



Or, Mines & Ressources Naturelles... retour en grâce du billet vert – CPR AM

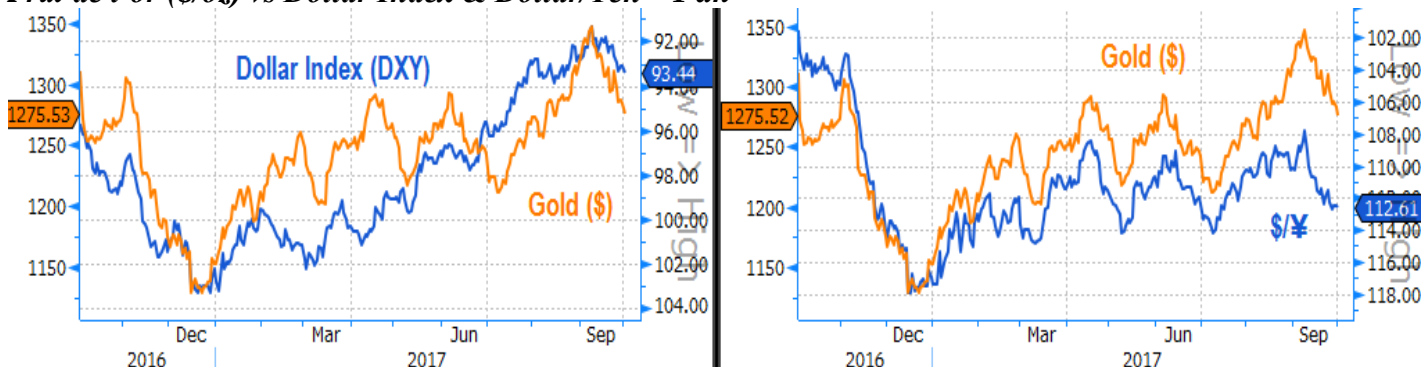
Arnaud du Plessis - Gérant actions thématiques spécialisé sur l'or et les ressources naturelles chez CPR AM

En résumé – Après avoir touché un plus haut depuis août 2016 (\$1357,6/oz), les cours de l'or se sont retournés brutalement, enfonçant la barre des \$1300/oz, et venant tester dans la foulée leur moyenne 100 jours.

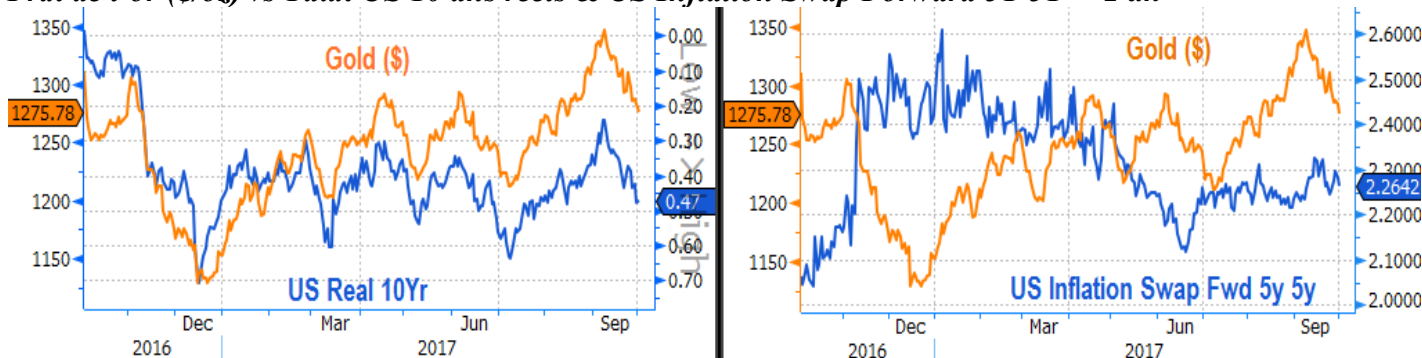
La tenue d'un discours plus « hawkish » par Janet Yellen lors du dernier FOMC, ravivant à presque 70% la probabilité d'une hausse des taux directeurs de la Fed en décembre prochain, et entraînant par la même une vive remontée du dollar US et des taux réels, a clairement pesé sur les cours du métal jaune.

Par ailleurs, la moindre aversion au risque des investisseurs face aux risques géopolitiques, les a incités à se détourner des actifs « défensifs » à l'image du yen et de l'or.

