



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

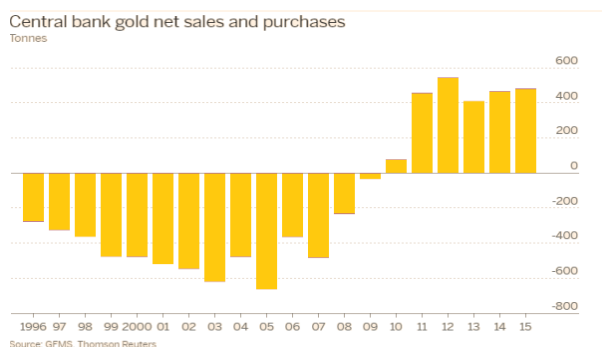
Lettre mensuelle de septembre 2016

Les aurifères, solution d'investissement pour une diversification des portefeuilles

Comment pour tout actif, identifier les principaux facteurs qui impactent le cours de l'or, et par ricochet ceux des sociétés aurifères, est crucial. En effet, si le cours de l'or semble fortement décorrélié du cycle économique (seule 10% de la production étant destinée à l'industrie), il obéit néanmoins, à des degrés divers, aux anticipations sur le niveau et l'évolution d'autres variables : taux réels, devises, dette, inflation, facteurs socio-démographiques, tensions géopolitiques... Cette lettre s'intéresse à l'évolution de la demande d'or dans une période d'incertitude surtout en matière de politique monétaire ; puis dans le contexte actuel de taux négatifs persistants, et en baisse, au lien entre le cours de l'or et les taux réels ; ensuite à l'influence et au fort effet de levier de l'or sur la valorisation des entreprises aurifères ; elle met enfin en perspective les performances depuis début 2015 du fonds Ambre, investi majoritairement dans des mines d'or.

L'or, des perspectives positives pour une valeur refuge à long terme

Depuis le début de l'année, la demande d'or continue de dépasser l'offre. La bijouterie représente plus de la moitié de cette demande, et la plupart de l'or est acheté sur les marchés émergents les plus dynamiques. Ensemble, la Chine et l'Inde représentent chaque année plus de la moitié de cette demande. Celle-ci est satisfaite à hauteur de 75% par la production minière, le solde l'étant par le recyclage de l'or préexistant. Par ailleurs, et ce depuis plusieurs années, on observe une tendance aux achats nets du métal jaune par les banques centrales, alors que traditionnellement elles étaient vendeuses nettes.



L'une des raisons clé de ces acquisitions réside dans la volonté des banques centrales de renforcer leurs réserves officielles¹. A cet égard la Banque de Chine apparaît comme le principal acheteur officiel d'or sur les marchés en vue notamment d'intégrer le yuan dans le panier de monnaies de référence internationale. On peut en déduire le potentiel croissant d'influence que pourrait exercer demain cette monnaie sur le cours mondial de l'or.

Des tendances démographiques et socio-économiques semblent en outre conforter les facteurs soutenant l'attrait pour l'or dans un futur proche, notamment en tant que valeur refuge : hausse continue du nombre de personnes appartenant aux classes moyennes dans nombre de pays émergents, grands consommateurs d'or, plus particulièrement en Asie où leur nombre devrait, selon l'OCDE, plus que doubler d'ici 2030 et atteindre plus de 3 milliards de personnes. Parallèlement, la montée des risques géopolitiques, notamment au Moyen-Orient, mais non exclusivement, renforce déjà la demande d'or dans le monde. Ces éléments permettent d'anticiper un accroissement soutenu de la demande d'or et probablement de son cours. A cela s'ajoute une offre insuffisante en raison de capacités de production dans le secteur qui attendent une nouvelle vague d'investissements.

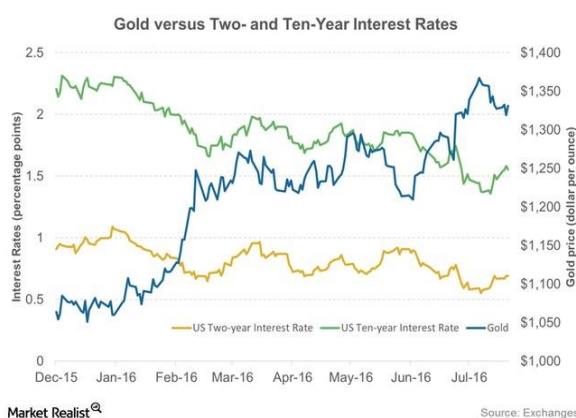
Des taux réels faibles ou négatifs qui favorisent le cours de l'or

En règle générale, les taux d'intérêt réels sont négativement corrélés avec le prix de l'or. Cette relation paraît assez bien établie dans la littérature et confirmée par des données empiriques².

