

Stratégie Or Tocqueville

Lettre aux investisseurs – Quatrième trimestre 2018

Au cours de l'année écoulée, le dollar s'est généralement montré fort par rapport aux autres devises. Nous pensons cependant que le risque d'un changement significatif à venir est élevé ; si tel était le cas, une exposition à l'or se révélerait alors opportune selon notre analyse.

Pour mémoire, l'or a surperformé les actions en 2018, enregistrant une baisse de 1,6% contre 4,4% pour le Standard and Poor's 500 (S&P 500) (*source : Bloomberg*). Comme presque tous les investisseurs peuvent en témoigner, l'indice S&P 500 a caché l'ampleur de la baisse des marchés actions en raison de la forte concentration de l'indice sur une poignée d'actions qui ont surperformé les actions ordinaires. L'or a pour sa part généré l'année dernière une surperformance par rapport à l'ensemble des devises, à l'exception du franc suisse et du yen japonais. Il s'est également bien comporté face aux obligations, bénéficiant à peu près de la même hausse de 0,9% que celle des bons du Trésor américain à 10 ans. Voici maintenant quelques points qu'il convient de prendre en considération selon nous :

1) L'or a toujours surperformé les actions lors des périodes de tensions sur les marchés. À l'issue de onze épisodes de ce type, qui ont débuté avec le krach boursier de 1987, l'or a gagné en moyenne 6,8%, tandis que le S&P 500 en perdait 19,4%.

	Start	End	S&P 500 index	U.S. Treasuries	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	10/7/97	10/28/97	-6.2%	0.0%	-4.6%
Russia/Long-Term Capital Management crisis	7/20/98	10/8/98	-18.7%	5.3%	1.2%
September 11, 2001	9/10/01	10/11/02	-22.3%	11.2%	16.6%
Global financial crisis	10/11/07	3/6/09	-54.5%	15.8%	25.6%
2010 Euro zone crisis and flash crash	4/20/10	7/1/10	-14.5%	4.5%	5.1%
U.S. sovereign debt downgrade	7/25/11	8/9/11	-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	2/11/16	-11.8%	3.5%	11.5%
Fed rate increases & U.S.-China trade war	9/20/18	12/24/18	-17.9%	2.5%	5.1%
Average			-19.4%	3.9%	6.8%

Source : Bloomberg.*

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, et les produits présentés présentent un risque de perte en capital. La valeur de votre investissement peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.*

2) Au cours des six récessions survenues depuis les années 1970, l'or a augmenté en moyenne de 20,8%.

Decade	Gold Start (USD/oz)	Gold End (USD/oz)	Change (%)
11/1973 – 03/1975	100	178	78.0
01/1980 – 07/1980	512	614	20.0
07/1981 – 11/1982	422	436	3.3
07/1990 – 03/1991	352	356	1.0
03/2001 – 11/2001	266	275	3.5
12/2007 – 06/2009	783	930	18.8
Mean			20.8

Sources : Incrementum AG, Deutsche Bank.

3) Depuis 2000, l'or a surperformé les obligations et les actions en dépit d'un recul important accusé depuis 2011 (voir le graphique ci-dessous).



Source : Bloomberg.*

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, et les produits présentés présentent un risque de perte en capital. La valeur de votre investissement peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.*

Pourquoi l'année 2000 ? Parce que, de notre point de vue, elle a marqué le début de l'emploi de pratiques monétaires radicales par les banques centrales du monde entier. Lors de scénarios défavorables pour les actifs financiers à court et à moyen termes, l'exposition à l'or a été une stratégie gagnante. Et, comme nous le voyons, l'or s'est également avéré en être une depuis que le déséquilibre a gagné la politique monétaire il y a près de deux décennies.

