



Tocqueville Asset Management L.P.

Se fier au physique !

L'engouement des banques centrales pour la planche à billets a, semble-t-il, fait grimper les prix de tous les produits rares, et, notamment, des œuvres d'arts, des vins millésimés et des voitures de sport anciennes. Les effets inflationnistes de cette création monétaire sur les cours de presque tous les actifs considérés comme rares font la une des journaux. Dans un article paru le 23 novembre 2013, *The Economist* écrit par exemple : « Jamais autant de richesses n'avaient été conservées dans de luxueuses installations de stockage... Parmi les biens camouflés dans les zones franches, on trouve aussi bien des œuvres d'arts, des vins fins et des métaux précieux, que des tapisseries et même des voitures de collection. » Dans l'article, le journaliste fait remarquer que le moteur principal de cette frénésie d'achat « est la méfiance croissante qu'inspirent les actifs financiers. » La hausse régulière des prix de la plupart de ces produits depuis dix ans n'a pas découragé les acheteurs.

Toutefois, l'investissement en vogue le plus étonnant dans cet éventail de solutions alternatives est bien cette crypto-monnaie, appelée *bitcoin*, que ses partisans défendent avec des arguments qui, étrangement, ne sont pas sans rappeler ceux invoqués en faveur du lingot d'or. Comme presque tout le monde le sait, le *bitcoin* est un moyen de paiement liquide dont l'offre est strictement limitée. Le parallèle s'arrête bien sûr dès que l'on cherche à comparer l'évolution du cours de ces deux monnaies alternatives, par ailleurs similaires. Le prix du *bitcoin* est passé de moins de 25 dollars en mai 2011 à 975 dollars aujourd'hui (cours Mt.Gox du 10 décembre 2013). A contrario, le lingot se négocie aujourd'hui 17 % en deçà du cours de 1 500 dollars le gramme qu'il affichait en mai 2011.

L'offre de métal jaune a augmenté de 180 millions d'onces au cours des deux dernières années. L'accroissement des stocks d'or en surface représente un pourcentage avoisinant 1,5 % par an. Parallèlement, la base monétaire américaine a progressé de 14 %, ce qui représente une croissance annuelle de 6,7 %.

L'approvisionnement en *bitcoin* est fixé à 21 millions. 11,5 millions sont en circulation. L'extraction de nouveaux *bitcoins* nécessite des mises à jour de plus en plus importantes de la puissance informatique. Dans son bulletin *Global Macro* du 11 janvier 2013, en ligne sur le site *Zero Hedge*, Raoul Pal explique que le succès du *bitcoin* provient du fait que « pour Monsieur Tout le monde qui redoute que les banques centrales et les gouvernements ne confisquent son argent, ne fassent défaut ou ne décident de dévaluer, le *bitcoin* est le moyen qu'il a trouvé pour exprimer sa désapprobation et son désaccord ».

Monsieur Tout le monde a visiblement omis de tenir compte des similarités entre l'or et le *bitcoin*. L'approvisionnement en nouvelles sources de production d'or risque à terme d'être affecté si les cours actuels se maintiennent. On ne peut certes pas en dire autant du dollar. Si la production minière aurifère peut encore continuer à ce rythme pendant un an ou deux, il est probable qu'après 2015, elle décline, et peut-être même brutalement. La découverte de nouveaux gisements de métal aurifère marque nettement le pas. Les sociétés minières sont confrontées aux difficultés que soulèvent l'appauvrissement du minerai, le piètre rendement de leurs investissements, l'accès au financement et par les risques croissants d'instabilité politique dans les pays producteurs, l'alourdissement de la fiscalité et les problèmes de plus en plus aigus de permis d'exploration. Compte tenu des niveaux de cours actuels, la plupart des sociétés aurifères peinent à atteindre le seuil de rentabilité si leurs coûts d'exploitation sont pris en compte sur la base du « tout inclus ».

Cette contradiction entre le *bitcoin* et l'or s'explique par le fait que les spécialistes de l'ingénierie financière n'ont pas encore trouvé de moyen pour assortir les *bitcoins* de garanties permettant les transactions à effet de levier. Il n'existe (pour l'instant) aucun contrat à terme, aucun instrument dérivé sur le *bitcoin* et cette monnaie ne peut être hypothéquée ou ré-hypothéquée. Jeff Christian du CPM Group, spécialiste du marché de l'or, écrivait en 2000 :



Tocqueville Asset Management L.P.

« Imaginez un instant que la *bullion bank* mette en relation trois producteurs ou plus avec d'autres acteurs du marché souhaitant emprunter cet or. Immédiatement, chaque once d'or va être engagée dans une demi douzaine de transactions. Le volume physique n'a pas changé, mais le volume de transactions s'est multiplié. Ce mécanisme constitue la pierre angulaire de l'activité des *bullion banks*. » (*Bullion Banking Explained ?* Février 2000). Il poursuit en expliquant que « de nombreuses banques appliquent un facteur multiplicatif compris entre 5 et 10 pour le lingot, ce qui signifie qu'elles empruntent ou vendent 5 à 10 fois plus de métal précieux qu'elles n'en achètent ou s'engagent à en acheter. Nous connaissons même un négociateur qui applique un facteur de 40 ».

L'achat et la vente d'or papier représentent l'activité quotidienne des *bullion banks* (généralement des banques d'affaires). Ces opérations sont au cœur du fonctionnement du marché de l'or. Les compagnies minières extraient le minerai d'or et le concentrent. Le minerai ainsi concentré est envoyé de la mine vers les raffineries pour y être purifié et transformé en barres composées à 99,99 % d'or. Les raffineries versent aux compagnies minières un paiement correspondant à la teneur en or du minerai, en déduisant les impuretés. Les raffineries vendent les barres d'or en général aux *bullion banks* à Londres où l'or physique est mis en dépôt dans des réserves d'or alloué ou non-alloué ; il y est conservé pour être distribué aux différents clients, négociants de bijoux, industriels ou fabricants de monnaies. L'or physique détenu à Londres sous la forme d'or non-alloué est utilisé comme sous-jacent des transactions à effet de levier sur l'or papier. Cette succession d'opérations est tout à fait habituelle et parfaitement conforme à une tradition établie de longue date.

