



Tocqueville Asset Management L.P.

Lettre aux investisseurs de Tocqueville Gold

Fin d'année 2014

Texte traduit d'après l'original rédigé en américain par J. Hathaway
"Tocqueville Gold Strategy
Year End 2014 Investor Letter"

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

Beaucoup ignorent que l'or a surperformé l'ensemble des devises en 2014, à l'exception du dollar US. En dollars, le cours de l'or s'est replié de 1,7 %, mais comme le montre le tableau ci-dessous, il a fortement progressé face à toutes les autres devises. Alors que le prix de l'or en dollars restait quasiment inchangé en 2014, le caractère particulièrement négatif de la couverture médiatique a donné l'impression que la situation était catastrophique. Ce pessimisme a lourdement pesé sur les performances des actions aurifères, notre indice de référence XAU reculant de 17,3 %. Entre-temps, les spéculateurs haussiers sur le dollar semblent afficher un engagement excessif en faveur du billet vert, avec un niveau record de positions ouvertes. La vigueur du dollar par rapport aux autres devises a dissimulé celle de l'or. Cette vigueur du dollar et de l'or annonce selon nous des difficultés à venir pour les actifs financiers. Compte tenu des niveaux record affichés par les actifs financiers et de la prolifération des signaux d'alarme, il nous semble que le moment est opportun de solidifier son patrimoine à peu de frais sous forme de métaux physiques et d'actions de sociétés d'exploitation de métaux précieux.

Gold Price % Annual Change										Monday, January 12, 2015
	USD	AUD	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	INR	JPY	
2006	23.0%	12.6%	23.0%	14.2%	18.7%	10.6%	8.3%	20.8%	24.4%	
2007	30.9%	18.3%	12.1%	21.7%	23.3%	18.4%	29.2%	16.5%	22.9%	
2008	5.6%	31.3%	30.1%	-0.1%	-2.4%	10.5%	43.2%	28.8%	-14.4%	
2009	23.4%	-3.0%	5.9%	20.1%	23.6%	20.7%	12.7%	19.3%	26.8%	
2010	27.1%	13.3%	21.3%	15.4%	22.8%	37.1%	31.4%	22.3%	11.4%	
2011	10.1%	10.2%	13.5%	11.2%	5.9%	14.2%	10.5%	31.1%	4.5%	
2012	7.0%	5.4%	4.3%	4.2%	6.2%	4.9%	2.2%	10.3%	20.7%	
2013	-28.3%	-16.2%	-23.0%	-30.1%	-30.2%	-31.2%	-29.4%	-18.7%	-12.8%	
2014	-1.5%	7.7%	7.9%	9.9%	1.2%	12.1%	5.0%	0.8%	12.3%	
2015	4.1%	4.3%	7.3%	6.3%	4.2%	6.5%	7.0%	2.4%	2.7%	
Average	10.2%	8.4%	10.2%	7.3%	7.3%	10.4%	12.0%	13.3%	9.9%	

goldprice.org

Nous partageons l'avis de nombreux observateurs anticonformistes selon lesquels le mouvement haussier de 6 ans dont a fait l'objet le marché des actions a été alimenté en grande partie par la politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif menée par la Fed, ce qui a poussé les investisseurs vers les actifs risqués. Comme l'a souligné Fred Hickey dans son bulletin (High Tech Strategist) du 4 janvier 2015, « le ratio cours/chiffre d'affaires est à son zénith, le ratio capitalisation boursière/PIB (l'indicateur préféré de Warren Buffett) est le



Tocqueville Asset Management L.P.

deuxième plus élevé de l'histoire... Le ratio cours/bénéfices de Shiller corrigé des variations cycliques s'élève à 27 pour l'indice S&P. Ce niveau n'a été dépassé que deux fois auparavant, en 1929 et en 2000. »

Les opinions semblent unanimes (et c'est en tout cas la ligne suivie par la Fed) : le recours à la planche à billets observé ces six dernières années n'est plus d'actualité. Comme le souligne Hickey, si le carburant nécessaire à la progression du marché est épuisé, que reste-t-il pour soutenir les niveaux élevés de valorisation des actions ? De nombreux facteurs pointent vers une faiblesse généralisée de l'économie mondiale. Parmi eux figurent la faiblesse des devises par rapport au dollar US (qui alourdit la charge de la dette des titres de créance libellés en dollars, alimentant la croissance des économies émergentes), la baisse des prix des matières premières, l'élargissement des spreads de crédit et un large éventail de rapports économiques anémiques dont les spéculateurs haussiers choisissent de ne pas tenir compte. Si notre analyse est correcte, les bénéfices des entreprises devraient diminuer, sapant ainsi un pilier essentiel de l'argumentaire haussier en faveur des actions.

