

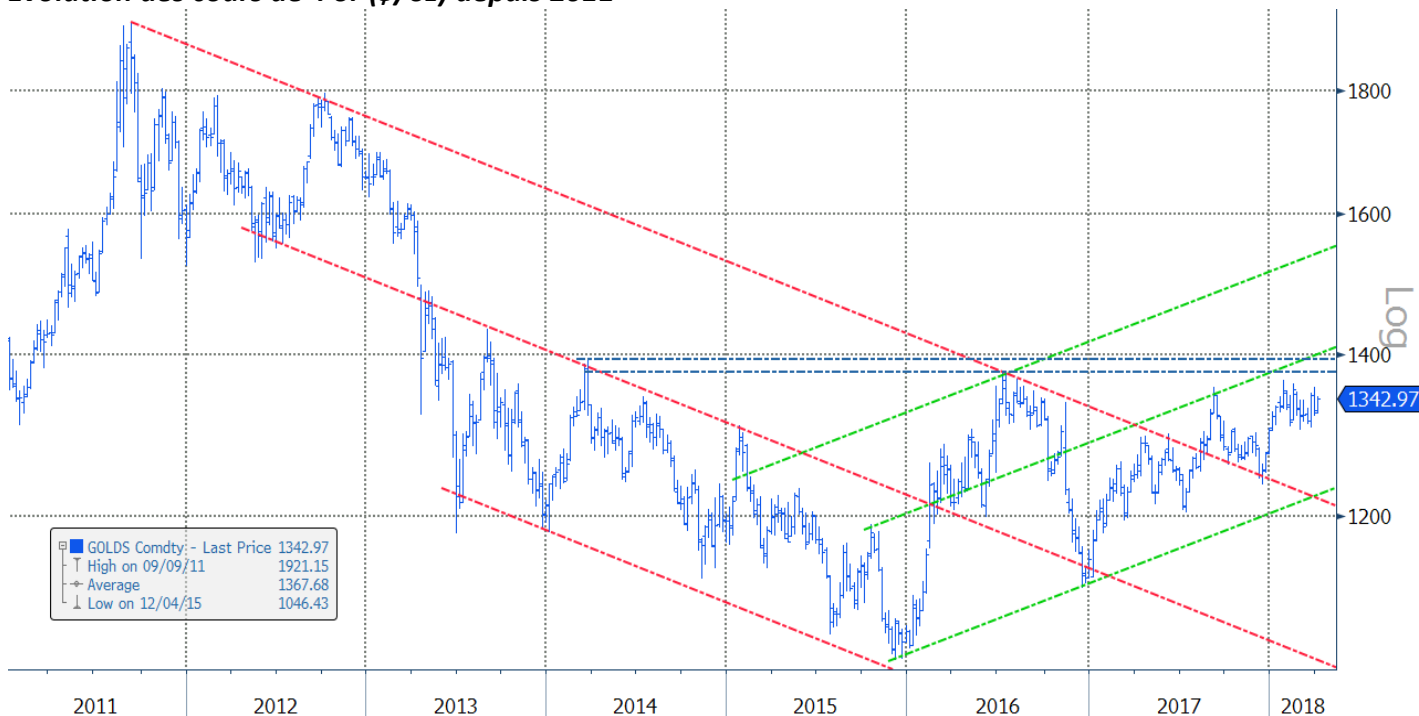


Or & Mines... Accélération haussière en vue ? ... Arnaud du Plessis - CPR AM

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

Léger rebond des cours de l'or en mars, après avoir évolué tout au long du mois au sein d'un intervalle relativement étroit (\$1303/\$1356), coincés entre le soutien « psychologique » défini à \$1300/oz et la zone de résistance à \$1366/\$1375/oz (points hauts respectifs 2018 et 2017).

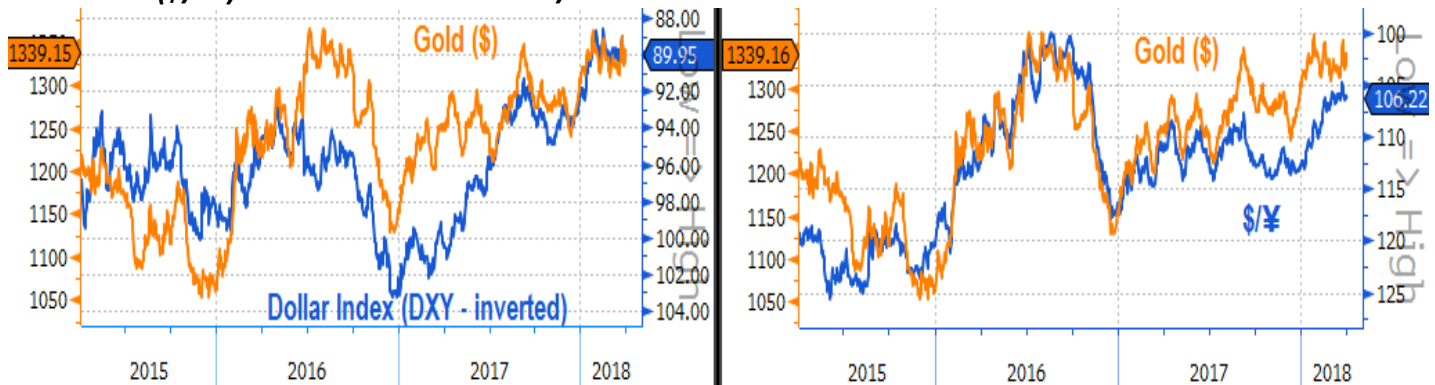
Evolution des cours de l'or (\$/oz) depuis 2011



