



La valeur refuge... ?



Axel CHAMPEIL
Président
Directeur Général

L'équipe de gestion a décidé de s'intéresser à l'Or, alors que ce métal précieux, qui a prouvé par le passé sa capacité à ressurgir en période de crise, semble à nouveau délaissé, à tort selon nous.

En effet, la fièvre qui a touché l'or en 2008 avec la crise des subprimes et en 2011 en pleine crise de la dette souveraine européenne paraît bien loin. Pourtant, la situation d'endettement des principaux Etats ne s'est pas améliorée, loin de là. Depuis 2010, l'endettement public des principaux pays du monde a augmenté en moyenne de 10 à 20 pts, dépassant largement le seuil de 100% du PIB. De plus, les Banques Centrales sont devenues d'importants acheteurs de dettes souveraines, ce qui n'était pas encore le cas à cette époque-là, fragilisant de ce fait le système monétaire mondial. La Banque de France détient environ 20% de la dette de l'État contre moins de 5% en 2014.

Par ailleurs, l'absence de coût d'opportunité de détention de l'Or, du fait des taux d'intérêts nuls est un facteur devant favoriser les flux.

Aussi, l'analyse de la bulle qui a touché l'an dernier les crypto actifs, assimilés pour beaucoup comme des devises alternatives, révèle la corrélation avec une certaine méfiance vis-à-vis des grandes monnaies, qui aurait dû, selon nous, se porter davantage sur l'Or, fort de son statut historique de valeur refuge. A ce titre, l'engouement passager sur le Bitcoin et autres cryptomonnaies et l'absence de flux massifs sur l'Or, notamment au cours du quatrième trimestre 2018 alors que les marchés financiers mondiaux montraient des inquiétudes sur la solidité du cycle économique et la stabilité politique, peut nous interroger sur le maintien du statut de l'Or comme valeur refuge à l'heure de la révolution numérique.

Si nous écrivons sur l'Or, c'est aussi pour mettre en lumière les fondamentaux, au-delà de son caractère, pouvant être jugé subjectif, de valeur refuge. Et force est de constater que l'offre tend à diminuer par la baisse des ressources naturelles. A l'inverse, la demande reste soutenue par la joaillerie, notamment. A noter également le retour massif des banques centrales sur cette matière première.

Ainsi, les grands argentiers du monde, en charge de la stabilité financière, jugent que la détention d'Or est un atout dans la stabilité monétaire et lui confèrent donc encore un statut de refuge. Nous rappelons que ce statut, remonte au VI^e siècle avant Jésus-Christ, où l'or est apparu dans les premières monnaies pour son caractère inaltérable, rare, et divisible.

Si aujourd'hui, les monnaies et les échanges ont été sécurisés par un système financier efficient, il n'en demeure pas moins que la question de la valeur des principales devises reste bien présente, notamment quand la rareté vient à faire défaut comme c'est le cas actuellement. (Les principales banques centrales ont augmenté la taille de leur bilan de 4 à 6 fois en moyenne et les actions de normalisation sont presque inexistantes). Le risque ultime reste la propagation d'une inflation importante, selon la théorie monétariste. Pourtant malgré les politiques expansionnistes des banques centrales, la création monétaire n'a pas eu d'impact sur l'évolution des prix posant la question du maintien des mécanismes de transmissions monétaristes constatés par le passé.

Effectivement, la financiarisation de l'économie a joué un rôle dans les mécanismes monétaires, les flux se reportant sur les actifs de tous genres, créances comprises, participant à ce que nous analysons comme des bulles sur certains outils (immobilier, obligations, etc).

La destruction monétaire possible par l'éclatement de ces bulles, dont on peut facilement anticiper la corrélation avec la hausse des taux, si cette dernière intervient, rendra forcément de l'intérêt à l'Or pour sa relative stabilité et sa décorrélation vis-à-vis d'autres actifs.

