

Alain Corbani - Nicolas Paccioni
Global Gold and Precious

BILAN DE L'ANNEE 2011

2011, l'année de la colère.

Le « printemps arabe » naît avec les manifestations populaires tunisiennes qui forcent le président Zine el Abidine Ben Ali à fuir pour l'Arabie Saoudite. Les Egyptiens descendent dans la rue et obtiennent en trois semaines le départ de Hosni Mubarak, en place depuis trois décennies. Le président yéménite accepte une transition qui met fin à 33 années de règne. Le Maroc et la Jordanie réforment leurs constitutions. Muammar Qaddafi est capturé et exécuté dans sa ville natale.

Le tsunami japonais dévaste la région de Fukushima et provoque un accident nucléaire majeur aux implications immédiates mais aussi futures sur les politiques énergétiques des états, à commencer par les japonais et les allemands.

La révolution du jasmin évoquée en Chine est très vite matée. Un raid spectaculaire américain localise Osama bin Laden à Abbottabad au Pakistan. Il est tué et son corps immergé en mer.

Grecs, britanniques, irlandais, espagnols et italiens entre autres, descendent dans la rue en réponse aux programmes répétés d'austérité mis en place par leurs gouvernements respectifs.

La crise de la zone euro traîne en longueur du fait d'intérêts divergents. Des gouvernements technocratiques sont nommés en Grèce et en Italie. Le Portugal reçoit €78 milliards d'aide, l'Irlande €24 milliards. Il est demandé aux détenteurs de la dette grecque de renoncer à 50% de leurs créances. Entre temps les marchés actions réagissent avec une forte volatilité qui rappelle la crise financière de 2008. Le taux de la dette grecque à 10 ans triple, ceux de la dette portugaise et italienne augmentent respectivement de 80% et de 40%.

Les banques européennes sont dans l'incapacité de se financer sur le marché interbancaire et sont forcées d'avoir recours à la BCE. Une action conjointe de l'ensemble des banques centrales est nécessaire pour rassurer les marchés.

L'économie américaine montre des signes de regain d'activité mais la bataille politique que se livrent démocrates et républicains au Congrès barre tout espoir d'agir à court terme sur la réduction des déficits. L'agence de notation Standard & Poors retire le triple A à la dette américaine qui dépasse désormais les quinze mille milliards de dollars.



Le mouvement de contestation pacifique « Occupy Wall Street » est créé en septembre 2011 dans le parc de Zuccotti à New York et dénonce les abus du système financier global. Il s'étend en quelques mois à 1500 villes et 82 pays.

Le FMI revoit à la baisse ses prévisions de croissance mondiale à 4% en 2011 et 2012 (contre 4.2% et 4.5% respectivement). Concomitamment, la Chine, le Brésil et l'Australie amendent leurs politiques monétaires qui redeviennent accommodantes.

Dans ce contexte de très forte instabilité et de recherche de liquidités les deux classes d'actifs aux meilleures performances ont été les obligations d'état (tout particulièrement américaine, canadienne et britannique en hausse de plus de 20% chacune) ainsi que l'or métal. L'or s'est apprécié pour la onzième année consécutive en US\$, Euro, Yen, Livre Sterling et Franc Suisse pour atteindre un plus haut niveau historique de US\$1896 (fixing de Londres) le 5 septembre 2011. Sur l'année, le métal jaune a progressé de 8.6% en US\$ et de 12.1% en euros. L'argent métal était, quant à lui, en baisse de 8% pour clôturer l'année à US\$28.18 l'once.

Les actions de mines n'ont pas bénéficié de leur effet de levier traditionnel : exprimés en euros, l'indice FTSE Gold Mines s'est déprécié de 13.13% et l'indice Philadelphia Gold & Silver de 17.78%. Plus précisément, si le groupe a connu une performance négative, il est bon de préciser que les valeurs de l'indice (principaux producteurs mondiaux) ont mieux résisté que les valeurs juniors d'exploration. Ce décrochage de performance s'est matérialisé au mois d'août 2011 pour se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Les valeurs d'exploration ont été victimes de leur manque de liquidités, de leur dépendance aux marchés de capitaux du fait de leur structure de coûts et enfin de programmes d'investissements survendant le secteur en anticipation du ralentissement de la croissance des masses monétaires pour se reporter sur les sociétés génératrices de cash flows.

Le fonds Global Gold & Precious s'est pour sa part déprécié de 16.22% en euros.

