

*“Things are going to slide,  
slide in all directions  
Won't be nothing  
Nothing you can measure anymore”  
Leonard Cohen, The Future, 1992*

L'effet le plus significatif que nous observons depuis que les banques centrales se sont transformées en acteurs de référence sur les marchés financiers est certainement la perte progressive de toute référence de valeur.

Quel peut être dans le contexte, né en 2009, le vrai prix, ou la vraie valeur, d'un actif financier ? Dans le monde « pré-crise de 2008 » la réponse à cette question semblait simple. Des décennies de recherche fondamentale et qualitative ont donné lieu à une riche littérature sur ce sujet.

Qu'en est-il dans l'ère de taux négatifs qui s'ouvre et qui risque de durer ? Comment les gérants que nous sommes nous adaptons-nous pour protéger vos investissements ?

#### LE PIEGE DES TAUX NEGATIFS

La première dislocation des prix a été observée, avec une certaine complaisance de la part des investisseurs et des hommes politiques, sur les taux des émissions obligataires. Les interventions des banques centrales ont bénéficié fortement aux pays « refuges » comme les Etats-Unis, la France, l'Allemagne et, plus tardivement avec les « Abenomics », au Japon. Ce mouvement a fini par rendre possible une aberration : les taux d'emprunts négatifs. Sur le long terme, loin d'être une aubaine, c'est un piège duquel les banquiers centraux auront beaucoup de mal à nous sortir.

Les soubresauts, politiques et financiers, conséquence du vote des anglais en faveur d'une sortie de l'Union Européenne et les défis posés par la situation désastreuse des banques italiennes continueront à plaider pour une poursuite des politiques accommodantes et un maintien du *statu quo* sur les taux.

Cette nouvelle donne a une conséquence importante à la fois pour les investisseurs professionnels et pour l'épargnant : pendant longtemps, la sélection d'un véhicule d'investissement a tenu compte des performances passées, réalisées dans un contexte de baisse des taux longs, un cycle vieux de 30 ans aux États-Unis. Or, plus que jamais ces performances passées ne sont plus un indicateur fiable des performances futures. Ceci est en particulier vrai pour les gestions dites flexibles ou diversifiées, dont les résultats ont fortement bénéficié des performances des poches obligataires.

Chez Tocqueville Finance, les gérants de **Tocqueville Olympe Patrimoine**, fonds diversifié défensif, ont anticipé la nécessaire adaptation à ce contexte et œuvré à une plus large diversification des moteurs de performance, au-delà du seul moteur obligataire, tout en maintenant scrupuleusement le profil défensif du portefeuille.

#### L'OR : MATIERE PREMIERE OU DEVISE ?

L'arme bien éprouvée de la dévaluation de la devise pour relancer l'économie a une limite : la dévaluation perd tout son intérêt lorsque toutes les grandes économies se prêtent au jeu ! Les politiques monétaires accommodantes

expérimentées à l'échelle globale ont généré de forts mouvements de balanciers des devises bénéficiant tantôt aux uns, tantôt aux autres, tandis que les dirigeants des grandes économies récusaient toute volonté de déclencher une guerre des monnaies.

Or, quelle est la valeur d'une monnaie lorsque les taux longs sont proches (ou en dessous) de zéro et que la banque centrale adopte une politique agressive de création de liquidités ?

Et si après de longues années d'absence, l'or reprenait son rôle de juge de paix et nous permettait de répondre à cette question ? Actif réel par excellence, ce rôle est resté incontestable pendant des millénaires, jusqu'au début du système des changes flottants (1971). Depuis, certains continuent à le considérer comme une valeur refuge, notamment dans un environnement marqué par une abondance de liquidités et la perte de confiance dans les banques centrales. L'or reste ainsi une valeur refuge lors des pics d'aversion au risque.

Il est intéressant de constater que la hausse de l'or en 2016, n'a pas été accompagnée, contrairement aux idées reçues, par une baisse du dollar (-2,26% contre l'euro sur la période...). En revanche, l'once d'or s'est appréciée contre toutes les devises majeures : +24% contre le dollar, +21,6% contre l'euro, +37,9% contre la livre sterling, +6,4% contre le yen et enfin +21,1% contre le franc suisse...

