

A la croisée des chemins...

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

Après un début d'année « euphorique » qui a permis aux cours de l'or d'atteindre \$2070/oz le 8 mars 2022, renouant quasiment avec leur record d'août 2020 (\$2075/oz), le marché s'est retourné. Si la guerre en Ukraine, et l'incertitude qu'elle suscite, constitue toujours un facteur de soutien important, la forte remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans aussi dans le reste du monde pèse sur le marché de l'or.

Certes, le maintien de perspectives inflationnistes élevées demeure aussi un point positif pour ce dernier, mais ce sont surtout les taux d'intérêt réels qui guident la tendance. Or, la résolution affichée par la Fed de normaliser rapidement sa politique monétaire avec à la clé un relèvement potentiel de ses taux directeurs de 50pb à chacun des prochains FOMC n'est pas pour rassurer le marché.

Pour autant, et en dépit de ces vents contraires, la thématique de l'or et des mines résiste plutôt bien. Depuis le début de l'année, les cours du métal jaune demeurent en territoire positif (\$ ~+1.5%) et ceux des mines aurifères également (\$ +2%), en comparaison des marchés mondiaux (MSCI ACWI NR) en recul de

17.4% (\$), soulignant par là même la diversification apportée par cette classe d'actif au sein d'une allocation globale.

Voir Annexes – Graphiques 1 & 2

En effet, alors que les taux réels 10 ans US étaient négatifs de -1.10% fin 2021, ils ont bondi depuis de plus de 140pb pour s'établir aujourd'hui à +0.30%, au plus haut depuis juillet 2019. Une remontée d'un tel ampleur aurait dû peser significativement plus sur les cours de l'or, ce qui semble confirmer que d'autres éléments, et la forte incertitude des investisseurs notamment, soutiennent la tendance.

Voir Annexes – Graphique 3

Même constat du côté du dollar américain, au plus haut depuis 2002 (Dollar Index), dont la vigueur aurait dû également peser davantage sur les cours du métal jaune. Il semble que l'on se trouve dans l'une de ces périodes de fortes incertitudes durant lesquelles le billet vert est aussi considéré comme un actif refuge.

Voir Annexes – Graphique 4

Dans cet environnement hautement incertain, le consensus a significativement revu en hausse ses anticipations pour 2022, tablant désormais sur des cours moyens de l'or à \$1900/oz contre \$1716/oz en début d'année.

Voir Annexes – Graphique 5

Côté flux, un regain d'intérêt certain est à noter, et notamment du côté des ETF adossés à l'or, dont les encours ont progressé d'un équivalent de 260 tonnes depuis le début de l'année, recouvrant ainsi 90% des ventes nettes observées en 2021, pire année depuis 2013.

Voir Annexes – Graphique 6

Le World Gold Council a publié son rapport trimestriel, toujours très attendu, quant à l'évolution de la demande et de l'offre d'or. Il en ressort une augmentation très significative (+34% - 1.234 tonnes) de la demande d'or durant le 1^{er} trimestre de cette année par rapport à la même période en 2021.

La guerre en Ukraine et l'accélération de l'inflation ont constitué les facteurs les plus importants de cette évolution, et notamment au travers des ETF adossés à l'or dont les encours ont bondi de 244 tonnes durant les trois premiers mois de l'année. A noter cependant que la forte activité autour de ces derniers a contrebalancé une situation moins porteuse des autres constituants de la demande.

En effet, tant la demande bijoutière (474t) en recul de 7% (vs T1 2021), et en lingots et pièces (282t) en déclin de 20%, affectées par une demande plus faible en Chine et en Inde, que celle des banques centrales (84t) en baisse de 29%, ont pesé sur la tendance.

En revanche, la demande liée à la technologie (82t) a été la plus importante depuis 2018.

Voir Annexes – Graphique 7

Du côté de l'offre, la production minière (856t) a atteint un record pour un 1^{er} trimestre et le recyclage, (310t), soutenu par la hausse des cours de l'or, a augmenté de 15% par rapport au 1^{er} trimestre 2021.

