



*Tocqueville Asset Management L.P.*

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

Premier trimestre 2014

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

“Tocqueville Gold Strategy

First Quarter 2014 Investor Letter”

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

L'or et les actions des exploitants de mines d'or se sont redressés au premier trimestre : le métal jaune a progressé de 6,5 % et les actions des producteurs (XAU) de 8,7 % (au 31 mars). Nous pensons que les métaux précieux ont atteint un plus bas et cherchent à se stabiliser après la correction marquée de plus de deux ans débutée en août 2011. Il est impossible de dire si les prix vont continuer à évoluer de manière hésitante après ce point bas ou s'ils vont repartir brutalement à la hausse si un événement exogène venait à attiser les risques systémiques persistants qui se sont accumulés depuis la crise financière de 2008.

Nous observons que de nombreux investisseurs qui comprennent les enjeux du secteur, et qui s'y sont exposés pour miser sur les dévaluations potentielles des devises, ont été effrayés par les performances négatives de ces deux dernières années et attendent donc patiemment un point d'entrée plus intéressant. Parallèlement, nous avons constaté l'arrivée d'investisseurs contrariants adeptes du style value qui voient les actions des producteurs d'or comme un support peu onéreux permettant de protéger le capital en cas de violente correction des actions en particulier et des marchés financiers en général. Nous sommes relativement convaincus que les performances positives des marchés actions ces deux dernières années ont empêché la résurgence des flux de capitaux vers les métaux précieux. Un repli des actions pourrait donc fait office de catalyseur et doper le prix de l'or et les actions des exploitants de mines de métaux précieux.

La configuration actuelle de l'offre et de la demande devrait se traduire par une hausse des prix de l'or. Aux prix actuels, aucun exploitant de mines sensé ne souhaiterait lancer des programmes de construction de mines. Nous tablons donc sur une contraction de l'offre dans les années à venir, en particulier après 2015. Compte tenu des délais nécessaires à la construction de nouvelles mines et même en cas de hausse modeste des prix de l'or, l'offre pourrait être limitée jusqu'à la fin de la décennie en cours. L'évolution de la demande, notamment celles des particuliers asiatiques et éventuellement des banques centrales, semble robuste. Les flux d'or à destination de la Chine continuent à enregistrer des records et la consommation - essentielle - du sous-continent indien demeure solide. Trop conscient des risques baissiers inhérents à leur exposition de 4000 milliards de dollars à la devise américaine, le gouvernement chinois est très probablement en train d'accumuler en toute discrétion de l'or physique en guise de couverture. Les réserves des banques centrales n'ont fait l'objet d'aucune communication officielle depuis 2009. Si les autorités chinoises continuent à accumuler des réserves, le pays a pu profiter pleinement de la baisse des prix de ces deux dernières années, mais leurs intentions restent confidentielles.

En cas de redressement de la demande des investisseurs occidentaux après deux ans de désengagement, l'impact pourrait être explosif en raison des tensions pesant déjà sur l'offre. Bien que les arguments justifiant un rebond des prix soient difficilement explicables, et même quasiment inconcevables d'après



*Tocqueville Asset Management L.P.*

le consensus des spécialistes, ce scénario n'en semble pas moins inévitable. La situation ressemble beaucoup à celle de 1999, année où le marché de l'or avait atteint un plus bas.

Selon nous, la structure du marché de l'or va sensiblement évoluer en 2014 et ces changements, peu corrélés aux facteurs macroéconomiques, vont probablement attirer des flux de capitaux. Ces changements seront initiés dans un premier temps par des enquêtes menées les autorités réglementaires en Allemagne et au Royaume-Uni sur d'éventuelles manipulations des prix par les bullion banks (Banques membres de la London Bullion Market Association) généralement des banques d'affaires) concernant le mécanisme de fixation des prix de l'or sur le marché londonien. Ces enquêtes ont donné lieu à des poursuites de la part de plaignants s'estimant lésés par la manipulation des prix et cherchant à se faire dédommager. Nous pensons que de nombreux autres procès pourraient suivre. Ces poursuites pourraient entraîner la révélation des pratiques des bullion banks. Cela fait des années que des soupçons existent concernant des manipulations des cours et des pratiques collusoires. L'entrée en lice des autorités de réglementation et des tribunaux, susceptible de révéler au grand jour des pratiques opaques, vont selon nous dans le bon sens.

En réaction aux difficultés de ces deux dernières années, les exploitants de mines d'or ont réduit leurs coûts et se sont engagés à reverser du capital à leurs actionnaires. Déçus par les performances financières, par la complaisance en matière de discipline financière et le manque d'égard dont ils ont fait l'objet, les actionnaires ont poussé de nombreuses équipes de direction vers la sortie. Beaucoup parmi les nouvelles directions ont fait le serment de ne pas lancer de programmes fastueux et risqués qui, par le passé, avaient entraîné une importante dilution des intérêts des actionnaires. Même une hausse modeste des prix de l'or permettrait une génération de cash susceptible de surprendre agréablement les investisseurs.

Nos critères de sélection d'actions pour notre portefeuille intègre une analyse approfondie de la crédibilité des promesses des équipes dirigeantes en matière de création de valeur actionnariale sans dilution. En outre, nous suivons très attentivement l'impact potentiel des risques géographiques et politiques sur la qualité des actifs. A l'heure où nous rédigeons, la guerre pour le rachat d'Osisko Mining témoigne selon nous du bien-fondé de nos travaux complets de due diligence et de notre approche ultra-sélective pour construire notre portefeuille.

Nous sommes reconnaissants de votre soutien en tant qu'investisseurs et clients et nous nous tenons à votre disposition si vous avez des questions ou des commentaires.

Cordialement,  
John Hathaway  
Gérant de portefeuille et Senior Managing Director  
© Tocqueville Asset Management L.P.  
April 10, 2014

*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*



*Tocqueville Asset Management L.P.*

*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.*