2011	-5.93	5.59	1.83	8.76	-1.76	-2.05	8.13	12.78	-11.51	6.20	1.22	-10.35
2010	-1.59	3.37	-.28	5.79	3.17	2.07	-4.89	5.71	4.74	3.96	2.14	2.37

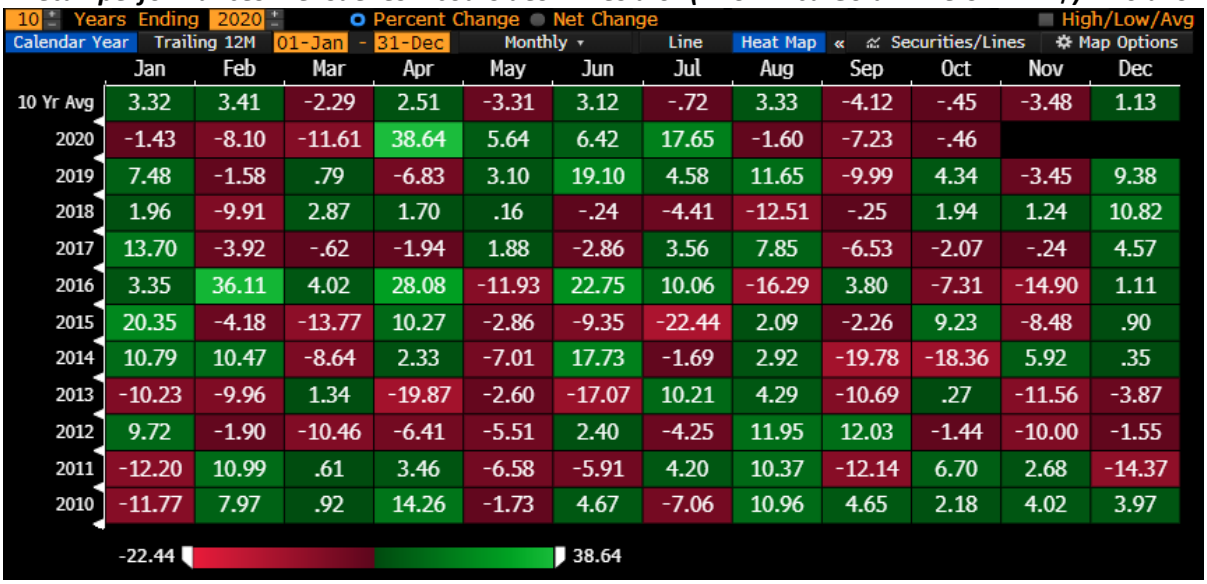
-11.51 12.78

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.

Même observation pour les mines ($ - NYSE Arca Gold Miners TR), en recul sensible de 7.23% en octobre, affichant un levier de performance par rapport à l'or de 1.93x, et dont la performance moyenne observée en septembre ces dix dernières années a été de -4.12% et également trois périodes seulement positives sur dix.

Détail performances mensuelles – cours des mines d'or (NYSE Arca Gold Miners NTR - $) – 10 ans



	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
10 Yr Avg	3.32	3.41	-2.29	2.51	-3.31	3.12	-.72	3.33	-4.12	-.45	-3.48	1.13
2020	-1.43	-8.10	-11.61	38.64	5.64	6.42	17.65	-1.60	-7.23	-.46		
2019	7.48	-1.58	.79	-6.83	3.10	19.10	4.58	11.65	-9.99	4.34	-3.45	9.38
2018	1.96	-9.91	2.87	1.70	.16	-.24	-4.41	-12.51	-.25	1.94	1.24	10.82
2017	13.70	-3.92	-.62	-1.94	1.88	-2.86	3.56	7.85	-6.53	-2.07	-.24	4.57
2016	3.35	36.11	4.02	28.08	-11.93	22.75	10.06	-16.29	3.80	-7.31	-14.90	1.11
2015	20.35	-4.18	-13.77	10.27	-2.86	-9.35	-22.44	2.09	-2.26	9.23	-8.48	.90
2014	10.79	10.47	-8.64	2.33	-7.01	17.73	-1.69	2.92	-19.78	-18.36	5.92	.35
2013	-10.23	-9.96	1.34	-19.87	-2.60	-17.07	10.21	4.29	-10.69	.27	-11.56	-3.87
2012	9.72	-1.90	-10.46	-6.41	-5.51	2.40	-4.25	11.95	12.03	-1.44	-10.00	-1.55
2011	-12.20	10.99	.61	3.46	-6.58	-5.91	4.20	10.37	-12.14	6.70	2.68	-14.37
2010	-11.77	7.97	.92	14.26	-1.73	4.67	-7.06	10.96	4.65	2.18	4.02	3.97