Nous pensons qu'un important mouvement de correction du marché, ou l'émergence d'une tendance baissière, exercerait une pression telle sur la Fed qu'elle serait contrainte de faire marche arrière et de recourir à nouveau à la planche à billets. Il est probable que la Fed, consciente que sa crédibilité est en jeu, résisterait à tout prix à cette option. À ce stade, toute capitulation de la Fed face à la faiblesse du marché entraînerait selon nous une perte de confiance totale à l'égard des banques centrales, dans la mesure où les investisseurs seraient contraints d'accepter la notion selon laquelle la création monétaire, une fois engagée, ne peut jamais être arrêtée.

Un retour à l'assouplissement quantitatif transformerait fondamentalement la perception de l'or. Nous pensons que cette transformation se produirait de façon soudaine. Comme l'a souligné la référence financière qu'est Paul Singer dans un courrier à ses clients, la confiance, surtout lorsqu'elle est injustifiée, n'est qu'un vernis fragile. Lorsqu'elle s'étiole, les conséquences peuvent être désastreuses. Lors d'un récent entretien, Jeffrey Gundlach, PDG du géant de l'investissement DoubleLine, a déclaré : « Il est intéressant de noter les signes d'inquiétude que l'on commence à observer chez certains investisseurs à propos de la santé de l'économie et du système financier. Historiquement, lorsque les *Junk bonds* rendent l'âme et les bons du Trésor restent fermes, cela indique que quelque chose ne va pas. » Selon nous, la vigueur dissimulée de l'or en 2014 est un autre signe indiquant que les investisseurs commencent à sentir que quelque chose ne tourne pas rond.

Nous pensons que les capitaux commencent à se déplacer sur des terres plus élevées en prévision d'une crise monétaire. C'est ce qui explique selon nous la vigueur relative du dollar US. La même préoccupation se reflète dans la vigueur moins apparente de l'or. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le cours de l'or a dépassé la barre des 1 000 euros. Il semble que la tendance baissière des trois dernières années ait été stoppée en euros. Les flux d'investissements asiatiques restent solides. La Chine et l'Inde achètent désormais autant d'or que l'industrie minière en produit. Bien que la Banque centrale chinoise reste discrète à ce sujet (aucun rapport n'a été publié concernant ses réserves d'or depuis 2009), la forte baisse de ses achats de bons du Trésor américains (voir ci-dessous) indique qu'elle a intensifié ses achats d'or.

Les achats réalisés par les banques centrales, Russie en tête, sont solides ; les banques centrales ajoutent des lingots d'or à leurs réserves depuis 14 trimestres consécutifs. Les pressions politiques en faveur d'un rapatriement des lingots se sont également intensifiées. Parmi les pays qui procèdent à un tel rapatriement (ou qui l'envisagent) figurent les Pays-Bas, la France, la Belgique, l'Autriche et l'Allemagne. Comme le souligne Casey Research, ce rapatriement a donné lieu à la plus forte réduction de réserves d'or détenues par la Fed de NY depuis plus de 100 ans.



Tocqueville Asset Management L.P.



Source : MeridianMacro

Nous pensons qu'une perte de confiance dans les intermédiaires financiers (y compris les « bullion banks », les substituts aurifères « synthétiques » comme les fonds cotés, et les produits dérivés) ainsi que vis-à-vis de l'intégrité des relations de conservation entretenues avec les banques centrales, est à l'origine de cet appel de plus en plus généralisé en faveur du rapatriement des lingots d'or physiques détenus par les États souverains. Cette perte de confiance ne se limite pas au secteur public. Gunvor, cinquième plus important courtier en matières premières au monde, a décidé de cesser le négoce de l'or en partie « à cause des difficultés à trouver un approvisionnement régulier en or dont l'origine est bien documentée » (Bloomberg, 12/12/14). Comme l'explique Grant Williams (Vulpes Investment Management), « en raison des programmes massifs de crédit-bail et de réhypothèques [utilisation, par les établissements financiers, des actifs des clients à titre de garantie] engagés par les banques centrales, il existe de multiples créances sur des milliers de lingots. Le mouvement de rapatriement de l'or risque de causer la panique parmi les banques centrales. »

La perte de confiance est à l'origine des paniques bancaires. L'activité dite de « Bullion Banking » est un système de réserves fractionnaires dans lequel d'importants volumes de crédit sont octroyés sur la base d'une quantité relativement faible de métal physique. Les lingots d'or souverains constituent une composante majeure de la base de crédit. Nous pensons qu'il faudra suivre de très près l'évolution de cette thématique durant l'année à venir.