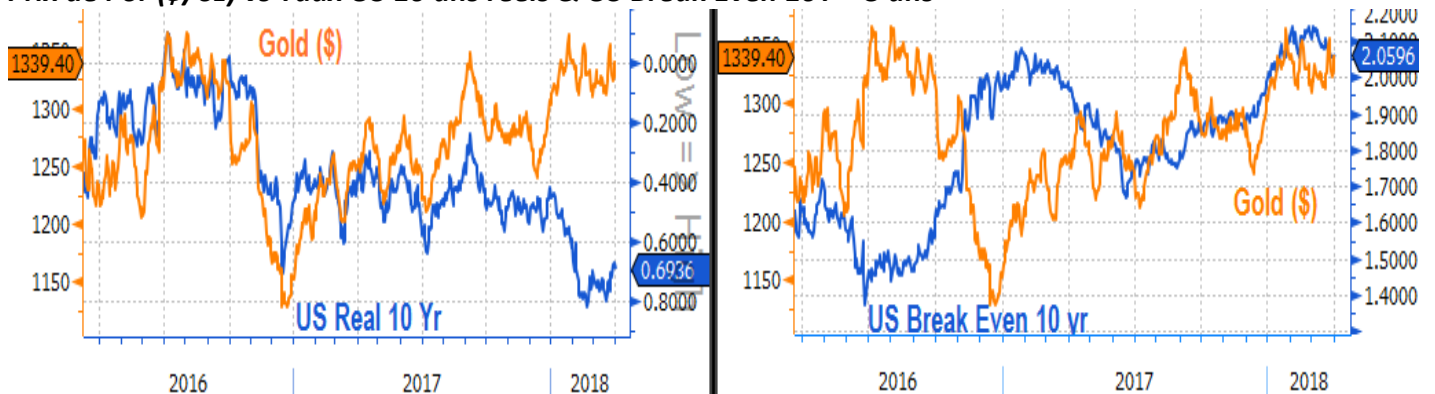
Source : Bloomberg

Rien de très notable à noter concernant les « moteurs » du métal jaune, tels que le dollar, le yen, les taux réels US qui sont restés globalement stables en mars, alors que les perspectives inflationnistes US se sont légèrement effritées.

Prix de l'or (\$/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen –3 ans



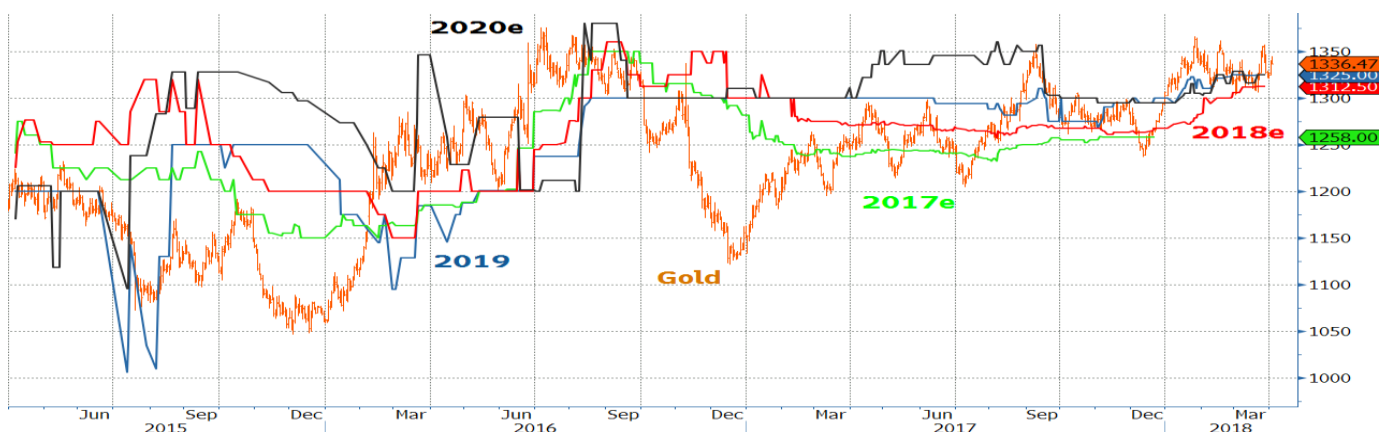
Prix de l'or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Break Even 10Y – 3 ans