Bien que l'analyse de la situation économique et politique reste complexe, mais ayant quelques croyances sur les phénomènes de cycles, nous pensons que l'Or semble avoir toute sa place dans une allocation de portefeuille, de nombreux éléments laissant à penser que les flux pourraient à nouveau se porter sur ce métal précieux et entraîner une hausse significative des cours.

Il conviendrait donc de profiter des cours actuels pour se positionner.

PERFORMANCE DE L'OR

	Cours au 30/04/2019	Variation 1 an	Variation 5 ans	Variation 10 ans
Once d'or (\$)	1 283,15	-2,21%	-1,03%	44,16%
Nyse Arca Gold Miners (\$)	582,52	-6,47%	-6,31%	-52,16%
Lingot d'or 1 kg (€)	37 390,00	8,23%	24,23%	72,71%
Napoléon 20 francs (€)	220,20	6,84%	21,52%	63,10%

ONCE D'OR DEPUIS 1970 Source : World Gold Council



LE MARCHÉ DE L'OR

ÉVOLUTION HISTORIQUE DU MARCHÉ DE L'OR

De 1944 à 1973, l'once d'or était associée à la devise américaine au cours fixe de 35 \$ l'once en tant qu'étalon-or. Ce n'est qu'à partir de 1973, après la fin des accords de Bretton Woods, que ce compartiment est devenu flottant permettant ainsi à l'once d'évoluer à la hausse pour atteindre aujourd'hui le niveau de plus de 1 300 \$. Pour rappel, l'once est l'unité de mesure « traditionnelle » pour l'or, adoptée depuis 1928 par l'organisme gouvernemental, la United State Mint, le poids d'une once est de 31,104 grammes.

Historiquement, les crises et les tensions de toutes sortes ont eu un impact significatif sur l'évolution du prix de l'or.

Par exemple, les investisseurs se sont rués sur l'or, pendant les années 1970, alors que le socialisme avançait sur de nombreux fronts, (prise de Saïgon en 1975 par l'armée vietnamienne, prise de Kaboul en 1979 par l'URSS, accession de F. Mitterrand à la Présidence de la République française en 1981...).

À l'inverse, le cours de l'or tend à reculer à la suite de la publication d'informations censées apaiser le climat géopolitique, comme l'annonce officielle de la mort d'Oussama Ben Laden ou encore les accords de dernière minute au sujet du relèvement du plafond de la dette américaine.

Toute information interprétée par les investisseurs comme jouant en faveur de la stabilité est susceptible d'avoir un impact négatif sur le cours de l'or, et inversement.

L'or a toujours surperformé les actions lors des périodes de tensions sur les marchés. À l'issue de onze épisodes de ce type, qui ont débuté avec le krach boursier de 1987, l'or a gagné en moyenne 6,8%, tandis que le S&P 500 en perdait 19,4%. (cf tableau 1)

Au cours des six récessions survenues depuis les années 1970, l'or a augmenté en moyenne de 20,8%. (cf tableau 2)

L'OR ET SES CORRÉLATIONS

Habituellement, plusieurs facteurs importants impactant le prix de l'or sont mis en avant par les investisseurs. Parmi les principaux, on parle souvent de corrélation de l'or avec l'inflation, les taux d'intérêts ou le dollar US. De nombreux économistes s'opposent de tout temps sur la réelle influence de ces facteurs sur l'évolution de l'or. Des corrélations qui ont pu fonctionner un temps ne le sont plus sur une autre période, il est donc difficile, aujourd'hui, de prédire par ces indicateurs la future évolution de l'or. Le seul élément qui semble favorable à l'évolution de l'or est la corrélation qui peut exister avec la progression de l'endettement cumulé des États.

LES FACTEURS DE LA DEMANDE

La demande totale pour l'or dans le monde est un marché en croissance depuis 45 ans. Dans les 10 ans qui ont suivi la décision de laisser le cours de l'or flotter librement, conséquence de la fin du système monétaire de Bretton Woods, la demande annuelle moyenne atteignait environ 1 200 tonnes. Aujourd'hui elle représente en moyenne 4 200 tonnes.

