

Lettre aux investisseurs de Tocqueville Gold

Troisième trimestre 2015

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

“Tocqueville Gold Strategy

Third Quarter 2015 Investor Letter”

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

Il aura fallu observer les turbulences sur les marchés financiers pour relancer l'intérêt des investisseurs pour l'or, comme nous l'avions anticipé cette année. L'apparition d'un marché baissier est ce que nous envisagions dans nos lettres aux investisseurs cette année, [ici](#) et [ici](#). Depuis le début de l'année, les principaux indices boursiers sont pour la plupart dans le rouge, comme le Dow Jones Industrial Average en repli sur trois trimestres consécutifs. Ce n'est que la troisième fois en 40 ans qu'une telle série de pertes est observée.

Bien que les opinions consensuelles des investisseurs semblent avoir légèrement évolué, passant de la complaisance à la méfiance, le sentiment de confiance devra être davantage affecté pour que les métaux précieux passent à la vitesse supérieure. Depuis le début de l'année, le lingot d'or s'est replié de 5,9 % et notre indice de référence, le XAU, a chuté de 32,2 %. Au cours du troisième trimestre, l'or a toutefois montré des signes de stabilisation, enregistrant, le 30 septembre, une remontée à 1 115 \$ l'once après avoir affiché un niveau plancher de 1 085 \$ l'once fin juillet, le trimestre se soldant sur un repli de 4,9 %.

Selon nous, la politique monétaire radicale et sans précédent menée à l'heure actuelle se terminera mal. Sur ce point, sommes en accord avec de nombreux acteurs du monde financier tels que Seth Klarman (Baupost Group), Stan Druckenmiller (Duquesne Capital Management) et Paul Singer (Elliott Capital Management) avançant que la conséquence de cette politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif a été de pousser l'épargne des investisseurs vers des actifs risqués comme les titres surévalués du Nasdaq, les obligations à haut risque (*junk*) et les marchés émergents. L'issue de cette politique monétaire serait l'avènement d'une période prolongée de difficultés financières sur les marchés pour les investisseurs de tous bords. Les pertes subies sur les actifs risqués dissiperont la confiance des investisseurs et nuiront à l'activité économique, la Fed n'ayant d'autre choix que d'intervenir encore davantage en faisant marcher la planche à billets. C'est au milieu d'une telle crise que les investisseurs devraient, selon nous, redécouvrir l'or de façon marquée.

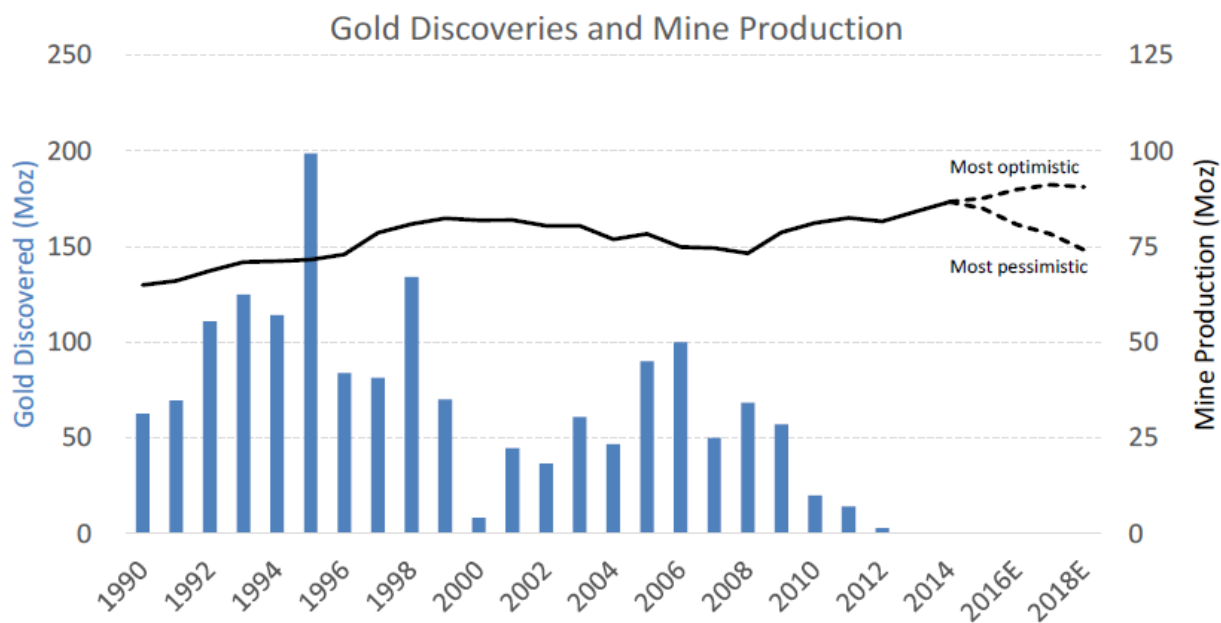
L'engrenage qui a poussé le prix de l'or à la baisse ces quatre dernières années est le même que celui qui, selon nous, propulsera le prix de l'or vers de nouveaux sommets. Cet engrenage, à défaut d'un terme plus approprié, c'est l'or papier qui se compose de contrats à terme, d'options et d'instruments dérivés négociés sur le Comex et, de façon plus opaque, de gré à gré à New York et à Londres. Les principaux acteurs dans ce domaine sont des courtiers « haute fréquence » dont les modèles informatiques sont agnostiques et imperméables aux facteurs d'analyse fondamentale. En termes de volume d'activité, le négoce d'or papier est nettement supérieur au négoce d'or physique (jusqu'à 80 fois d'après certaines estimations).