Source : Bloomberg

L'or termine le 1^{er} trimestre en hausse de \$21/oz (+1.6%), enregistrant ainsi son 3^{ème} trimestre de hausse consécutif. La moyenne des cours s'est établie à \$1329/oz au 1^{er} trimestre 2018 vs \$1218/oz au 1^{er} trimestre 2017 et \$1277/oz au 4^{ème} trimestre 2017. Alors que le consensus tablait en début d'année sur une moyenne des cours de \$1267.5/oz pour l'ensemble de l'année 2018, ses attentes ont été revues en hausse de \$45/oz depuis pour s'établir désormais à \$1312.5/oz.

Evolution des anticipations moyennes des cours de l'or (\$/oz) pour les années 2017 à 2020

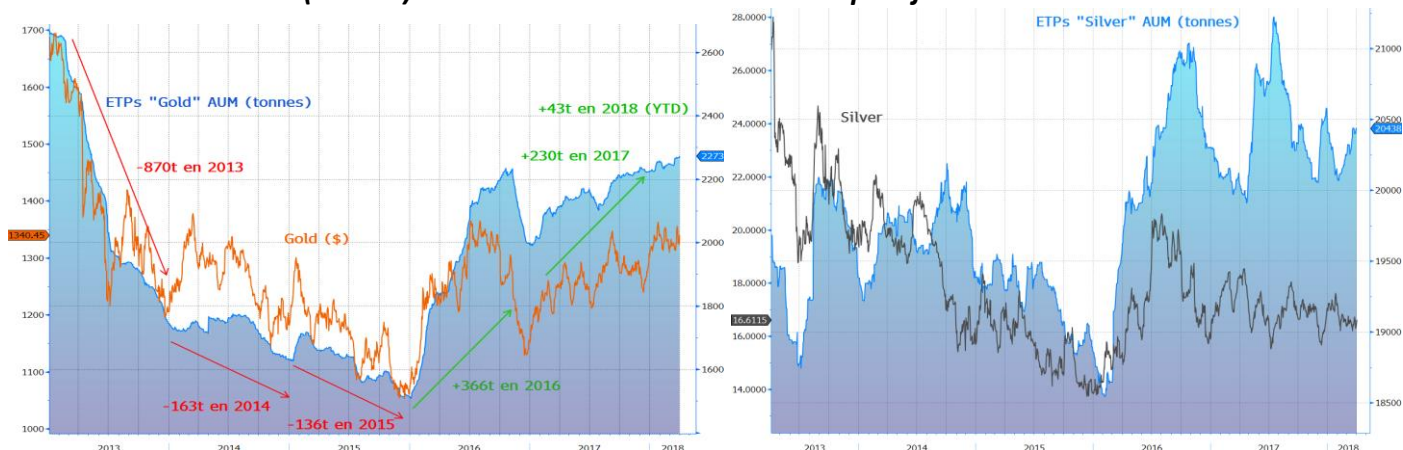


Source : Bloomberg

Marché plutôt dynamique du côté du « physique » avec l'équivalent de 20 tonnes accumulées sur les ETPs, soit 43 tonnes depuis le début de l'année, et des encours recouvrant leur niveau de mai 2013.