Il existe 4 domaines clés de la demande en or dans le monde, à savoir la joaillerie, les technologies, les investisseurs et les banques centrales.

L'OR ET LES BANQUES CENTRALES

Les achats nets des banques centrales ont atteint 651 tonnes en 2018, 74% de plus que l'année précédente. Il s'agit du plus haut niveau d'émissions nettes annuelles d'achats depuis la suspension de la convertibilité du dollar en or en 1971 (cf graph 4).

Ces institutions détiennent maintenant près de 34 000 tonnes d'or. Une incertitude géopolitique et économique accrue de plus en plus, tout au long de l'année, a poussé les banques centrales à diversifier leurs réserves et à recentrer leur attention sur l'avenir, l'objectif principal étant d'investir dans des actifs sûrs et liquides.

Malgré une décennie qui s'est écoulée depuis la crise financière mondiale, les temps ne semblent pas moins incertains. Les banques centrales ont réagi à la hausse des taux d'intérêt, ainsi qu'aux pressions macroéconomiques et géopolitiques en soutenant leurs réserves d'or. Ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'un plan d'action dévoilé par une étude récente commandée par le World Gold Council :

76 % des banques centrales considèrent le rôle de l'or comme étant très pertinent, tandis que 59 % ont cité son efficacité en tant que diversificateur de portefeuille. Et près de 20% des banques centrales ont fait part de leur intention d'augmenter leurs achats d'or au cours des 12 prochains mois.

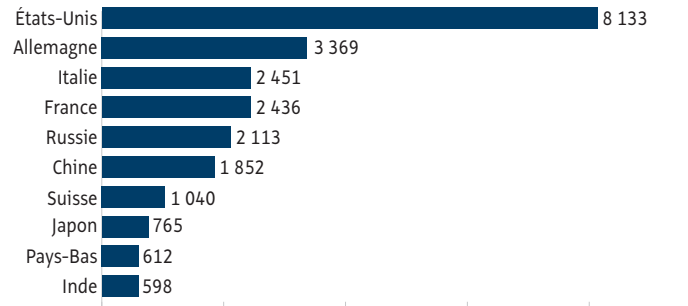
ÉVOLUTION DE L'OR PENDANT LES CRISES DEPUIS 1987 ⁽¹⁾ Source : Bloomberg

	Début	Fin	Perf S&P 500	Perf Bons du Trésor US	Perf. Once d'or
Krach de 1987	25/08/87	19/10/87	-33,20%	-2,60%	5,00%
Invasion du Koweït	17/07/90	12/10/90	-17,60%	0,80%	7,60%
Crise asiatique	07/10/97	28/10/97	-6,20%	0,00%	-4,60%
Crise des capitaux russes	20/07/98	08/10/98	-18,70%	5,30%	1,20%
11 septembre 2001	11/09/01	11/10/02	-22,30%	11,20%	16,60%
Crise financière	11/10/07	06/03/09	-54,50%	15,80%	25,60%
Crise Zone euro	20/04/10	01/07/10	-14,50%	4,50%	5,10%
Dégradation de note des emprunts souverains US	25/07/11	09/08/11	-12,30%	3,60%	7,80%
Remontée brutale des taux longs	22/05/13	24/06/13	-4,80%	-2,00%	-6,40%
Inquiétude sur l'économie chinoise	18/08/15	11/02/16	-11,80%	3,50%	11,50%
Guerre commerciale Chine États-Unis	20/09/18	24/12/18	-17,90%	2,50%	5,10%
Moyenne			-19,40%	3,90%	6,80%

ÉVOLUTION DE L'OR AU COURS DES 6 RÉCESSIONS DEPUIS 1970 ⁽²⁾ Source : Deutsche Bank

