

Lettre aux investisseurs de Tocqueville Gold

Premier trimestre 2015

*Texte traduit d'après l'original rédigé en américain par J. Hathaway
"Tocqueville Gold Strategy
First Quarter 2015 Investor Letter"
Les % sont exprimés sur la base des valeurs en dollars US.*

L'or et les actions aurifères semblent être tout autant contrariants aujourd'hui qu'en 1999, avant que le cours du lingot ne soit multiplié par sept en dollars américains en une grosse dizaine d'années. L'or, stratégie d'investissement qui a perdu en popularité, offre selon nous un potentiel asymétrique et dynamique aux investisseurs qui pensent que les marchés financiers sont surévalués. Pour les investisseurs qui pensent que le dollar US fait l'objet de volumes de négociation trop importants, l'or est également une couverture contre une éventuelle correction de la monnaie américaine. Enfin, pour ceux qui pensent que les politiques monétaires extrêmes des banques centrales mondiales ne sont pas tenables, ou qu'elles pourraient avoir des effets adverses, une forte exposition à l'or semble à présent incontournable.

Les métaux précieux ont entamé le premier trimestre 2015 sur les chapeaux de roues, enregistrant une hausse de 15,6% en janvier. Le reste du trimestre a été plus mitigé, l'indice de référence XAU reculant de 4,4% et le lingot de 0,1%.

L'industrie minière aurifère est toujours en période d'adaptation à des cours de l'or en berne. Les budgets d'investissements ont été gelés et la maîtrise des coûts est devenue une priorité. La production aurifère ne devrait pas croître tant que les cours stagneront autour de 1 200\$. Certaines entreprises s'en sortent comme toujours mieux que d'autres. De même qu'il y a toujours des entreprises qui offrent une valeur ajoutée dans l'adversité. Nous croyons que ce sont les résultats de notre analyse financière disciplinée qui ont fait que ce type d'entreprise se retrouve dans nos portefeuilles.

Les marchés financiers et l'or

Les performances élevées enregistrées sur les marchés d'actions et d'obligations ont été un sérieux frein pour l'or. La disposition des investisseurs à prendre des risques s'est accrue en raison de la tendance fortement haussière de ces dernières années sur ces marchés, annihilant toute analyse critique qui les inciterait à se tourner vers l'or. Nous pensons qu'une correction sur les marchés financiers favoriserait les placements en or.