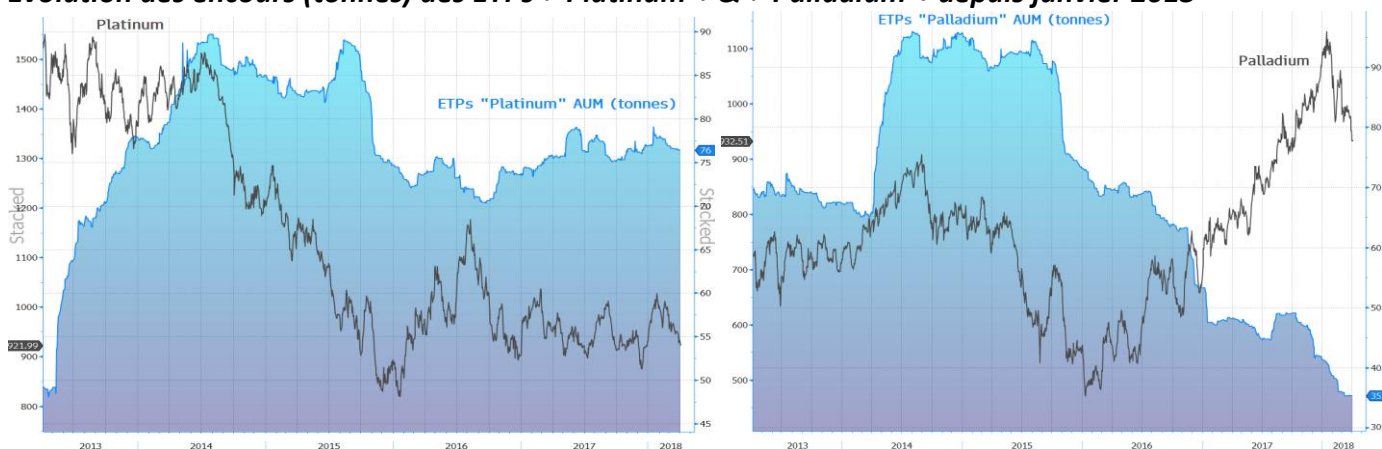
Tendance plus contrastée pour ce qui est des autres métaux précieux. Si les encours des ETPs adossés à l'argent métal ont progressé d'un équivalent de 165 tonnes en mars (mais toujours en retrait de 58 tonnes depuis janvier 2018), ceux des platinoïdes ont proportionnellement bien reculé sur la période (platine : - 500kg – palladium : -720kg), ceux du palladium revenant même sur leur niveau de novembre 2009.

Evolution des encours (tonnes) des ETPs « Gold » & « Silver » depuis janvier 2013



Source : Bloomberg

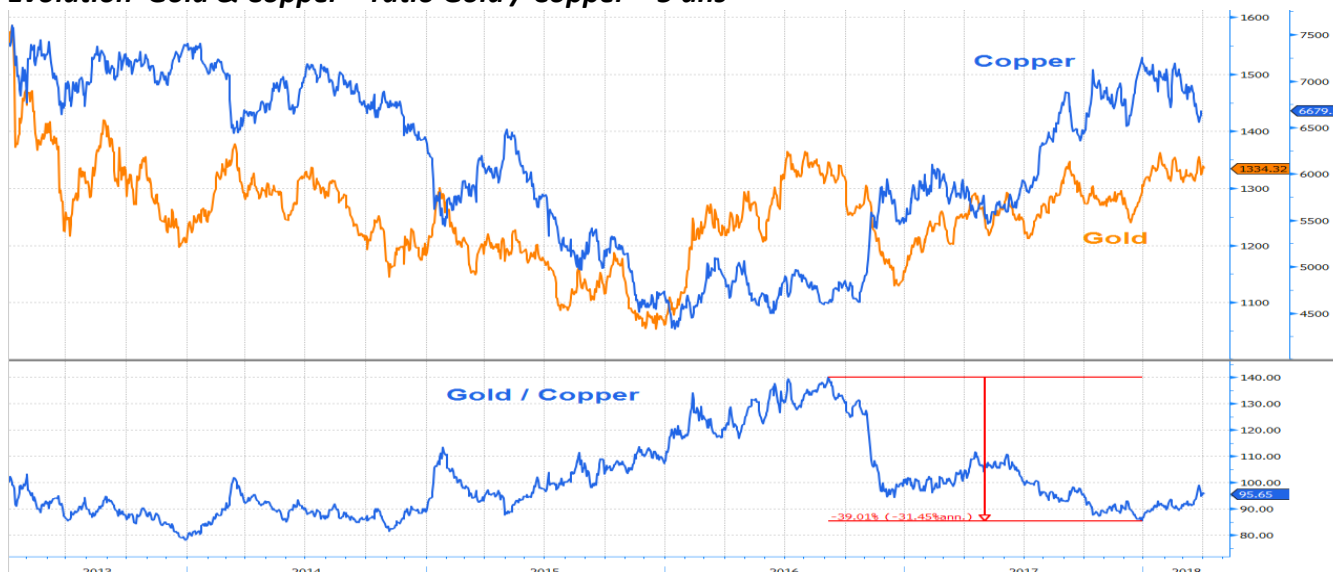
Evolution des encours (tonnes) des ETPs « Platinum » & « Palladium » depuis janvier 2013



Source : Bloomberg

Alors que les métaux industriels ont vivement rebondi à partir de septembre 2016, l'or est resté à la traîne depuis. L'activité manufacturière repartant, les investisseurs ont alors favorisé les métaux plus cycliques, à l'image du cuivre. Entraînant une contre-performance de l'or « jaune » de ~39% par rapport à l'or « rouge » de septembre 2016 à décembre 2017. Au plus bas relativement au cuivre depuis novembre 2011, l'or semble avoir repris l'avantage depuis le début de l'année, favorisé par les remous du marché.

