



*Tocqueville Asset Management L.P.*

## **Lettre aux investisseurs de Tocqueville Gold**

Deuxième trimestre 2015

Texte traduit d'après l'original rédigé en américain par J. Hathaway

“Tocqueville Gold Strategy

Second Quarter 2015 Investor Letter”

Les % sont exprimés sur la base des valeurs en dollars US

L'affaiblissement du cours de l'or suite aux événements en Grèce est paradoxal. Le possible retrait de la Grèce de l'euro a au moins pour effet de supporter les partis de gauche/les nationalistes en Espagne, en Italie, et en France, qui considèrent que les résultats du référendum grec rendent légitime une rébellion contre le régime d'austérité proposé par Bruxelles. Si le trouble se répand chez les électeurs, il pourrait réduire la confiance dans la dette souveraine des nations au sein de la zone euro.

Les événements grecs sont-ils le prélude à une plus grande instabilité dans l'ensemble de la zone euro ? La taille de l'économie grecque et de son système bancaire est minime au regard de l'Europe et de l'économie mondiale, il est donc facile pour les optimistes de le faire passer pour un événement isolé. L'avenir seul dira si ces tensions sont symptomatiques d'un problème plus important, mais pour l'instant, la Grèce à elle seule ne génère pas le type de peur qui entraînerait un afflux massif de capitaux vers l'or.

Si la Grèce apparaît comme secondaire pour l'instant, il convient de mentionner d'autres catalyseurs potentiels qui pourraient mettre en difficulté les marchés financiers ou conduire à une augmentation du cours de l'once liée à des facteurs spécifiques au marché de l'or. Ces facteurs sont les suivants :

- Une surévaluation des actifs financiers. Nous avons développé ce point dans notre lettre de stratégie du premier trimestre ([ici](#)). Une surévaluation significative pourrait déclencher des pertes importantes sur les actifs financiers, qui pourraient raviver l'intérêt des investisseurs pour l'or. Il est intéressant de constater que les moyennes des prix des principaux marchés ont peu progressé depuis le début de l'année. Selon Stan Weinstein, un expert très respecté qui publie « Global Trend Alert », « environ 60 % des actions sont déjà entrées dans leurs propres phases baissières. »

- Une instabilité extrême de la Bourse chinoise. Cela pourrait avoir de sérieuses conséquences bien au-delà de la Chine. Une faiblesse des actions chinoises pourrait présager ou même provoquer un ralentissement de l'économie mondiale.

- Une chute du prix de toutes les matières premières. L'or s'est trouvé entraîné dans la liquidation générale des positions sur matières premières allant du pétrole au cuivre et aux produits agricoles. L'intensité de la déroute semble refléter une pression émotionnelle souvent caractéristique d'une capitulation viscérale, irraisonnée.

- Des signes de plus en plus marqués de faiblesse économique. Pour n'en citer que quelques-uns, les bénéfices de S&P ont baissé pendant trois trimestres consécutifs (dont celui en cours). Les indices d'expédition par container, qui sont le genre de données qu'on ne peut pas facilement manipuler ou embellir à des fins politiques, ont dans la plupart des cas, baissé depuis le début de l'année et certains restent proches de leurs plus



*Tocqueville Asset Management L.P.*

bas niveaux des dernières années. Nous pensons que l'instabilité des marchés financiers, en particulier en Chine et dans d'autres marchés émergents, pourrait avoir des répercussions négatives sur les économies en Europe et aux Etats-Unis.

- Fuite d'or. Une grande quantité d'or migre vers l'Asie. Cela signifie que l'impact du trading sur or synthétique sur le Comex et de gré à gré à Londres et à New York sur le prix des métaux pourrait être en train de diminuer. L'or synthétique se négocie à l'aide de stratégies algorithmiques et HFT (High Frequency Trading/négociation haute fréquence), et aucune quantité d'or n'est réellement échangée, seuls des produits dérivés électroniques liés au lingot physique le sont. La disparition bien documentée des lingots des coffres des pays occidentaux signifie qu'il pourrait devenir de plus en plus difficile d'obtenir du crédit pour ces opérations en or virtuel. La Chine a développé une infrastructure de marché, la Shanghai Gold Exchange, et commencera bientôt les cotations d'or en renminbi, qui seront adossées à l'or physique, contrairement aux transactions sur le Comex. Nous pensons que les Chinois ont l'intention d'utiliser de l'or physique pour le règlement partiel de transactions internationales, pour contourner le dollar américain. Ces développements finiront selon nous par réduire l'influence des transactions occidentales en or synthétique sur les prix des lingots.

- Une chute de la production d'or. L'industrie minière aurifère ne peut pas justifier une expansion de la production aux vues de la faiblesse du prix actuel de l'or. Nous pensons que la production d'or a atteint son maximum depuis plusieurs années et commencera probablement à diminuer à partir de cette année.

Selon nous, il existe de plus en plus de preuves que le marché haussier sur l'or est loin d'être terminé et qu'une prochaine phase encore plus haute est sur le point de commencer. La baisse actuelle sur le secteur du métal précieux semble refléter une capitulation et pourrait marquer un tournant. L'or n'est pas corrélé aux actifs financiers et nous pensons que le déclencheur pour un nouvel intérêt des investisseurs occidentaux sera l'adversité sur les marchés financiers. Les éléments déclencheurs d'une telle adversité sont du domaine de la spéculation et nous n'en avons identifié que quelques-uns. Une position sur l'or ou des actions aurifères en ce moment semble offrir une excellente protection contre une possible phase baissière des actions et des obligations, un scénario qui semble peu crédible dans les conditions de marché actuelles. Le classement inférieur accordé aux métaux précieux par le consensus des investisseurs présente une occasion extraordinaire, rien qu'en termes de positionnement à contre-courant.

Cordialement,  
John Hathaway  
Gérant de portefeuille et Senior Managing Director  
© Tocqueville Asset Management L.P.  
8 juillet 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.*



*Tocqueville Asset Management L.P.*

*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.*