4) Nous pensons que les marchés actions sont maintenant sur le point de débiter une période de baisse, qui pourrait durer de 3 à 5 ans. Les médias financiers parlent d'un marché baissier lorsqu'une chute de 20% survient par rapport au dernier pic enregistré, une définition qui est selon nous superficielle et trompeuse. Ce qui constitue la véritable essence d'un marché baissier, c'est une bascule psychologique des investisseurs depuis l'optimisme vers un pessimisme profond. L'optimisme est alors remplacé par la conviction inébranlable que les actifs

40 West 57th Street, 19th Floor, New York, NY 10019 | (212) 698-0800 |
www.tocqueville.com

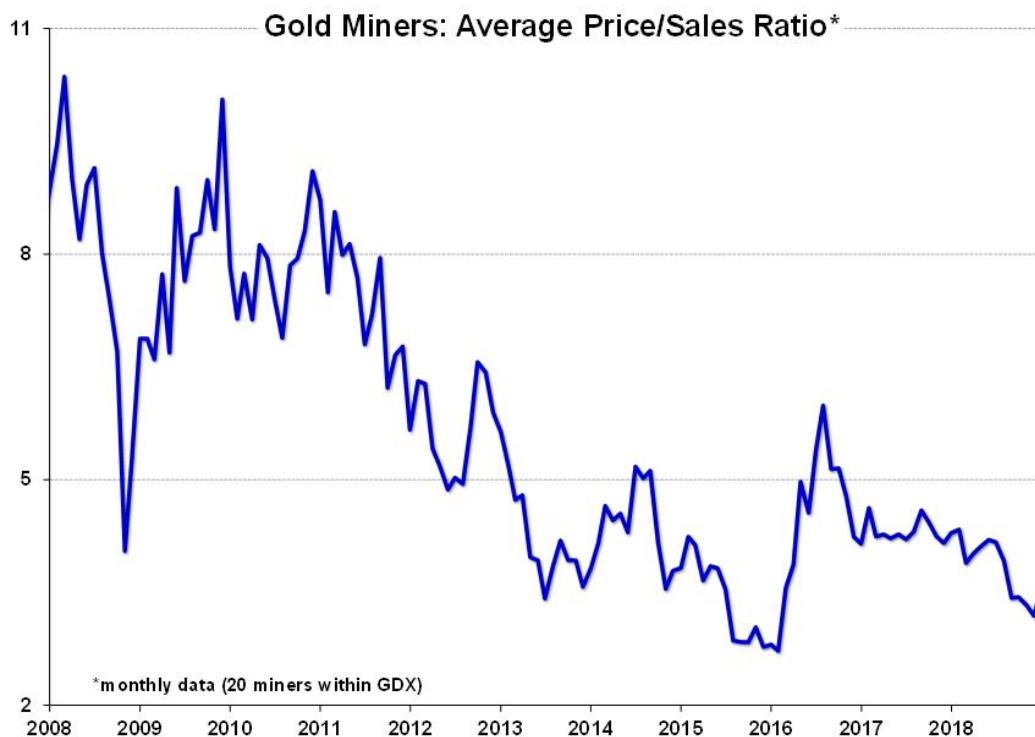
Document destiné uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive MIF

financiers n'offrent plus aucun potentiel, un sentiment renforcé par des déceptions réitérées sur une longue période. Une baisse de 20% sur un court laps de temps ne pourrait avoir un tel effet à notre avis.

5) Nous sommes convaincus qu'un marché baissier, d'une ampleur même moindre, amènera les investisseurs à se tourner vers l'or et d'autres stratégies pour compenser les mauvaises performances générées par les stratégies classiques (voir les points 1 à 3 ci-dessus).

6) Les titres des exploitants miniers d'or et d'argent surperforment dans un cycle actuellement ascendant pour les métaux précieux. De 2000 à 2011, l'or a progressé de 443%, tandis que l'indice HUI Index (NYSE Arca Gold Bugs Index) a gagné 633% (source : Bloomberg).

7) Les ratios cours / vente se situent dans la moyenne basse de ces dix dernières années, rendant les actions des exploitants de métaux précieux exceptionnellement bon marché, et donc extrêmement sensibles à l'amélioration des prix de ces derniers, comme l'illustre le graphique ci-dessous.



Source : Meridian Macro Research LLC.