Quid des mines aurifères ?

Bien qu'en repli sensible (~-20% - \$) par rapport à leur point haut de mi-avril, le secteur aurifère demeure en territoire positif depuis le début de l'année, ce qui est une performance en soit dans un environnement plutôt difficile. Il convient de retenir que les fondamentaux de l'industrie demeurent excellents avec une génération de cash sans précédent, grâce à une discipline financière en nette amélioration.

Le marché l'a bien compris si l'on en juge par la hausse des mines (+159% - \$) relativement à l'or (+75% - \$), depuis début 2016, soit un levier de performance de ~2x. Cependant, il convient de noter que le retard demeure encore conséquent si l'on se réfère à leur record historique de septembre 2011. Alors que les cours de l'or sont stationnaires depuis, ceux des mines aurifères sont toujours en retrait de presque 45% (\$).

Voir Annexes – Graphiques 8 & 9

Pourtant, le sentiment du marché quant aux perspectives de l'industrie s'est nettement amélioré ces derniers mois, reposant notamment sur une anticipation plus optimiste de l'évolution à venir des cours de l'or, avec une moyenne attendue de \$1900/oz pour l'ensemble de l'année contre \$1716/oz en janvier.

Cela se traduit par une inflexion positive des perspectives bénéficiaires à 12 mois qui, même si elles demeurent en retrait de ~11% par rapport à la même période l'année dernière, se sont redressées de plus de 10% par rapport à leur point bas de mars dernier.

*Voir Annexes – Graphique 10***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 ~0,85x la NAV, les multiples de valorisation sont à un écart-type en deçà de la moyenne observée depuis juillet 2013 (~1,05x).

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

Voir Annexes – Graphique 11

Achévé de rédiger le 10 mai 2022

Annexes

Graphique 1 - Évolution des cours de l'or (\$/oz) – 10 ans – Janvier 2011 > Mai 2022



Source : Bloomberg

Graphique 2 - Évolution des cours de l'or (\$/oz) – Mai 2020 > Mai 2022



Source : Bloomberg

Graphique 3 - Cours de l'or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels (échelle inversée) – Mai 2013 > Mai 2022



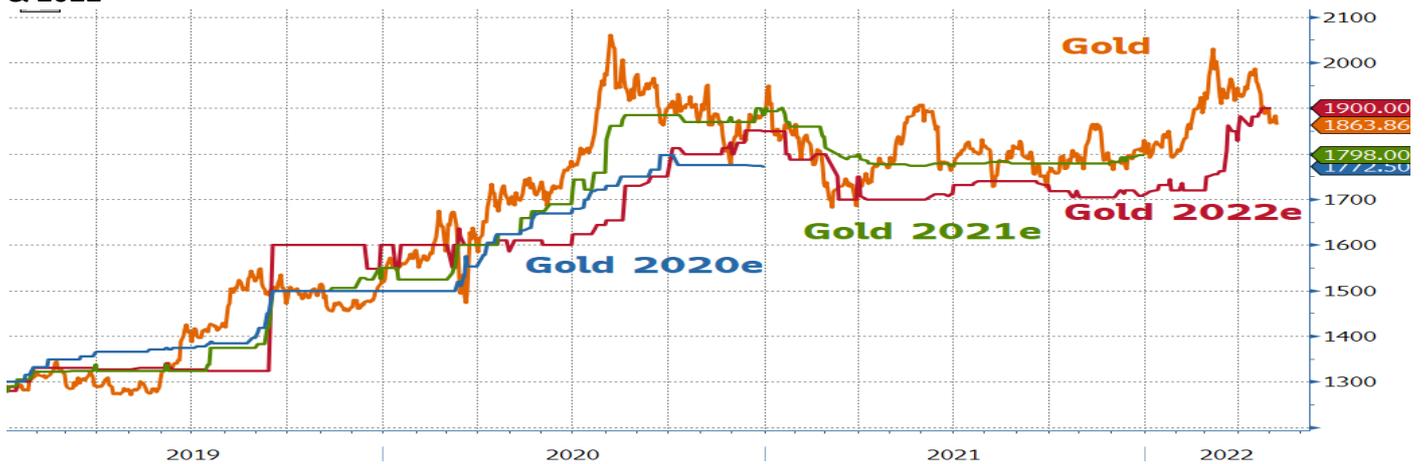
Source : Bloomberg

Graphique 4 - Cours de l'or (\$/oz) vs Dollar Index (échelle inversée) – Mai 2013 > Mai 2022