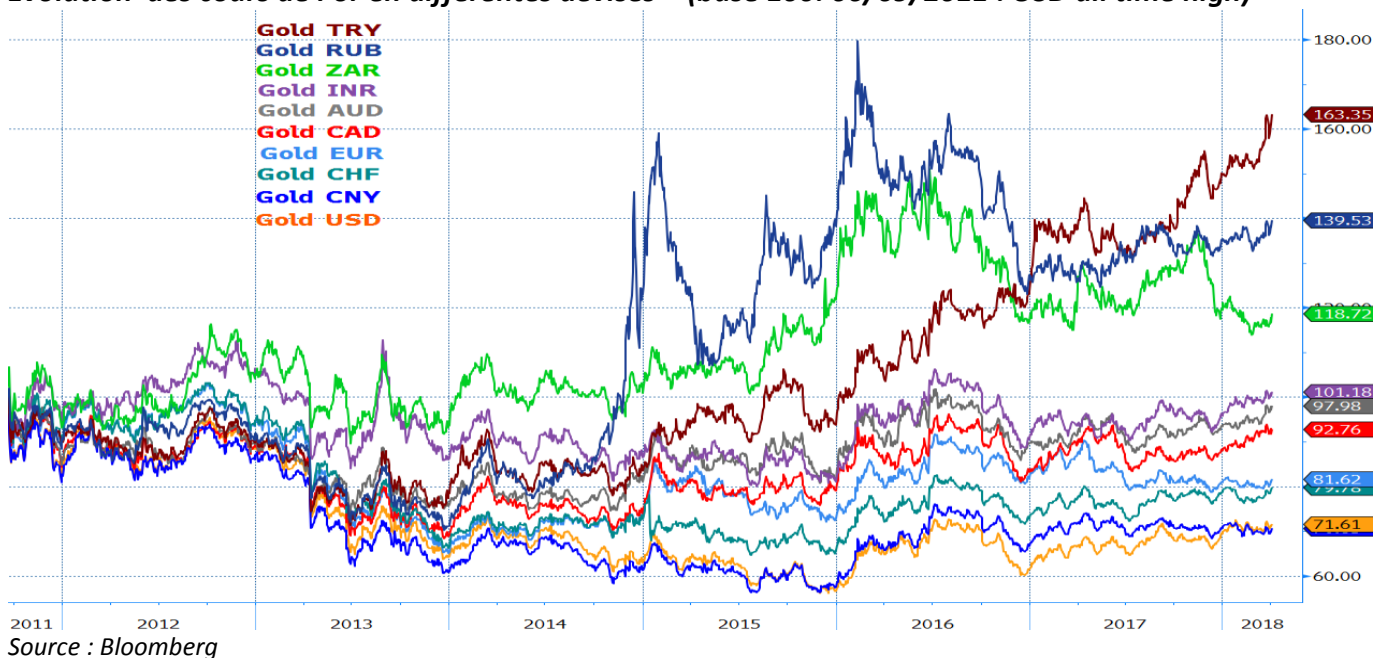
Evolution Gold & Copper – ratio Gold / Copper – 5 ans



Source : Bloomberg

En cet environnement volatil qui caractérise aussi le marché des changes, détenir de l'or ne présente pas le même avantage pour chacun. Depuis son record historique enregistré en USD le 6 septembre 2011 (\$1921/oz), le cours de l'or s'est déprécié de ~29%. Les grands perdants sont les chinois avec un cours de l'or baissant davantage en CNY (-30%) qu'en USD. Les suisses, en dépit de la résistance historique de leur monnaie, ont un peu amorti la baisse (CHF -21%). Même situation pour les investisseurs de la zone euro qui ont aussi limité leur pertes (EUR -19%), même s'ils sont les grands perdants depuis un peu plus d'un an, en raison de la vigueur de l'euro. Baisse très modérée sur la période pour les australiens (AUD -3%) et limitée pour les canadiens (CAD -7%). Stabilité presque parfaite pour les indiens, si friands du métal jaune (INR +1%). Les grands gagnants, en raison de la faiblesse de leurs monnaies ont été incontestablement les turques (TRY +63%), les russes (RUB +39%) et dans une moindre mesure les sud-africains (ZAR + 18%) dont la monnaie s'est réappréciée depuis l'élection de Cyril Ramaphosa.