Ce qui est intéressant, et peut-être peu surprenant, est la manière dont un niveau de levier hors du commun est parvenu à transformer un modèle économique solide en une abondante source de revenus non réglementés au profit des grandes banques et des *hedge funds*, tout à fait indépendante des besoins des producteurs d'or, des joaillers et des autres acteurs de l'industrie. Dans une étude sur l'or réalisée en 2013, la Reserve Bank of India (RBI) remarque : « Sur les marchés financiers, le volume des opérations effectuées sur l'or papier et assimilé dépasse de loin l'offre réelle d'or physique : le volume négocié sur le marché de gré à gré de la London Bullion Market Association (LBMA, dont RBI est membre) et sur les autres grands marchés de futures et d'options est 92 fois supérieur à celui du marché physique sous-jacent. »

| Instrument | 2001 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Physical market | 114.3 | 127.0 | 115.8 | 120.4 | 120.8 |
| Futures & Options ET vol. | 1203.1 | 4609.8 | 6133.4 | 5327.2 | 6438.8 |
| LBMA (OTC) clearing volume | 5288.8 | 5130.3 | 5605.5 | 5165.3 | 4727.7 |
| Total | 6606.2 | 9867.1 | 11864.7 | 10613.9 | 11287.3 |

Source : RBI.org.in, rapport annuel sur l'or 2011 de CPM.

Selon le LBMA, le volume moyen d'or compensé quotidiennement en juin 2013 a atteint un nouveau record, à 29 millions d'onces. En 2011, le volume négocié était estimé par le LBMA à 10 fois le volume compensé. Partant de l'hypothèse que ce rapport n'a pas évolué depuis deux ans, le volume négocié représenterait l'équivalent de 9000 tonnes **journalières** d'or contre 2800 tonnes extraites **annuellement** par les compagnies minières.

Les banques centrales disciplinées et sans objectif délibéré placent la plupart de leurs réserves d'or en dépôt à Londres pour qu'elles soient « gérées » par la Banque d'Angleterre, sans doute de manière à pouvoir obtenir des revenus à partir d'un actif qui autrement serait dormants. Les banques centrales de Finlande et de Suède ont par exemple annoncé le mois dernier que près de la moitié de leurs réserves d'or se trouvaient



Tocqueville Asset Management L.P.

quelque part à Londres où elles génèrent des revenus. Les propos rassurants de la banque de Finlande laissent entendre que « les risques liés aux investissements sur l'or étaient maîtrisés par l'application de limites et de contraintes de durée et par la diversification des investissements ».

Mais il ne serait pas étonnant que les limites de durée appliquées dans les accords de location d'or conclus par les banques centrales puissent s'étendre sur des décennies. Des documents datant de 1970 qui ne sont plus aujourd'hui considérés comme secrets ou qui ont fait surface d'une manière ou d'une autre ont révélé l'existence de longs débats entre les dirigeants politiques, Volcker, Kissinger, Arthur Burns entre autres, qui exprimaient diverses inquiétudes quant aux effets d'une hausse du cours de l'or. L'objectif politique à l'époque était de fonder un système (financier international) « durable », stable, bâti sur la base des DTS (droits de tirage spéciaux) et du dollar, ce qui était considéré comme « incompatible avec le maintien de l'or dans son rôle d'actif de réserve de premier plan ». La décision a donc été prise de « promouvoir et de faciliter la démonétisation à terme de l'or... et (d')encourager la vente de l'or monétaire au travers de cessions sur le marché privé ». (extrait d'une note rédigée en 1974 par Sidney Weintraub, vice-secrétaire d'État adjoint pour la finance internationale et le développement, adressée à Paul Volcker, sous-secrétaire chargé des affaires monétaires au département du Trésor).

Au cours de la conférence mondiale de 2013 sur les métaux et les mines en novembre dernier à San Francisco, Ron Paul, l'un des orateurs principaux, et l'ancien avocat auprès du gouverneur Ronald Reagan, Art Costamagna, ont évoqué les travaux qu'ils ont conduits ensemble dans le cadre de la commission Reagan sur l'or entre 1981 et 1982. Ils ont évoqué le fait que la Commission n'avait pas été autorisée à déclencher de mission d'audit sur les réserves d'or détenues à Fort Knox. Ron Paul a affirmé depuis la tribune qu'aucun membre du Congrès ne disposait d'informations fiables sur la situation de ces réserves. Selon lui, l'or est encore physiquement conservé à Fort Knox, mais il est très probablement engagé dans de nombreuses transactions dérivées complexes.

Plusieurs observateurs ont noté les difficultés rencontrées par l'Allemagne lorsqu'elle a demandé le rapatriement de son or en dépôt auprès de la Réserve Fédérale de New York. Le retour de l'or physique qui aurait pu aisément s'effectuer en deux vols de fret transatlantiques devra être échelonné sur sept ans, a annoncé la Fed de New York, dépositaire de l'or, à l'Allemagne. Les allemands ont toutefois été cordialement invités à venir inspecter leurs lingots entre temps. Les fonctionnaires de l'administration n'ont pas donné de justification à l'échelonnement de ce calendrier de livraison, mais nous soupçonnons que les difficultés proviennent de la nécessité de déboucler un écheveau complexe d'opérations de location impliquant sans doute la réutilisation en garantie de certains lingots déjà hypothéqués, peut-être des centaines de fois et sur des dizaines d'années. Comment retrouver les contreparties impliquées, sans parler de leurs obligations et de leurs responsabilités ?

On peut se demander si la demande de l'Allemagne marque le début d'une ruée vers les dispositifs institutionnels qui régissent le fonctionnement des réserves d'or non-alloué dans le monde. Ceux d'entre nous qui ont apprécié le retrait des garanties physiques du système en raison de ses effets attendus de contraction sur les transactions de dérivés doivent noter que cette mesure pourrait d'abord à court terme avoir provoqué la chute des prix de l'or papier en raison de la diminution des volumes de sous-jacent physique permettant de soutenir l'activité frénétique sur les titres que les journaux financiers évoquent. Cette contraction des garanties collatérales disponibles peut avoir des effets similaires au resserrement du crédit qui, globalement, tire vers le bas les prix des actifs. La phase d'assainissement des cycles de crédit permet toutefois au collatéral de se retrouver dans les mains des contreparties les plus solides. Si la plupart des échanges sur l'or papier sont réalisés sur le Comex, il existe à Londres un marché parallèle de gré à gré et de produits dérivés bien plus vaste, où des transactions physiques sont également effectuées. Le LBMA accrédite les raffineurs, veille soigneusement à la pureté des lingots et assure d'autres responsabilités techniques. Cette organisation commerciale est composée de 143 membres, banque de lingots, banques centrales, industriels, raffineurs et courtiers impliqués dans le



Tocqueville Asset Management L.P.

règlement des transactions sur l'or papier et l'or physique. Le LBMA publie les deux cotations quotidiennes de l'or à Londres mais ne joue autrement aucun rôle significatif en termes de supervision ou de réglementation. D'après un article de Bloomberg du 26/11/2013, le fixing de l'or est déterminé par un groupe de cinq banques participant au commerce de l'or qui forme le London Gold Market Fixing Ltd. Si le processus n'est pas réglementé, l'une de ces banques a déclaré publiquement à Bloomberg que cette société bénéficiait « d'une culture de conformité solidement établie et s'efforçait en permanence d'améliorer les processus et les pratiques existantes ».