Il semble que le cercle des personnes dénigrant l'or ait diminué considérablement pour ne plus réunir qu'une arrière-garde de fanatiques du dollar s'agrippant désespérément à une politique monétaire conçue pour pousser les investisseurs vers les actifs risqués. Suprême paradoxe orwellien, l'or, l'actif le plus sûr de l'histoire, est décrié par les médias financiers qui le qualifient de risqué, tandis que les actifs financiers affichant des



Tocqueville Asset Management L.P.

niveaux de valorisation quasi record sont considérés comme attractifs. Dans cette logique simpliste qui passe pour de la sagesse financière, si les actions sont bonnes, l'or doit être mauvais. On a parlé du soutien apporté par Greenspan et Bernanke aux actions (*Greenspan/Bernanke put*), pourquoi Yellen ne plafonnerait-elle pas l'or (*Yellen cap*) ?

Une telle notion pourrait expliquer le manque de vergogne avec lequel l'or a été périodiquement dénigré. Le dérapage du cours de l'or en dollar US confirme que tout va bien. L'or « synthétique », créé par les « bullion banks » pour les bureaux de négoce pour compte propre, les courtiers « haute fréquence » et les courtiers en matières premières, est déversé (souvent suite à une déclaration de politique de la Fed) sur des marchés étroits pendant les heures de fermeture afin de déclencher des ordres stop et semer la panique. Aucun échange d'or physique n'a lieu durant ces opérations. Les vendeurs abandonnent toute prétention à *best execution*, la norme habituelle pour une distribution saine des positions. Au contraire, ces raids sont conçus pour casser le cours en faisant le plus de bruit possible.

Nous pensons que le marché de l'or a été manipulé, ce qui ne nous surprend pas. La manipulation s'est installée au cœur des marchés financiers depuis le début de l'assouplissement quantitatif. Les banques considérées comme trop importantes pour sombrer, tant américaines qu'européennes, ont admis avoir manipulé le Libor, l'énergie et les devises. Les taux zéro et l'assouplissement quantitatif constituent pour nous de flagrantes manipulations des obligations, des taux d'intérêt et des actions. Pourquoi l'or y échapperait-il ? Le 15 décembre 2014, un recours collectif déposé devant le tribunal du district sud de New York (cf. : *Commodity Exchange, Inc., Gold Futures and Options Trading Litigation*) a mis en cause Bank of Nova Scotia, Barclays plc, Deutsche Bank AG, HSBC plc et Société Générale SA pour des allégations de manipulation des prix sur le marché de l'or. La plainte déposée comprend diverses allégations, dont la suivante :

Le PM Fixing [fixation du prix dans l'après-midi] est aligné sur l'ouverture du marché de New York, et spécifiquement sur la bourse des matières premières (COMEX) sur laquelle sont négociés les contrats à terme sur l'or et d'autres contrats sur produits dérivés... Les éléments de preuve d'ordre économique et autre montrent sans équivoque que les prévenus ont cherché à éviter les incertitudes et les risques associés au marché des dérivés sur or (c'est-à-dire les risques que le marché évolue de façon défavorable pour la position à découvert détenue par l'un des défendeurs) en s'accordant pour manipuler le PM Fixing par des agissements répétés visant à réprimer artificiellement le prix de l'or.

La plainte est désormais entre les mains du juge de district. Les accusations sont étayées par de nombreuses données statistiques, semblables à celles produites lors des poursuites engagées avec succès à l'encontre de la manipulation du Libor. Les prévenus ont déposé une requête en irrecevabilité ; le juge décidera dans les prochains mois du déroulement ou non de la procédure. Si le procès a lieu, nous espérons qu'il permettra d'appeler d'importants participants à la barre des témoins. Toutefois, si l'on devait en arriver là, il est possible que les prévenus proposent un règlement à l'amiable pour éviter toute révélation gênante, ce qui serait décevant.

Quelle que soit l'issue du litige, nous pensons que la surveillance rigoureuse menée par les organismes de contrôle en Allemagne, en Suisse et au Royaume-Uni (FCA), ainsi que ces poursuites en justice, ont déjà provoqué un changement dans le comportement des *bullion banks* et d'autres établissements impliqués dans la manipulation des prix. Deutsche Bank, par exemple, s'est retirée du négoce des métaux précieux. Dans d'autres



Tocqueville Asset Management L.P.

cas, la surveillance juridique, tant interne qu'externe, des activités de négoce des métaux précieux se traduira très vraisemblablement par une diminution de la participation d'un grand nombre de ces établissements.