Prix de l'or (\$/oz) vs Dollar Index & Dollar/Yen – 1 an



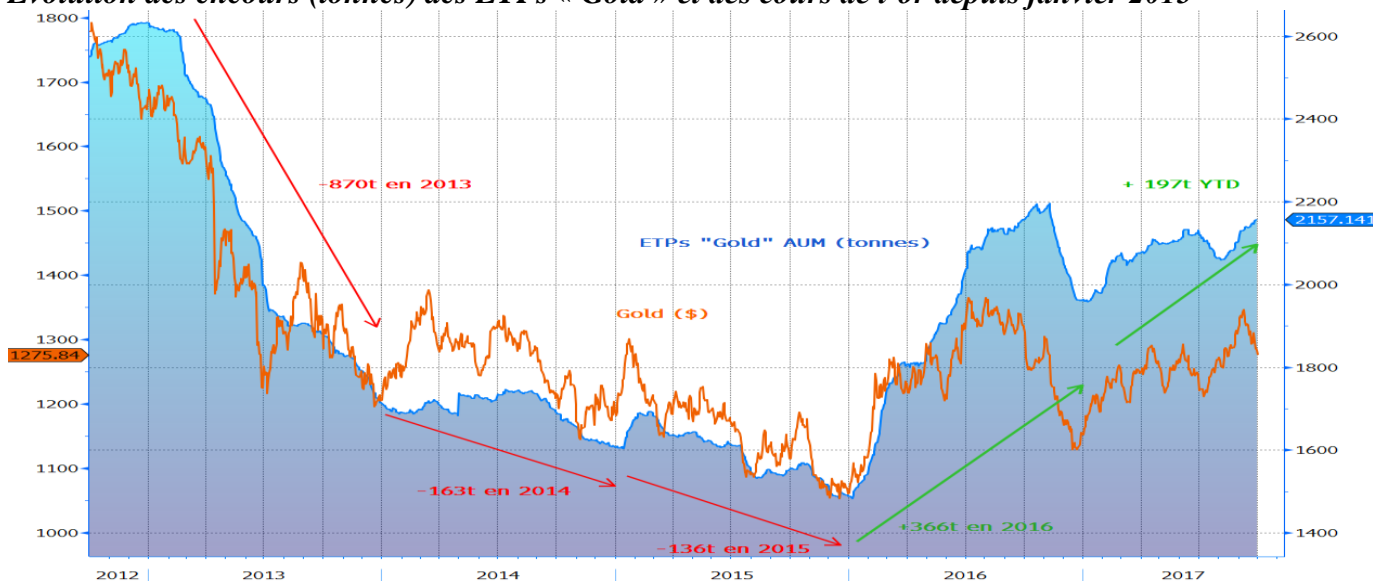
Prix de l'or (\$/oz) vs Taux US 10 ans réels & US Inflation Swap Forward 5Y 5Y – 1 an



Source : Bloomberg

Pour autant, l'intérêt du marché pour la relique barbare demeure bien présent, comme l'illustre la hausse des encours investis en ETFs adossés à l'or. L'équivalent de 57 tonnes a été ajoutée en septembre, portant à 197 tonnes la quantité équivalente accumulée depuis le début de l'année. Même tendance sur les marchés à terme, avec des positions nettes acheteuses en augmentation de 1,3Moz (~40 tonnes) en septembre.

Evolution des encours (tonnes) des ETPs « Gold » et des cours de l'or depuis janvier 2013

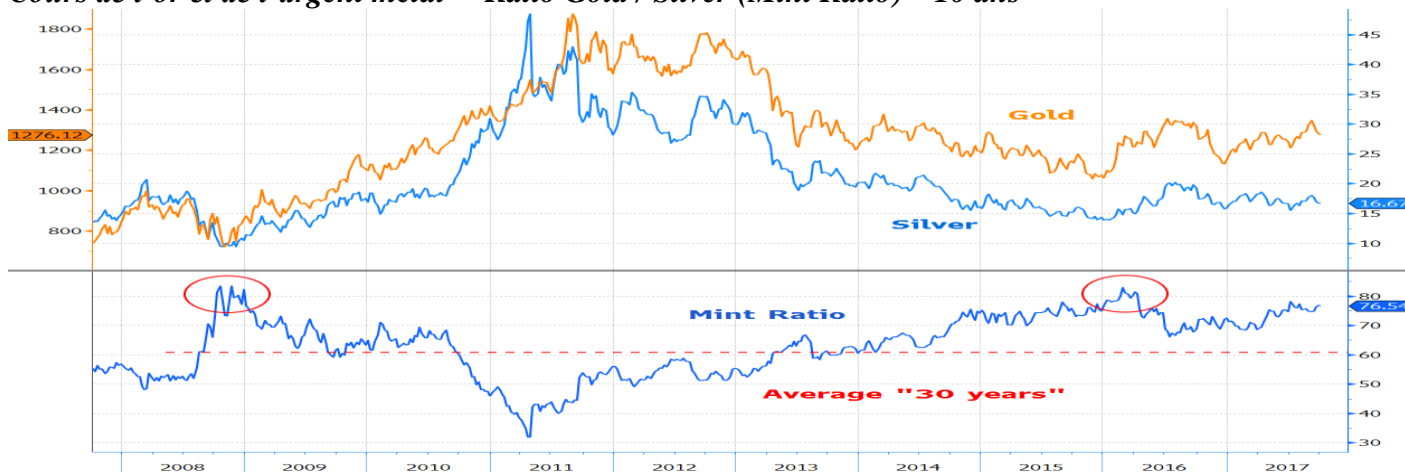


Source : Bloomberg

Autres métaux précieux

Le retard de performance de l'argent métal par rapport à l'or s'est accentué, avec un « mint ratio » (ratio or/argent) s'établissant à ~76,5x, à comparer avec une moyenne sur 30 ans de ~61x.

