



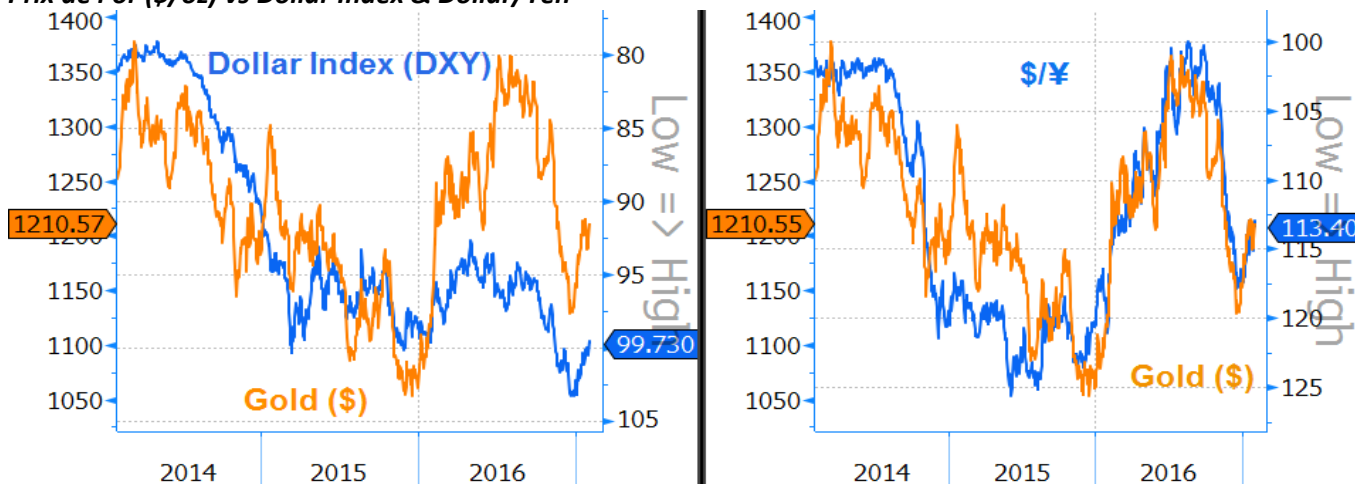
## Or, Mines & Ressources Naturelles...Merci Mr Trump !

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

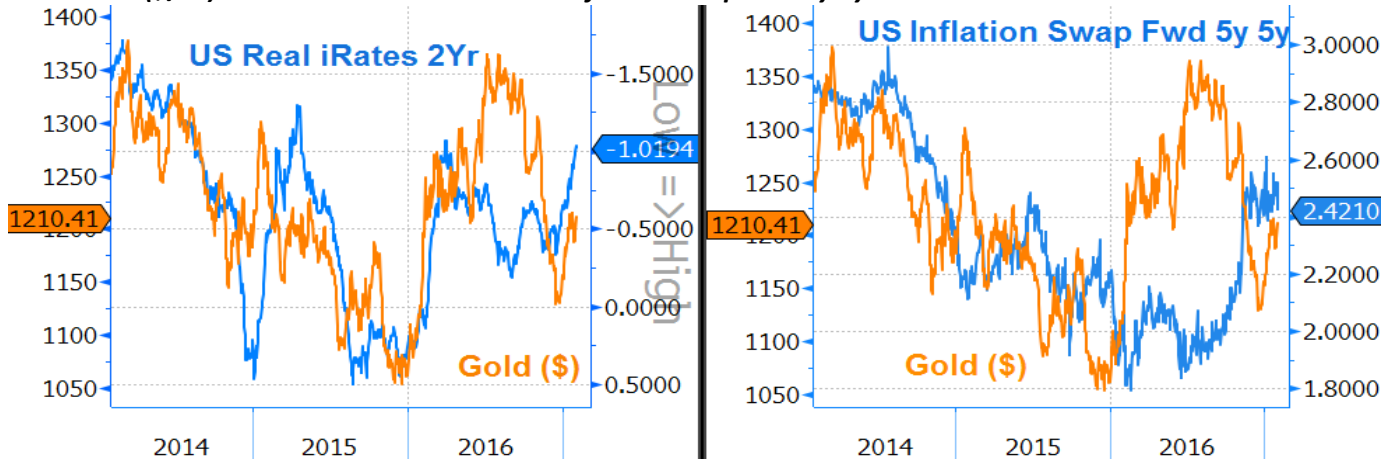
**R**etour en grâce de la relique barbare après 6 mois de passage à vide. Les cours de l'or (\$) ont rebondi de 5,5% en janvier, le meilleur mois depuis juin dernier. Le métal jaune a bien profité du réalignement de ses planètes depuis le début de l'année, et en premier lieu de la faiblesse du dollar, à l'opposé des attentes du consensus, mais aussi de la résurgence d'une éventuelle «stagflation». Merci Mr Trump ! Il semble que les marchés commencent à nourrir quelques inquiétudes vis-à-vis du 45<sup>ème</sup> président des Etats-Unis. Pourtant, Barack Obama ne nous avait-il pas prévenus : « Trump is doing exactly what he said he would do » ?