D'un point de vue réglementaire, la City de Londres est une entité à part entière, dotée d'un statut spécial qui lui est propre et ne fait pas partie du Grand Londres. C'est le berceau de l'industrie bancaire offshore et, comme le décrit Nicholas Shaxson, auteur de *Treasure Islands* (Les îles au trésor), la City « offre des échappatoires infinis aux sociétés financières américaines et la responsabilité de nombreux naufrages bancaires aux États-Unis peut en grande partie être attribuée aux bureaux londoniens de ces sociétés ». Un document de travail datant de juillet 2010 et intitulé « Le rôle de la réhypothécaction dans le système bancaire parallèle » affirme qu'au Royaume-Uni « les actifs du client peuvent être ré-hypothéqués pour des montants illimités et qu'il n'existe aucune mesure de protection des clients ». (On parle de réhypothécaction lorsque le collatéral donné par un investisseur - *hedge fund* notamment - à son *prime broker* est réutilisé en garantie par ce dernier pour ses propres besoins.) Les bureaux londoniens d'AIG, JP Morgan, MF Global et d'autres banques ont mis à profit cette réglementation « allégée » pour financer des activités hors-bilan qui à terme portent atteinte à la qualité de crédit des entreprises et des clients. Il aurait été difficile d'imaginer que cette culture propre à la City ne gagne pas le commerce de l'or. De fait, les deux facteurs conjugués que sont l'existence d'un système bancaire parallèle et les réserves d'or non-alloué expliquent en grande partie la prolifération de l'offre d'or papier.

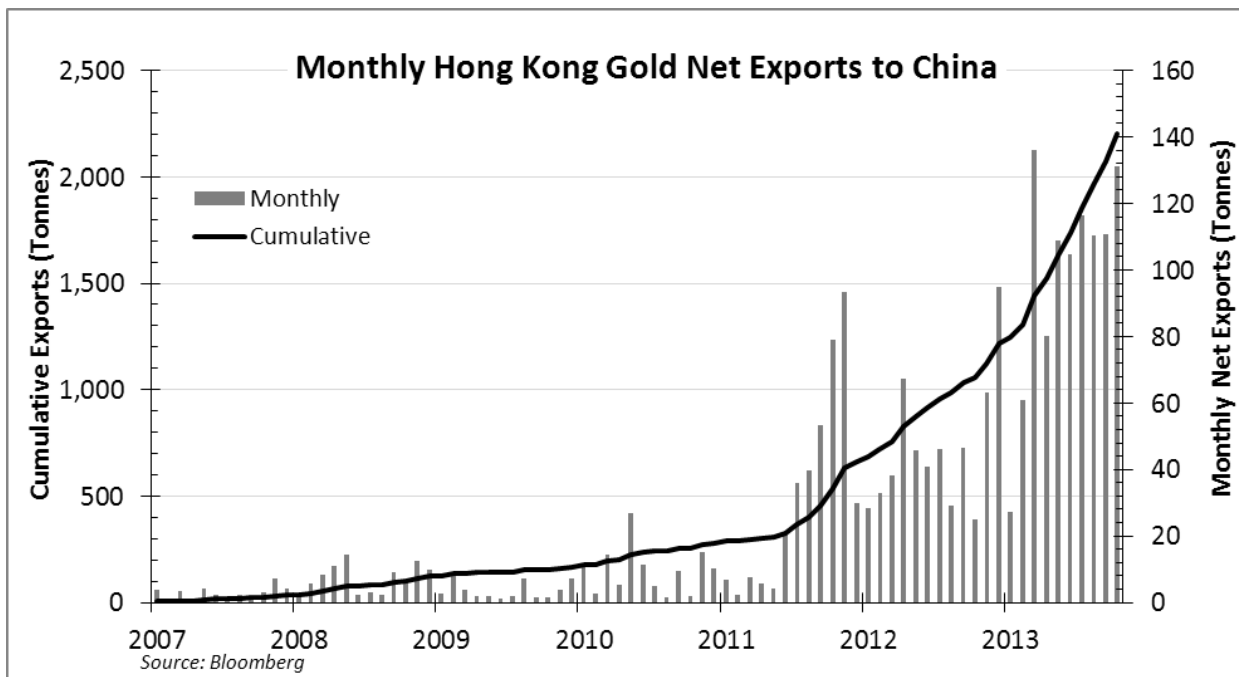
Pour le moment, la fonction première du marché de l'or papier semble être de permettre aux *traders* de *hedge funds* orientés macro de parier sur la date et la probabilité d'un prochain ralentissement par la Fed du rythme de son programme d'assouplissement quantitatif. Par le laxisme de sa surveillance, la faiblesse des systèmes comptables et le lien par ailleurs incertain avec l'actif physique sous-jacent, le marché de l'or papier laisse libre champ aux flux de capitaux des investisseurs souhaitant prendre position sur l'évolution attendue de la politique de la Fed. Contrairement au marché de l'or physique qui n'est pas capable d'absorber de gros volumes de capitaux, grâce à ses possibilités infinies de réhypothécaction, le marché de l'or papier offre une plateforme idéale aux activités de trading ultra-rapide, mettant en jeu notamment des paris sur les devises, les indices d'actions ou les taux d'intérêt.