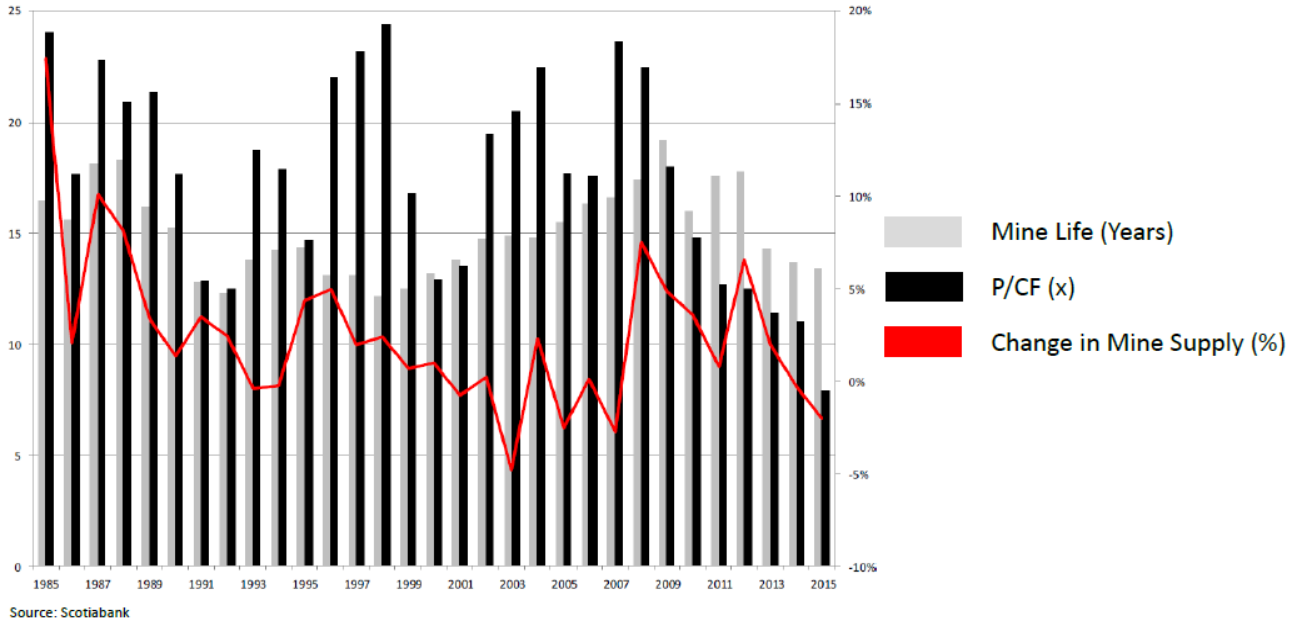
Selon nous, l'intelligence artificielle des négociants d'or informatiques anticipera un changement d'orientation sur le marché longtemps avant que les fondamentaux puissent être exprimés. Comme dans tous les marchés, les cours précèdent les gros titres. L'effet d'empilement du marché de l'or synthétique nous semble tout aussi puissant dans un sens comme dans l'autre, et nous pensons donc que les niveaux extrêmement bas observés actuellement seront suivis de nouveaux sommets inégaux.