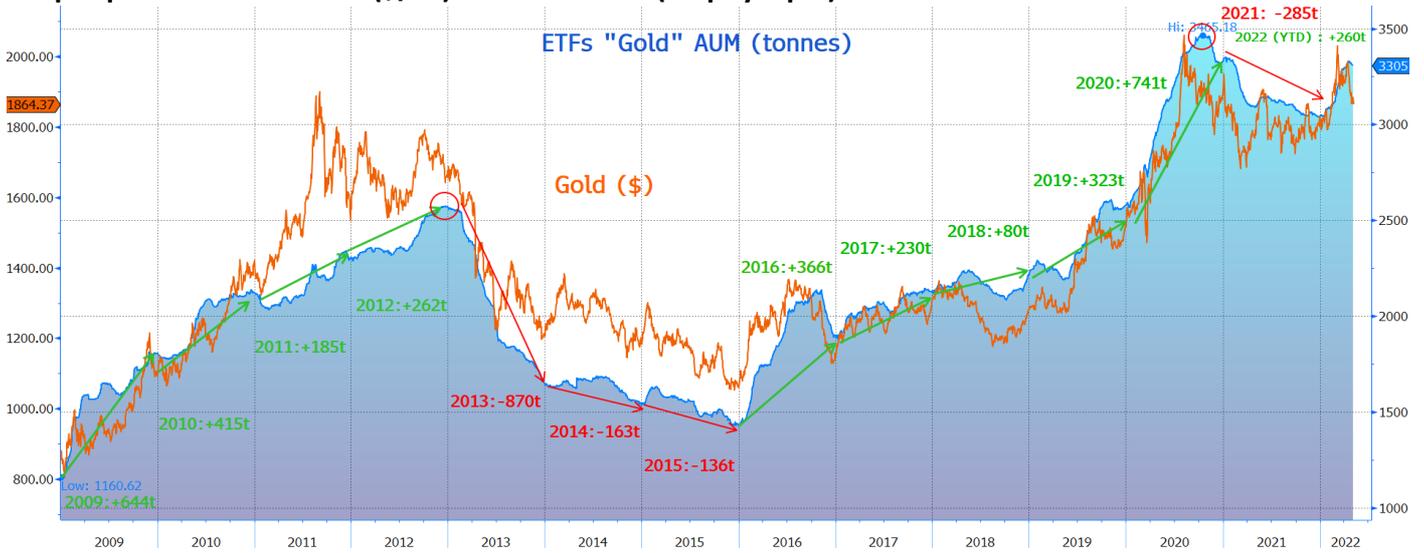
Source : Bloomberg

Graphique 5 - Cours de l'or (\$/oz) et évolution des anticipations du consensus pour les années 2020 – 2021 & 2022