Les gérants de *hedge funds*, les spécialistes du *trading* haute fréquence et de l'algo-trading qui s'en donnent aujourd'hui à cœur joie sur ce marché au bord de l'épuisement accordent-ils la moindre attention à l'or physique sur lequel ils fondent leurs activités spéculatives ? La réponse est probablement non, comme c'est souvent le cas sur des marchés baignant dans une dynamique éphémère de succès dont l'univers entier semble partager l'euphorie. La chute brutale des stocks du COMEX et des positions détenues par les ETP en 2013 a été largement relatée dans la presse. Il est également notoire que des volumes record d'or physique se trouvent en Chine. Le directeur de l'une des plus grandes raffineries d'or suisses déclarait (le 10 décembre 2013, sur le site In Gold We Trust) qu'après avoir presque doublé leur capacité de production cette année, « ils fonctionnent désormais avec trois équipes en continu jour et nuit,... et à chaque fois que (nous) pensons que cela va ralentir, de nouvelles commandes (nous) parviennent... 70 % de leur production de lingots d'un kilo est destiné à la Chine ». En 37 années de carrière dans le secteur, il n'avait jamais connu autant de difficultés d'approvisionnement en métal physique. Parfois, ils refondent des barres d'or « de bonne livraison » des années 1960. Il ajoute que rien ne prouve qu'une partie quelconque de ces flux d'importation massifs ne reviennent entre des mains occidentales.



Tocqueville Asset Management L.P.

La Chine semble sur le point de devenir un acteur majeur du marché de l'or physique. Huit raffineries d'or sont établies en Chine continentale et transforment des barres dites « de bonne livraison » de Londres de 400 onces d'or en lingots d'un kilo, le format privilégié en Asie. Un volume de plus en plus important d'or physique part directement en Chine en évitant Londres. La Chine n'a pas encore abattu ses cartes dans le secteur officiel. Selon le dernier rapport (il a cinq ans), les réserves d'or officielles de la Chine ne pourraient représenter 1 000 tonnes seulement. La faiblesse actuelle du marché bénéficie sans aucun doute aux gros acheteurs d'or physique ainsi qu'à leurs agents financiers sur les marchés boursiers occidentaux. La Chine pourrait chercher à les aider en sous estimant le volume de ses importations et en surestimant la production intérieure. Le PDG d'une compagnie minière canadienne de premier plan dont le service de recherche a réalisé des vérifications de *due diligence* sur toutes les grandes mines en production de la planète, y compris en Chine (ce qui représente en tout plus de 2000 sites) est convaincu que le niveau de la production intérieure chinoise est deux fois moins élevé que ce que les chiffres officiels annoncent. Selon des informations fiables émanant d'autres cadres de sociétés minières, la diminution de la durée de vie des réserves se traduira par une chute importante de la production domestique dans le futur. En outre, les livraisons directes depuis les sites de production russes effectuées, dit-on, par l'armée chinoise ne sont pas prises en compte dans les chiffres des importations en provenance de Hong Kong. Le gouvernement chinois continue donc d'inciter ses citoyens à acheter de l'or physique, mais pourquoi ? De notre point de vue, les dirigeants politiques chinois ont une vision de l'évolution des prix qui diffère de celle des *hedge funds* occidentaux et nous soupçonnons qu'ils pourraient être plus clairvoyants que ces derniers sur la trajectoire future du cours de l'or.

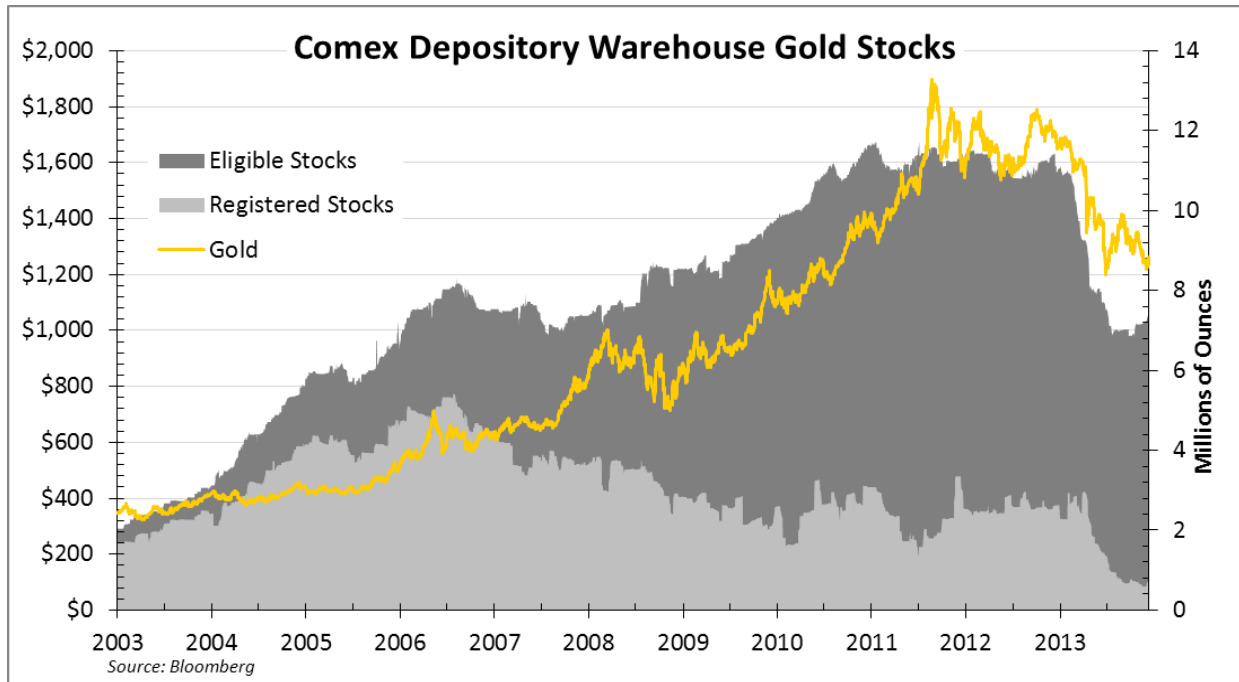


L'envolée de la demande de métal physique n'est pas un phénomène uniquement propre à l'Asie. Le rapport publié le 3 décembre 2013 par la Commodity Futures Trading Commission américaine révèle que les négociateurs commerciaux, catégorie qui inclut les banques de lingots, ont largement réduit leurs fortes expositions vendeuses l'an dernier, tandis que les positions courtes des principaux *traders*, essentiellement des *hedge funds*, approchaient de leur plus haut en 2013. Le *participation report* de la CFTC dont les analyses portent sur 20 banques met en évidence une variation de l'exposition nette qui passe d'une position vendeuse de 106 400 contrats, en décembre 2012, à une position acheteuse de 57 400 contrats, en décembre 2013. Les contrats longs détenus par les banques de lingots sont utilisés pour réclamer la livraison de l'or physique stocké dans les entrepôts du Comex. JP Morgan représentait plus de 90 % des livraisons du mois de décembre. La



Tocqueville Asset Management L.P.

catégorie correspondant aux barres d'or alloué qui doivent être livrées à la demande, après notification, est tombée à son niveau le plus bas depuis deux ans, et n'est pas loin de son plancher sur les dix dernières années.