De notre point de vue, le retour de l'or sur le devant de la scène comprendra quatre volets distincts. À l'échelle macroéconomique, la politique monétaire, et les banques centrales qui la mènent, seront prochainement exposées comme étant illégitimes et constituant une menace pour l'intérêt général. Une sorte d'échec et mat pour les politiques publiques. Comme l'a dit un observateur de façon éloquente :

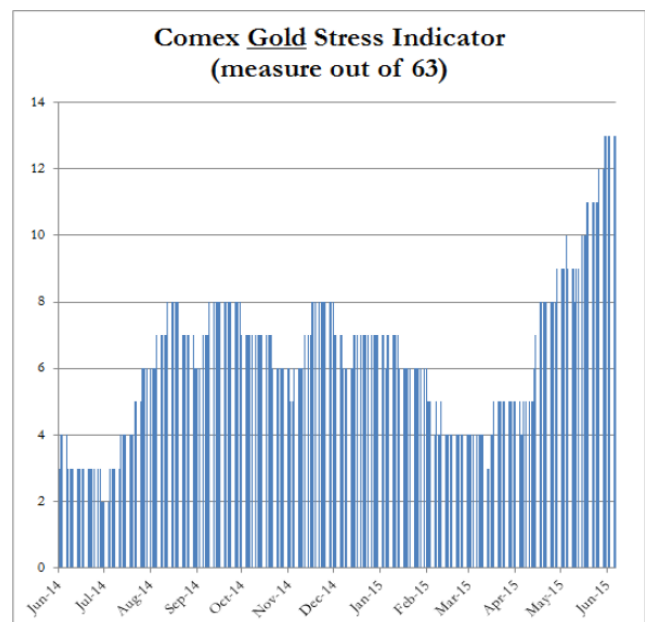
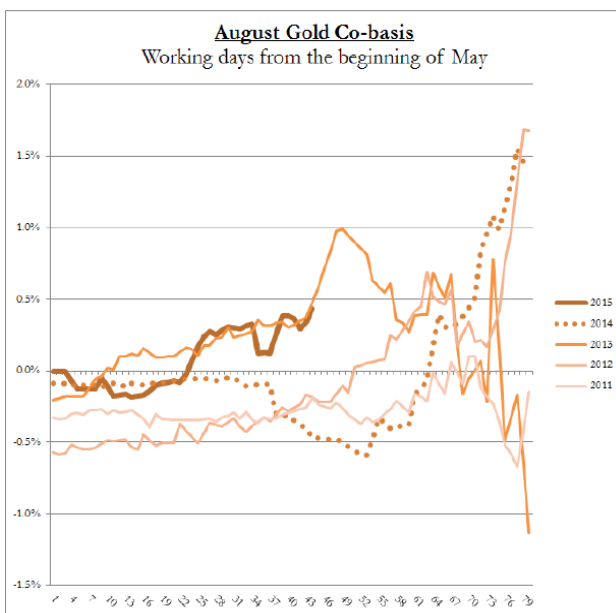
L'or et le dollar : tout ce que Yellen a déclaré est faux. L'économie américaine ne se redresse pas et les taux d'intérêt américains à court terme ne vont pas être relevés, ce qui élimine l'argument en faveur des positions longues sur le dollar face au yen et à l'euro (rapport Belkin 04/10/15).

Sur un plan microéconomique, l'aspect positif sera l'absence de découverte de nouvelles réserves d'or par une industrie d'extraction aurifère en difficulté, ce qui, à défaut d'une hausse significative du prix de l'or, suscitera un resserrement de l'offre. Le taux de découverte de nouvelles réserves aurifères est à son plus bas niveau depuis plusieurs années et la durée de vie des réserves minières s'établit à 13 ans, son plus bas niveau depuis 30 ans :