Source : Bloomberg

A fin septembre, et ce depuis le début de l'année, la performance du secteur aurifère demeure largement positive, avec une hausse de 34% ($) contre +24.6% ($) pour le métal jaune, offrant ainsi un levier de performance de ~1.4x par rapport à l'or.

En dépit de la sensible consolidation observée, l'environnement demeure toujours très favorable à la thématique de l'or et des mines ! L'enlisement de la crise sanitaire et ses conséquences sur les perspectives économiques vont inciter les banques centrales à maintenir des politiques monétaires ultra-accommodantes, et ce, pendant longtemps. L'incertitude des investisseurs, exacerbée par des élections américaines qui s'annoncent houleuses, constitue un élément de soutien supplémentaire pour la thématique de l'or et des mines.

Si la rupture de la zone $1900/1921/oz a donné une première indication négative, il n'y aura pas de remise en cause de la tendance haussière à moyen/long-terme tant que la zone $1790/1803/oz (sommets d'octobre 2012, février 2012 et novembre 2011) servira de soutien au marché. Passée cette période de consolidation, le prochain objectif, au-delà de $2075/oz (point haut du 7 août) demeure 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). Le passage de la zone $1900/1921/oz donnerait maintenant une première indication positive.

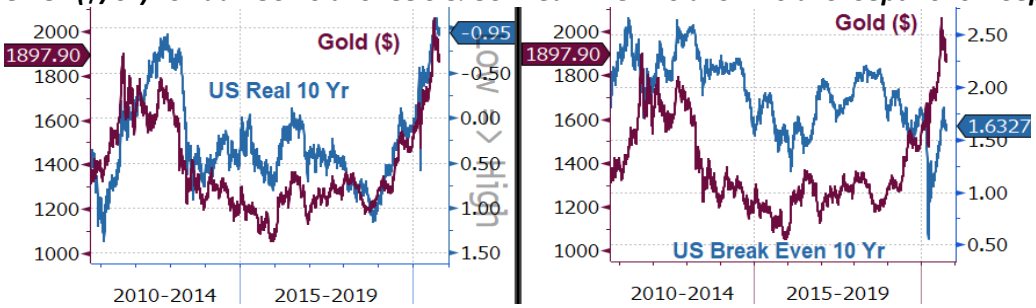
Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour.
Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