Nous pensons que les nouveaux gisements miniers et les débris ne suffisent pas à alimenter les flux physiques que nous venons de décrire. Selon nous, ces flux ne peuvent être satisfaits qu'en puisant largement dans les stocks, l'une des sources les plus évidentes pouvant être les réserves d'or non-alloué détenues dans les coffres de Londres. Si, semble-t-il, les *traders* occidentaux ne se préoccupent pas de savoir si leur papier repose sur un sous-jacent physique fiable, trois raisons nous incitent à penser que cela pourrait changer et déboucher sur un gigantesque *short squeeze* : la surveillance réglementaire, les pratiques comptables douteuses et la prise de conscience que la liquidité (bancaire) pourrait ne plus être le maître mot.

1. Nous ignorons quelles sont les limites à l'usage du levier, ainsi que les points chauds qui risquent de faire s'écrouler la pyramide. La disparition de son utilisation comme collatéral a peut-être tiré le prix de l'or vers le bas à court terme, si tant est que les garanties demandées reposent sur de quelconques principes d'intégrité. Nous ne pouvons que le supposer, mais nous pensons que le renforcement des contrôles réglementaires pourrait vraiment faire l'effet d'une douche froide. Cette surveillance accrue pourrait par exemple se traduire par l'imposition de normes plus strictes appliquées aux garanties collatérales, aux règles de réhypothécatation, etc., ce qui pourrait bien déclencher une ruée vers l'or physique.

Le 19 novembre 2013, la Financial Conduct Authority britannique a annoncé qu'elle allait examiner les indices sur l'or, dans le cadre plus global de son enquête sur la fixation des taux dans le monde. Pourquoi le marché de l'or serait-il épargné par ces contrôles, alors que nombre de banque de lingots ont déjà été reconnues coupables et condamnées à payer des amendes pour avoir manipulé le Libor, les prix de l'énergie, des biocarburants, de l'aluminium, ou encore les indices ? Le 27 novembre, le gendarme des marchés allemands, le BaFin, a fait savoir qu'il allait enquêter sur de présumées manipulations des cours de l'or et de l'argent par certaines banques. Un article du World Street Journal du 29 novembre 2013 commence par ce titre anodin : « Réorganisation du département des opérations de change d'UBS » Les activités de *trading* sur les devises et les métaux précieux vont rejoindre un autre département, tandis que leur responsable, et son adjoint, se retirent pour étudier « d'autres opportunités au sein de la



Tocqueville Asset Management L.P.

banque ». Entre autres mesures, la banque a « serré la vis sur l'usage par le personnel des forums de discussion électronique. Les forums de discussion, susceptibles de favoriser les collusions entre les banques et les manipulations de marché, sont dans le collimateur des autorités de tutelle ».

Le 5 décembre, la Deutsche Bank a annoncé sa décision de cesser ses activités de *trading* sur l'énergie, les matières premières agricoles, les métaux de base, le charbon et le minerai de fer **mais maintenant en place les équipes en charge des métaux précieux ainsi qu'un nombre limité de traders sur instruments dérivés**. La banque justifiait sa décision par « le renforcement de la pression réglementaire ». Coïncidence plus que troublante, en juillet 2013, dans une annonce similaire, JP Morgan précisait que l'arrêt de ses activités de *trading* sur matières premières épargnait la négociation de métaux précieux. Ces banques peuvent maintenir leurs activités de *trading* sur l'or et les métaux précieux pour compte propre pour la simple raison que le métal jaune est exclu du périmètre de la nouvelle règle Volcker. Aux yeux des dirigeants politiques de Washington, toutes les matières premières ne naissent pas égales.

Pour Shaun Ledgerwood, consultant sénior au sein du Brattle Group, aux États-Unis, les régulateurs, Commission fédérale de régulation de l'énergie (Federal Energy Regulatory Commission) incluse, « prennent des mesures offensives à l'encontre des activités de *trading* dépourvues de fondement économique dans le but de réprimer d'éventuelles manipulations de marché ». Dans le livre blanc qu'il a publié en juin 2013, *Trading sans fondement économique, manipulation de marché et baseball*, nous pouvons lire : « L'un des principaux points communs entre toutes ces opérations... est que chaque transaction utilisée pour mettre en place les montages souhaités est conçue pour individuellement perdre de l'argent tout en étant profitable à d'autres positions financières ou physiques associées. »

Les limites de positions sur le marché comptant de l'or et des autres métaux précieux sont en cours d'examen par la CFTC. Le commissaire Gensler de la CFTC s'est fixé le T1 2014 comme échéance pour l'adoption d'une résolution sur cette question. Parmi les points à régler figurent les modalités de suivi des ordres enregistrés par des entités affiliées, processus potentiellement vulnérables à d'éventuelles irrégularités. Une autre question porte sur l'application ou non aux transactions dénouées à Londres des nouvelles limites du Comex, si celles-ci devaient être mises en place. Le conseil d'administration de la CFTC traverse une phase de transition suite au départ de M. Gensler et de deux autres membres sur les cinq que compte la commission. Reste donc à savoir quand la commission agira sur le sujet. Nous pensons néanmoins que les débats qui s'engagent autour de cette question sont constructifs et que l'adoption de règles plus contraignantes sur les limites peut représenter une avancée positive vers une pratique plus rigoureuse des activités de *trading*. Il n'est pas surprenant que les banque de lingots militent énergiquement contre ces limites de position.

A ce stade, nous ne pouvons que tenter d'imaginer où cette surveillance et ces éventuelles nouvelles règles vont nous mener et de quelle manière. Toutefois, nous pouvons supposer que ce sera une excellente opération pour ceux d'entre nous qui restent orientés à la hausse sur l'or. Pour citer William O. Douglas, ancien juge à la Cour suprême, « la lumière du soleil est le meilleur des désinfectants ».