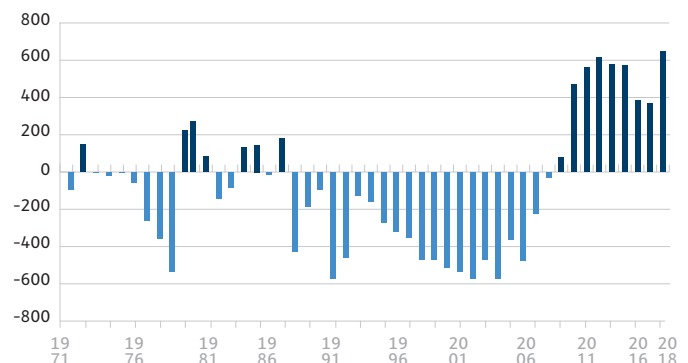
Période	Performance
11/1973 - 03/1975	78,00%
01/1980 - 07/1980	20,00%
07/1981 - 11/1982	3,30%
07/1990 - 03/1991	1,00%
03/2001 - 11/2001	3,50%
12/2007 - 06/2009	18,80%
Moyenne	20,80%

PAYS DÉTENANT LES PLUS GROSSES RÉSERVES D'OR (en tonnes en 2018) ⁽³⁾ Source : World Gold Council



DEMANDE D'OR DES BANQUES CENTRALES ⁽⁴⁾

Source : World Gold Council



LE MARCHÉ DE L'OR (suite)

LA JOAILLERIE

La demande en provenance de la fabrication des bijoux, l'un des secteurs grand consommateur d'or dans le monde, est très dépendante des marchés chinois et indiens qui représentent à eux seuls près de la moitié de la demande globale dans le secteur. (cf graph 5). D'après le Conseil Mondial de l'Or, la Chine connaît depuis plusieurs années une véritable ruée vers l'or et consomme près de 700 tonnes pour les bijoux en or (30% de la demande mondiale en joaillerie).

LA TECHNOLOGIE

L'or est de plus en plus utilisé dans le secteur technologique, généralement comme conducteur d'électricité, et on le retrouve ainsi aujourd'hui dans nombre d'appareils électroniques (smartphones, batteries automobiles, systèmes de sécurité...).

La demande industrielle d'or continue de progresser sur les derniers trimestres, en raison notamment des cours attractifs de l'or, des besoins croissants dans l'industrie automobile avec l'électrification des véhicules, et de la démocratisation de certaines technologies. En 2018, la demande d'or sur l'ensemble du secteur a représenté 335 tonnes, son plus haut niveau depuis 2014.

LES FACTEURS DE L'OFFRE

LA PRODUCTION D'OR

Les méthodes d'extractions de l'or physique, toujours plus sophistiquées, permettent chaque année d'extraire plus de 3 500 tonnes d'or.

Ainsi, depuis 6 000 ans, le volume total d'or extrait est proche de 177 000 tonnes, avec des réserves estimées à 54 000 tonnes (source: World Gold Council), soit en théorie à peine plus de 15 années d'extraction potentielle...

En 2018, la production minière annuelle a été la plus élevée jamais enregistrée, mais la croissance a continué de ralentir. (cf graph 6).

LES MINES D'OR ET FONDS AURIFÈRES

Les sociétés minières qui extraient l'Or du sol sont en première ligne dans l'écosystème aurifère, face à une demande en croissance. Les valeurs aurifères qui n'ont pas toujours eu le vent en poupe, pénalisées dans le passé par les forts investissements que demande l'extraction coûteuse de l'or, sont soumises à un endettement important et dépendent grandement du coût de l'énergie et des cours de l'onze d'or.

Depuis plusieurs années, les producteurs d'or qui avaient beaucoup investi pour augmenter leurs capacités de production, se sont engagés dans une stratégie inverse avec de nombreuses cessions d'actifs miniers non rentables.

Nous avons ainsi assisté à une forte concentration du secteur ces derniers mois, avec les rapprochements de grands acteurs à l'image de Barrick Gold qui a racheté Randgold Ressources pour 7,9 Mds\$ et Newmont Mining qui a mis la main sur Goldcorp.