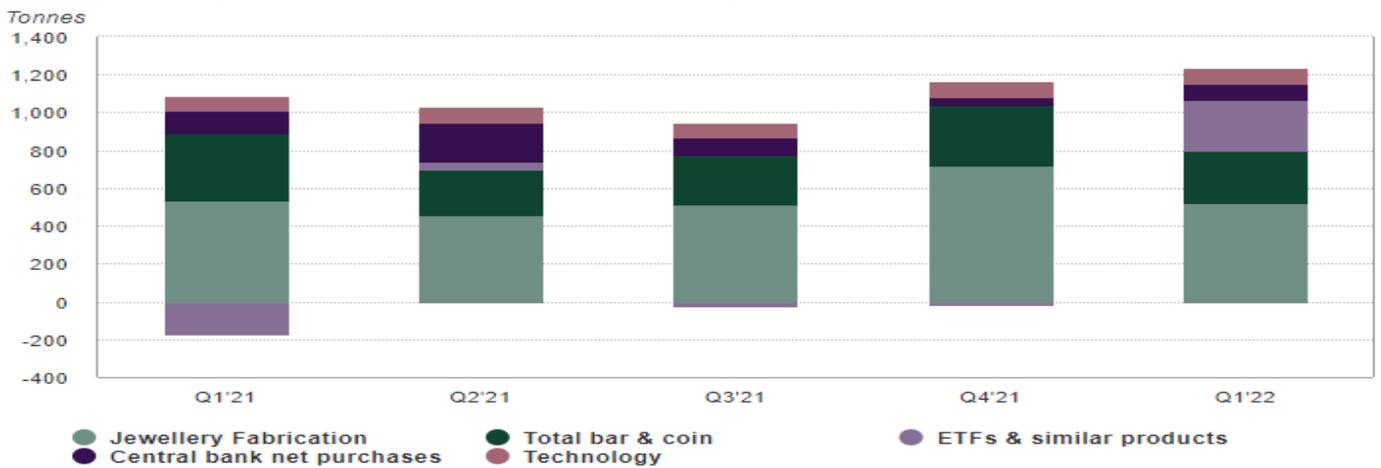
Source : Bloomberg

Graphique 6 - Cours de l'or (\$/oz) - Encours ETFs (Or physique) - tonnes – 2009 > Mai 2022



Source : Bloomberg

Graphique 7 - Répartition de la demande d'or (tonnes) par trimestre – Q1 2021 > Q1 2022



Source : Bloomberg

Graphique 8 – NYSE Arca Gold Miners & Gold – Janvier 2016 > Mai 2022 - (base 100)



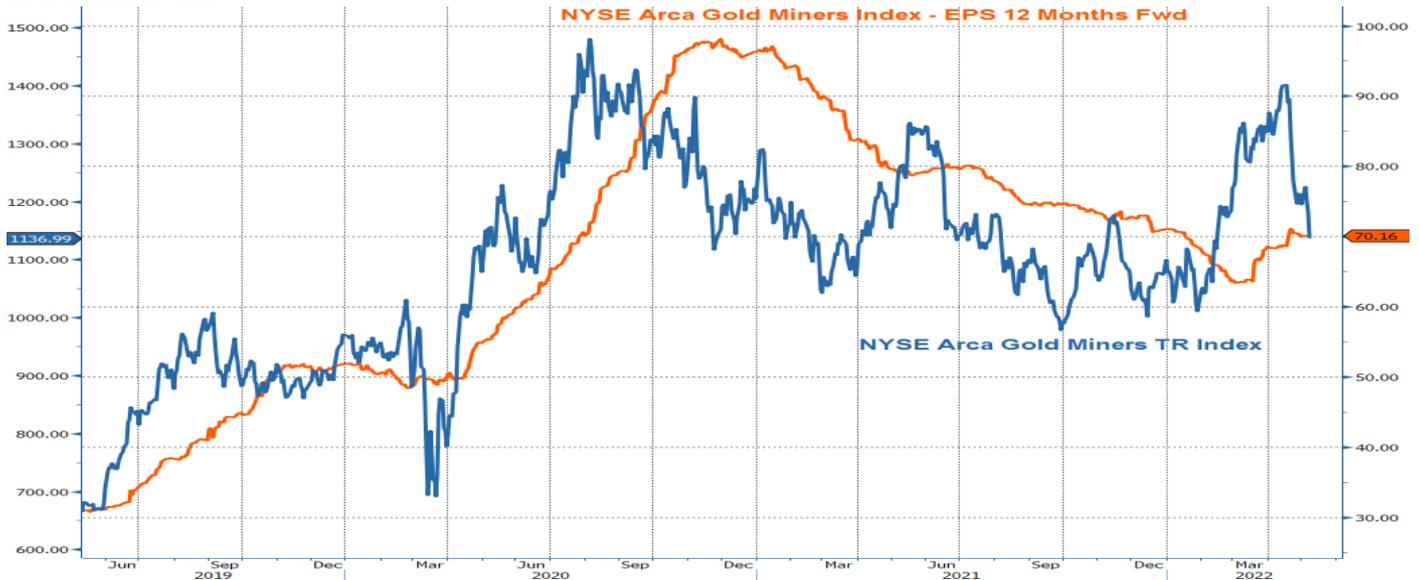
Source : World Gold Council, Bloomberg, Coin Metrics, Goldman Sachs Global Investment Research