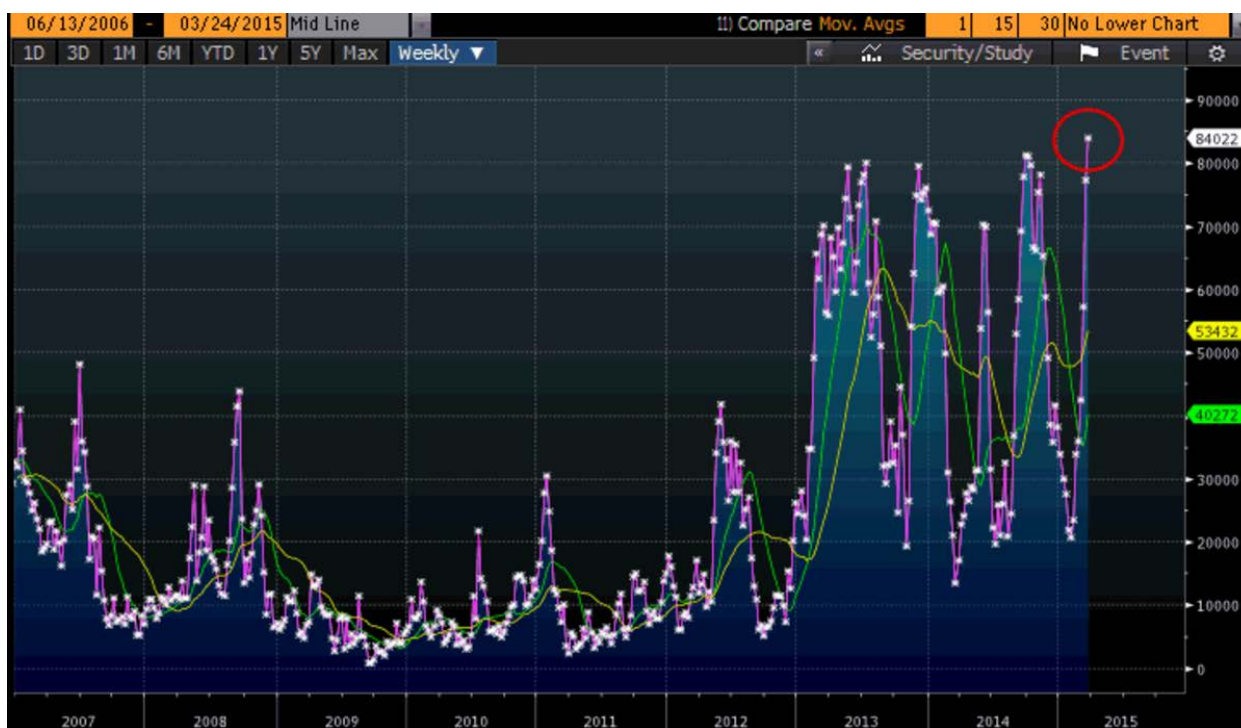
Dans le *Wall Street on Parade* du 18 mars 2015, Pam Martens commente une étude du US Treasury Office of Financial Research parue le 17 mars : « Quicksilver Markets », par Ted Berg. Selon M. Martens, l'étude annonce que « trois mesures différentes indiquent que les marchés boursiers américains s'approchent dangereusement du seuil de deux écart-types qui peut conduire à un effet de «quicksilver markets ». Traduction : un effondrement du marché est à envisager.

« Un seuil de deux écart-types indique que la valorisation du marché varie d'au moins deux écart-types au-dessus de la moyenne historique. L'étude observe que « les valorisations se sont approchées ou ont dépassé le seuil de deux écart-types lors de chaque grande bull boursière du siècle dernier. » Pensez 1929, 2000 et 2007. Selon l'étude, un «quicksilver market » survient lorsqu'un revirement soudain se produit sur des marchés stables provoquant un « changement rapide et imprévisible ».

Les trois indicateurs sont le CAPE, le ratio Q et l'indicateur Buffet. L'indicateur CAPE de Robert Shiller est le ratio de l'indice S&P basé sur les bénéfices moyens lissés sur 10 ans. Le ratio Q ne tient pas compte des sociétés financières et divise la valeur de marché des actions des sociétés non financières restantes par leur valeur nette. L'indicateur Buffet est le rapport entre la valeur de marché des entreprises et le PIB. [L'étude de Berg peut être consultée à l'adresse <http://financialresearch.gov/briefs/files/OFRbr-2015-02-quicksilver-markets.pdf>.]

Ces indicateurs sont intéressants en termes de mesure des risques potentiels mais ils le sont moins en termes de calendrier. Les situations de sur ou de sous-valorisation peuvent durer longtemps. Certains signes sont toutefois annonciateurs d'un tournant. On notera parmi eux les fortes expositions aux investissements spéculatifs et la faiblesse des fondamentaux. Considérons les points suivants :

Le marché américain des actions semble aller droit dans le mur. Les valorisations sont tendues, les investisseurs sont très et trop confiants, la liquidité se réduit peu à peu – manque de QE, pas de mesures d'assouplissement quantitatif en vue, l'économie s'enlise, la vigueur du dollar coule les exportations de nos multinationales et les prévisions de bénéfices pour 2015 sont revues à la baisse. Les prévisions de bénéfices du S&P pour 2015 au début du quatrième trimestre étaient de 137\$. Les estimations sont aujourd'hui de 117\$. Cela signifie que les ratios cours/bénéfices, déjà élevés, vont encore augmenter à mesure que les estimations baissent pour 2015 (Fred Hickey, *Strategist High Tech*, 4 mars 2015).