2. Les dispositifs d'intermédiation entre l'or physique et l'or papier peuvent être scrutés de près pour d'autres motifs que les exigences du contrôle réglementaire. Le LBMA, le Comex et même les ETF adossés sur l'or sont dépendants de la confiance des marchés dans la capacité des détenteurs de titres de créances à obtenir la livraison physique de leur contrat. Pour les barres d'or non-alloué stockées dans les coffres de Londres, les détentions croisées et les droits associés à la livraison du sous-jacent physique doivent être d'une complexité déroutante compte tenu du volume de garanties ré-hypothéquées qui doit être nécessaire pour accompagner l'activité frénétique de *trading* enregistrée par le LBMA. Il n'est donc pas incongru de se demander si certains intervenants ne se sont pas endormis aux commandes, à chacun



Tocqueville Asset Management L.P.

des bouts de la chaîne, dans les banques centrales qui prêtent les réserves d'or et dans les *back offices* de la banque de lingots qui enregistrent la transaction. Le contournement des procédures pour protéger la chaîne de propriété de l'or physique, dans le but d'accélérer les transactions et de faire face à un empilement de créances est un cauchemar qu'il n'est pas irréaliste d'imaginer et qui devrait réveiller les dépositaires des banques centrales dont la fonction essentielle est la protection des actifs. Est-ce que quelqu'un dans le secteur du négoce de métaux précieux se souvient encore du scandale des *robo-signers* ?

Les réserves d'or non-alloué de Londres sont au cœur du dispositif de négoce de métaux précieux. L'or est conservé dans de multiples coffres-forts, par l'intermédiaire d'institutions distinctes. Les exigences de divulgation sont minimales et, à notre connaissance, aucun audit complet n'a jamais été mené sur les réserves de lingots, ni surtout, sur les systèmes dont dépend le processus de compensation. Nous avons déjà entendu parler de situations dans lesquelles des demandes privées de livraison d'or alloué avaient été rejetées. S'il est facile pour le propriétaire de barres d'or alloué de voir ses lingots et de comparer les numéros qui y figurent avec ceux indiqués sur le titre de propriété, prouver qu'ils sont libres et non grevés est une tout autre affaire. C'est une question qui relève de la confiance.

De notre point de vue, l'éventualité bien réelle d'un écheveau inextricable de demandes multiples de compensation sur la même barre d'or devrait susciter l'inquiétude tant des propriétaires de l'or physique des banques centrales, électeurs ordinaires des dirigeants politiques en Europe et ailleurs qui poussent au rapatriement, que des investisseurs privés détenteurs de créances sur l'or. Il est légitime de se poser la question des risques d'un laxisme de la comptabilité (vous pensez aux *robo signers* ?) qui pourrait provoquer une forte chute des réserves d'or des banques centrales disponibles à la location.

3. Les risques générés par la détention d'une part importante de sa fortune personnelle dans le système bancaire traditionnel ou dans des valeurs mobilières sont en augmentation. Simon Mikhailovich de Eidesis Capital LLC déclarait dans le numéro de Grant's du 15 novembre dernier : « Dans le cadre que nous connaissions jusqu'ici, les liquidités étaient un actif sans risque. Dans le nouveau modèle de risques systémiques, aucun actif, pas même le *cash*, n'est dépourvu de risque dans la mesure où il est détenu par une institution financière. Les droits de propriété des investisseurs et des dépositaires sur leurs propres actifs ne sont pas clairs lorsque ceux-ci sont détenus par le biais de comptes financiers. Il existe désormais un dispositif de lois (dont la loi Dodd-Frank) qui permet aux actifs en dépôt d'être pris en compte dans la masse de la faillite et d'être subordonnés aux créances séniors. » On observe une discrète mais pernicieuse évolution des pratiques bancaires qui va de pair avec les modifications réglementaires : « Diverses règles et pratiques ont rendu pratiquement impossible l'utilisation des liquidités et des titres. Essayez d'effectuer un retrait ou un dépôt important de *cash* et regardez les tonnes de formulaires que vous serez contraints de remplir. »

Devons-nous être inquiets pour les liquidités placés sur nos compte en banque ? Peu importe que les dirigeants politiques et de respectables économistes militent ouvertement pour une dépréciation de la monnaie papier. Un article du *New York Times* du 26 octobre 2013 titrait : « À la Fed et ailleurs, beaucoup croient aux vertus de l'inflation ». « Certains détracteurs (de la Fed), dont le professeur Rogoff, jugent le gendarme américain des marchés beaucoup trop timoré. Selon lui, il faudrait laisser filer l'inflation à 6 % par an, pendant quelques années. » En outre, des voix appellent à une taxation directe du patrimoine et les mouvements prônant une société sans argent où la monnaie serait entièrement immatérielle prennent de l'ampleur. Dans un discours récent prononcé devant le FMI, Lawrence Summers déclarait que le porte-monnaie électronique allait « empêcher les clients de faire fructifier leur argent en dehors des banques, permettant à la Fed de baisser ses taux en deçà de zéro ce qui inciterait les consommateurs à accroître leurs dépenses » Les liquidités et les titres déposés dans les banques et les institutions financières sont des signes extérieurs de richesse. Les actifs liquides du patrimoine privé conservés sous