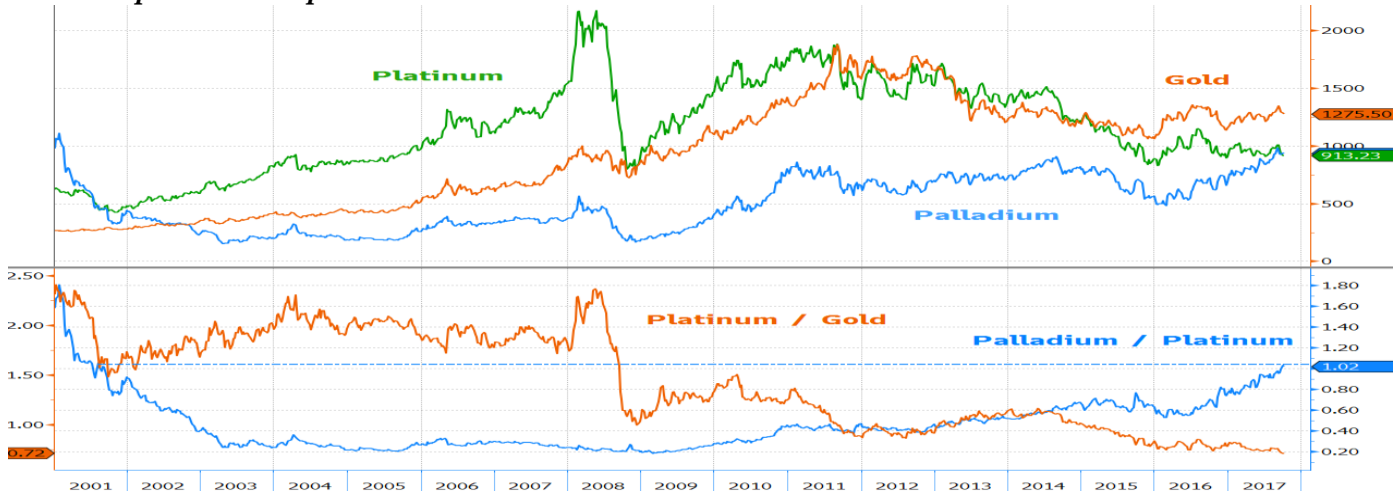
Cours de l'or et de l'argent métal – Ratio Gold / Silver (Mint Ratio) – 10 ans



Source : Bloomberg

Côté platinoïdes, il convient de noter que pour la 1^{ère} fois depuis 2001, les cours du palladium ont dépassé ceux du platine, soulignant l'impasse dans laquelle semble se trouver ce dernier.

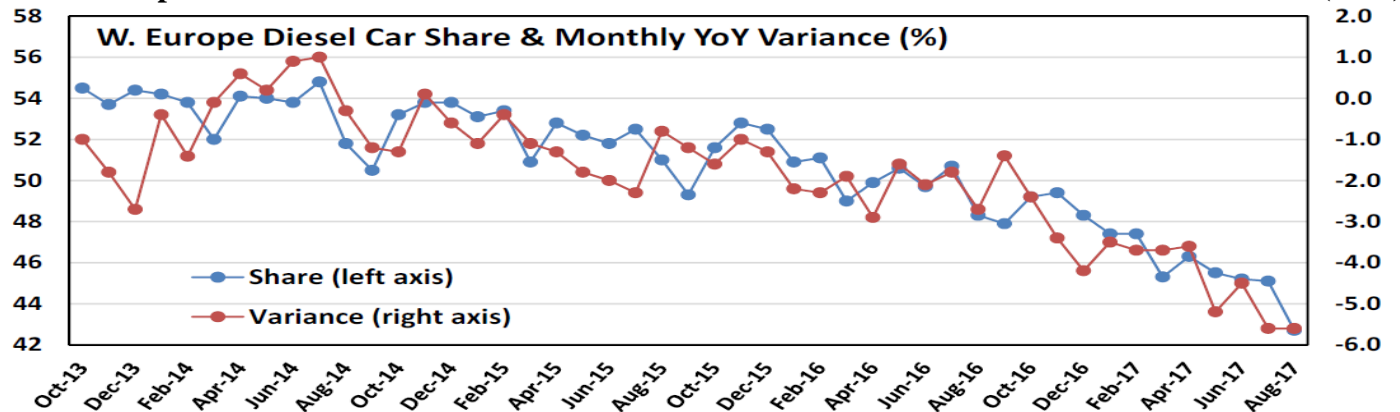
Cours du platine et du palladium – Ratio Platinum / Gold & Palladium / Platinum – 10 ans



Source : Bloomberg

L'érosion de la part de marché des voitures à moteur diesel pèse considérablement sur les cours du platine, surtout quand on sait que la fabrication des pots catalytiques pour ce type de motorisation représente plus de 40% de la demande globale de platine. La tendance ne semble pas prête de s'inverser.

Evolution part de marché des nouvelles immatriculations à moteur diesel – variation mensuelle (YoY)