Evolution des cours de l'or en différentes devises – (base 100: 06/09/2011 : USD all time high)



Autres métaux précieux

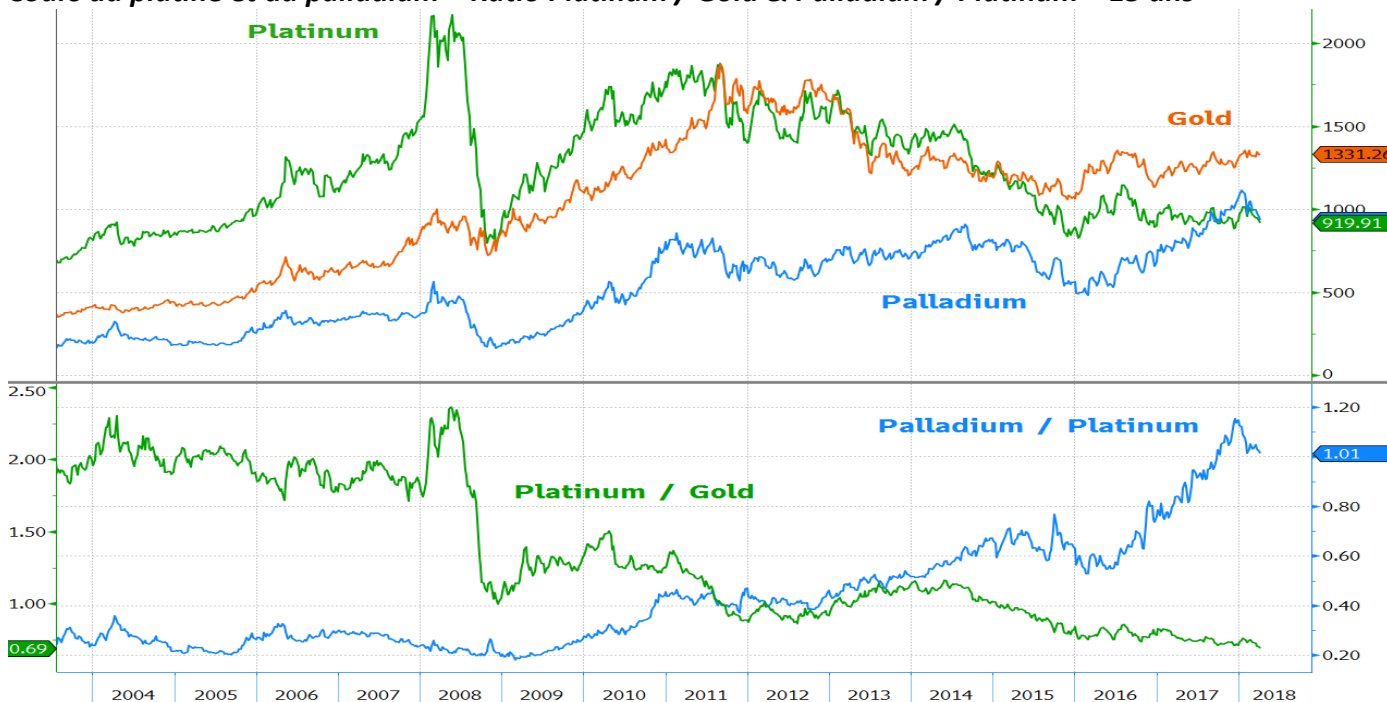
L'argent métal continue de se déprécier relativement à l'or, le « mint ratio » (ratio or/argent) touchant en mars un plus haut depuis avril 2016 à 81x, très au-dessus des niveaux moyens observés sur 10 ans, 20 ans et 30 ans, s'établissant respectivement à 64.2x, 61.9x et 66.6x.

Cours de l'or et de l'argent métal – Ratio Gold / Silver (Mint Ratio) – 10 ans



Repli des cours du platine revenant sur les niveaux de fin d'année dernière. Baisse plus marquée du palladium, pénalisé par l'accélération de la liquidation sur les ETPs, et poursuivant sa consolidation après le record historique enregistré en janvier (\$1140/oz). La prime par rapport au platine demeure cependant.