Résultat des courses, un Dollar revenu sur ses niveaux de mi-novembre (Dollar index < 100) – un Yen en nette reprise de plus de 4% depuis son point bas de mi-décembre – on notera la très forte corrélation existante entre les cours de l'or (\$) et la parité Yen/Dollar – des taux réels en repli sensible : taux US réels 2 ans revenus en deçà de -1% grâce à la reprise de l'inflation – les perspectives de cette dernière ayant significativement rebondi depuis mi-2017 (US Inflation Swap Forward 5y5y > 2,4% vs ~1,8% en juin 2017).

**Prix de l'or (\$/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen**



### Prix de l'or (\$/oz) vs Taux US 2 ans réels & US Inflation Swap Fwd 5y 5y

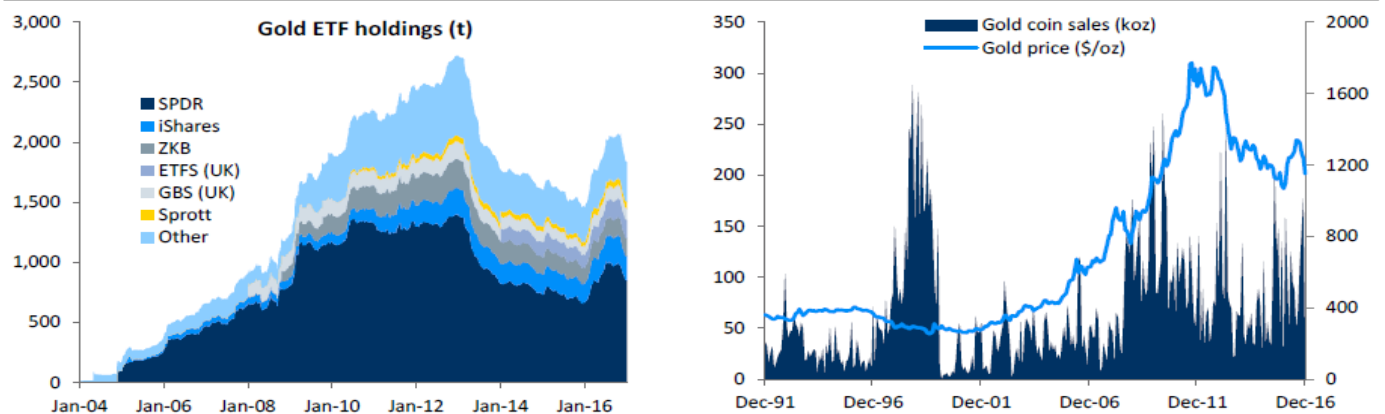


Source : Bloomberg

Après une année globalement décevante pour l'or en terme de demande, tous les regards se tournent vers 2017. L'investissement demeurera clé pour déterminer la tendance à venir, mais pas seulement. La demande bijoutière, qui a en effet touché un point bas depuis 1988 l'année dernière avec « seulement » ~1730 tonnes, devrait se redresser cette année et apporter ainsi son soutien.

En effet, alors que les ventes observées sur les ETPs investis en or (~202 tonnes) ont pesé sur la tendance durant le 4<sup>ème</sup> trimestre 2016 – force est de constater que les autres composantes de la demande, bijouterie, banques centrales et achats de lingots et pièces, étaient plutôt mieux orientées. Depuis le début de l'année, le marché est très calme avec des sorties équivalentes à ~9 tonnes sur les ETPs et des positions ouvertes nettes acheteuses en progression de seulement 15,8k lots sur les marchés à terme (~49 tonnes).