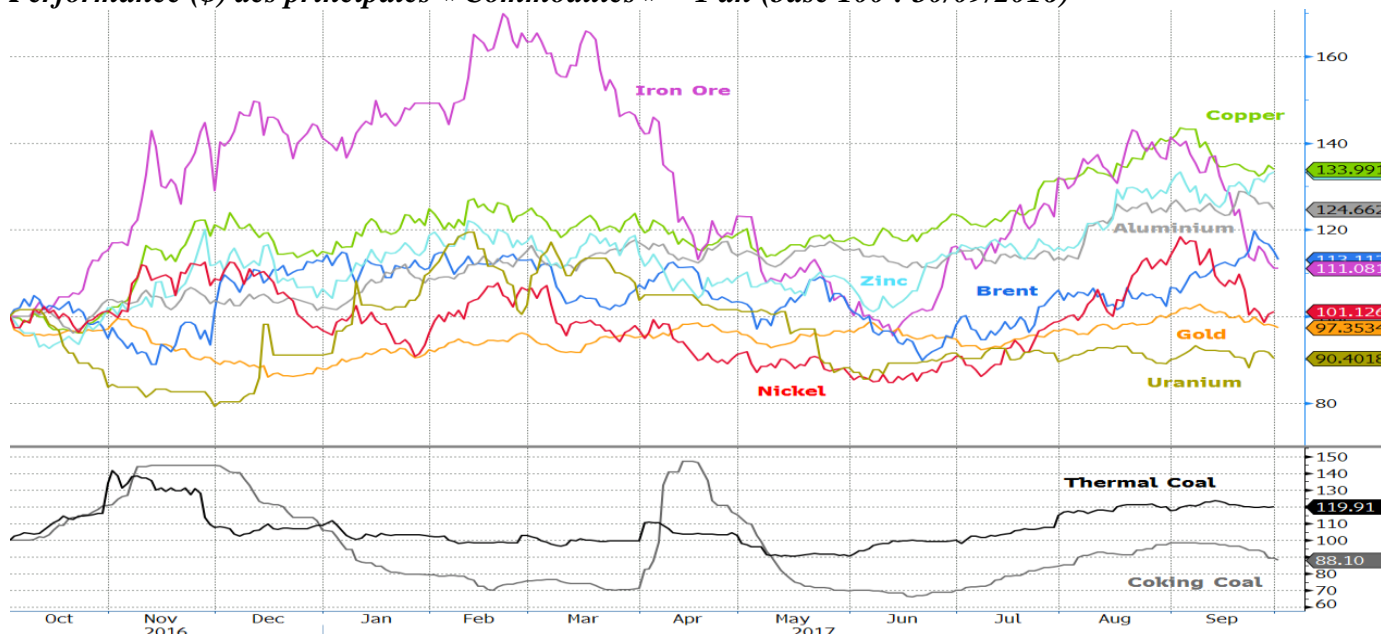


Source : LMC Automotive

Quid des autres commodities ?

Les « commodities » industrielles ont été dans l'ensemble pénalisées par la reprise du dollar US. Seuls les cours du zinc se sont octroyé 2% en septembre. Ceux du nickel, en chute de près de 12% ; ont été particulièrement impactés. On notera plus particulièrement la faiblesse des commodities liées à la fabrication d'acier (minerai de fer : -22% et charbon métallurgique : -11%), subissant de plein fouet la décision par la Chine de réduire sa production à l'approche de l'hiver, et ce pour des raisons environnementales. Sur un an glissant, le tiercé gagnant demeure Cuivre-Zinc-Aluminium, le 1^{er} constituant le potentiel grand gagnant de la révolution électrique de l'automobile, avec une demande annuelle par l'industrie qui pourrait passer de ~200kt en 2017 à 1.8Mt en 2027, soit une croissance moyenne de ~25%/an durant les 10 prochaines années. Notons pour l'anecdote que ~20/25kg de cuivre sont utilisés pour la construction d'une voiture à moteur thermique, 40/45kg pour une voiture à moteur hybride, 70kg pour une voiture tout électrique standard et 94kg pour une Tesla S, sans compter le cuivre nécessaire à la construction des bornes de rechargement, 20kg par unité au bas mot et 50kg pour une borne « rapide » ! Quant à l'aluminium, alors que la demande demeure robuste, la décision par la Chine de réduire sa production pour des raisons environnementales constitue un réel soutien.

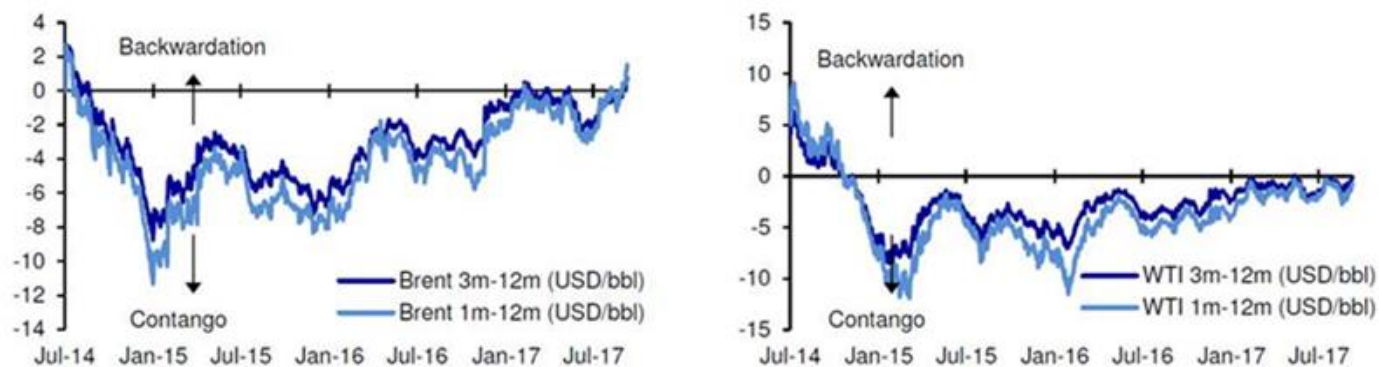
Performance (\$) des principales « Commodities » - 1 an (base 100 : 30/09/2016)