Dans les périodes récentes de fortes baisses des marchés d'actions, les valeurs minières ont bénéficié de la solide santé de l'once d'or et enregistré des hausses significatives, confirmant l'intérêt de cet investissement de décorrélation et de couverture.

Lancé en 2008, **Tocqueville Gold** permet à Tocqueville Finance d'apporter une réponse aux besoins de diversification des investisseurs institutionnels et épargnants. En ligne avec la philosophie de stock picking de Tocqueville Finance, ce fonds bénéficie pleinement du nouveau cycle haussier de l'or, amplifié par le levier opérationnel propre aux valeurs minières aurifères.

## LES VERTUS INTACTES DE L'INVESTISSEMENT EN ACTIONS

Après un plus bas en mars 2009, les principaux indices américains et européens ont connu une hausse impressionnante de +212% (S&P500 en dollar) et de +107% (MSCI Europe en euro) qui pourrait facialement ressembler à une bulle.

Heureusement, la diversité à la fois en termes de pays et de secteurs laisse à l'investisseur averti une large marge de manœuvre pour exercer son savoir-faire et son discernement. Toutefois, si nous ne pouvons pas ignorer que ce long rally (mars 2009 – août 2015) est dû en partie à l'abondance de liquidités générées par les banques centrales, les différences de comportements entre secteurs, et parfois entre valeurs de même secteur, permettent de constater que les vertus de l'analyse fondamentale sont loin d'être obsolètes : les valeurs des sociétés cotées continuent à réagir, favorablement ou défavorablement, à des éléments aussi basiques que les attentes de résultats, les carnets d'ordres et les plans stratégiques formulés par leurs dirigeants.

Aussi, une vraie discrimination se fait entre les valeurs domestiques, moins sensibles aux aléas externes mais tributaires de la santé économique de leur pays d'activité, et les valeurs exportatrices, exposées plus fortement à la situation macro-économique, voire géopolitique. Ceci a été bien illustré lors de la baisse des indices au lendemain du vote des britanniques.

Conscients de cette réalité, nous avons constamment maintenu une politique d'allocation équilibrée entre valeurs défensives et cycliques dans nos portefeuilles. Tenant compte des incertitudes post-Brexit, nous avons pris la décision

de réduire, en fonction du profil des différents portefeuilles, les valeurs trop cycliques et les financières afin de nous concentrer sur les plus fortes convictions en portefeuille. Nous nous concentrons parallèlement sur les valeurs fortement globalisées et « dollarisées » qui devraient mieux se comporter dans ce contexte. Nous préférons rester prudents en attendant les prochaines publications de résultats et d'enquêtes économiques.

Nos investisseurs savent qu'ils peuvent compter sur le savoir-faire de Tocqueville Finance, fondé sur la connaissance des sociétés et la sélection soignée des titres, qui constitue une sécurité dans les phases de marché houleux.

Les fonds de Tocqueville Finance ont su traverser les tempêtes, en prouvant l'efficacité de leur modèle de gestion. Les navigateurs expérimentés savent qu'il faut du vent pour accrocher les meilleures performances. Le vent est arrivé...