Evolution des cours de l'Or ($/oz) – 10 ans – Septembre 2010 > Septembre 2020

Source : Bloomberg

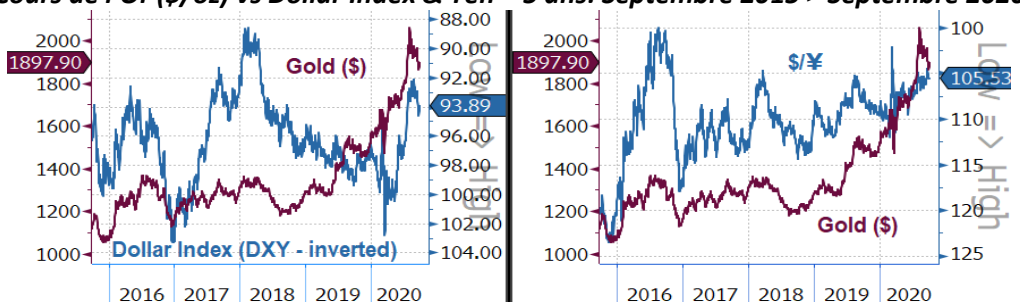
Nette détérioration du côté des marchés directeurs de l'or, avec d'abord le rebond du dollar de 1.9% en moyenne contre les principales devises (Dollar Index) en septembre, qui a pesé indéniablement sur le métal jaune. Même constat pour ce qui est des taux réels US à 10 ans, qui se sont tendus de 15pb en septembre, revenant à -0.95% contre -1.10% fin août. La principale raison étant le recul des perspectives inflationnistes souligné par la contraction des taux US Break-Even 10 ans de 17pb à 1.63% contre 1.8% fin septembre, alors que les taux US à 10 ans se sont effrités de 2pb à 0.68% contre 0.70% fin août.

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



Source : Bloomberg

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

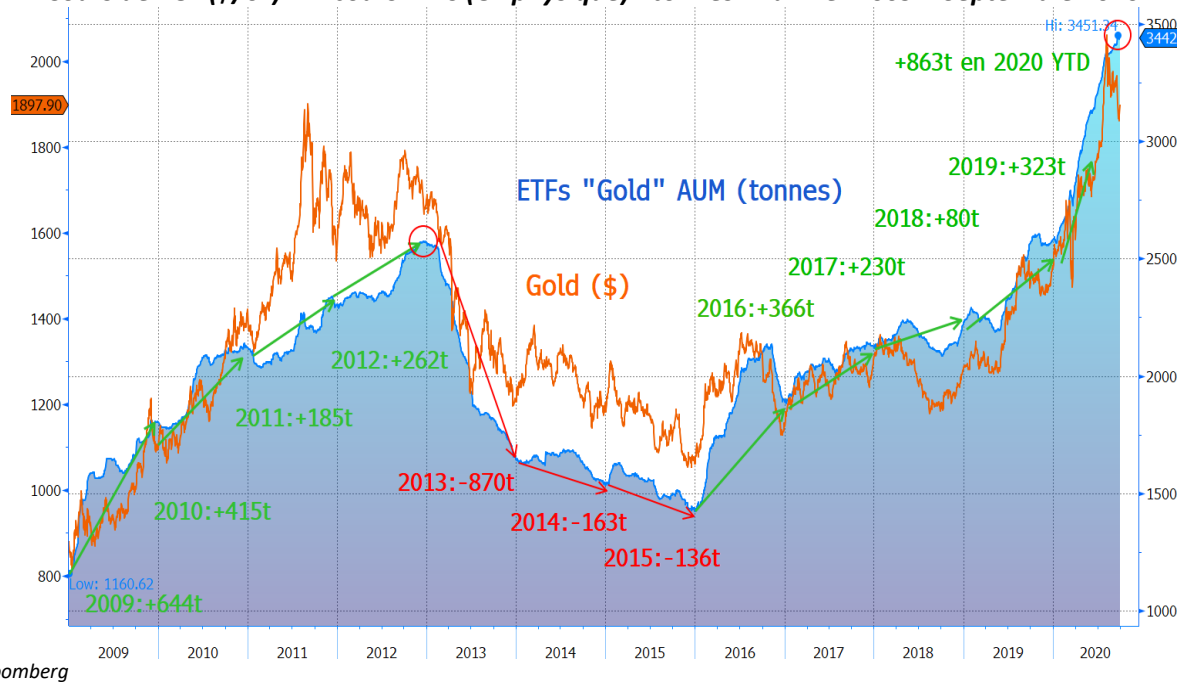


Source : Bloomberg

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.

