

## **Et si « faire tout ce que l'on peut » ne suffit pas ?**

### **Tocqueville Gold Strategy**

#### **Lettre aux investisseurs – Premier trimestre 2019**

Les raisons d'acheter de l'or ne manquent pas depuis de nombreuses années. Cependant elles n'ont jamais été aussi justifiées que maintenant pour plusieurs raisons :

1. La situation budgétaire des États Unis est catastrophique et pourrait empirer
2. La montée du populisme
3. Les fondamentaux positifs de l'offre et de la demande
4. Le ralentissement de l'économie mondiale
5. L'assouplissement des politiques monétaires dans le monde entier
6. La hausse de l'inflation
7. L'or est sous-évalué et insuffisamment apprécié
8. L'or a suivi un processus de correction sur de nombreuses années et s'approche de son cours plancher
9. L'or a démontré ses capacités de diversification, de limitation des risques et de protection du capital
10. Risques marginaux/systemiques

#### **1. La situation budgétaire des Etats-Unis**

Selon les données Bloomberg du premier trimestre 2019, le ratio endettement/PIB des États-Unis est légèrement supérieur à 100%. Une fois ce seuil de 100 % atteint, il devient de plus en plus difficile de réaliser une croissance du PIB supérieure à la croissance de la dette. Dans ce type de contexte, la dette est pratiquement toujours gagnante.

Les implications dans le domaine de l'investissement pourraient être un dérapage potentiel des notations de crédit américaines, résultant à son tour en une hausse incontrôlée des taux d'intérêt. Pour être tout à fait clair, un dollar faible pourrait faire chuter les valorisations actuelles historiquement élevées des actifs financiers.

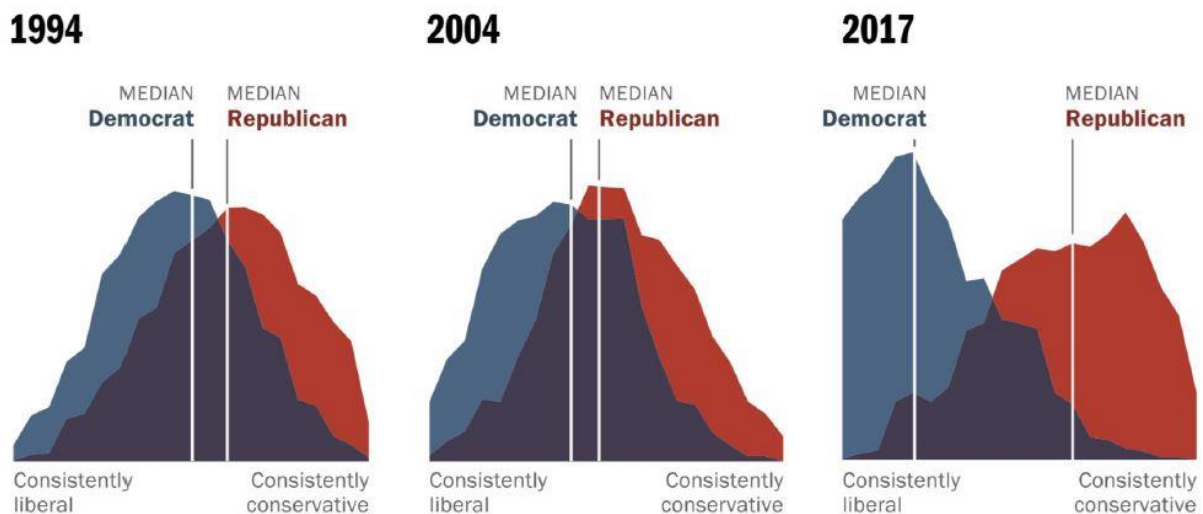
Nous estimons que les investisseurs vont s'intéresser de plus en plus à cette question à l'approche des élections de 2020.

## 2. La montée du populisme

Le populisme qui progresse actuellement est bipartite. Comme l'indique le graphique du Pew Research Center ci-dessous, le centre a été évincé. En conséquence, selon nous, quel que soit le parti gagnant en 2020, il y aura peu de plaidoyers en faveur de la responsabilité budgétaire. Il nous semble que cette montée du populisme est susceptible de se traduire directement par un creusement des déficits, une détérioration du crédit aux États-Unis, un affaiblissement du dollar, de l'inflation et un marché baissier.