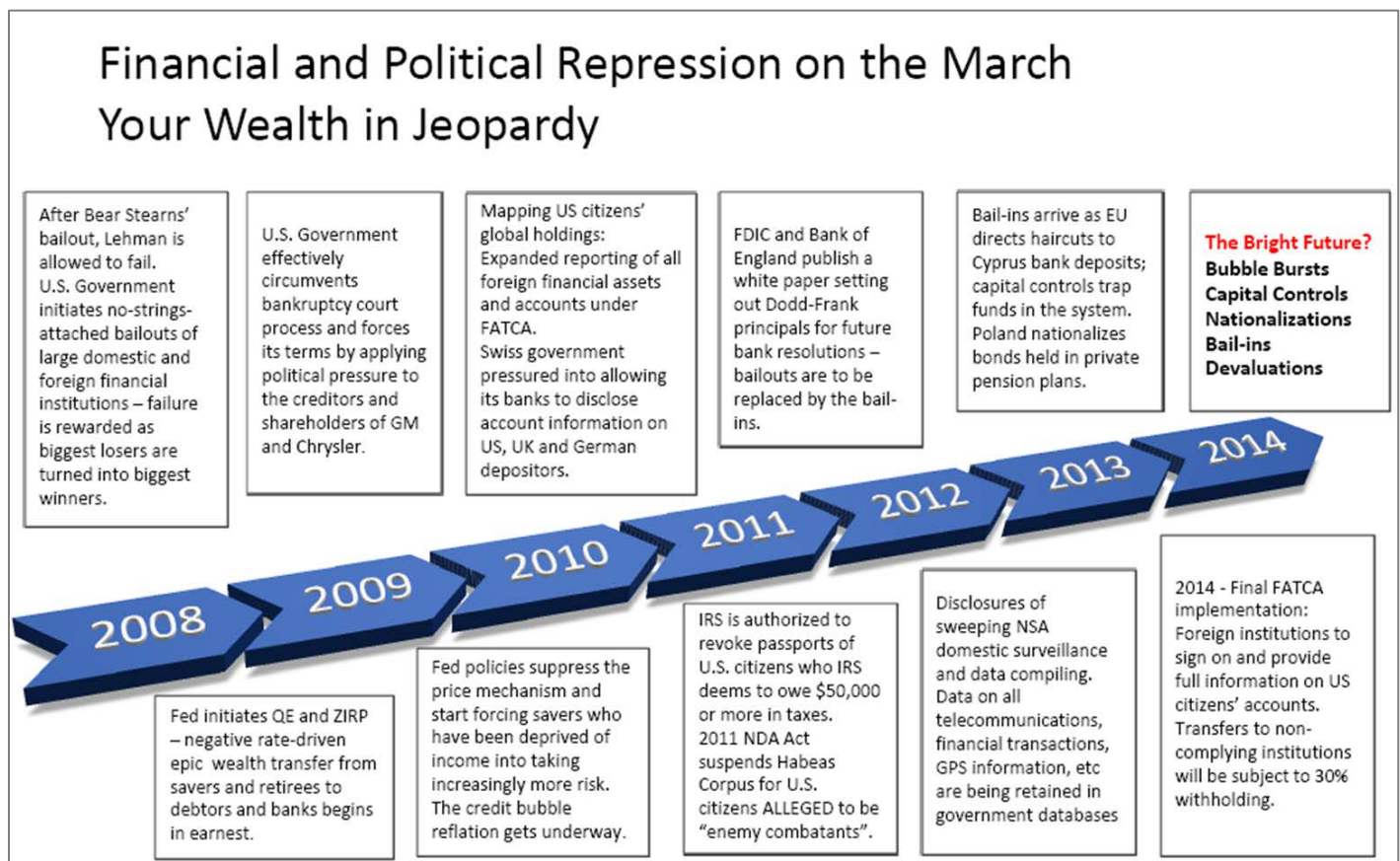
Tocqueville Asset Management L.P.

forme électronique offrent d'infinies possibilités de redistribution de la richesse et d'autres schémas d'organisation sociale. Les actifs physiques qui ne sont ni titrisés ni numérisés sont moins visibles et, par conséquent, moins sensibles aux décrets ayant pour cible le patrimoine.

Le même M. Mikhailovitch soulignait que pendant la crise financière de 2008, les mesures de politique publique se sont en général contentées de réagir au cas par cas à une succession de situations d'urgences. Depuis, les dirigeants ont eu largement le temps de prévoir des réponses plus structurées pour faire face à ce type de circonstances ou à d'autres crises plus sévères. Par une série de mesures, grandes ou petites, presque toujours cachées sous des voiles de complexité et d'opacité, et toujours adoptées au nom de l'intérêt général ou de la sécurité nationale, les dirigeants mettent en place des mécanismes considérablement et intrinsèquement hostiles au patrimoine privé.

Source : TBR

Les investisseurs occidentaux semblent considérer l'or uniquement comme un pari directionnel fondé



sur des considérations tant micro-économiques (l'offre et la demande) que macro-économiques (dévaluation monétaire, désordre fiscal, etc.). Nous pensons que cette vision ne présente qu'une partie des facteurs qui alimentent la demande d'or sur le long terme. Nous avons toujours considéré la protection du patrimoine comme le moteur le plus important et le plus global de cette demande. L'or est une forme de protection contre des situations imprévues. C'est le seul actif physique qui, tout en étant réellement liquide, représente une source fiable de pouvoir d'achat en temps de crise. Dans ce contexte, l'idée de le vendre pour générer des profits semble absurde. L'or physique est une réserve de liquidité et il semble incongru de le considérer comme un moyen permettant d'acheter une bouteille de lait ou un litre d'essence dans des situations d'urgence. Dans d'hypothétiques situations apocalyptiques, une cartouche de Marlboros ou une caisse de Glenfiddich seraient sans doute plus utiles que des lingots ou des pièces d'or pour pacifier les hordes de barbares qui se presseraient



Tocqueville Asset Management L.P.

à vos portes. Mais pour protéger un patrimoine important sur plusieurs générations, c'est une solution qui n'a pas d'égal. L'or peut faire ce dont les belles propriétés, les toiles de Picasso, les coffres-forts remplis de Rolex ou un garage plein d'Aston Martin DB 7 sont incapables : se métamorphoser rapidement, sans aucune décote, en pouvoir d'achat facilement mobilisable quand les circonstances l'exigent.

Les titres de créances sur l'or conviendront toujours très bien à des fins de spéculation ou dans les jeux de hasard. Ceux qui souhaitent réaliser des paris directionnels sur l'évolution des cours de l'or, à la hausse ou à la baisse, sur les contrats à terme, les ETF ou autres instruments dérivés n'ont pas besoin de détenir le métal physique. En fait, nous pouvons même affirmer catégoriquement que l'or physique n'est pas fait pour les *traders*. De temps à autre au cours de l'histoire, en général en fin de semaine, il est arrivé que les titres de créances deviennent non fonctionnels, inutiles ou sans valeur. Les banques peuvent faire faillite, les bourses peuvent cesser de fonctionner, les transferts d'argent peuvent être bloqués, les dispositions contractuelles peuvent être suspendues, les lois peuvent être modifiées. La ritournelle de l'Histoire est loin de se limiter à certains endroits comme Chypre, la Pologne ou l'Irlande. Souvenez-vous des paroles du président R. Nixon (le 15 août 1971) :