Pour autant, l'engouement des investisseurs pour la relique barbare ne se dément pas si l'on se réfère à l'évolution des encours des ETFs adossés à l'or physique. Ainsi, l'équivalent de 54 tonnes supplémentaires ont été accumulées en septembre, soit 863 tonnes depuis le début de l'année. Un nouveau record d'encours a été établi le 21 septembre à 3451 tonnes.

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

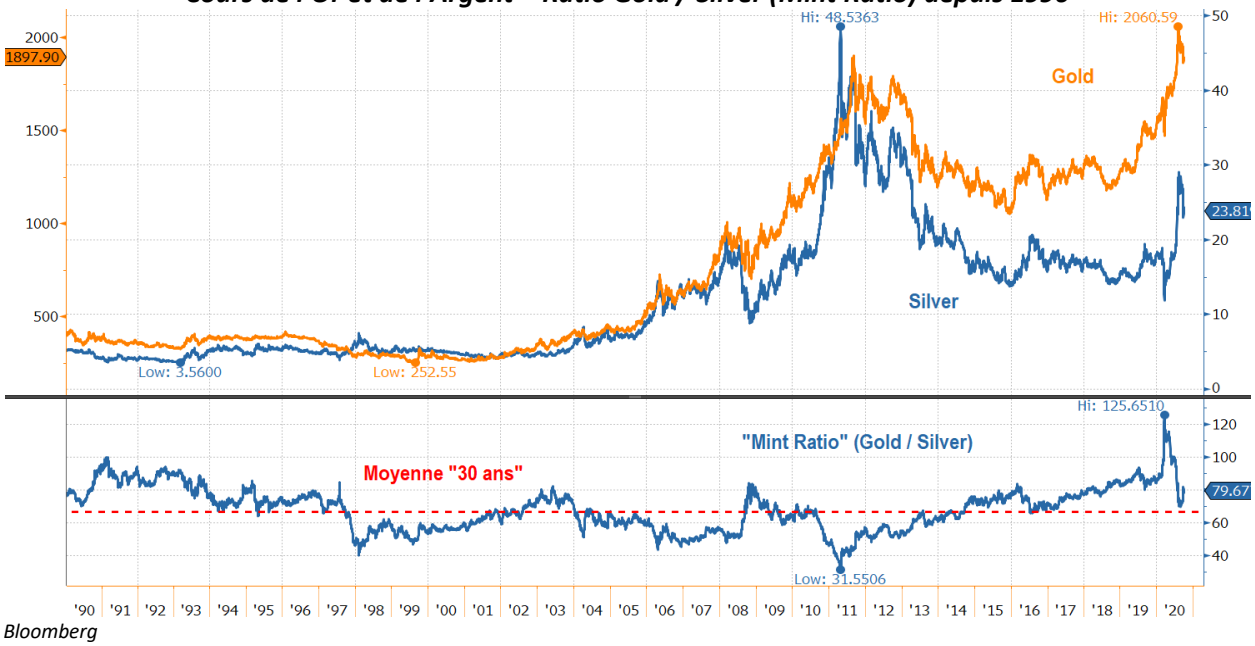


Source : Bloomberg

<u>Autres Métaux Précieux</u>

Recul sensible de l'argent après le rallye estival. Les cours de « l'or du pauvre » ont chuté de près de 16% ($) en septembre, soit un mouvement parfaitement symétrique à celui observé en août (~ +16%). Détérioration de facto du « Mint Ratio » (ratio Gold/Silver), qui après être revenu fin août sur sa moyenne des 10 et 30 dernières années, respectivement à 69.6x et 67.9x, a rebondi à 79.7x.