### Democrats and Republicans more ideologically divided than in the past

*Distribution of Democrats and Republicans on a 10-item scale of political values*



Notes: Ideological consistency based on a scale of 10 political values questions (see methodology). The blue area in this chart represents the ideological distribution of Democrats and Democratic-leaning independents; the red area of Republicans and Republican-leaning independents. The overlap of these two distributions is shaded purple.

Source: Survey conducted June 8-18, 2017.

## 3. Les fondamentaux positifs de l'offre et de la demande

La production d'or nouvellement extrait semble avoir atteint son point culminant. La durée de vie des réserves du secteur minier est la plus faible depuis trois décennies, en raison des réductions de coûts des grandes sociétés minières et de la rareté des fonds propres pour les petites entreprises du secteur, c'est-à-dire celles qui traditionnellement découvrent et exploitent les nouveaux gisements d'or. Il

existe de nombreux obstacles à la hausse de la production d'or à court et moyen termes. Une hausse importante et soutenue du prix de l'or, de l'ordre de 25-50 % est nécessaire, à notre avis, pour changer les perspectives de baisse de la production au-delà des 4 à 5 prochaines années.

Du côté de la demande, les banques centrales n'ont jamais autant acheté de lingots depuis 1971, avec une progression de 74 % en roulement annuel en 2018. Pour de nombreux pays, comme la Russie et la Chine, l'or a remplacé les actifs en dollars. En Asie, la demande au détail reste soutenue. Même si la demande d'investissement des centres financiers occidentaux est restée atone, les investissements dans les ETF internationaux de placement en métaux ont enregistré une progression modeste de 3,64 % au cours des douze derniers mois.

#### **4. Ralentissement de l'économie mondiale**

Il nous semble qu'un ralentissement économique est en cours. La baisse des taux d'intérêt, l'aplatissement de la courbe des taux et la faiblesse anticipée des résultats des entreprises pour le premier trimestre 2019 militent en faveur de ce scénario. L'indice S&P 500 a baissé de 29 % en moyenne à travers les 10 récessions enregistrées depuis 1949 (Haver Analytics, Gluskin Sheff).

#### **5. Les politiques monétaires deviennent plus conciliantes dans le monde entier**

Les banques centrales (États-Unis, zone euro et Japon) semblent avoir abandonné toute velléité de resserrement de leurs politiques monétaires et sont sur le point d'entamer une nouvelle phase de laxisme monétaire, pouvant inclure des baisses de taux et de nouvelles initiatives d'assouplissement monétaire. Le président de la Fed, Jerome Powell, a signalé cette situation au cours de sa conférence de presse du 30 janvier de cette année. Dans sa présentation du rapport annuel de la BCE publié le 1<sup>er</sup> avril, le Président Mario Draghi a cité la « persistance d'incertitudes » pour justifier d'autres mesures de stimulation. L'or a réagi favorablement à la conférence de Jerome Powell du mois de janvier. Nous estimons que beaucoup d'autres éléments devraient corroborer ces perspectives. Nous sommes convaincus que l'affaiblissement de l'économie et l'approche des élections de 2020 devraient ouvrir de nouvelles perspectives en termes de politique monétaire interventionniste.

## 6. Hausse de l'inflation

Les niveaux de salaires sont également un facteur déterminant de l'inflation. Lorsque les coûts de la main-d'œuvre augmentent, les entreprises doivent augmenter leurs prix pour maintenir leur rentabilité. Le rapport le plus récent sur les taux horaires indique une hausse de 3,4 %. Le taux de chômage ayant atteint des points bas sur plusieurs décennies, le marché du travail est tendu et les hausses de salaire devraient rester importantes selon notre analyse.