### Encours (tonnes) des ETPs « Gold » - Transactions en pièces d'or (koz) et cours de l'or (\$/oz)

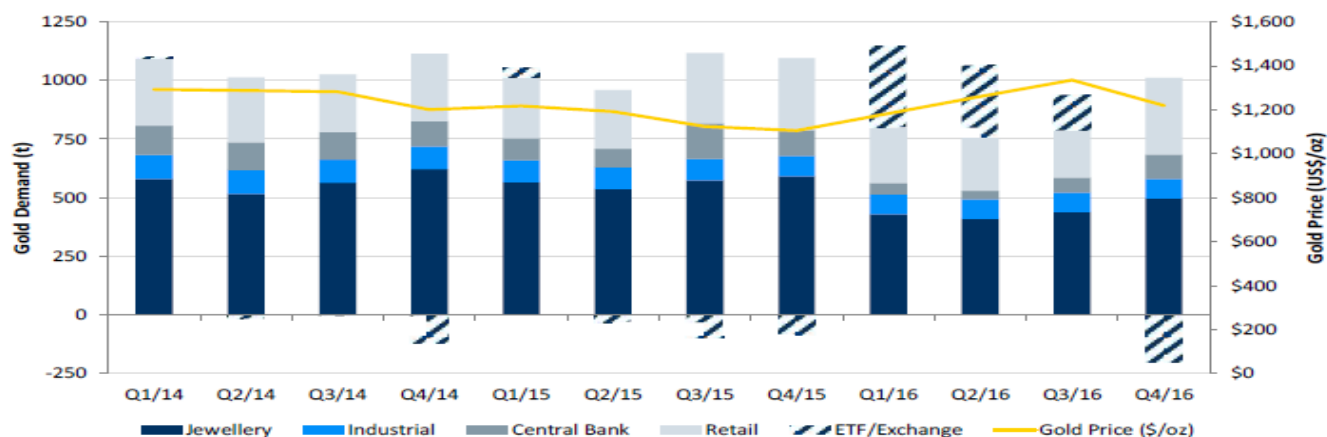


Source : GFMS – WGC – Bloomberg – Thomson Reuters Eikon - RBC Capital Markets

Les achats "retail" ont été particulièrement dynamiques en fin d'année, en Inde notamment, après l'annonce de démonétisation des grosses coupures. Malgré ce sursaut au 4<sup>ème</sup> trimestre, la demande indienne pour l'ensemble de l'année 2016 (580 tonnes / -34% YoY) a touché un plus bas depuis 2003. Mais, les importations d'or en Inde (498 tonnes en 2016), en baisse de 45% par rapport à 2015 devraient nettement repartir à partir du 2<sup>ème</sup> semestre cette année, soutenues par la baisse attendue des taxes à l'importation.

Même tendance en Chine avec une demande bijoutière en contraction en 2016, et ce pour la 3<sup>ème</sup> année consécutive. Au dernier trimestre, à l'image de l'Inde, celle-ci a légèrement rebondi par rapport au trimestre précédent, en raison de facteurs saisonniers (approche du nouvel an chinois), mais sans atteindre cependant le niveau de l'année précédente (T4 2016 : 146,6 tonnes / -14,8% vs T4 2015). Mais, au contraire de l'Inde, les perspectives 2017 ne permettent pas d'anticiper une réelle inversion de tendance, en raison notamment d'un environnement économique assez fragile.

### Evolution demande d'or par trimestre (tonnes) - 2014 - 2016



Source : GFMS – RBC Capital Markets

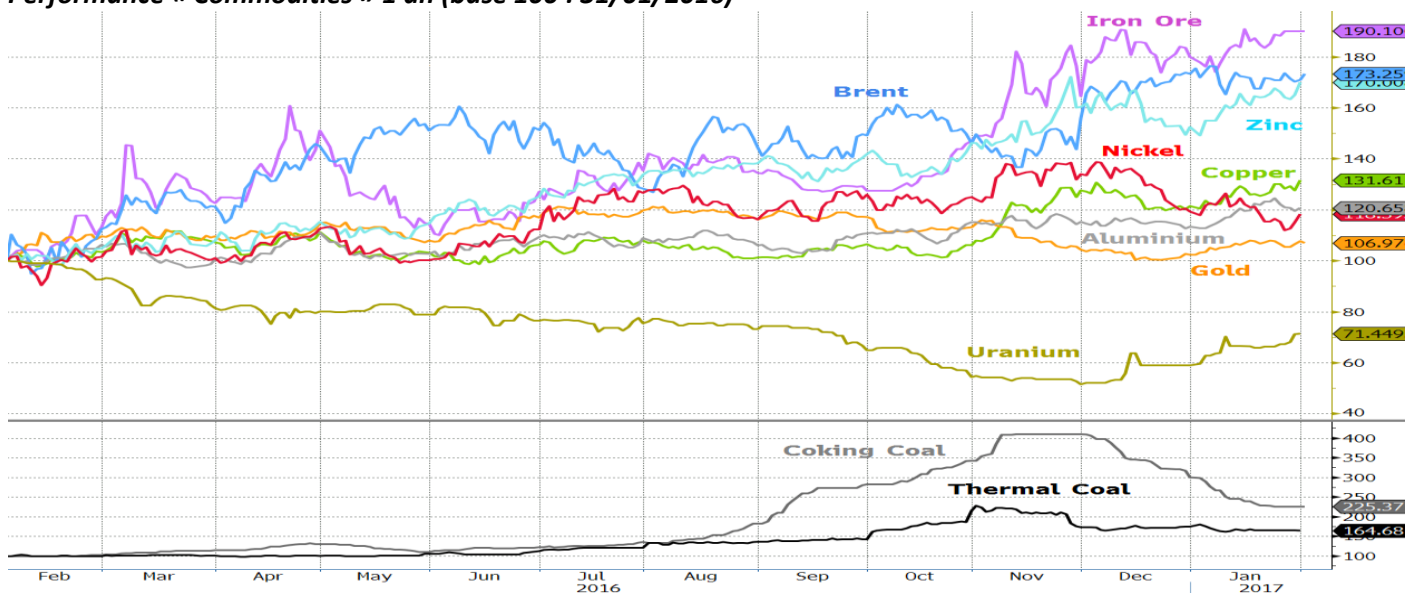
### Evolution du marché de l'or par année (tonnes) - 2010 à 2016