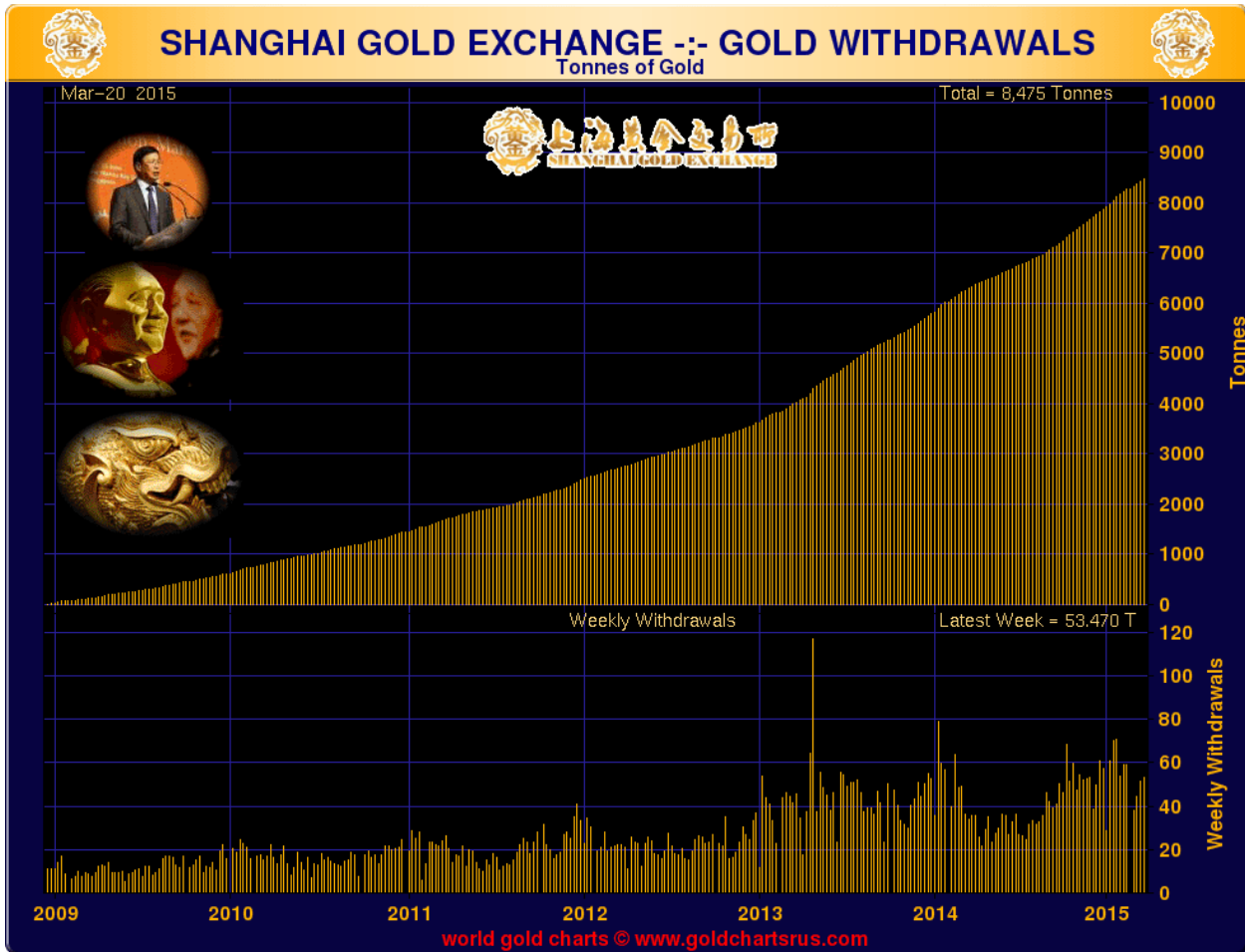


Le graphique ci-dessus montre que les hedge fund se positionnent à la vente sur l'or à un niveau historiquement haut depuis 2006, date à laquelle remontent ces données. Ce graphique représente de l'or papier ou « synthétique ». Les établissements financiers créent de l'or synthétique pour les investisseurs macro comme les hedge fund et les traders haute fréquence. Souvent, ces positions sur l'or sont des extensions de crédit accordées aux traders qui ne détiennent pas les lingots. L'or physique ne change pas de main, et les règlements s'effectuent dans la plupart des cas en numéraire. Les fluctuations de cours et l'intérêt pour l'or synthétique sont le reflet d'opinions sur d'autres sujets que le marché de l'or comme les rapports du BLS sur l'emploi et d'autres