Les entreprises réagissent en augmentant leurs prix. Parmi les sociétés qui ont annoncé une hausse de leurs prix pour 2019, citons Proctor & Gamble (4 %-5 % sur les marques de base), les sociétés de pneus (5 %-12 %), Netflix (10 %), Whole Foods (hausse des prix de certains articles et abandon de certains en raison de l'impact ravageur de la hausse des coûts – d'après *Business Insider*, 2/12/19), etc. La liste est longue et variée. Jusqu'à présent, ces hausses n'ont pas été enregistrées dans l'indice des prix à la consommation (IPC) du Bureau of Labor Statistics (BLS), ce qui explique les perspectives du consensus qui anticipent une inflation modérée. Mesurer l'inflation est un exercice complexe. Le BLS fait appel à un grand nombre de professionnels bien rémunérés pour le réaliser, ainsi qu'à des formules compliquées et des ajustements sur les données collectées. L'IPC et d'autres mesures servent d'indicateurs pour les choix d'investissement et la détermination des politiques.

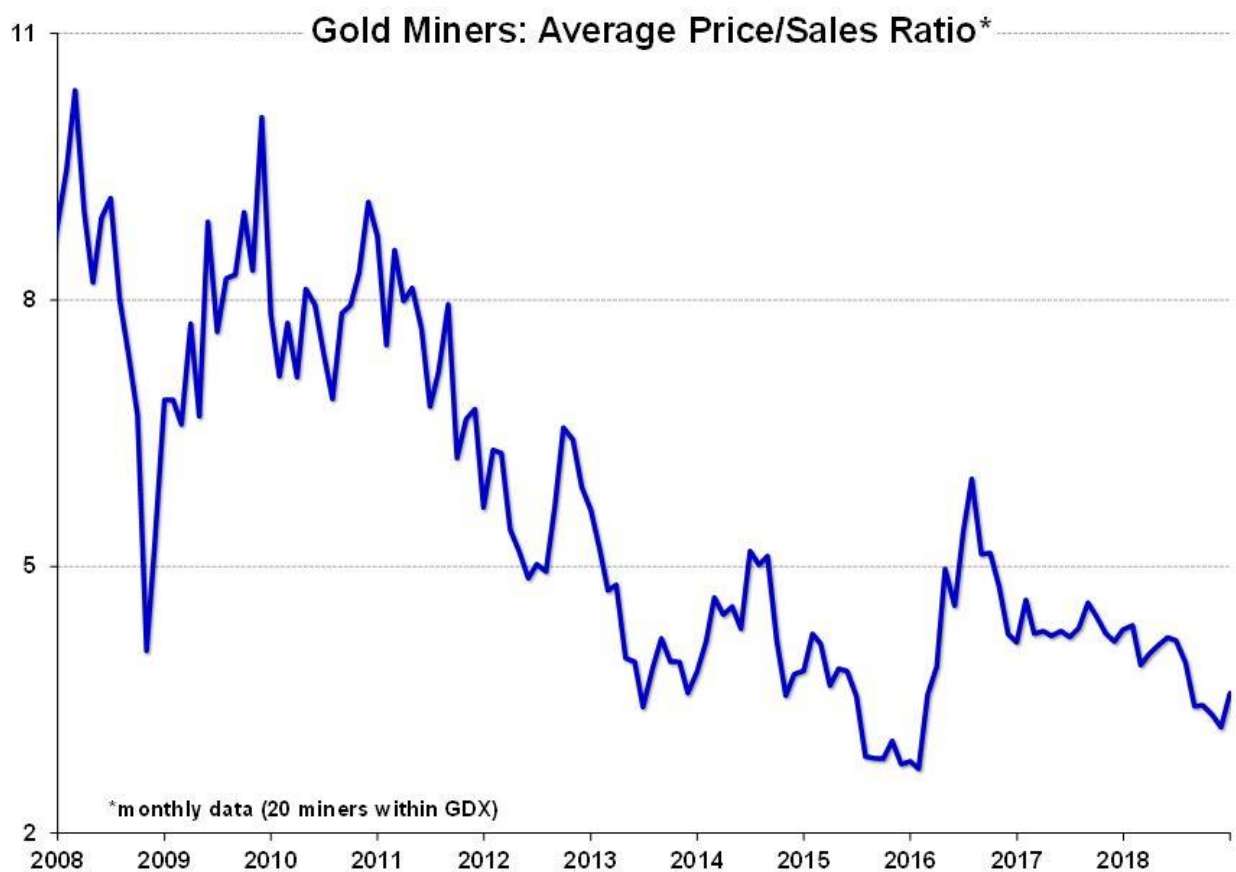
Nous estimons que les indices traditionnels d'inflation sont imprécis et ne reflètent pas le niveau réel. Si l'on fait preuve de bons sens, les attentes optimistes du consensus concernant l'inflation paraissent totalement fausses. Un marché du travail extrêmement tendu, les innombrables annonces de hausses de prix, un retour de l'argent facile et un creusement des déficits budgétaires sont déjà autant de sources d'inflation. Nous estimons que l'inflation devrait devenir problématique bien avant les élections de 2020.