Source : Bloomberg

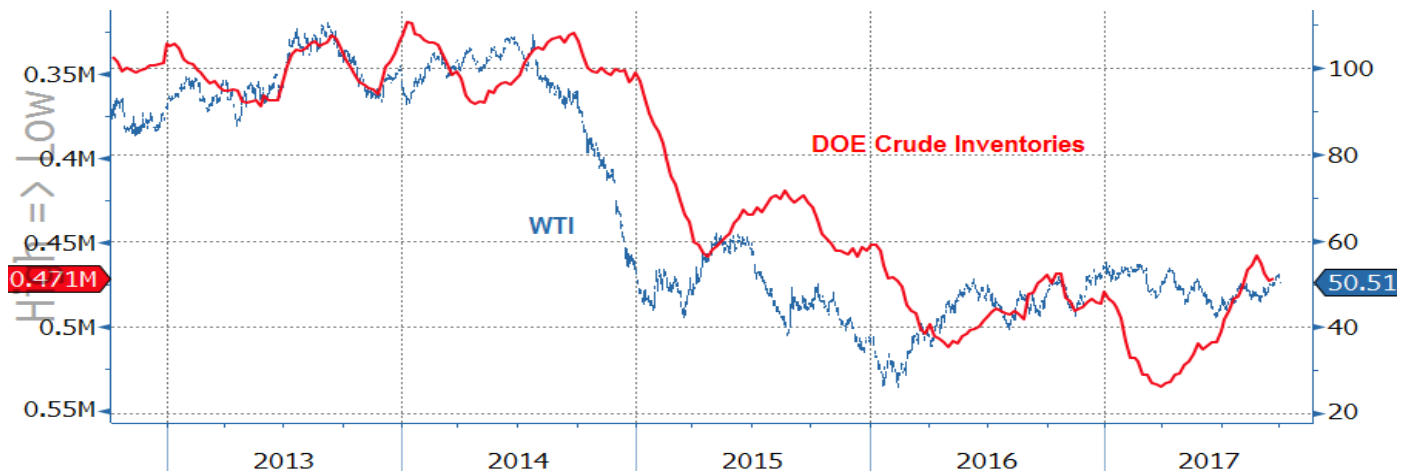
Beau rebond en revanche des cours du pétrole, en hausse de presque 7% (Brent - \$) en septembre, touchant un plus haut depuis juillet 2015 à \$59,15/b, avant de revenir quelque peu en toute fin de période. Même si les stocks US peinent à se contracter réellement, l'évolution de la structure des courbes à terme, passant progressivement d'une situation de « contango » à celle d'une « backwardisation » corrobore le rééquilibrage du marché signalé par l'Agence Internationale de l'Energie (A.I.E.) dans son dernier rapport. Situation qui pourrait se voir renforcée par une prolongation des coupes de production décidées par l'OPEP au-delà de mars 2018, même si la production du Cartel a rebondi quelque peu en septembre.

Evolution de la structure des courbes à terme du Brent et du WTI (USD/bbl) depuis 3 ans



Source : Bloomberg – Deutsche Bank

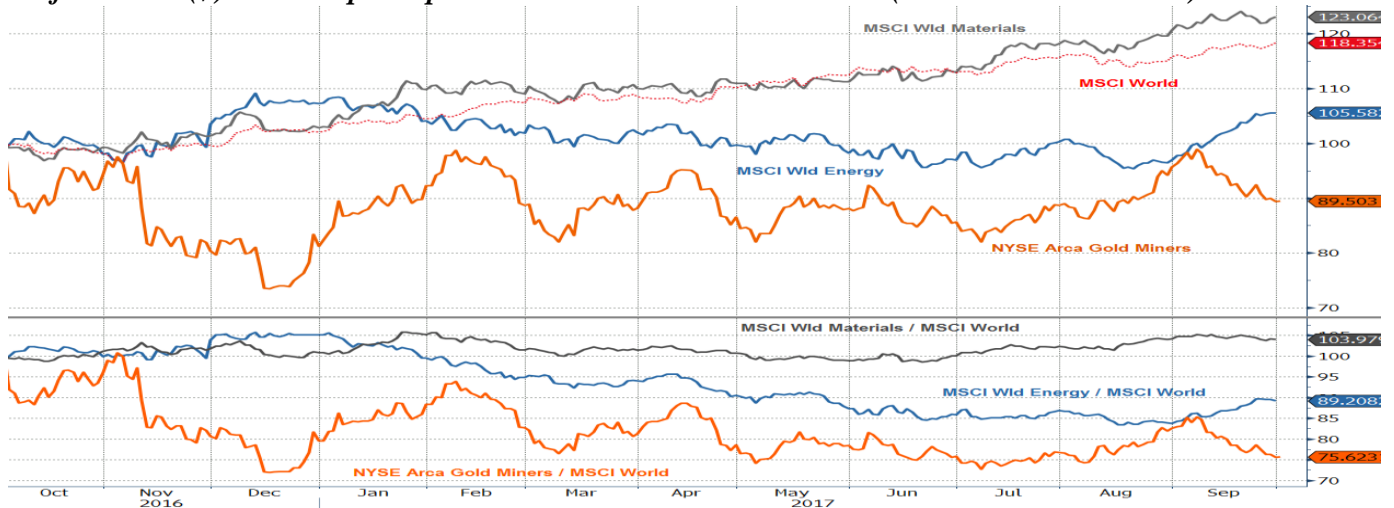
Evolution WTI & Inventaires DOE (échelle inversée) – 5 ans



Source : Bloomberg

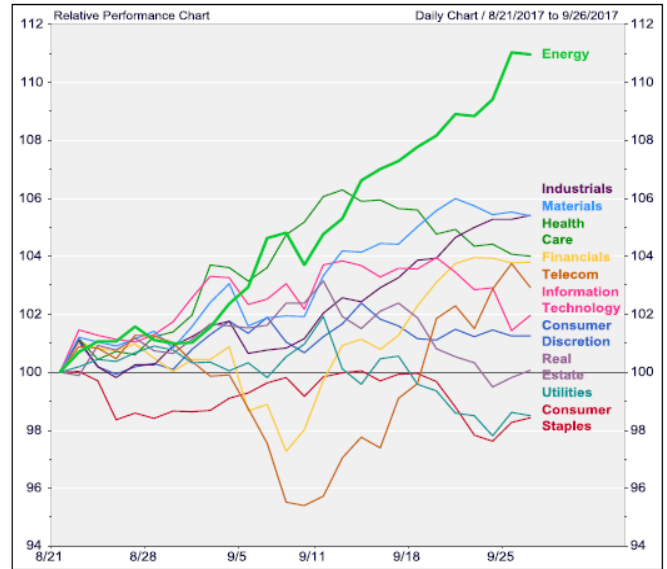
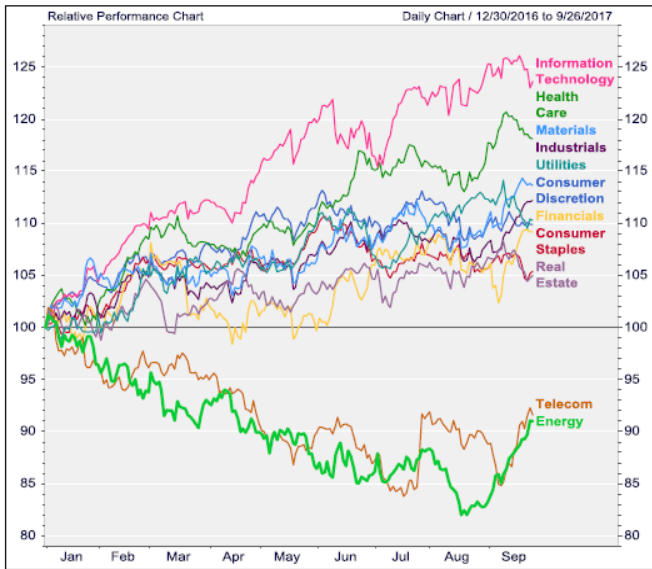
Point boursier – mois de septembre contrasté pour les Ressources Naturelles, et globalement en retrait par rapport aux actions globales. Le retard accumulé depuis le début de l’année demeure conséquent. Seuls les matériaux tirent leur épingle du jeu, devançant les actions globales depuis le début de l’année.