*Ces dernières semaines, les spéculateurs ont mené un combat acharné contre le dollar... J'ai demandé à M. Connally, secrétaire d'État, de suspendre **temporairement** la convertibilité du dollar en or... Je tiens ainsi à faire disparaître l'épouvantail de ce que l'on nomme dévaluation.*

Dans une lettre ouverte parue dans le *Wall Street Journal* du 29 novembre 2013, Romain Hatchuel écrit : « De New York à Londres, Paris et au delà, de puissants acteurs économiques sont en train de se dire que, compte tenu des perspectives fiscales qui se dégradent plus que jamais partout dans le monde, les niveaux et les modalités classiques de taxation ne sont plus suffisants. C'est pourquoi, le recours à des armes de destruction de fortune massives, tels que le prélèvement "une fois pour toutes" sur le capital par le FMI, la confiscation des dépôts bancaires chypriotes ou le défaut pur et simple de la dette souveraine, devient, jour après jour, de moins en moins improbable. » On a longuement expliqué le déclin du cours de l'or depuis deux ans par la probabilité d'un ralentissement du programme de rachats d'actifs de la Fed et par l'anticipation d'un retour de l'économie mondiale à une situation normale. Selon nous, rien ne saurait être plus hors sujet. Pour nous, ce déclin, d'abord simple réaction à une flambée des cours qui a commencé suite aux nouvelles faisant craindre la paralysie budgétaire en août 2011, s'est intensifié à mesure que les *traders* macro se sont mis à utiliser les achats et les ventes à découvert sur l'or pour exprimer leur sentiment sur le *tapering*, la politique de la Fed, les chiffres du chômage et la santé de l'économie américaine. Cela semble parfaitement logique que le retour à la normale de la politique monétaire pénalise l'or. Notre sentiment est que la pression sur l'or fait partie d'une vaste opération macroéconomique impliquant le dollar, les taux d'intérêt et les actions, et dont le déroulement semble reposer en partie sur le soutien du secteur public et, en partie, sur de purs fantasmes. Ce jeu prenant de l'ampleur, les intérêts directs pour une baisse du cours de l'or sont devenus plus puissants et plus enracinés.

La thèse de l'émission de monnaie a été favorable à presque tous les actifs physiques dont l'offre est considéré comme limitée à l'exception notable de l'or. Cette aberration s'explique, selon nous, par le rythme effréné avec lequel les garanties sont réutilisées au travers du système bancaire fantôme qui règne sur les eaux sombres des réserves d'or non-alloué de Londres et qui permet de gonfler artificiellement le volume d'offre de cet actif rare. Ces eaux sombres qui alimentaient ce négoce sont en train de s'assécher, peut-être même rapidement, mais la fête continue et on parie toujours sur la baisse de l'or. Tous les éléments d'un *short squeeze* sont présents sur ce négoce hyperactif et un renversement de marché semble inéluctable. Nous nous attendons à un électrochoc, dont nous ignorons la nature, mais quoiqu'il en soit, une étincelle suffira pour mettre le feu aux poudres et infliger des dommages importants. Ce retournement de tendance exercera une pression haussière non seulement sur l'or, mais aussi sur le secteur aurifère en difficulté où des changements positifs, jusqu'ici passés inaperçus aux yeux de la plupart des investisseurs, ont eu lieu.



Tocqueville Asset Management L.P.

Sur les marchés financiers,quelqu'un qui a une longueur d'avance est un génie, mais quelqu'un qui en a deux est considéré comme un cinglé. Nous sommes peut-être cinglés, ou plutôt, simplement, sûrs de nous, mais nous tenons à réaffirmer ici que la dette souveraine de toutes les démocraties doit être déclassée en catégorie spéculative. Il nous semble que le retour à un équilibre budgétaire pérenne n'est pas pour demain et que l'usage de la planche à billets, que beaucoup tenait pour une mesure uniquement temporaire, va devenir une habitude. Notre sentiment négatif sur les perspectives de la monnaie papier dans le monde n'est pas remis en cause par la forte chute du cours de l'or ces deux dernières années. Lorsque le marché se retournera, l'ancrage physique fragilisé des titres de créances, les inquiétudes suscitées par les droits de propriété et les garanties sur l'or des banques centrales et les préoccupations liées à la dérive de la politique budgétaire vont attirer les capitaux disponibles vers l'or. Mais cette fois-ci, nous pensons que ces flux de capitaux se dirigeront essentiellement vers le métal physique. Les détenteurs de titres de créances sur l'or recevront des lettres d'excuses polies de la part des intermédiaires qui proposeront un règlement en espèces pour des montants bien en deçà des cours du marché physique. À tous ceux qui espèrent investir leur patrimoine dans des valeurs mobilières exclusivement et, implicitement, restent confiants dans la capacité des élites politiques à rétablir le fonctionnement normal des marchés de capitaux et des échanges économiques, nous souhaitons bonne chance. Mais à ceux qui nourrissent des doutes sur cette issue, nous disons : « Fiez-vous au physique ! »

Cordialement,
John Hathaway
Gérant de portefeuille et Senior *Managing Director*
© Tocqueville Asset Management L.P.
12 décembre 2013

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de son auteur à la ou aux dates citées et sont susceptibles d'évoluer à tout moment. L'information qu'il contient ne doit pas être considérée comme une source de conseils en investissement. Aucune déclaration n'est ou ne sera faite concernant l'exactitude des données mentionnées et rien ne garantit non plus que les projections, prévisions ou opinions se réaliseront.

Les références aux actions, aux titres ou aux investissements ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. La performance passée ne constitue aucunement une indication fiable quant à la performance future. Les titres auxquels il est fait référence dans cet article peuvent être détenus par les portefeuilles gérés par Tocqueville ou par les directeurs, employés et associés de Tocqueville. De telles références ne doivent pas être interprétées comme une position future, un achat ou une vente de Tocqueville. Nous réimprimerons régulièrement les graphiques ou citerons abondamment les articles publiés par d'autres sources. Dans ce cas, nous fournirons les informations appropriées sur leurs sources. Les citations et les documents que nous reproduisons sont choisis car ils donnent, selon nous, une perspective intéressante, provocante ou instructive des événements actuels. Leur reproduction ne signifie en aucune manière que nous cautionnons toute partie des documents ou des recommandations d'investissement publiés sur ces sites.