## 7. L'or n'est pas apprécié et sous-évalué

L'or est traditionnellement un outil d'investissement à contre-courant. Il est impopulaire depuis de nombreuses années. Selon M. Marc Faber, l'exposition à cet investissement est à son point faible depuis 20 ans. Les placements en or GLD, qui constituent une alternative excellente pour répondre à la demande d'investissement, oscillent à des niveaux similaires à ceux de 2014. Les valorisations des titres miniers d'or et d'argent, qui sont également un excellent

indicateur du sentiment du marché, sont les plus faibles en termes de valeur actuelle nette (VAN) depuis deux décennies. Le ratio des principaux titres d'or et d'argent de l'indice HUI par rapport au prix de l'or est de .132, soit inférieur à la moyenne sur cinq ans de .145, et bien en dessous de la moyenne sur 15 ans de .313.

Les actifs financiers, aussi bien les actions que les obligations, semblent pleinement valorisés et pourraient se révéler assez chers si une récession se produit. Selon David Rosenberg de Gluskin Sheff, le marché actions actuel est le troisième plus élevé depuis 1925, sur la base d'un ratio cours/bénéfices ajusté en fonction du cycle. Les titres miniers d'or et d'argent, à l'inverse, représentent une réserve de valeur. La plupart ont des ratios cours-flux de trésorerie compris dans une fourchette moyenne-haute. Les multiples cours/chiffre d'affaires oscillent autour des points bas sur dix ans malgré le faible prix des métaux :



## 8. L'or se consolide/atteint son point bas ; les valorisations des actifs financiers se tendent/plafonnent

Le marché de l'or poursuit tranquillement son activité depuis des années. Il suscite peu d'intérêt de la part des marchés financiers et des médias. À l'inverse, les marchés en actions et obligataires atteignent des points hauts historiques à une période où les fondamentaux des deux catégories de titres sont en train de se détériorer. Nous estimons que l'or est en train d'atteindre son point bas alors que les valorisations des actifs financiers pourraient avoir atteint leur point haut. Un coup d'œil sur les graphiques sur dix ans suffit à confirmer cette hypothèse :



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de votre investissement peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.

Au pire, se lancer dans l'investissement en or implique désormais un risque d'ennui. Le temps passe alors que les résultats sont minces. Par contre, des pertes importantes semblent peu probables. Nous n'en dirions pas autant des actions et des obligations.

## 9. L'or a démontré son aptitude à limiter les risques et à protéger le capital

Le tableau ci-dessous montre que l'or s'est bien comporté pendant les récentes périodes de perturbation des marchés. À plus long terme, l'or est inversement corrélé aux actifs financiers. La plupart des investisseurs ne sont pas habitués à réfléchir en termes générationnels, mais c'est pourtant de ce point de vue que l'intérêt de l'or est le plus manifeste. L'or est un actif physique dont la valeur ne dépend pas de l'existence ou de l'accès à un réseau financier. Il représente l'un des moyens les plus sûrs de transmettre de la richesse aux générations suivantes.



Associer l'or à des stratégies habituelles d'investissement en actions ou en obligations peut sembler peu productif sur plusieurs années ou décennies. Malheureusement, les événements financiers ou de marché qui font ressortir l'attrait de l'or surviennent le plus souvent à l'improviste et surprennent la plupart des investisseurs. Dans de nombreux cas, les hausses épisodiques se produisent trop vite pour que ceux qui ne sont pas déjà exposés à l'or puissent bénéficier de son effet protecteur. Il est préférable à notre avis d'intégrer des placements financiers qui nous semblent plus sûrs lorsqu'ils sont bon marché et peu demandés.