Le noyau dur du fonds (composé de producteurs aurifères) a fait l'objet d'arbitrages tactiques significatifs: en particulier sur Barrick Gold Corp., Goldcorp Inc., Newmont Mining Corp., AngloGold Ashanti Ltd. et Agnico-Eagle Mines Ltd. Une valeur de la sphère périphérique d'investissement a fait l'objet d'une OPA : Grayd Resource Corp. (prime de plus de 65%). Après avoir sensiblement réduit la pondération des valeurs d'exploration en portefeuille à l'automne 2011, nous avons, sur faiblesse, en fin d'année, rééquilibré le portefeuille pour favoriser cette poche d'actifs que nous considérons fortement survendue, sous performant le groupe des producteurs de plus de 22% sur l'année.

PERSPECTIVES 2012

Les tendances structurelles de fonds de poursuite de la croissance des dettes publiques des pays développés (le discours porte sur des objectifs de réductions de déficits et non de désendettements) associées à l'exacerbation des dévaluations compétitives (dans le but de doper la croissance) et au choc opposant politiques monétaires accommodantes et politiques fiscales d'austérité devraient être des thèmes centraux en 2012.

Nous souscrivons au scénario macro-économique du FMI anticipant une faible croissance globale associée à une inflation modérée dans un environnement de taux d'intérêts réels très bas voire négatifs. Nous anticipons au plus tard au 2ème semestre 2012 une ré-accélération de la croissance des masses monétaires du fait de l'action conjointe des banques centrales visant à soutenir une croissance indispensable à la résorption des déficits et à un assouplissement du « Credit Crunch » des établissements financiers. ***Cette configuration économique est clairement favorable à la poursuite de la hausse du métal jaune, à un regain d'intérêt pour les actifs à risque et donc à double titre à une appréciation des mines d'or.***

Ceci étant dit, il faudra composer avec des vents contraires qui viendront troubler/parasiter cette progression sans toutefois la remettre en question ; En effet, l'Europe doit faire face à un réel risque de récession en 2012 exacerbé par des politiques d'austérité fiscale aux conséquences désastreuses sur la croissance économique européenne. Les risques de crises financières, même s'ils ont été repoussés sont encore élevés. Le consommateur américain est toujours en phase de désendettement et pèse sur la reprise de la consommation dans un climat d'impasse politique. D'autre part, l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise reste incertaine.

Les mines d'or continueront à bénéficier de fondamentaux porteurs. Les valorisations sur la base des bénéfices, cash flows ou valeurs d'actifs nets se situent à des niveaux historiquement bas alors que les marges nettes (moyenne de 23%*) évoluent à des niveaux historiquement élevés ; les bilans des sociétés de production sont extrêmement solides. Les coûts de production semblent désormais être stabilisés et toute hausse du sous-jacent devrait impacter directement la rentabilité de ces sociétés. La politique d'accroissement de distribution de dividendes se généralise depuis désormais un an à l'ensemble des acteurs du secteur avec un rendement annuel moyen excédant 1%**.

Les mines d'or accusent désormais un retard de plus de 25%*** par rapport à leur sous-jacent ; cet écart n'a été égalé/dépassé que deux fois sur ces onze dernières années : en 2000 lorsque l'or avait atteint US\$250 et en 2008 en pleine crise financière.



Dans un contexte d'anticipation de retour (même timide) de l'appétit des investisseurs au risque, le segment des valeurs intermédiaires et juniors devrait profiter d'un rattrapage technique, d'opérations de fusions et acquisitions mais aussi d'annonces de nouvelles découvertes; Le fonds Global Gold & Precious s'est positionné stratégiquement dès la fin 2011 pour bénéficier de ces thèmes. Au dernier trimestre 2011, nous avons rentré sept nouvelles lignes en portefeuille, toutes hors indice de référence.

Fin décembre 2011, les positions nettes spéculatives au COMEX ont retrouvé leurs niveaux de janvier 2009. A 13.1 millions d'onces, ces positions sont inférieures de 40% aux positions de l'année précédente. Historiquement des niveaux inférieurs ou égaux à 15 millions d'onces ont représenté de bonnes opportunités d'achat.

En février 2011 nous écrivions : « En 2011, nombreux seront les catalyseurs qui aideront le prix de l'or à casser de nouveaux records à la hausse une appréciation du cours de l'or de 15% à 20% en 2011 nous semble raisonnable ». L'or a cassé ses plus hauts historiques et il s'est apprécié de 12.1% post correction sévère de plus de 17% entre septembre et décembre 2011.

Aujourd'hui, comme au début de l'année passée, nous estimons qu'il est conservateur d'anticiper en 2012 une appréciation du prix de l'once l'or de plus de 15%.

- * Sources internes Commodities Asset Management – troisième trimestre 2011
- ** Sources internes Commodities Asset Management – troisième trimestre 2011
- *** Sources Bloomberg au 30 décembre 2011