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



Source : Bloomberg

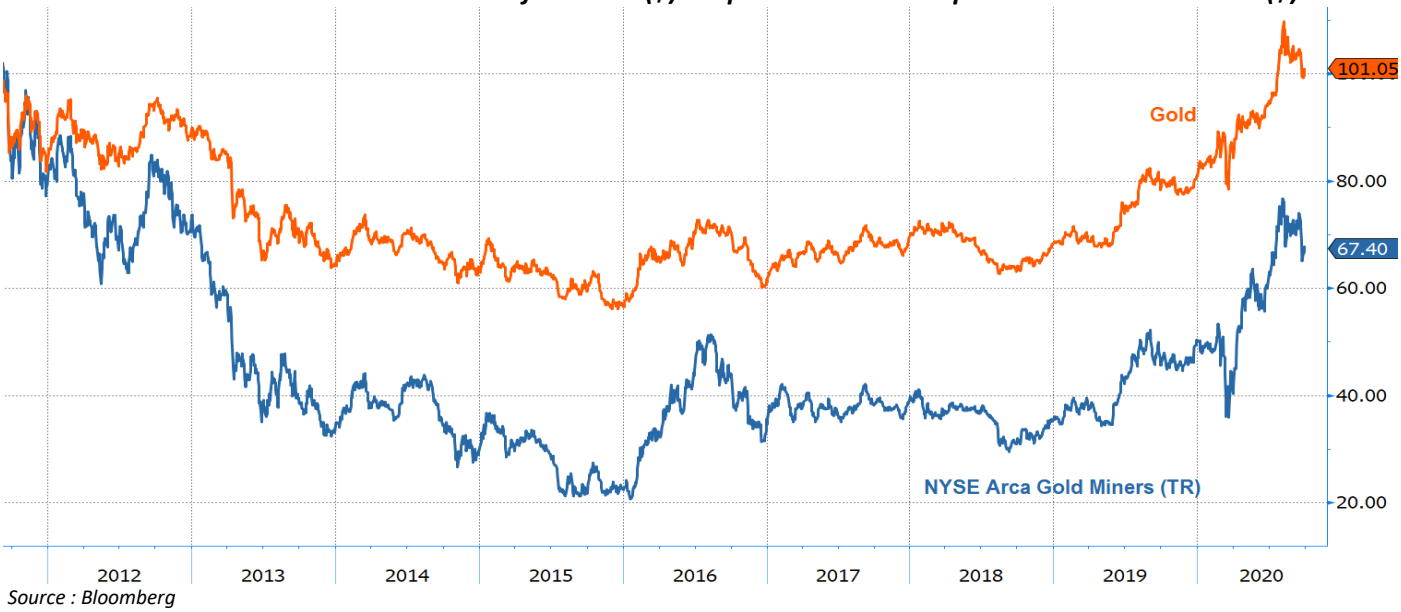
Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour.
Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

Quid des Mines d'Or ?

Les mines aurifères ont sans surprise amplifié la baisse des cours de l'or en septembre, terminant le mois en chute de 7.2% ($), maintenant cependant un score très notable depuis le début de l'année : +34% ($).

La classe d'actifs des aurifères se compare toujours très avantageusement à l'or sur une, trois, voire cinq années glissantes. Cependant, alors que les cours les cours de l'or sont proches de leur point haut de septembre 2011 ($1900/oz en clôture & $1921/oz en séance), les cours des mines en sont toujours éloignés de plus de 30%. Et pourtant, leurs situations financières et leurs perspectives de génération de cash sont considérablement meilleures qu'il y a dix ans, offrant de ce fait un potentiel d'appréciation très significatif.