publications de données économiques, les déclarations du FOMC, les mesures prévues par la Fed, les déclarations de différents représentants de la Fed et la situation géopolitique, par exemple. En d'autres termes, le cours de l'or synthétique traduit le climat des marchés financiers.

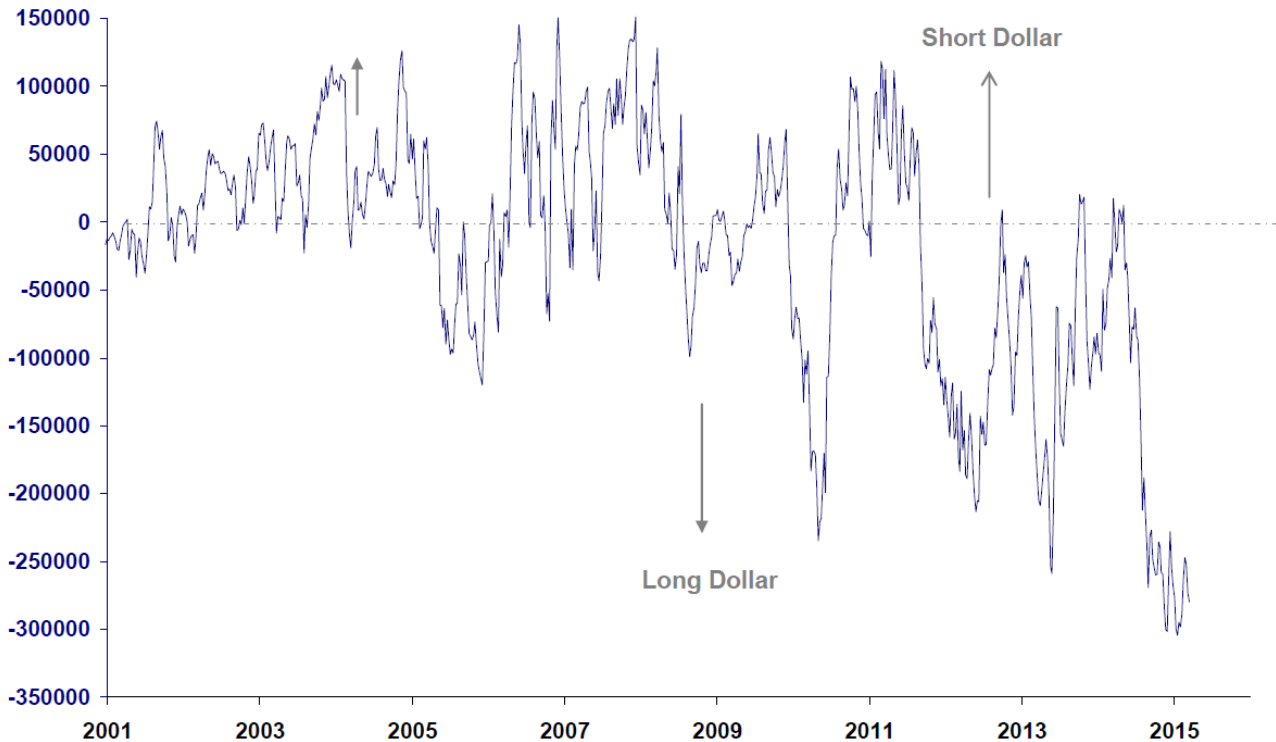
Le marché de l'or synthétique est un marché dynamique de grande envergure (comme un casino) qui offrent aux traders macro la possibilité de s'exposer à la hausse ou à la baisse sur des questions qui n'ont rien à voir avec les fondamentaux de l'offre et de la demande des métaux physiques. Comme l'a observé le *Grant's Interest Rate Observer*, la confiance du marché dans l'or est inverse à la confiance des investisseurs dans les banques centrales. Le graphique ci-dessus s'accorde selon nous parfaitement avec les mesures de valorisations présentées dans l'étude de M. Berg, corroborant notre opinion quant au fait que l'évolution du cours de l'or en dollar est inversement proportionnelle au sentiment des investisseurs.