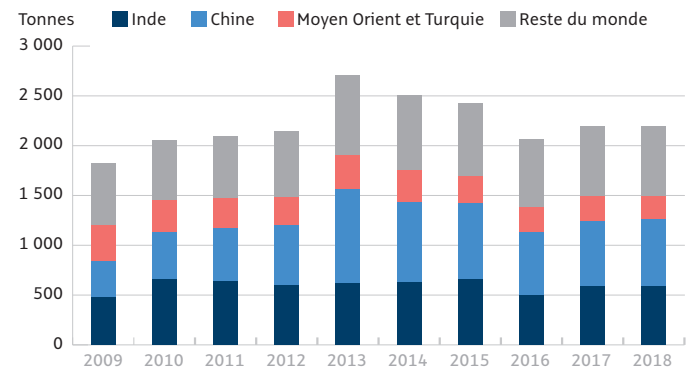
Dernièrement la tentative d'OPA de Barrick Gold sur Newmont Mining, (les deux premiers producteurs mondiaux) a échoué, mais les 2 entités ont décidé en mars de créer une coentreprise pour l'exploitation commune de leurs gisements au Nevada.

LES COÛTS D'EXTRACTION

Les coûts d'extraction restent la principale variable qui impacte les bénéfices des sociétés minières. Selon les données publiées par CPM Group sur un échantillon représentant 41% de la production mondiale, les coûts d'extraction, après avoir fortement diminué de 2012 à 2016 où ils ont atteint un plus bas à 870 \$ l'onze, sont repartis à la hausse aux alentours de 1 000 \$ l'onze mais demeurent toujours loin de leurs plus hauts. (cf graph 8)

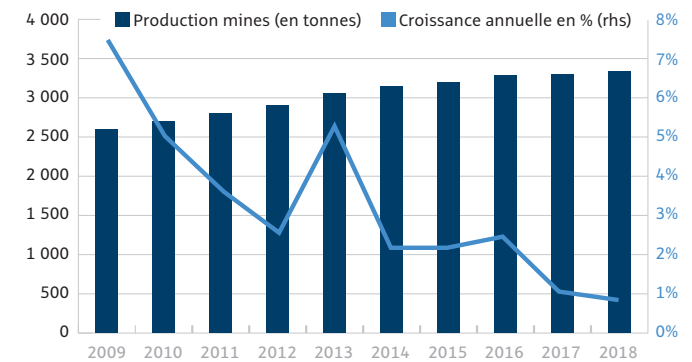
MARCHÉ MONDIAL DE LA JOAILLERIE (5)

Source: World Gold Council



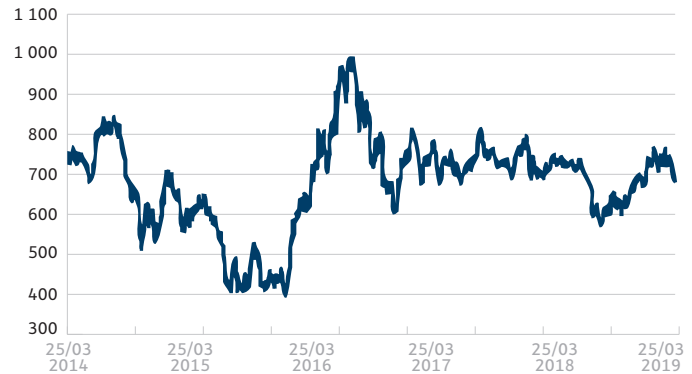
PRODUCTION MINIÈRE DEPUIS 2009 (6)