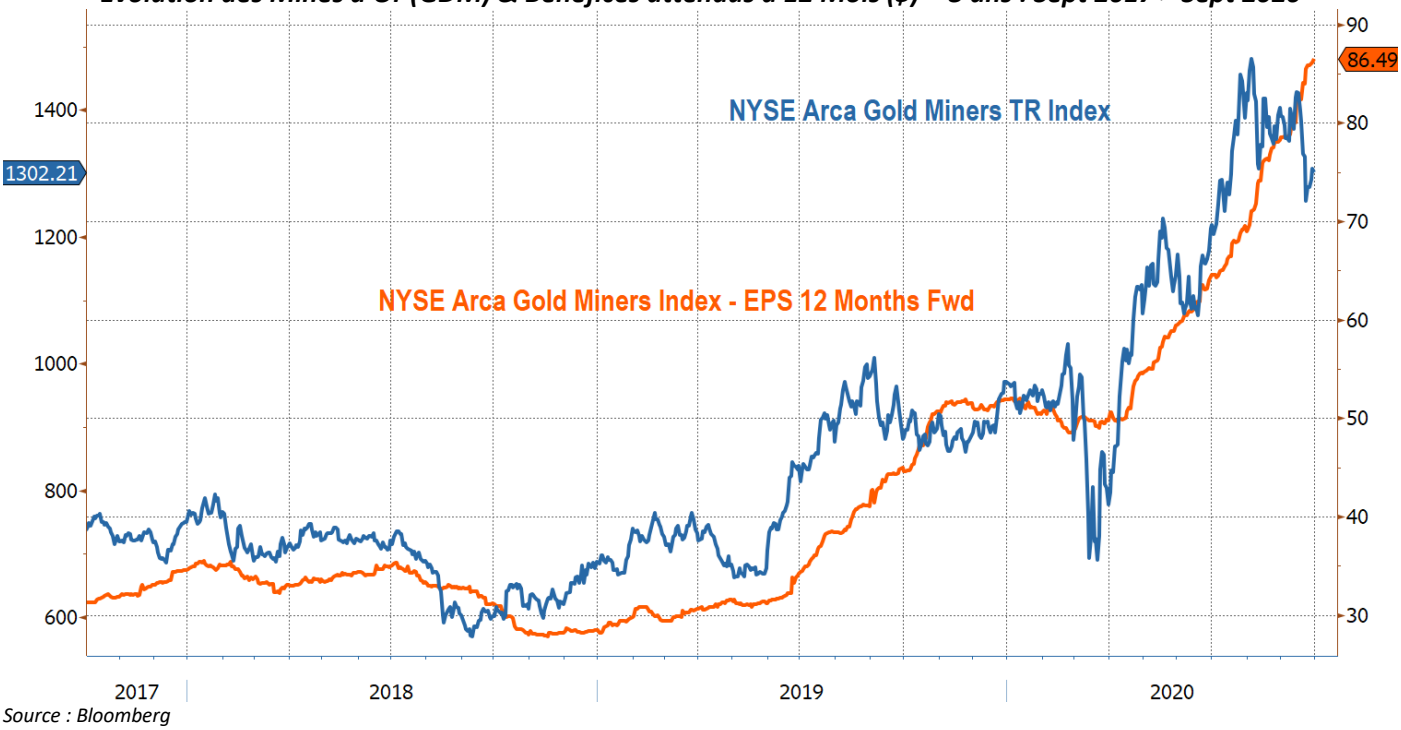
Mines d'Or - Or - MSCI World – Performance ($) : Septembre 2011 > Septembre 2020 – base 100 ($)



Source : Bloomberg

Avec des cours de l'or attendus en moyenne à $1798/oz pour l'ensemble de l'année 2020 contre $1500/oz en janvier, et en amélioration de près de $50/oz en un mois seulement, les révisions haussières des perspectives bénéficiaires à 12 mois du secteur aurifère ont continué d'accélérer, s'affichant en progression de 67% depuis le début de l'année et de près de 92% sur un an.