Les flux de l'offre et de la demande d'or physique n'ont rien à voir avec l'image négative véhiculée par le marché synthétique. Si les prix n'augmentent pas, l'offre d'or est parvenue à son point le plus haut pour les années à venir, et la demande affiche une croissance saine. L'industrie minière ne veut ni ne peut financer de nouvelles mines aurifères aux prix actuels. La production mondiale d'or devrait chuter à partir de 2015 en l'absence de prix élevés durables. La demande d'or des banques centrales, de la Chine et de l'Inde dépassent largement la production aurifère. Selon le World Gold Council, la demande mondiale d'or s'est élevée à 20 315 tonnes métriques ces cinq dernières années, pour une production mondiale cumulée de 14 504 tonnes métriques. La demande continue, supérieure de 40% à l'offre, sans hausse des prix s'explique en grande partie par le désengagement d'investisseurs occidentaux comme des ETF sur l'or, et d'autres désinvestissements d'or stocké dans des coffres à Londres, New York, et dans d'autres centres financiers. Le marché de l'or physique paraît en conséquence tendu et robuste. Il se resserrerait si les stocks d'or entreposé s'épuisaient ou si les détenteurs des réserves restantes refusaient de vendre, ce qui arrive typiquement lorsque la confiance dans les actifs financiers flanche et que la demande d'or physique croît. Le graphique ci-dessous montre la consommation cumulée d'or en Chine : 8 475 tonnes depuis 2009. Les retraits du Shanghai Gold Exchange ne traduisent toutefois pas les achats que pourrait effectuer la banque centrale chinoise ou d'autres entités publiques. La dernière mise à jour des réserves officielles de la Chine datent de 2009 et il est quasiment certain que les chinois n'ont pas continué à accumuler des lingots depuis lors. Il semblerait que le mystère qu'ils entretiennent sur la question leur permette de profiter de la faiblesse des cours de l'or liée aux désinvestissements en Occident.



Nous pensons qu'un changement dans la perception macro-économique des investisseurs, très probablement lié à un brusque revirement sur les marchés financiers, conduirait à une forte hausse des cours de l'or en dollar. Dans une récente analyse (« What is gold about to tell us ? » - Que nous dit l'or ?), l'analyste d'UBS Julien Garran aborde « Les principales problématiques autour de l'or : Les rendements supérieurs aux Etats-Unis sont sous pression en raison de la vigueur du \$US, du recul du secteur de l'énergie...[et des pressions sur les salaires] qui pèsent sur les flux de trésorerie... Ceci limite les possibilités de resserrement de la politique monétaire de la Fed, et peut-être dans l'avenir la conduire à un assouplissement ». En résumé, le cycle de marché haussier est menacé par le dollar fort et la baisse des bénéfices. Les prémices d'un marché baissier inciteront la Fed à abandonner toute velléité de resserrement, ce qui selon nous mettrait sérieusement à mal la confiance des investisseurs dans les banques centrales, leurs politiques et les devises en papier qu'elles émettent.