| Gold balance (t)       | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016 E        |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Supply</b>          |               |               |               |               |               |               |               |
| Mine production        | 2684.0        | 2846.4        | 2859.4        | 3039.5        | 3193.0        | 3208.8        | 3239.1        |
| Scrap supply           | 1713.0        | 1683.5        | 1670.1        | 1274.6        | 1177.3        | 1143.8        | 1364.5        |
| Net producer hedging   | -107.6        | 20.3          | -42.7         | -35.1         | 106.8         | 17.2          | 75.4          |
| <b>Total Supply</b>    | <b>4289.4</b> | <b>4550.2</b> | <b>4486.8</b> | <b>4279.1</b> | <b>4477.2</b> | <b>4369.8</b> | <b>4679.0</b> |
| <b>Demand</b>          |               |               |               |               |               |               |               |
| Jewelry                | 2055.7        | 2082.1        | 2085.6        | 2596.8        | 2376.1        | 2304.8        | 1731.7        |
| Industrial             | 420.5         | 405.9         | 365.4         | 352.2         | 341.8         | 316.0         | 296.2         |
| Dental                 | 47.7          | 40.9          | 36.5          | 33.6          | 31.7          | 30.2          | 29.9          |
| Bar & Coin             | 1217.0        | 1533.3        | 1327.6        | 1749.1        | 1065.7        | 1078.4        | 949.7         |
| ETPs                   | 401.5         | 211.0         | 293.0         | -897.8        | -170.3        | -126.4        | 499.8         |
| Central Bank purchases | 78.2          | 468.8         | 556.7         | 517.5         | 524.7         | 501.2         | 332.1         |
| <b>Total Demand</b>    | <b>4220.5</b> | <b>4741.9</b> | <b>4664.7</b> | <b>4351.4</b> | <b>4169.8</b> | <b>4104.2</b> | <b>3839.4</b> |
| <b>Balance</b>         | <b>68.9</b>   | <b>-191.8</b> | <b>-177.9</b> | <b>-72.3</b>  | <b>307.4</b>  | <b>265.6</b>  | <b>839.6</b>  |

Source : GFMS – WGC – Bloomberg – Thomson Reuters Eikon - RBC Capital Markets

Du côté des autres « Commodities », et en dehors du Charbon Métallurgique et Thermique, dont les prix poursuivent leur réajustement après la flambée de l'année dernière, en reculant respectivement de (\$) 25% et 6% depuis le début de l'année, le marché reste bien orienté. La palme revient à l'Uranium, qui a rebondi de plus de 20% (\$), et ce en dépit d'interrogations persistantes sur le nucléaire, notamment du côté du Japon. Les non-ferreux, Zinc, Cuivre, Aluminium, bénéficiant de tensions de leurs marchés respectifs (déficit, grève, baisse de production), poursuivent leur ascension, gagnant respectivement (\$) 11,5%, 8,5% et 6,5% depuis fin décembre. Le Minerai de Fer, à l'inverse des anticipations du marché, a gagné encore plus de 5% en janvier. Tendance plus calme, en revanche, pour le Brent qui abandonne ~1%, toujours dans l'incertitude quant à l'engagement pris par les pays membres de l'OPEP de couper leur production. Petite faiblesse également du Nickel, alors que l'Indonésie s'oriente vers une levée des interdictions d'exporter.