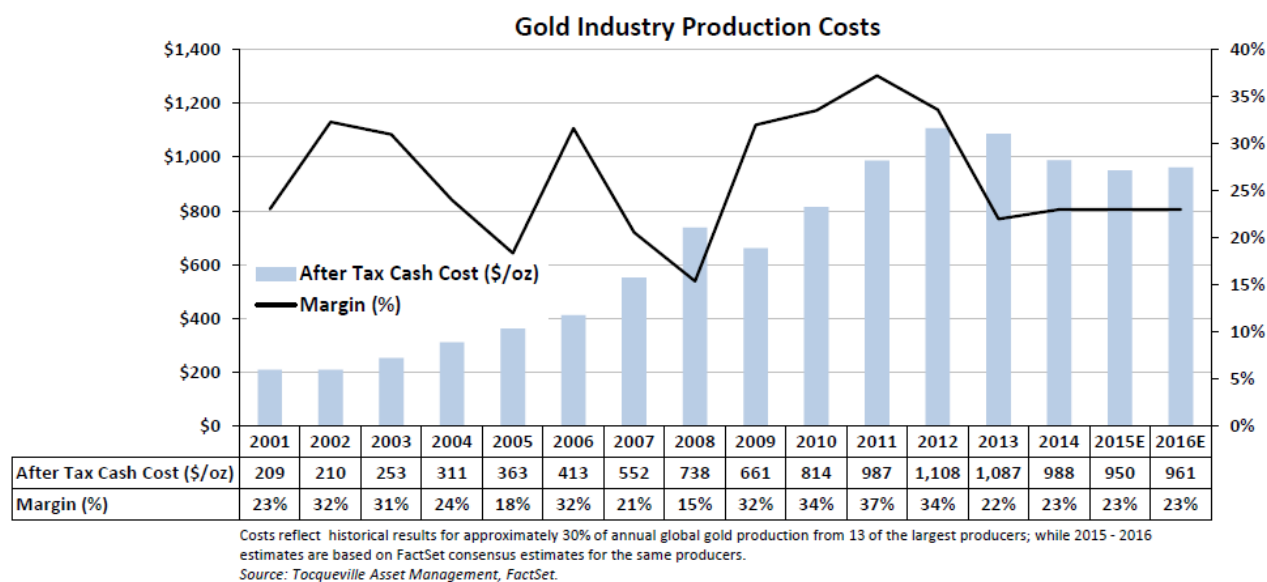


D'un point de vue technique, le transfert bien documenté de la détention d'or physique des mains des investisseurs occidentaux entre celles des investisseurs asiatiques menacera, selon nous, les établissements fortement endettés qui agissent comme intermédiaires sur les marchés financiers et les marchés de l'or physique. Parmi ces intermédiaires figurent Comex, LBMA, le marché de gré à gré et les « bullion banks ». Nous pensons que l'exode aurifère d'ouest en est s'achèvera par une liquidation forcée des positions courtes. Parmi les signes de tension qui reflètent la pénurie croissante d'or physique en soutien du marché de l'or papier figure le déport prolongé de la co-base qui existe maintenant depuis 3 ans et demi et qui se rapproche des niveaux extrêmes observés la dernière fois au plus bas du marché aurifère fin 2008 :



En termes de psychologie du marché, l'or bénéficiera d'un regain d'intérêt lorsque le cycle historiquement fiable menant de l'euphorie et du bien-être à l'inconfort et au malaise commencera à se faire sentir. Comme l'a souligné Fred Hickey dans son bulletin *High-Tech Strategist* d'octobre : « *Les marchés baissiers commencent toujours sous la forme d'un « mouvement de correction sain » ; ce n'est que plus tard que l'on s'aperçoit qu'il s'agit de quelque chose de bien pire.* »

Selon nous, la façon la plus dynamique pour les investisseurs de se positionner vis-à-vis de ces changements est d'acquérir un portefeuille diversifié d'actions aurifères bien choisies, susceptibles de bénéficier de façon marquée d'une amélioration du cours de l'or et de la confiance des investisseurs. Le secteur a, selon nous, réalisé un excellent travail de réduction des coûts et en parallèle de délestage d'actifs afin d'améliorer les bilans. Ces mesures portent déjà leurs fruits si l'on en juge par l'amélioration des coûts de production et le renforcement des flux de trésorerie, même aux niveaux planchers actuels des cours de l'or.



Notre processus de recherche est émaillé de due diligence. Nous croyons que nos portefeuilles représentent la meilleure combinaison possible entre actifs de grande qualité, endurance financière et exposition dynamique à l'environnement de hausse du cours de l'or que nous anticipons.

Selon nous, l'or est extrêmement bon marché à l'heure actuelle car les politiques monétaires radicales menées par les principales banques centrales à l'échelle mondiale ont conduit à une évaluation erronée indéniable du risque par les investisseurs dans leur ensemble. L'incapacité continue (et de plus en plus flagrante) de la Fed à normaliser les taux d'intérêt valide la thèse que nous défendons de longue date, selon laquelle l'extrémisme monétaire ne peut pas être dénoué sans déclencher une multitude de conséquences aussi douloureuses qu'inacceptables pour les détenteurs d'actifs risqués et d'obligations. Le prix de l'or en dollars a été le grand perdant du regain de confiance dans les actifs financiers et du mouvement de reprise observé depuis plusieurs années qui en découle. Lorsque les investisseurs découvriront que les actifs risqués comportent un risque bien réel, l'or pourrait être le grand gagnant.

John Hathaway
Gérant de portefeuille et Senior Managing Director
© Tocqueville Asset Management L.P.
12 octobre 2015

Cet article est le reflet des points de vue de l'auteur à la date ou aux dates citées, qui 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 considérées comme des positions, à l'achat ou à la vente, susceptibles d'être prises 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.