Graphique 9 - NYSE Arca Gold Miners & Gold – Septembre 2011 > Mai 2022 - (base 100)



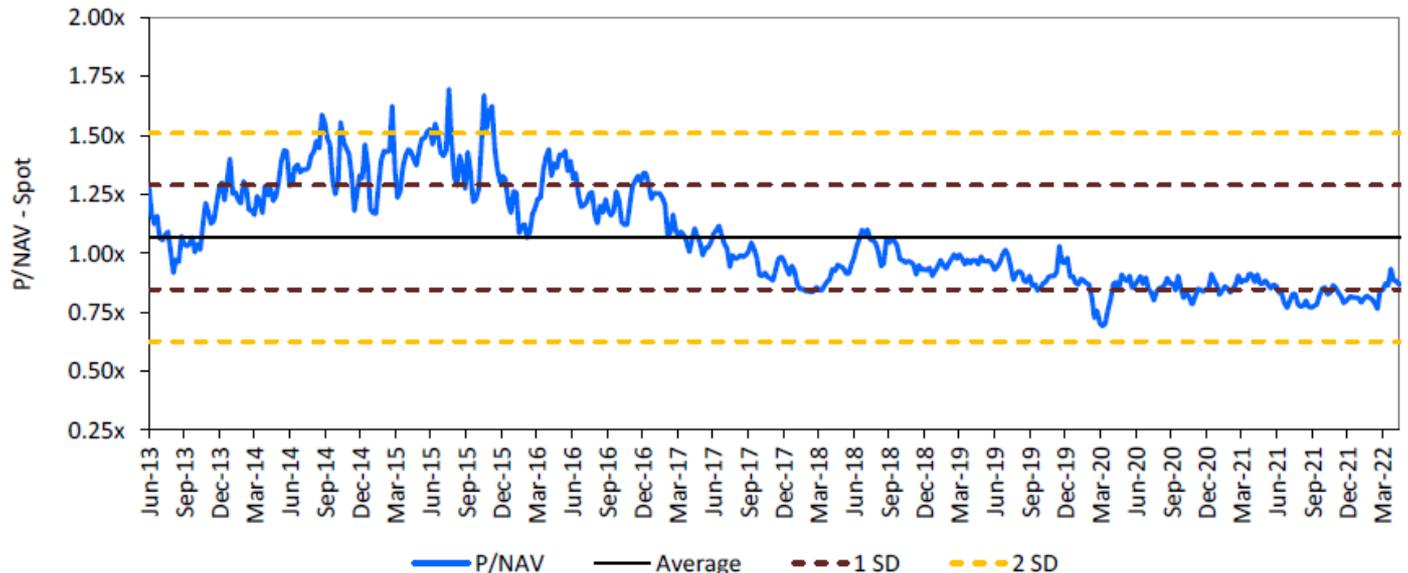
Source : Bloomberg

Graphique 10 - Évolution des mines d'or (GDM) & bénéfices attendus à 12 Mois (\$) – 3 ans : Mai 2019 > Mai 2022. 2021



Source : Bloomberg

Graphique 11 - Compagnies aurifères – Evolution P/NAV – spot - (Senior, Intermediate & Junior) - depuis Juin 2013



Source : Bloomberg

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 – 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