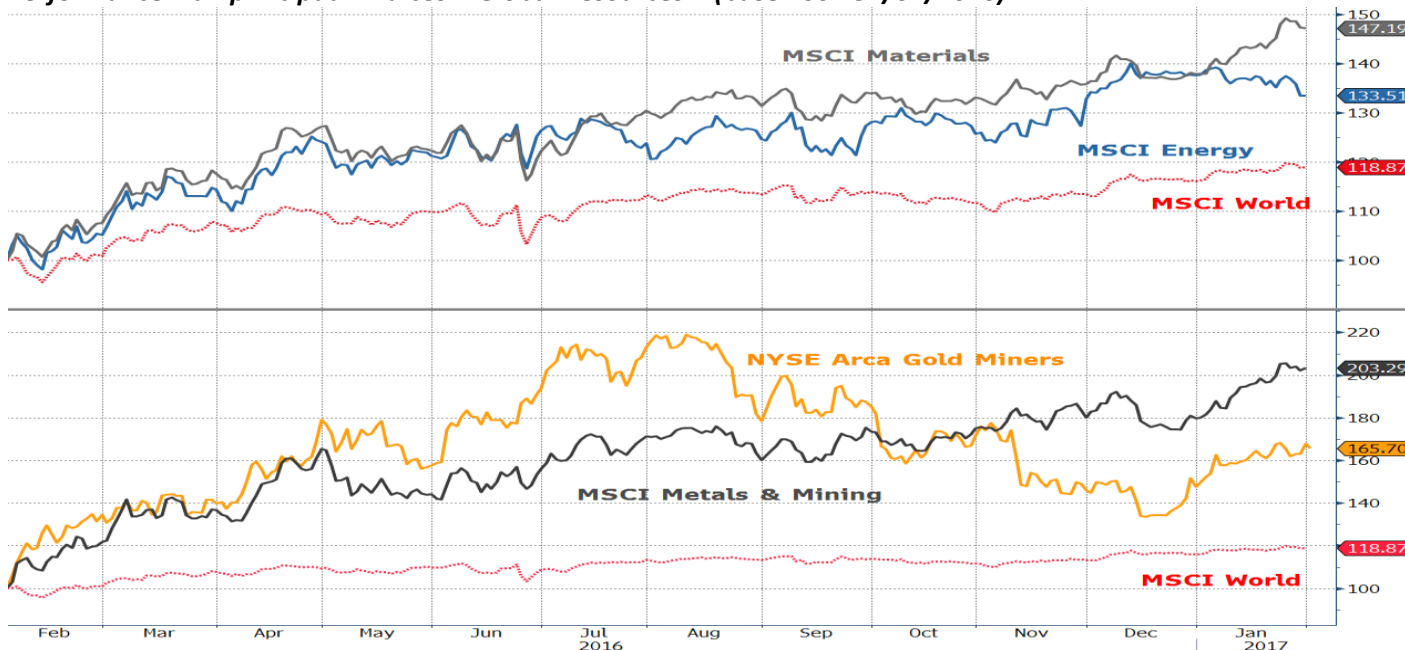
### Performance « Commodities » 1 an (base 100 : 31/01/2016)



Source : Bloomberg

Dans ce contexte, les Ressources Naturelles démarrent l'année de façon contrastée. Si les Minières (MSCI World Metals & Mining), en hausse de 13,1% (\$) en janvier, affichent la meilleure performance, les Pétrolières (MSCI World Energy) sont à la traîne, avec une baisse de 3% (\$). De leur côté, les Matériaux, en général, se sont bien comportés avec, en dehors des Métaux et Mines, des performances au pire stables (Papier et Forêt) et s'étalant de +2,5% (\$) pour les Matériaux de Construction à +4,5% (\$) pour la Chimie.