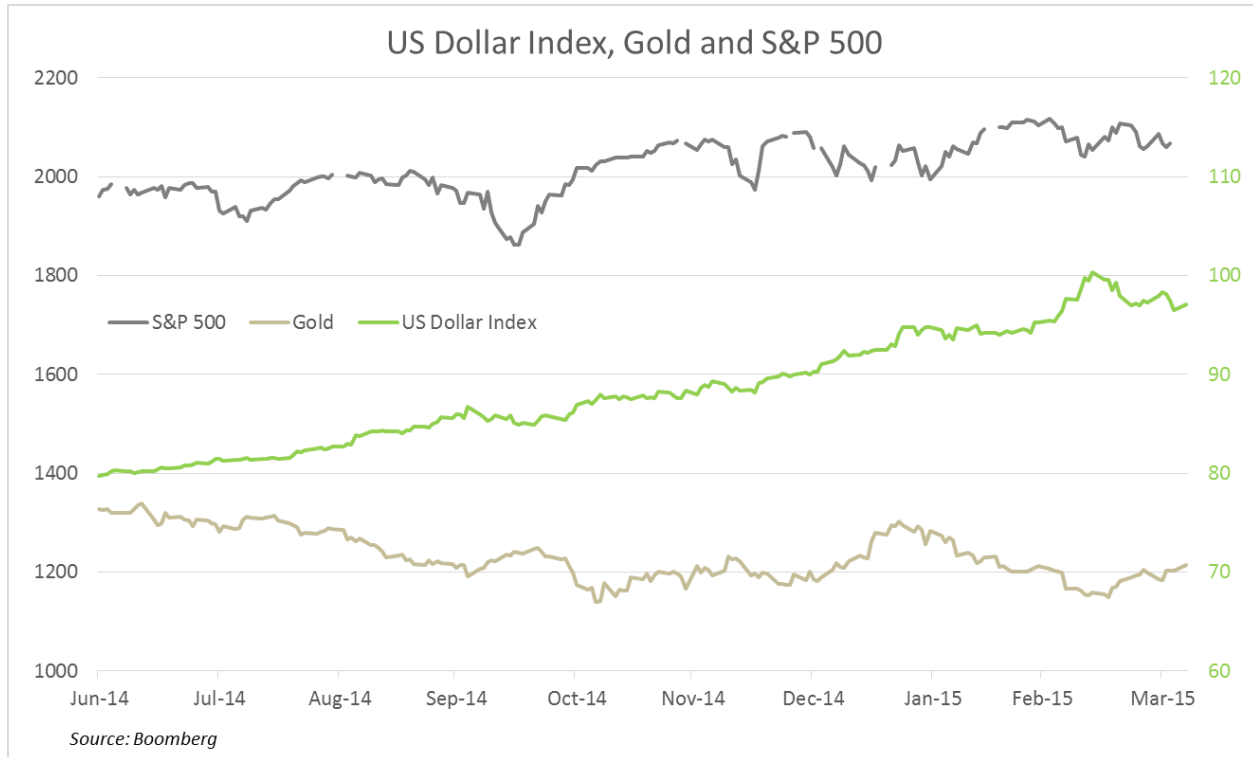
Les positions record à la vente sur l'or correspondent au nombre record de paris haussiers sur le dollar, comme le montre le graphique ci-dessous. Comme le souligne Stephanie Pomboy de MacroMavens, « Le dollar ne monte pas parce que les investisseurs étrangers l'achètent. Il monte parce que les spéculateurs américains vendent toutes les autres monnaies contre le dollar ». Nous pensons que les investissements spéculatifs se sont accumulés sur le dollar en raison d'attentes d'un resserrement de la politique monétaire de la Fed.

CFTC Commitment of TradersCombined Net Speculative Longs: **Euro, Yen, Pound**
of Contracts

Source : MacroMavens

Les histoires du marché de l'or, du dollar et des marchés d'actions internationaux de ces neuf derniers mois sont intimement liées. La flagrante dévalorisation du yen et de l'euro a dicté l'évolution de leurs marchés d'actions respectifs tout en soutenant la monnaie américaine et les marchés financiers américains. Les gains nominaux élevés des rendements découlent selon nous de deux erreurs fatales. Premièrement, les rendements sont calculés dans des monnaies qui perdent de la valeur. Et deuxièmement, les rendements reposent sur des valorisations qui ont atteint des extrêmes historiques.