Pour les investisseurs, la question primordiale est de savoir quelles pourraient être les conséquences de ces changements sur les futurs prix de l'or. À court terme, nous pensons que ces agressions sur les prix menées par l'offre d'or synthétique seront moins fréquentes et moins intenses. Si nos prévisions se confirment, le marché de l'or devrait, à terme, paraître moins dangereux et peut-être moins mystérieux pour ceux qui souhaitent adopter des positions longues. À plus long terme, nous pensons que la présence réduite des établissements occidentaux sur les marchés des métaux précieux, et de l'offre d'or synthétique dans laquelle ils se spécialisent, permettra à l'équation très haussière entre l'offre et la demande en faveur des métaux physiques de se refléter dans le prix. Si ce changement se produit de concert avec une diminution du rôle de monnaie de réserve joué par le dollar US (une perspective assurément souhaitée par les pays BRIC et d'autres économies en développement), l'or jouera un rôle élargi et le cours de l'or en dollar en bénéficiera. La situation idéale pour l'or serait que ces changements structurels sur le marché de l'or se produisent en conjonction avec une perte de confiance envers les banques centrales.

Valeurs minières

Si l'or s'est maintenu en 2014, cela n'a pas été le cas des valeurs minières. Bien que notre indice de référence XAU ait progressé de 20,60 % au premier semestre, ces gains ont été plus qu'effacés au second semestre ; sur l'année, l'indice a reculé de 17,29 %. Toutefois, l'indice ne dresse pas un tableau complet de la situation. Un grand nombre de nos positions ont enregistré des gains honorables durant l'année et, dans l'ensemble, les portefeuilles de nos clients ont surperformé l'indice dans des proportions non négligeables.

Parmi les facteurs positifs pour le secteur minier figurent la baisse des coûts (le pétrole étant un intrant important) et une meilleure discipline en matière d'affectation des capitaux. Scotiabank estime que chaque baisse de 1 dollar du prix du baril de pétrole se traduit par une baisse de 1 dollar l'once en coûts directs. À lui seul, l'impact du pétrole équivaldrait donc à une réduction d'environ 7 % des coûts de production à l'échelle mondiale. En outre, la vigueur du dollar US a également une incidence positive sur les coûts dans la mesure où la majorité de l'or mondial est produit hors des États-Unis. À eux seuls, ces deux facteurs devraient selon nous se traduire par une baisse de 10 % des coûts directs à l'échelle mondiale pour l'année à venir. Les avantages liés aux programmes de réduction des coûts, y compris les vastes réductions d'effectifs engagées en 2013 et 2014, devraient se faire sentir dès 2015.

À moyen terme, l'offre minière devrait diminuer (dans l'hypothèse d'une stagnation du cours de l'or), ce qui devrait être favorable au prix de l'or. Le secteur traverse une période de réévaluation et de restructuration qui a débuté fin 2013. De nombreux PDG récemment nommés ont pour principal mandat d'améliorer le rendement du capital investi. Bien entendu, certaines sociétés y parviendront mieux que d'autres. Dans l'ensemble, nous devrions assister à un mouvement de cessions, fusions et acquisitions et à une amélioration des bilans.

Une bonne partie de notre réussite l'an passé provient de notre exposition aux sociétés titulaires de redevances aurifères. Leur activité prospère durant les périodes de pénurie de capitaux pour les sociétés d'extraction d'or. En outre, plusieurs de nos positions importantes ont ajouté de la valeur grâce à l'avancement de projets de construction de mines ou par le biais d'acquisitions pertinentes. Enfin, l'une de nos plus importantes positions,



Tocqueville Asset Management L.P.

Osisko Mining, a été rachetée par Agnico Eagle et Yamana. La partie résiduelle de la société d'origine a été réorganisée sous forme de société de redevances et reste une position importante.

Il est essentiel de se rappeler que le secteur minier aurifère n'est pas monolithique. Certaines entreprises sont bien gérées et sont capables de créer de la valeur malgré les difficultés rencontrées par le marché de l'or ces dernières années. D'autres semblent en revanche détruire la valeur d'une année à l'autre. Bien évidemment, notre stratégie consiste à concentrer nos positions sur ces entreprises qui ajoutent de la valeur pour les actionnaires durant les périodes difficiles, indépendamment du prix de l'or. Lorsque les conditions du marché de l'or s'amélioreront, nous pensons que nos positions de base afficheront des performances en rapport avec le prix de l'or et avec nos indices de référence.

Avec mes meilleurs vœux pour une année 2015 prospère !

Cordialement,

John Hathaway
Gérant de portefeuille et Senior Managing Director
© Tocqueville Asset Management L.P.
14 janvier 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.