L'ouvrage *Investing 101* nous enseigne que des ratios cours / vente faibles maximisent et amplifient l'exposition à l'amélioration de la conjoncture économique. Dans le cas des exploitants miniers de métaux précieux, des conditions économiques supérieures signifient une hausse des prix des métaux. Nos 20 participations les plus importantes, à l'exclusion des sociétés de redevances, affichaient un ratio cours / vente de x3,3 pour 2018, et un ratio de x2,6 est anticipé pour 2019 en supposant des prix des métaux qui demeureraient stables.

De nombreux facteurs pourraient entraîner une hausse des prix des métaux précieux, notamment (et de façon non exhaustive) un changement fondamental dans la psychologie des investisseurs face à un marché baissier, une perte de confiance dans les politiques publiques, un changement de politique radical, la disparition possible du statut du dollar en tant que principale devise de réserve du monde, des facteurs favorables d'offre et de demande et des évolutions géopolitiques négatives. Cependant, ces facteurs demeurent aussi spéculatifs, discutables et difficiles à prévoir qu'incertains en termes de calendrier ; ils nécessiteraient une analyse trop alambiquée pour que beaucoup de gens prennent vraiment la peine de s'y pencher.

Ce n'est pas le cas pour la relation entre la dette américaine et le PIB. Nous disposons en effet ici d'une mesure manifeste et facile à comprendre qui, selon nous, rend quasi certaine la probabilité d'une forte augmentation des prix de l'or. La proportion de l'endettement des États-Unis par rapport à leur PIB (les ressources productives de l'économie américaine qui sous-tendent sa solvabilité) atteint maintenant le chiffre considérable de 105,7% (*source : Bloomberg*), tel que mesuré au troisième trimestre de 2018, un niveau où le risque d'un dépassement continu du PIB devient significatif. L'accélération potentielle de la dette par rapport au PIB aurait des conséquences inévitables, dont la plus importante serait une dépréciation du dollar américain, la devise dans laquelle cette dette est émise.

Pourquoi cette situation survient-elle maintenant ? Les responsables politiques comme les experts ont prédit une crise de la dette pendant des années sans que celle-ci ne se matérialise. Nous pensons aujourd'hui qu'elle pourrait se concrétiser à très brève échéance, sous l'effet combiné d'une récession, de mesures de relance budgétaire, d'une baisse des recettes fiscales et d'une hausse des taux d'intérêt. Tout ceci ferait alors grimper le ratio endettement / PIB avec une soudaineté alarmante pour les créanciers, notamment pour les États étrangers qui, jusqu'à présent, ont acheté de la dette américaine sans se poser de questions.

40 West 57th Street, 19th Floor, New York, NY 10019 | (212) 698-0800 |
www.tocqueville.com

Document destiné uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive MIF

Selon un calcul assez simple, la dette américaine devrait croître de 5%, en l'absence de récession au cours des cinq prochaines années (selon le consensus prévu par Statista). Nous ne pensons pas qu'un économiste digne de ce nom puisse prétendre que notre économie serait capable de soutenir un tel rythme en termes réels.

Selon notre analyse les hausses d'impôt drastiques ne permettront pas d'éponger le déficit ; il est plus probable qu'elles ralentiraient la croissance économique. Les intérêts de la dette s'ajoutent à la croissance apparemment irréversible des allocations. La moitié de la dette américaine arrivera à échéance dans les 3 ans avec un coupon moyen pondéré de 1,83% (*source : Strategas*). Une hausse des taux d'intérêt de 1% ajouterait 160 Md USD au déficit fédéral. Nous pensons que même une légère hausse des taux d'intérêt semblerait donc susceptible de mettre à nu la fragilité de la solvabilité américaine, puisqu'il deviendrait de plus en plus évident que les États-Unis paient leurs intérêts par le biais de l'émission de nouvelles dettes.

L'exposition à l'or, à notre avis, est l'antidote aux répercussions inconnues d'une crise de la dette souveraine. Nous estimons qu'il s'agira d'une stratégie gagnante dans un marché baissier. Les actions des exploitants miniers d'or et d'argent, lorsqu'elles sont basses, ont toujours eu un fort potentiel de hausse dans un contexte de craintes liées aux risques systémiques.

John Hathaway
Gérant de portefeuille Senior
© Tocqueville Asset Management L.P.
10 janvier 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 D321-1 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