Performance (\$) 1 an des principaux indices « Global Resources » (base 100 : 30/09/2016)



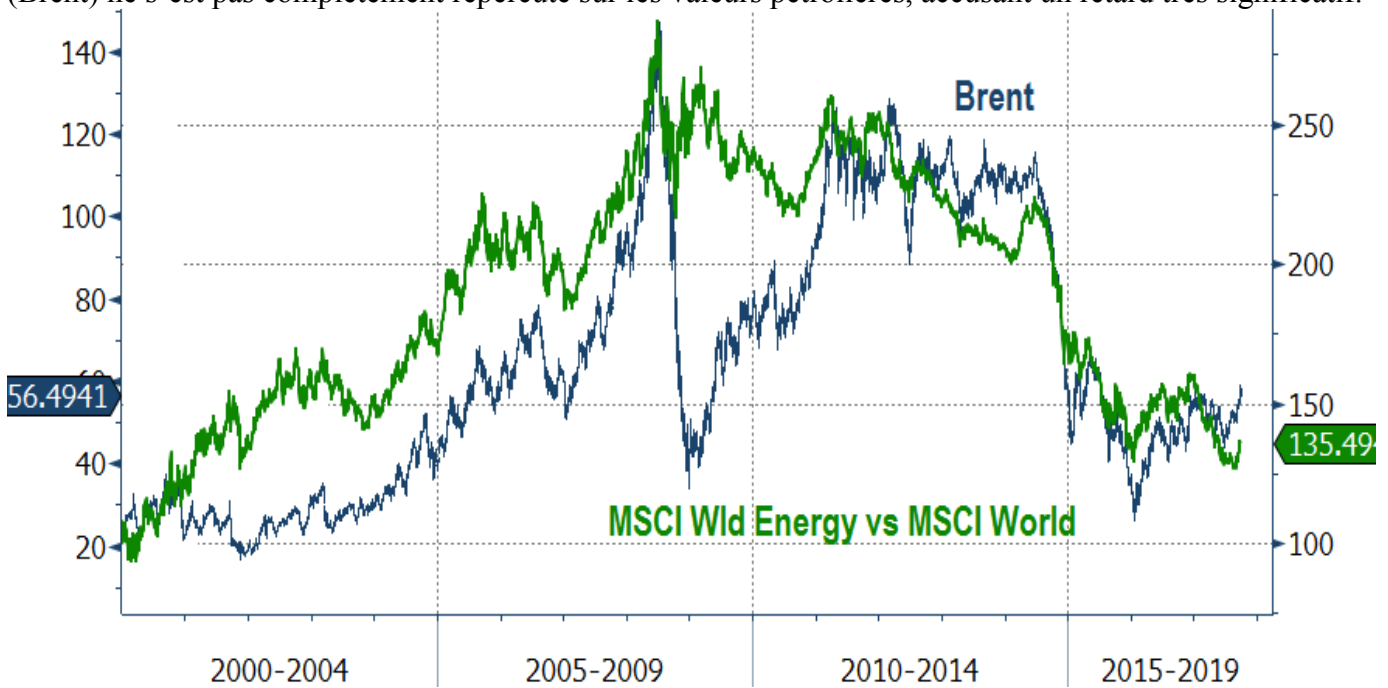
Source : Bloomberg

Mention spéciale pour le secteur de l’énergie, qui après avoir enregistré la pire performance depuis janvier, s’est offert un rebond spectaculaire en septembre. Le potentiel semble loin d’être épuisé.