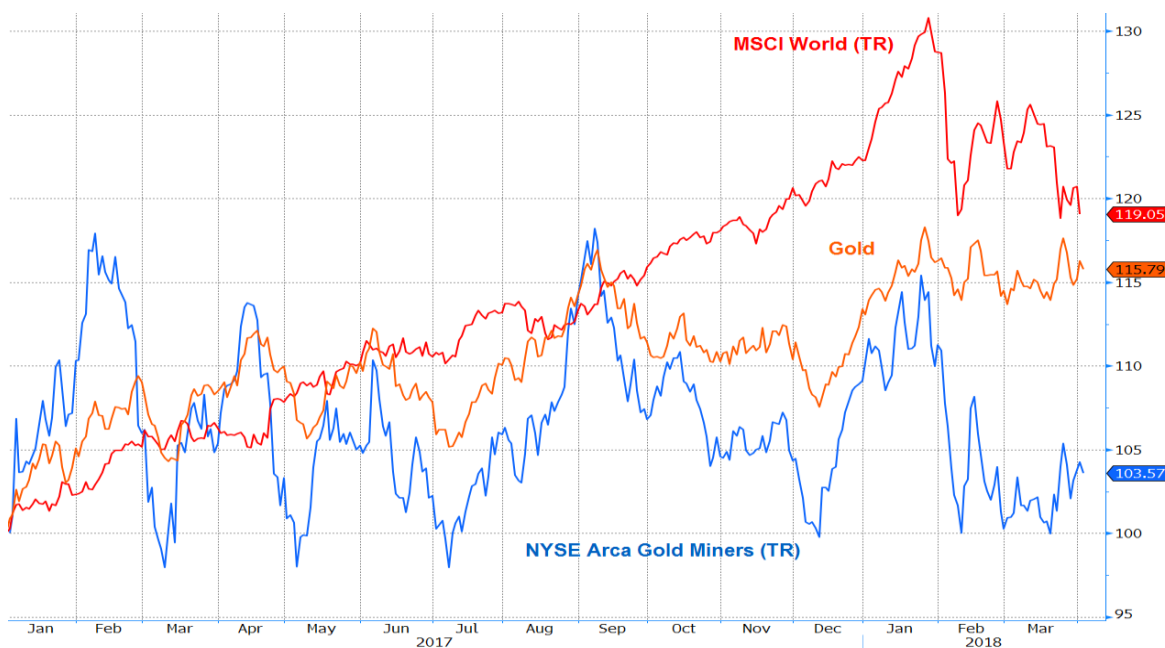
Cours du platine et du palladium – Ratio Platinum / Gold & Palladium / Platinum – 15 ans



Source : Bloomberg

Quid des mines d'or ? Performance des mines légèrement supérieure à celle de l'or en mars, mais conservant un retard assez significatif depuis le début de l'année (\$ ~6.75%). La baisse globale des réserves constatée à l'occasion de la publication des comptes annuels préoccupe le marché, en plus des nombreuses situations géopolitiques instables rencontrées par l'industrie aurifère.

Performance (\$) de l'or, des mines d'or et des actions globales depuis janvier 2017 (base 100 : 31/12/16)



Source : Bloomberg

Au final, l'indice des mines d'or (NYSE Arca Gold Miners) ne parvient pas à sortir de l'intervalle relativement étroit (580/715) au sein duquel il évolue depuis début 2017, très loin du record établi en septembre 2011 (1854). Le franchissement de la zone des \$1366/1375/oz par l'or entraînerait à n'en point douter un rallye significatif de la classe d'actifs.

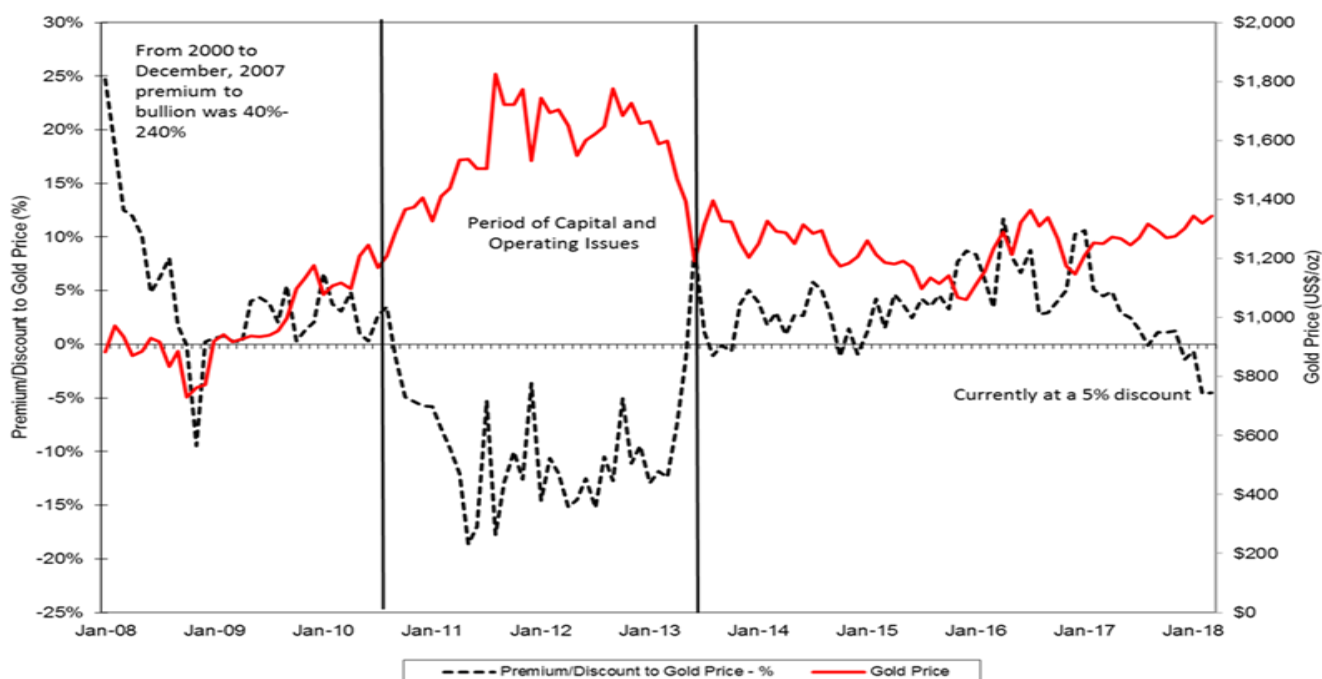
NYSE Arca Gold Miners – septembre 2011 / avril 2018