Dans un contexte de complaisance des investisseurs, la vigueur du dollar est perçue comme un facteur défavorable pour l'or. Le faible prix de l'or, notamment en dollar US, est un élément essentiel de cette illusion. Le fil rouge de ces perceptions est la confiance dans la Fed et dans les politiques des banques centrales en général. Les investisseurs, qu'ils soient cyniques ou crédules, ont adhéré. Les taux d'intérêt nuls et la répression financière avaient comme intention de pousser le capital vers les actifs à risque. Nous pensons que les critères de valorisation et les extrêmes en termes de positions augurent des pertes en capital d'une ampleur similaire à 2008.



Une exposition à l'or présente un intérêt tactique en termes de génération de rendements positifs à court et moyen terme, en tant que placement alternatif aux actions surévaluées ou comme couverture contre une baisse du dollar. L'éventuelle perte de confiance dans les politiques et les pratiques des banques centrales est un autre problème. C'est cette possibilité qui fait que l'exposition à l'or pourrait changer la donne. Nous souscrivons sans réserve à l'opinion exprimée par James Grant (du *Interest Rate Observer* susmentionné) : « Ceux qui déterminent les taux d'intérêt et font monter les actifs financiers, à savoir...le Conseil de la Réserve Fédérale...la Banque centrale européenne et...la Banque du Japon, sont les ennemis involontaires de la prudence macro-économique. Si les politiques de contrôle des prix ont tendance à se retourner contre les gouvernements qui les mettent en œuvre (c'est ce qui arrive), et si les taux d'intérêt figurent parmi les prix les plus importants en finance (ils le sont), la politique monétaire du 21^{ème} siècle court à sa perte » (20/3/15). Une orthodoxie monétaire qui adopte des mesures de dévaluation compétitive, d'émission de monnaie, de répression financière et la nationalisation des établissements bancaires à coup de réglementations n'est à notre avis pas tenable.

De nombreuses voix insidieuses s'élèvent dans ce sens :

- « Les faibles taux d'intérêt détruisent les modèles économiques financiers qui sont le pilier du fonctionnement des économies de notre temps. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance sont probablement les exemples les plus criants de secteurs financiers menacés par des taux d'intérêt faibles ou négatifs... Les taux d'intérêts nuls ou négatifs pourraient exacerber, au lieu de stimuler, les faibles taux de croissance dans tous ces cas en incitant à l'épargne et en reportant la consommation... Le système financier est devenu de plus en plus vulnérable seulement six ans après le dernier effondrement de 2009 ». – Gérant financier Bill Gross, 15/3/15
- « La Fed et la BCE ont décidé de s'atteler à la question de la dette en privant lentement les investisseurs de valeur par le biais de taux négatifs...La politique de taux zéro et les mesures d'assouplissement

quantitatif pratiquées par la Fed et la BCE affaiblissent, au lieu de dynamiser, l'activité économique du secteur privé. En utilisant les réserves bancaires pour acheter des titres de gouvernements et d'administrations publiques, le FOMC a retardé la croissance du secteur privé, malgré la hausse des prix des actifs financiers à travers le monde ». – Christopher Whalen, Kroll Research, 23/3/15

- Les banques centrales ont dû colmater le malaise avec des tonnes de monnaie-fiat. L'incapacité ou le manque de volonté des politiques à réformer le marché du travail et la fiscalité a conduit à une nouvelle orthodoxie des politiques monétaires dans laquelle même les banques centrales pensent que leur bilan doit servir à mettre en œuvre des politiques fiscales... Les rendements en berne des titres à revenu fixe, résultant en grande partie des mesures d'assouplissement quantitatif, pèsent sur les investisseurs, y compris les épargnants, les fonds de pension et les compagnies d'assurance... Selon cette nouvelle orthodoxie monétaire, la responsabilité des aspects critiques des politiques fiscales a été confiée à certains fonctionnaires en charge de sauver leurs économies, souvent sous couvert de maintien de l'ordre monétaire ». – *Financial Times*, 26/3/15