Source: Factset, Raymond James Equity Portfolio & Technical Strategy

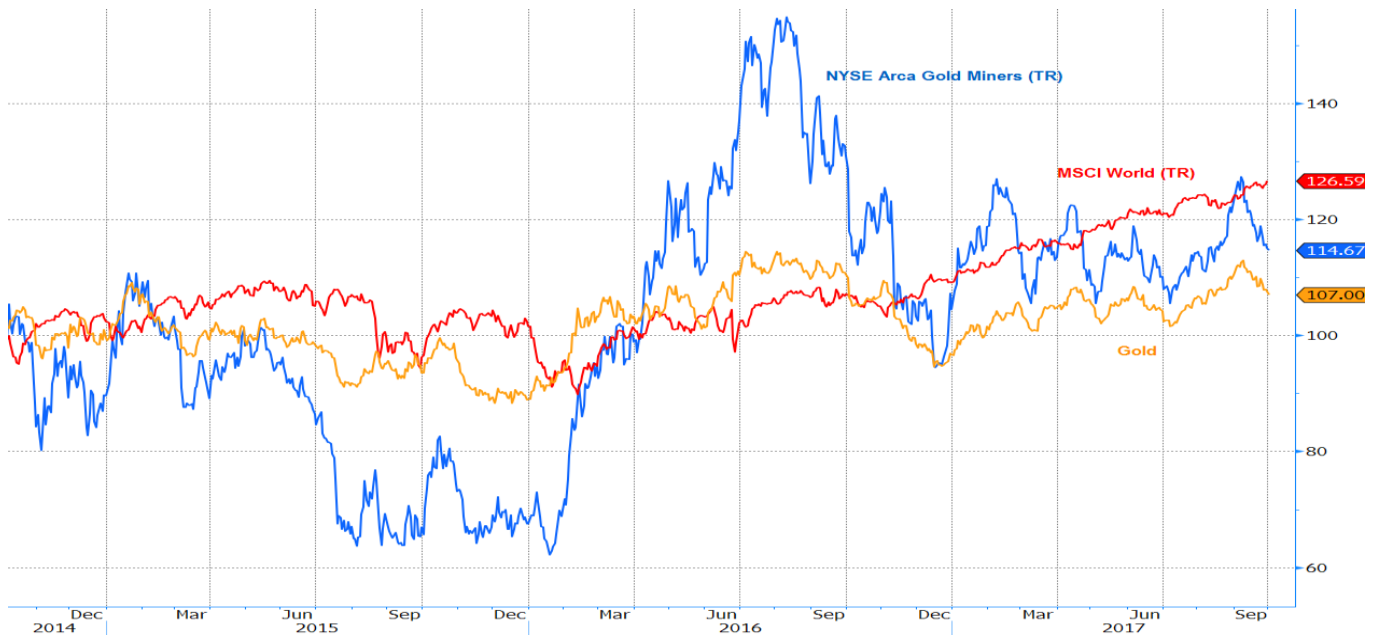
En effet, le rebond constaté des cours du pétrole, testant des points de résistance importants à \$55/58/b (Brent) ne s'est pas complètement répercuté sur les valeurs pétrolières, accusant un retard très significatif.



Source : Bloomberg

Côté mines d'or, après une période estivale plutôt favorable (comme souvent), la rentrée a été plus mitigée. A noter que les compagnies aurifères, en repli de ~6,5%, ont nettement accentué la baisse de l'or, dont les cours ont abandonné ~2,5% sur le mois. Depuis le début de l'année, cependant, les performances cumulées demeurent très proches, et oscillent autour de +10% (\$).

Performance (\$) de l'or, des mines d'or et des actions globales sur 3 ans – base 100 : 31 août 2014

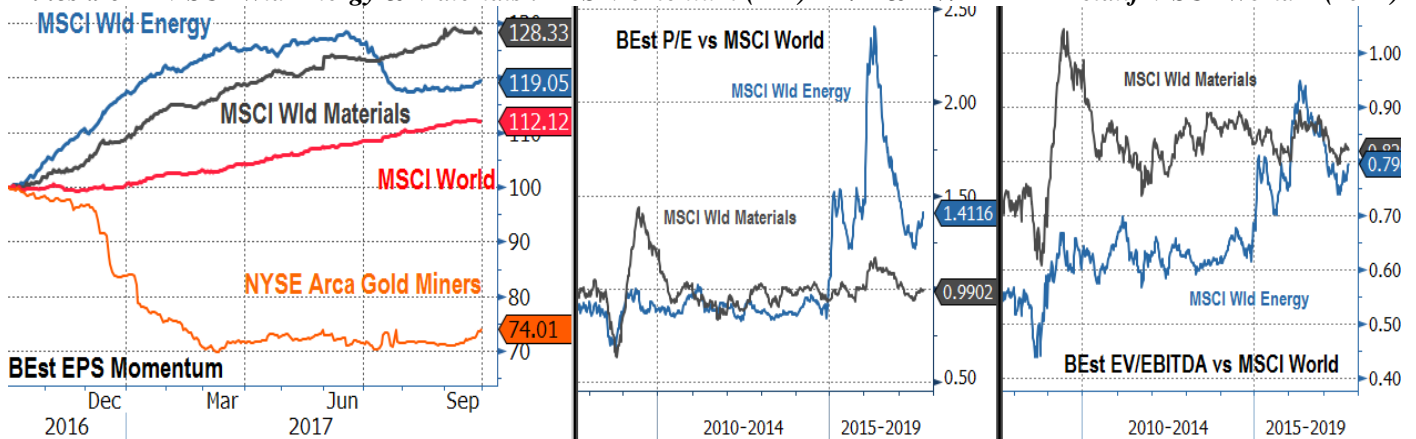


Source : Bloomberg

Normalisation de la valorisation des Ressources Naturelles – La thématique des ressources naturelles, dans son ensemble, a fait l'objet de révisions bénéficiaires positives en août. Les minières aurifères sont celles qui en ont le plus profité, mais après un premier semestre particulièrement défavorable. La reprise des cours du pétrole a permis également au momentum bénéficiaire de l'énergie de redresser la tête.

Côté valorisation, et sur la base des résultats attendus pour les 12 prochains mois, le secteur de l'énergie demeure plutôt cher, affichant une prime de ~40% par rapport aux actions globales, à comparer avec une relative parité historique. A noter cependant que celle-ci n'intègre aucune remontée des cours du pétrole. En revanche, la valorisation des matériaux s'inscrit parfaitement dans la moyenne historique.