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

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 48% plus haut…

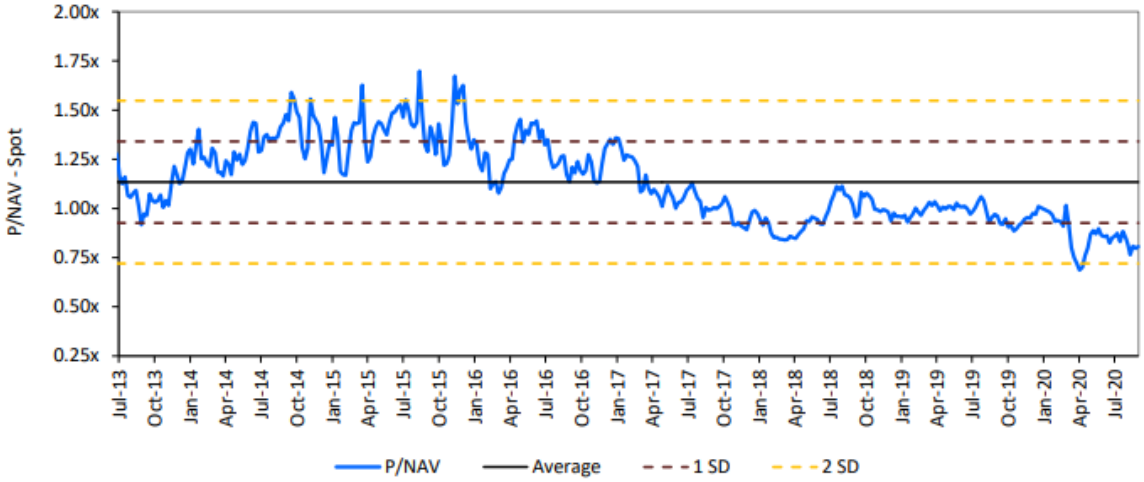
NYSE Arca Gold Miners & Gold – Août 2011 > Septembre 2020

Source : Bloomberg

<u>Valorisation de l'Industrie Aurifère</u>.

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 presque deux 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. 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%...

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

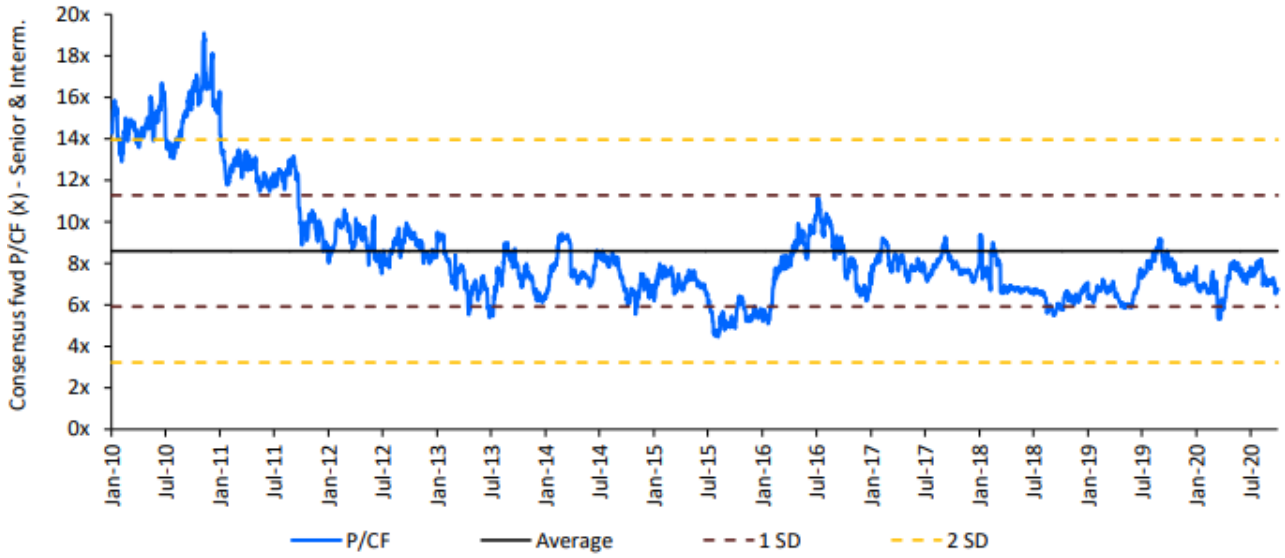


Source : RBC Capital Market - Bloomberg

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.

Maintien des P/CF à un faible niveau (~7x) depuis 2013, et toujours en-dessous 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

Achevé de rédiger le 6 octobre 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.

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.