Le niveau, l'évolution et les anticipations des taux réels sont essentiels, en dehors bien entendu d'autres facteurs, à la compréhension des mouvements du prix de l'or et de la valeur des sociétés aurifères. Les plus grandes hausses du cours de l'or se sont produites dans des environnements de taux réels faibles ou négatifs, ou bien caractérisés par des anticipations de cette nature ou tout simplement par l'accumulation d'incertitudes : d'abord au cours des années 1970, lorsque taux d'intérêt nominaux et taux d'inflation étaient élevés ; plus tard à partir de l'année 2001,

à l'exception de 2006-2008, lorsque ces deux taux s'orientent de nouveau à la baisse. En 2015, si les taux étaient encore faibles, le prix de l'or a diminué en raison des attentes d'une hausse des taux par la Fed, et de l'appréciation du dollar américain par rapport aux principales devises. Il en est résulté de même une hausse (passagère) des taux réels américains.

Sans faire abstraction des autres variables liées aux incertitudes qui planent sur l'économie mondiale, dont celles de nature géopolitique, et les anticipations devenues très anxiogènes relativement aux annonces de la Fed sur un éventuel relèvement des taux directeurs, les évolutions courant 2016 (cf. graph ci-dessous) confirment d'une certaine manière cette corrélation négative, du moins dans les conditions actuelles, en faveur de l'or².



Quitte à simplifier, l'intuition sous-jacente est que des taux réels bas ou, surtout, négatifs donnent un avantage comparatif à la détention d'actifs non productifs d'intérêt comme l'or. De même, on sait que l'or, ne payant ni dividendes ni intérêts, est en principe relativement coûteux lorsque les taux réels sont élevés. Toujours est-il que dans une vision à long terme, et avec un souci permanent de diversification des risques, quel que soit le niveau des taux réels, il convient de consacrer une fraction de son patrimoine au placement en titres aurifères ou tout simplement dans l'or.

Des sociétés aurifères qui bénéficient d'un fort effet de levier

Si le cours de l'or a tendance à augmenter de manière significative pendant les périodes de fortes incertitudes sur les marchés, l'économie et la géopolitique, et de surcroît dans le contexte de politiques monétaires accommodantes que l'on connaît depuis quelques années, celle des sociétés aurifères est encore plus prononcée du fait d'un effet de levier très fort (actuellement de l'ordre de 5).

Ce phénomène de levier, dû en grande partie à la structure des coûts fixes des valeurs aurifères, se justifie d'autant plus dans la phase haussière actuelle du prix de l'or que l'on assiste depuis 2-3 ans. Suite à la chute prolongée des cours de l'or le secteur s'est restructuré en profondeur : réduction des coûts, rationalisation des investissements, désendettement, amélioration des bilans, etc. Cela a eu pour effet de diminuer fortement les coûts fixes de production, en attendant la réalisation dans le moyen-long terme de nouveaux investissements dans l'exploration et l'exploitation de nouvelles mines venant soutenir l'offre sur les marchés, et ce alors même que les prix de l'or continuent de grimper.

Ambre, une solution d'investissement

Créé en 2010, Ambre est un fonds investi en actions internationales, sur les mines d'or et d'autres métaux précieux. Avec une orientation de gestion de long terme, fondée sur une sélection rigoureuse de sociétés qui créent de la valeur, il propose une approche diversifiée et équilibrée entre différents profils de sociétés du secteur (seniors, intermédiaires, juniors, royalties...), avec une préférence pour les petites et moyennes capitalisations. Dans un contexte devenu favorable, après une période baissière amorcée en 2011, Ambre a entamé un fort rebond depuis début 2016 (+95,9% au 06/09/16) et jouit désormais d'un fort effet de levier positif.

Nous pensons que si, de manière générale, l'or représente une excellente opportunité de diversification des patrimoines, Ambre doit avoir en particulier une place de choix dans les portefeuilles des investisseurs car nous sommes au tout début du redressement du cycle sur l'or et que les fondamentaux de l'industrie se sont nettement améliorés.

Lettre rédigée le 8 septembre 2016

Sandrine Cauvin
Gérant

Carlos Pardo
Directeur de la stratégie

¹ Depuis la crise de 2008 les réserves officielles en or des banques centrales de la Chine et la Russie ont été multipliés par trois, elles approchent respectivement 2000 et 1500 tonnes métriques.

² Cf. étude de Claude Erb et Campbell Harvey, « The golden dilemma », mai 2013, qui montre une très forte corrélation négative (- 0,82) entre taux réels et le prix réel de l'or pour la période 1997-2012.

³ La non existence d'un calendrier de sortie des politiques monétaires accommodantes est un facteur d'incertitude majeur pouvant impacter lourdement les mouvements des cours de l'or.

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com