Source : Bloomberg

Valorisation de l'industrie aurifère – Les mines d'or reflètent, au niveau actuel, un cours de l'or ~5% inférieur au spot, niveau observé pour la dernière fois en 2013 quand le secteur faisait face à de graves difficultés financières, ou à 2008 quand les cours de l'or étaient très inférieurs au niveau actuel.

Premium/Discount to Gold (%) depuis Janvier 2008

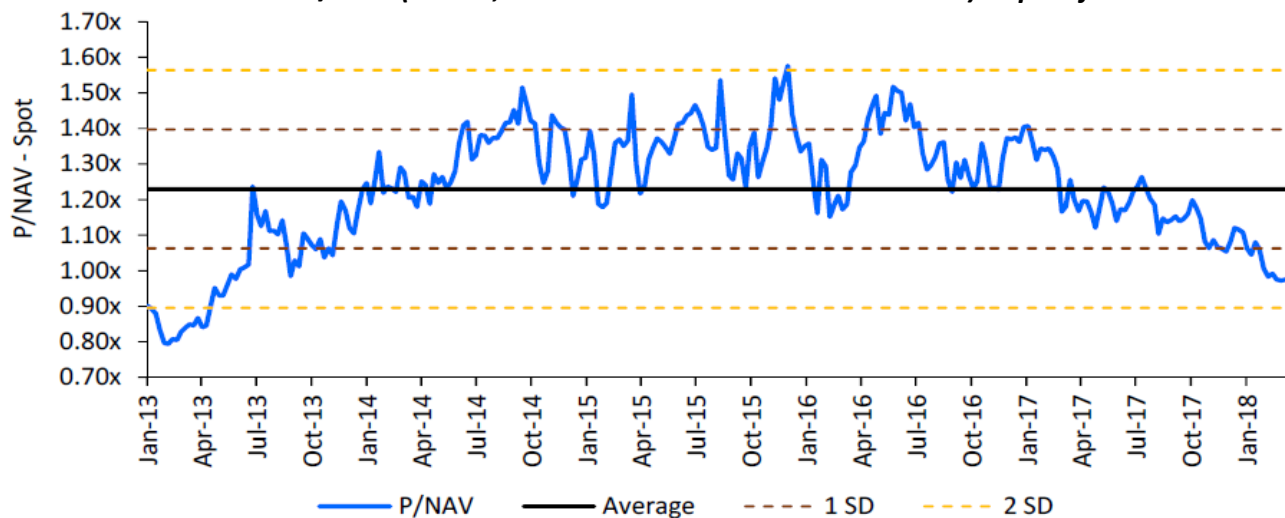


Source: Scotiabank GBM Precious Metals Research

Du côté de l'approche par les actifs nets (P/NAV), la décote s'accroît avec un multiple maintenant proche de 0.95x, alors même que les marges de l'industrie sont en train de se reconstituer avec des coûts (All-in Sustaining Cost - AISC) toujours autour de \$900/oz. A noter qu'au niveau actuel le P/NAV du secteur aurifère se situe 1,5 écarts-type en deçà de la moyenne observée depuis plus de 5 ans (janvier 2013)

Alors que nombre de compagnies minières aurifères ne parviennent pas à renouveler leurs ressources, ce niveau de valorisation historiquement bas suscite des convoitises. Ainsi les opérations de M&A se sont-elles accélérées depuis le début de l'année, avec 9 opérations annoncées dont 7 OPA. On peut citer notamment le rachat de la compagnie canadienne Klondex Mines par l'américain Hecla Mining pour \$462M, soit une prime de plus de 70% par rapport au dernier cours coté, et aussi la prise de participation (49.5%) par Gold Fields dans la mine ghanéenne Asanko Gold Mine pour \$185M – tout deux profitant des difficultés financières rencontrées par leurs cibles pour les racheter à « bon prix ».

Mines d'or – Evolution P/NAV (Senior, Intermediate & Junior Gold Miners) depuis janvier 2013



Source : RBC Capital Market estimates at spot

Achevé de rédiger le 4 avril 2018

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.

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 2017)

- Plus de 46 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.