### Performance 1 an principaux indices « Global Resources » (base 100 : 31/01/2016)

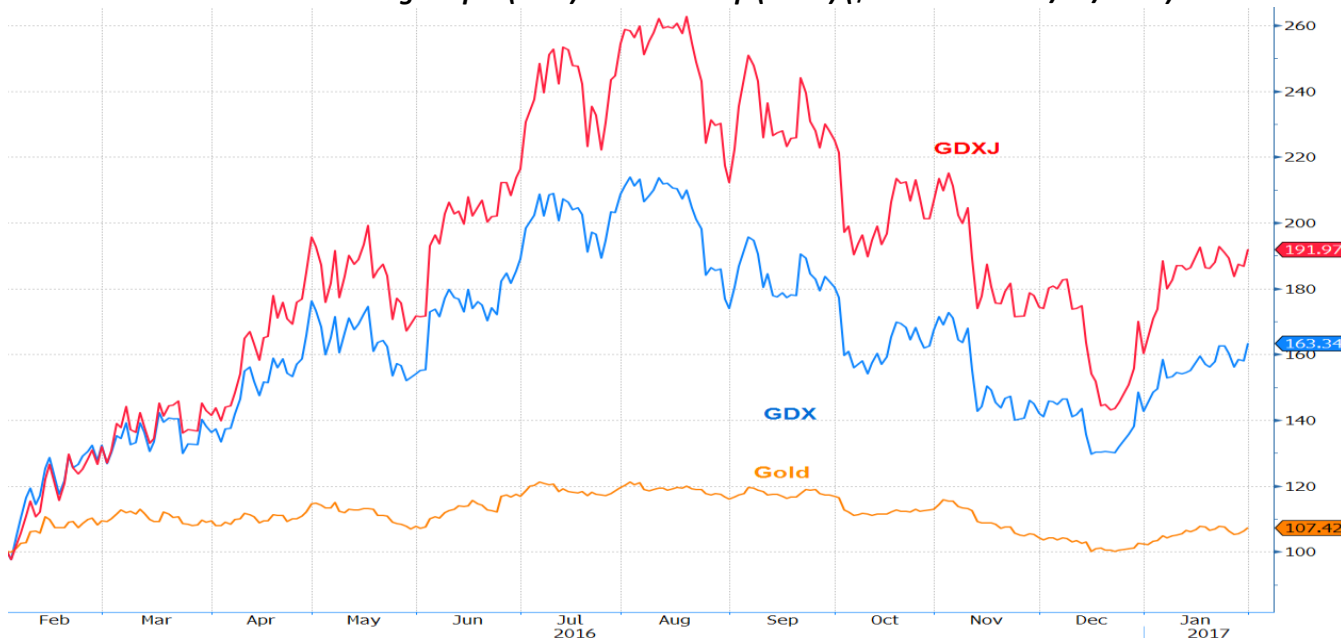


Source : Bloomberg

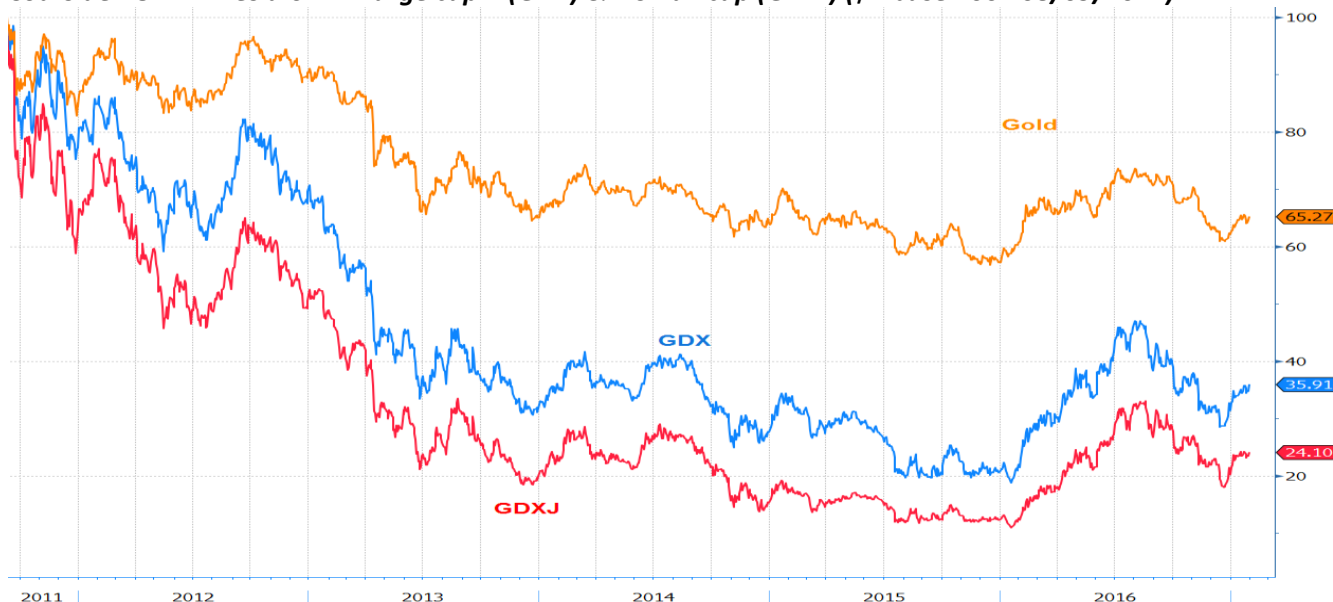
Les mines aurifères n'ont pas été en reste en ce début d'année, en hausse (\$) de 13,7% (GDM index). Rappelons qu'elles avaient abandonné ~ 25% au 2<sup>ème</sup> semestre 2016, et ~40% depuis leur point haut, le 10 août, jusqu'à leur point bas du 15 décembre. Sur un an glissant, la performance des minières aurifères demeure très positive, et très nettement supérieure à celle de l'or physique. On notera le rattrapage des petites valeurs, surperformant les

grandes de presque 30% sur la période. Depuis leur point haut de septembre 2011, la performance des mines d'or est plus cohérente par rapport à celle de l'or, avec un levier de  $\sim 1.85/2.15x$ . Notons qu'en dépit de sa très belle performance depuis maintenant un an, le secteur aurifère demeure très en retrait par rapport à son sommet de 2011 : -65%/-75%...