Source: World Gold Council



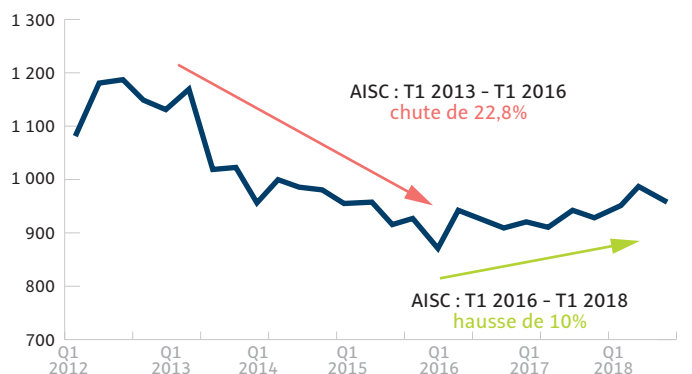
INDICE NYSE ARCA GOLD MINERS SUR 5 ANS (7)

Source: NYSE



ÉVOLUTION DES COÛTS D'EXTRACTION (US\$/once) (8)

Source: CPM Group



LES SUPPORTS D'INVESTISSEMENT

NOTRE SÉLECTION DE MINES D'OR



BARRICK

Barrick - CA0679011084 - coté sur le NYSE

(OPA sur Randgold en décembre 2018)

Cours : 12,68 \$ Capi. Boursière : 21,95 Mds\$

Le Groupe est devenu le nouveau géant du secteur de l'or avec le rachat de Randgold qui lui permet de se diversifier géographiquement avec des mines situées en Afrique alors qu'historiquement il détenait seulement des mines en Amérique. Cette fusion devrait lui permettre de produire entre 5,1 et 5,6 millions d'onces cette année.



Newmont Goldcorp - US6516391066 - coté sur le NYSE

(OPA sur Goldcorp en avril 2019)

Cours : 31,05 \$ Capi. Boursière : 24,85 Mds\$

Newmont est un important producteur d'or et de cuivre. Les exploitations de la Société se situent principalement aux États-Unis, en Australie, au Ghana, au Pérou et au Suriname. Newmont est le seul producteur d'or à figurer sur la liste de l'indice S&P 500, et a été nommé leader de l'industrie minière par l'Indice mondial du développement durable Dow Jones en 2015, 2016, 2017 et 2018.

Newmont Mining et Goldcorp ont réussi à finaliser leur accord de fusion de 10 milliards \$ annoncé en début d'année.

Newmont Goldcorp, l'entité résultante, sera la plus grande entreprise d'exploitation aurifère au monde avec des opérations en Afrique, en Amérique et en Australie. Newmont Goldcorp produira entre 6 et 7 millions d'onces d'or par année, détrônant Barrick de son rang de premier producteur mondial.

NOTRE SÉLECTION DE FONDS AURIFÈRES

BGF World Gold - LU0171305526

EDR Goldsphere - FR0010849729

Tocqueville Gold - FR0010649772

Ces fonds sont investis principalement sur des valeurs intervenant dans le secteur aurifère liées à l'exploration, l'extraction, la transformation et la commercialisation de l'or qui représentent au minimum 70% de leur actif.

LES TRACKERS ET CERTIFICATS

Les ETF sont des fonds d'investissement qui s'échangent sur les marchés comme des actions. Leur rôle est de reproduire la performance de l'actif de référence à une valeur très proche de ce sous-jacent. C'est une gestion dite passive.

Les ETC, contrairement aux ETF, calquent la performance de l'or en détenant la matière de référence, soit physiquement, soit via des contrats à terme ou d'autres produits financiers.

NOTRE SÉLECTION DE TRACKERS ET CERTIFICATS

ETF SPDR Gold Shares - US78463V1070

Ce tracker réplique le cours de l'once d'or et cote en dollar. Son prix est déterminé en fonction du cours de l'once d'or et du dollar.

ETC Gold Bullion - GB00B00FH282

Ce tracker réplique le cours de l'once d'or et n'est pas couvert en dollar. Son prix est déterminé en fonction du cours de l'once d'or et du dollar. Il est adossé à de l'or physique.

Certificat quanto Gold Pipopens 92025 - FR0010673350

Ce certificat réplique le cours de l'once d'or et est couvert en dollar. Seule la variation du cours de l'once d'or impacte le prix du certificat, quelle que soit l'évolution du cours du dollar.