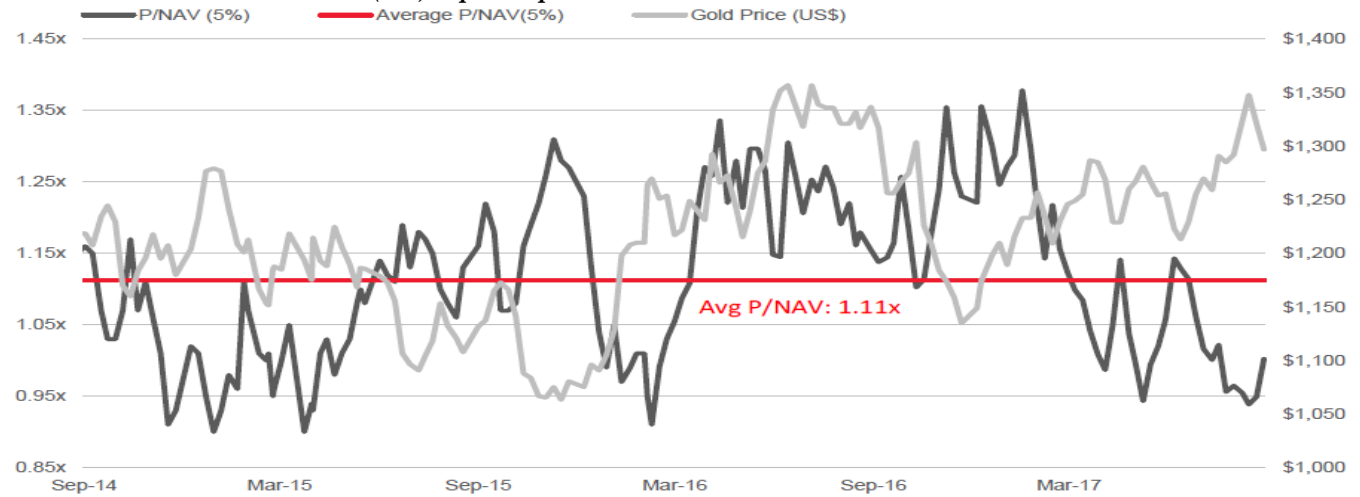
Mines d'or – MSCI Wld Energy & Materials : BEst EPS Momentum (1Yr) – P/E & EV/EBITDA relatif MSCI World – (10Yr)



Source : Bloomberg

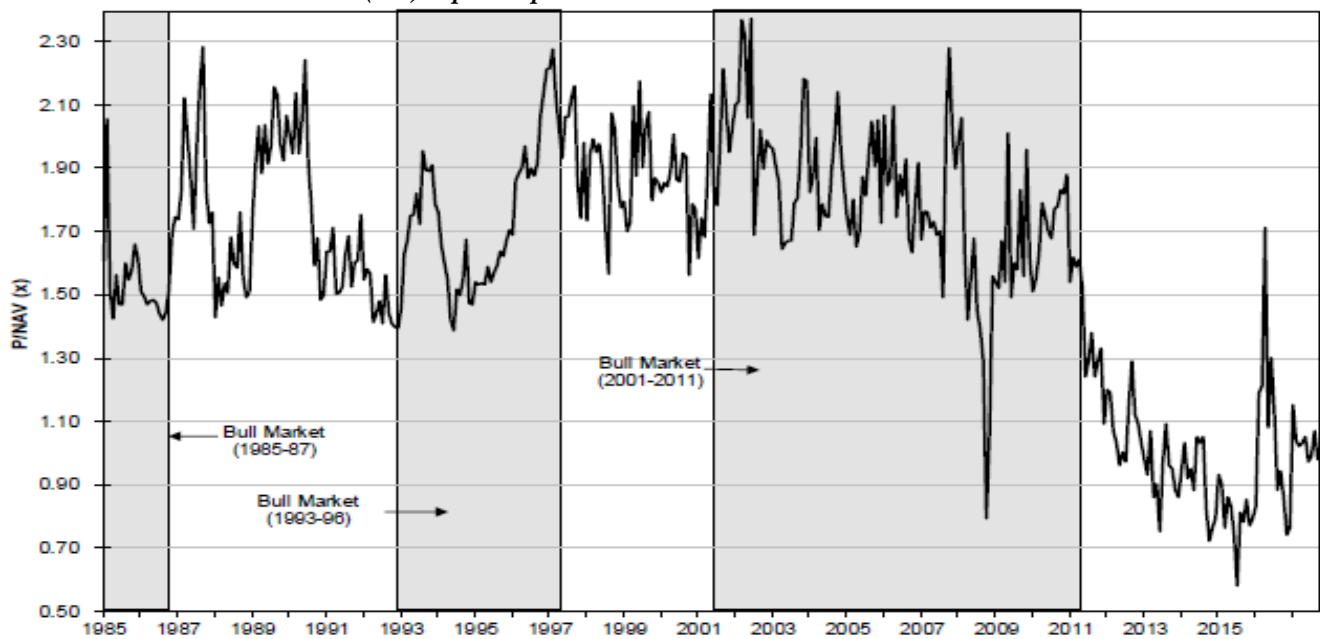
L'approche par les actifs nets (P/NAV), qui donne une bonne appréciation de la valorisation des actifs miniers, souligne la sous-évaluation des mines d'or par rapport à la moyenne constatée sur les 3 dernières années (1,11x). A 1x P/NAV, le marché n'intègre aucune amélioration des perspectives de l'industrie.

Mines d'or – Evolution P/NAV (5%) depuis septembre 2014



Source : Scotiabank GBM estimates - Company reports

Mines d'or – Evolution P/NAV (5%) depuis septembre 1985



Source : Scotiabank GBM estimates - Company reports

Achévé de rédiger le 3 octobre 2017

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 juin 2017)

- 43.6 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.