	Start	End	S&P 500 Index	U.S. Treasurys	Gold
1987 crash	8/25/87	10/19/87	-33.2%	-2.6%	5.0%
Iraq invades Kuwait	7/17/90	10/12/90	-17.6%	0.8%	7.6%
Asia crisis	10/07/1997	10/28/97	-6.2%	0.0%	-4.6%
Russia/LTCM crisis	7/20/98	10/08/1998	-18.7%	5.3%	1.2%
September 11, 2001	09/10/2001	10/11/2002	-22.3%	11.2%	16.6%
Global financial crisis	10/11/2007	03/06/2009	-54.5%	15.8%	25.6%
2010 Euro zone crisis and flash crash	4/20/10	07/01/2010	-14.5%	4.5%	5.1%
U.S. sovereign debt downgrade	7/25/11	08/09/2011	-12,3%	3.6%	7.8%
Taper tantrum	5/22/13	6/24/13	-4.8%	-2.0%	-6.4%
China worries	8/18/15	02/11/2016	-11,8%	3.5%	11.5%
Fed rate increase & U.S.-China trade war	9/20/18	12/24/18	-17.9%	2,5%	5.1%
<b>Average</b>			<b>-19.4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>6.8%</b>

Source : Bloomberg. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de votre investissement peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.

## 10. Risques marginaux/systémiques

Si l'inflation devait augmenter, les marchés baisser, l'économie s'effondrer, le dollar perdre de sa valeur, les déficits se creuser ou le populisme se généraliser, nous estimons que l'or en bénéficierait. Par contre, si ces événements indésirables et inattendus devaient interagir, un effondrement du marché du crédit de l'ampleur de la crise financière de 2008 pourrait constituer un risque sérieux. Selon nous, la crise de 2008 et les solutions proposées par la suite pour « sauver le système » se sont soldées par une accumulation de nouveaux emprunts publics et privés toujours plus importants.

Il est très possible, à notre avis, que l'épicentre de la prochaine crise systémique soit la dette souveraine elle-même. La promesse de « faire tout ce que l'on peut » dans l'application des politiques monétaires et budgétaires, aussi drastique ou innovantes qu'elles soient, pourrait se révéler impossible à tenir. Depuis le célèbre discours de Mario Draghi du 26 juillet 2012, les marchés financiers ont été dopés, à notre avis, par l'anticipation que les politiques publiques seront toujours en mesure de nous protéger d'une nouvelle crise financière internationale similaire à celle de 2008. Nous ne sommes pas convaincus que la foi des investisseurs en la promesse de Draghi soit bien fondée. La multiplication des émissions de crédits, des taux d'intérêt encore plus négatifs, le creusement des déficits budgétaires et une utilisation délibérée de la planche à billets (Théorie monétaire moderne) se sont déjà heurtés à l'obstacle de la baisse des rendements. Dans ce cas, l'exposition à l'or - le seul actif inattaquable du point de vue systémique et qui à la fois liquide et facile à déployer -, même dans de faibles proportions, devrait selon nous s'avérer très satisfaisante.

John Hathaway

Gérant de portefeuille Senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

Le 9 avril 2019

*Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ou une sollicitation, ni une recommandation personnalisée au sens de l'article D321-I du Code Monétaire et Financier ni une fourniture de recherche, au sens de l'article 314-21 du Règlement Général de l'AMF, ni une analyse financière, au sens de l'article 3, 1°, 35) du règlement UE n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR), en vue de l'investissement dans un OPC de Tocqueville Finance ou la souscription d'un service d'investissement. Ce document ne constitue pas non plus un conseil ou avis juridique ou fiscal.*



*Ce document a été réalisé sur des informations et opinions que Tocqueville Finance SA considère comme fiables. Les éléments d'information, opinions et données qui y figurent sont considérés par Tocqueville Finance SA comme fondés ou justifiés au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier, boursier et réglementaire du moment et reflètent l'analyse, au jour de la publication du présent document, de Tocqueville Finance SA sur les marchés concernés et leur possible évolution. Ces éléments d'information n'ont pas de valeur contractuelle et sont sujets à modification. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications qui vous sont communiquées dans ce document.*

*Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de Tocqueville Finance SA, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers. Il ne peut pas être utilisé dans un autre but que celui pour lequel il a été conçu.*

*Tocqueville Finance SA est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n°91012. Société anonyme de droit français au capital de € 2 415 825 € - RCS : PARIS B 381 652 072*  
[www.tocquevillefinance.fr](http://www.tocquevillefinance.fr)