**Cours de l'Or - Mines d'or – « large cap » (GDX) & « small cap (GDXJ) (\$ - base 100 : 31/01/2016)**



**Cours de l'Or - Mines d'or – « large cap » (GDX) & « small cap (GDXJ) (\$ - base 100 : 08/09/2011)**



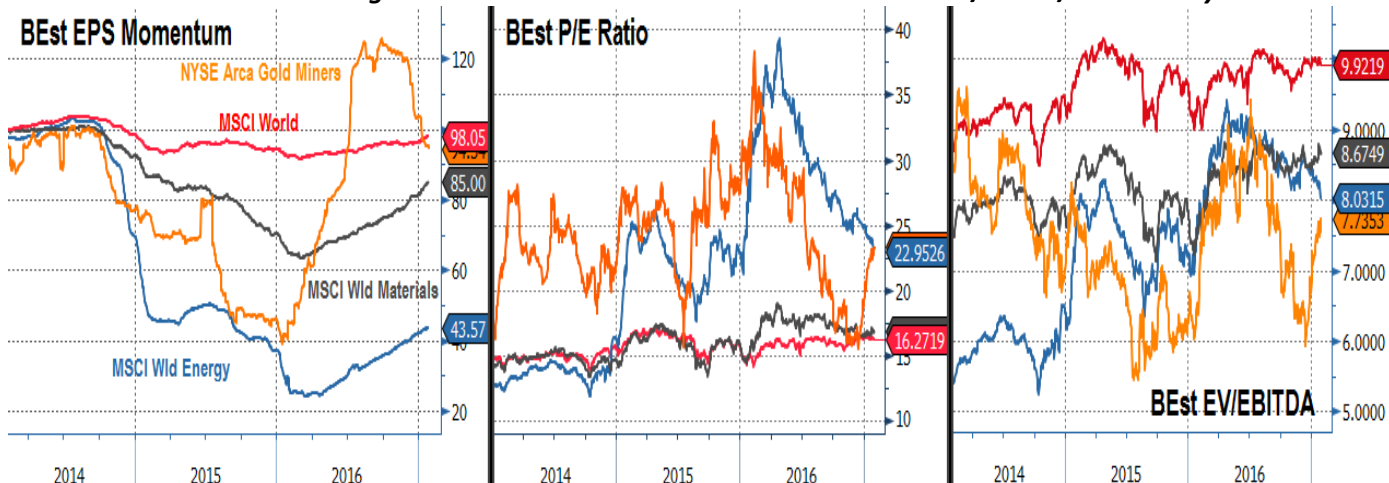
Source : Bloomberg

En décalage d'environ un trimestre par rapport à l'évolution des cours de l'or, les résultats attendus pour les mines d'or font l'objet de révisions baissières depuis début octobre, après la dégradation observée de la tendance du métal jaune. Elles font suite aussi à une amélioration impressionnante (trop ?) du consensus durant les 9 premiers mois. En revanche, les autres grands compartiments des Ressources Naturelles que sont l'Énergie et les Matériaux demeurent bien orientés et bénéficient toujours d'un momentum bénéficiaire beaucoup plus attractif que celui des actions



globales. Alors que les multiples de résultats se sont tendus pour les aurifères, la normalisation se poursuit pour les autres secteurs, et en particulier celui de l'Énergie dont les perspectives s'annoncent en nette amélioration cette année.

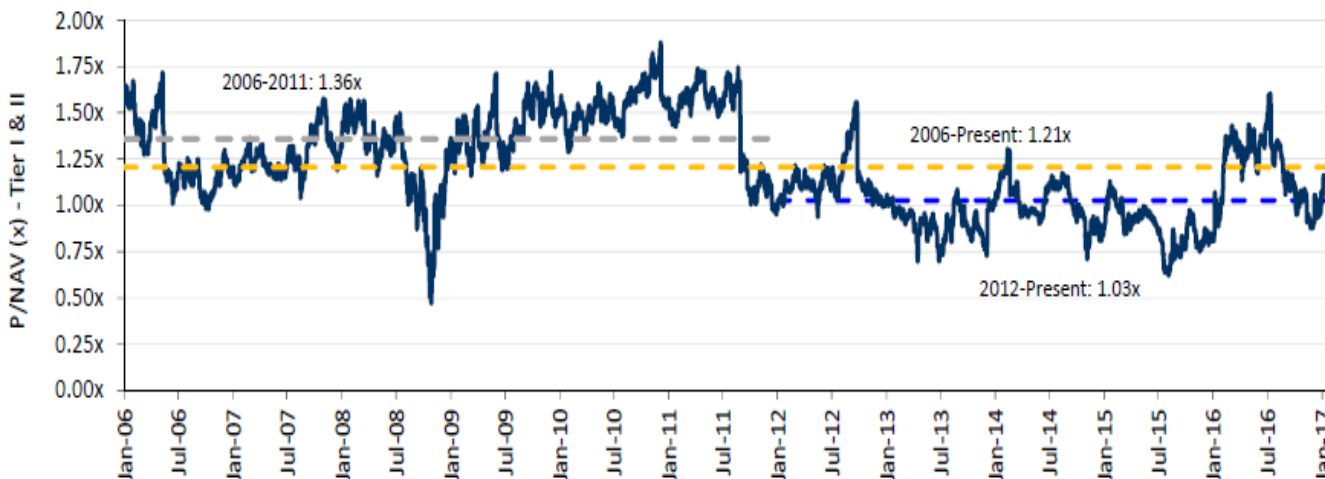
**Mines d'or – Secteur de l'Énergie – Secteur des Matériaux – EPS Momentum – P/E – EV/EBITDA – 3yr**