Nous pensons que la confiance dans les banques centrales explique en grande partie les valorisations actuellement élevées des actifs financiers et le désintérêt correspondant pour l'or. Cette confiance devrait selon nous se dissiper si les gains enregistrés ces cinq dernières années commencent à se transformer en pertes. Comme l'a remarqué Paul Singer, d'Elliott Management, l'année dernière, « Nous pensons que la confiance, surtout lorsqu'elle est injustifiée, est fragile. Lorsqu'elle est perdue, cette perte peut être significative, soudaine et affecter simultanément plusieurs marchés et secteurs ». La politique de taux zéro et la répression financière ont selon nous faussé le processus de décision d'investissement, les perspectives de rendements élevés court-circuitant les analyses critiques. Cela ne continuera que si les banques centrales avancent des arguments encore plus absurdes en faveur de leurs politiques et pratiques dans un contexte qui selon nous sera un contexte d'activité économique stagnante ou en récession sans fin. Personne ne peut selon nous prédire le point d'inflexion dans la confiance des investisseurs. Les absurdités devraient s'effondrer sous leur propre poids.

Comme nous l'avons souligné dans notre dernier rapport (15/1/15), nous pensons que la vigueur du dollar annonce une faiblesse systémique. La vigueur relative de la monnaie américaine nous semble dès lors défavorable en ce qu'elle implique un rejet du risque : « lorsque les monnaies dans lesquelles les placements sont libellées font l'objet de niveaux de volatilité historiques (p. ex. l'euro a reculé de 20% face au dollar depuis juillet), l'univers des placements change de couleur. L'instabilité des devises a généré un environnement de placements chaotique qui expose le capital investi à des risques » (*The Credit Strategist*, 1/4/15). L'analyste Paul Mylchreest a observé que la volatilité des marchés des devises déstabilisait les flux de capitaux spéculatifs, affectant finalement les autres actifs financiers (1873, 1929 et 1987).

Nous partageons l'avis de M. Singer quant à la correction sévère, soudaine et simultanée qu'une perte de confiance peut entraîner et entraînera sur un certain nombre de marchés et de secteurs. Par ailleurs, nous ne pensons pas que la confiance dont bénéficient les acteurs de la politique monétaire du 21^{ème} siècle soit justifiée. Les banques centrales d'aujourd'hui sont majoritairement dirigées par des universitaires ayant peu d'expérience pratique des affaires. Leurs politiques n'ont pas généré de croissance et ils ont selon nous renforcé le risque systémique. Les attentes du marché en matière de croissance économique risquent une nouvelle fois de virer à la déception. Le rapprochement à venir entre l'illusion et la réalité promet d'être épique et la détention d'actifs réels, pas financiers, s'annonce essentielle. Nous avons toujours pensé que l'or était l'actif réel le plus liquide et le plus facile à acquérir, et qu'il permettait de protéger le capital en périodes d'instabilité financière. Le

désintérêt des marchés de capitaux occidentaux à son encontre est parlant. Les contrariants devraient tendre l'oreille.

Cordialement,

John Hathaway

Gérant de portefeuille et Senior Managing Director

© Tocqueville Asset Management L.P.

7 avril 2015

Cet article est le reflet des points de vue de l'auteur à la date ou aux dates citées et sont susceptibles de changer à tout moment. Les présentes informations ne sauraient constituer un conseil en investissement. Aucune affirmation ne saurait être faite quant à l'exactitude des données indiquées, ni aucune garantie être donnée quant à la réalisation effective des projections, prévisions ou opinions.

Les références à des valeurs, titres ou investissements ne sauraient être considérées comme des recommandations d'achat ou de vente. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les titres dont il est fait mention peuvent être détenus dans des portefeuilles gérés par Tocqueville ou par des mandants, des employés et des associés de Tocqueville et de telles références ne sauraient être censées faire croire comprendre toute future position, à l'achat ou à la vente, susceptible d'être prise par Tocqueville. Nous allons périodiquement réimprimer des graphiques ou reprendre des citations d'articles publiés par d'autres sources. Dans de tels cas, nous fournirons les sources d'information utiles. Les citations et les documents que nous reproduisons sont sélectionnés car, selon nous, ils permettent de présenter sous un éclairage nouveau ou de mieux comprendre les événements actuels. Leur reproduction n'implique en aucune façon que nous souscrivons à tout ou partie des documents ou recommandations d'investissement publiés sur ces sites.