L'OR PHYSIQUE

Il est possible d'investir sur l'or physique en achetant notamment des pièces d'or d'investissement, des lingots...



Lingot 1 kg
37 390 €

20 For
220,20 €

Souverain
275,80 €

FISCALITÉ DES PLACEMENTS

FISCALITÉ DES PLACEMENTS OR PAPIER

Depuis le 1^{er} janvier 2018, les plus-values réalisées sont soumises au prélèvement forfaitaire unique « flat tax » dont le taux global est de 30% (12,8% au titre de l'impôt sur le revenu et 17,2% au titre des prélèvements sociaux).

Il est toutefois possible d'opter pour le barème progressif. Dans ce cas, la plus-value imposable est ajoutée aux autres revenus lors de la déclaration de revenus. Le montant global est ensuite soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

FISCALITÉ DES PIÈCES D'OR/ LINGOT

L'or d'investissement n'est pas soumis à la TVA, cela concerne les lingots dont la pureté est égale ou supérieure à 995/1000 et les pièces d'or frappées après 1800 dont la pureté est égale ou supérieure à 900/1000.

Le contribuable dispose de 2 options pour la fiscalité applicable sur la vente des pièces d'or et lingots :

Taxe sur les Métaux Précieux (ou TMP) : 11,5% sur l'ensemble de la vente. Depuis le 1^{er} janvier 2018, la vente est soumise à un prélèvement forfaitaire de 11,5% sur le montant de la transaction.

Taxe sur les Plus-Values réelles (ou TPV) : 36,2% sur la plus-value issue de la vente. Depuis le 1^{er} janvier 2006, il est possible de choisir un autre régime de taxation, le régime de Taxation sur les Plus-values réelles (TPV) si vous pouvez justifier d'une facture nominative avec le prix et de la date d'acquisition.

Cette taxe est de 36,2% sur les plus-values, avec un abattement de 5% à partir de la 3^e année de détention, et une exonération totale après 22 ans de détention.

CHAMPEIL S.A.

Champeil est un Prestataire de Services d'Investissement agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Indépendante et familiale, la société, basée à Bordeaux, fut fondée par Jean-Louis Champeil, Agent de change, et s'inscrit dans la tradition des Officiers ministériels et des Société de Bourse, forte d'une expérience de plus de 35 ans.

Champeil Entreprise d'Investissement offre une approche sur mesure des marchés financiers pour une clientèle privée, patrimoniale et/ou d'entreprises.

SAVOIR-FAIRE

- Gestion sous Mandat
- Intermédiation boursière
- Conseil en investissement
- Listing sponsor et services aux émetteurs

CHAMPEIL S.A.

9, cours de Gourgue

33000 Bordeaux

Mail : contact@champeil.com

Tél. : 05 56 79 62 32

Fax : 05 56 44 28 82

www.champeil.com

*"Le respect des valeurs,
le sens de l'action"*

Bordeaux - Paris - Toulouse

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Les informations contenues dans ce document (notamment les données chiffrées, commentaires y compris les opinions exprimées...) sont communiquées à titre purement indicatif et ne sauraient donc être considérées comme un élément contractuel ou un conseil en investissement. De même ce document ne constitue en aucun cas une sollicitation d'achat ou de vente des services financiers sur lesquels il porte. Les informations juridiques ou fiscales auxquelles il est fait référence ne constituent en aucun cas un conseil ou une recommandation. Elles doivent être utilisées en conjonction avec un avis professionnel dans la mesure où les dispositifs fiscaux cités dépendent de la situation individuelle de chacun et sont susceptibles d'être modifiés ultérieurement. A cette fin, Champeil reste à votre disposition.

Ces informations proviennent ou reposent sur des sources estimées fiables par Champeil. Toutefois, leur précision et leur exhaustivité ne sauraient être garanties par Champeil.

Champeil décline toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourra être faite des présentes informations générales.