Source : Bloomberg

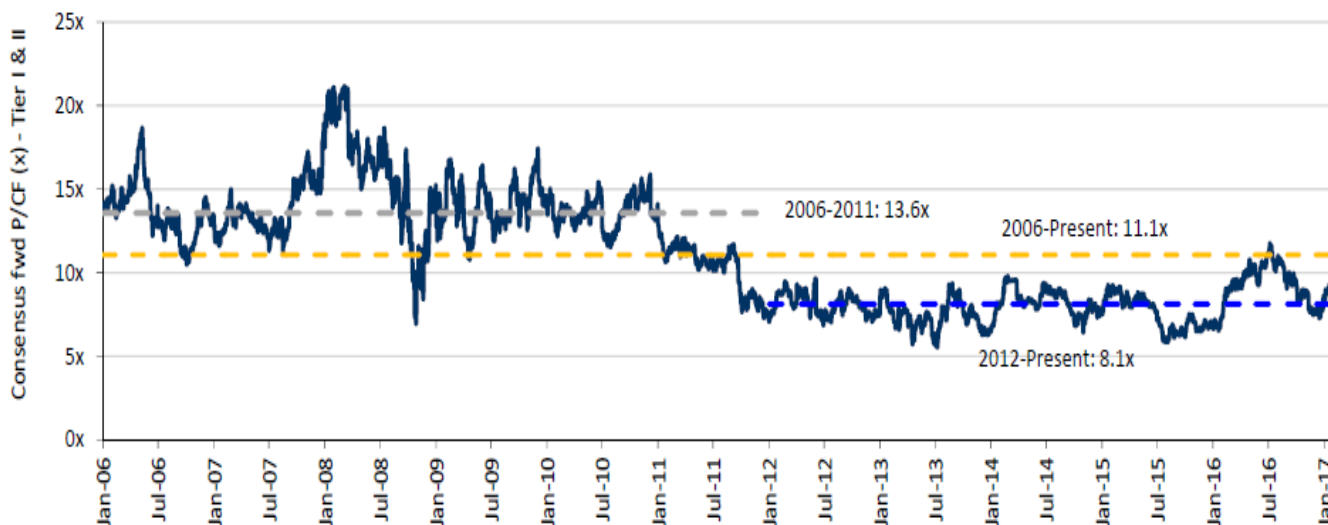
L'analyse des aurifères par les actifs nets (P/NAV) et les Cash-Flows Opérationnels (P/CF), qui donne une meilleure appréciation de la valorisation du secteur, corrobore celle des multiples de résultats. En revanche, si la valorisation des mines d'or s'est tendue depuis quelques mois, elle n'en demeure pas moins à un niveau très raisonnable, proche de la moyenne observée depuis 2006 pour les P/NAV, et très en deçà pour les P/CF.

**Mines d'or – Evolution P/NAV (7% discount rate) depuis janvier 2006**



Source : RBC Capital Markets, Bloomberg

## Mines d'or – Evolution P/CF depuis janvier 2006



Source : RBC Capital Markets, Bloomberg

**Achévé de rédigé le 2 février 2017**

### Information :

Le présent document, donné à titre d'information, est destiné exclusivement aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. Les informations sont fournies dans le seul but de permettre aux journalistes et professionnels de la presse et des médias d'avoir une vue d'ensemble, et ce quel que soit l'usage qu'ils en font, qui relève exclusivement de l'indépendance éditoriale et pour lequel CPR AM décline toute responsabilité. Ce document ne saurait constituer une publicité, ni une offre d'achat ou de vente. Il n'engage pas la responsabilité de CPR Asset Management.

### A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

### CPR AM en chiffres (fin septembre 2016)

- 38.8 milliards d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la 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.*

Pour en savoir plus : [www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com)



Suivez-nous sur [https://twitter.com/CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)

**Contact : Karine GAUTHIER**

**T** +33 1 53 15 71 66 – **M** +33 6 46 80 26 57 – **E** [karine.gauthier@cpr-am.com](mailto:karine.gauthier@cpr-am.com)