**Michel SAUGNE**  
Directeur Adjoint de la Gestion Collective

**Maroun JALKH**  
Directeur Commercial Clientèle Institutionnelle

### GAMME & PERFORMANCES AU 30 JUIN 2016

jeudi 30 juin 2016

		MTD	YTD	2015	1y	3y	5y	10y	Création
<b>Europe</b>	<b>Tocqueville Value Europe</b>	Fonds -6,8%	-5,0%	21,4%	-4,7%	39,1%	57,5%	47,5%	123,6%
		MSCI Europe -4,3%	-7,2%	8,2%	-11,0%	24,0%	37,3%	33,8%	24,6%
	<b>Tocqueville Ulysse</b>	Fonds -4,9%	-8,2%	12,8%	-8,9%	23,3%	0,5%	12,9%	875,0%
		Euro Stoxx -6,1%	-9,4%	10,3%	-11,5%	25,1%	24,4%	17,7%	248,4%
<b>Thématiques</b>	<b>Tocqueville Megatrends</b>	Fonds -4,3%	-8,6%	19,5%	-7,2%	22,8%	19,9%	12,3%	28,3%
		Stoxx Europe 600 -4,8%	-7,8%	9,6%	-10,9%	25,6%	39,7%	36,1%	59,9%
	<b>Tocqueville Dividende</b>	Fonds -6,3%	-8,2%	12,9%	-8,3%	19,2%	9,8%	3,1%	106,4%
		MSCIEN Europe -4,3%	-7,2%	8,2%	-11,0%	23,9%	23,4%	16,8%	18,4%
	<b>Tocqueville Odysée</b>	Fonds -8,8%	-10,7%	17,2%	-9,5%	35,1%	24,2%	37,3%	153,7%
		CAC 40 -5,5%	-6,6%	10,9%	-9,2%	21,8%	21,3%	14,8%	115,6%
	<b>Tocqueville PME</b>	Fonds -5,2%	-1,1%	27,8%	9,0%				36,3%
	CAC Small -4,8%	-6,3%	28,7%	1,9%				33,7%	
<b>Diversifié défensif</b>	<b>Tocqueville Gold</b>	Fonds 22,1%	82,9%	-17,5%	49,1%	47,2%	-30,5%		64,0%
		XAU 21,2%	110,7%	-26,5%	55,2%	27,0%	-36,9%		4,1%
<b>Amérique du Nord</b>	<b>Tocqueville Olympe Patrimoine</b>	Fonds -1,6%	-2,2%	3,2%	-3,2%	8,2%	11,2%		23,5%
		Eonia capitalisé 0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,6%		5,5%
	<b>Tocqueville Value Amérique</b>	Fonds -1,5%	-7,7%	5,8%	-5,6%	32,0%	65,6%	61,2%	156,8%
		S&P 500 0,3%	1,5%	13,1%	4,3%	63,2%	129,9%	133,4%	148,7%

*Les performances passées ne sont pas représentatives des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps*

Ce document est strictement confidentiel et à usage exclusif des professionnels. Il ne peut être reproduit, communiqué, ou publié, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable et écrite de Tocqueville Finance S.A.. Il ne saurait être interprété comme un engagement contractuel ou précontractuel de la part de Tocqueville Finance S.A. Il est produit à titre purement indicatif et peut être modifié à tout moment sans préavis.

Les informations/analyses contenues dans ce document, notamment les informations chiffrées, sont issues en partie de sources externes considérées comme dignes de foi. Toutefois, Tocqueville Finance S.A. ne saurait garantir le caractère complet, exact et à jour de ces informations/analyses.

Tocqueville Finance S.A. attire l'attention de l'investisseur sur le fait que les performances passées présentées sont basées sur des chiffres ayant trait aux années écoulées et ne sauraient présager des performances futures. Elle ne garantit, par ailleurs et d'aucune manière, les performances courantes ou futures des fonds cités dans ce document

Il est rappelé ici que tout investissement financier en actions comporte des risques (des risques actions et de marché, un risque de liquidité, un risque lié à la gestion discrétionnaire, un risque de perte en capital et un risque de change) pouvant se traduire par des pertes financières. Dès lors, Tocqueville Finance S.A. recommande, préalablement à tout investissement, au destinataire du présent document de lire attentivement le DICI et prospectus des fonds cités qui sont tenus disponibles gratuitement à son siège social sis 34 rue de la Fédération, Paris 75015 ou sur son site internet [www.tocquevillefinance.fr](http://www.tocquevillefinance.fr) et de s'assurer qu'il dispose de l'expérience et des connaissances nécessaires lui permettant de fonder sa décision d'investissement, notamment au regard de ses conséquences juridiques et fiscales.

Les parts de fonds ne peuvent être proposées que dans des juridictions dans lesquelles leur commercialisation et leur promotion sont autorisées. Les informations figurant sur ce document ne constituent, en aucune façon, une offre de vente ou une sollicitation, directe ou indirecte, en vue de la souscription d'instruments financiers et d'unités de compte s'agissant de l'assurance-vie ; notamment sur le territoire des Etats-Unis d'Amérique ou auprès de personnes résidents américains ou encore par des ressortissants de certains pays dont notamment les Etats-Unis d'Amérique.

Echelle de risque, les fonds Tocqueville Finance sont notés sur une échelle de 1 à 7. Les données historiques, telles que celles utilisées pour calculer cet indicateur synthétique, pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur de l'OPCVM. Il n'est pas certain que la catégorie de risque et de rendement affichée demeure inchangée et le classement de l'OPCVM est susceptible d'évoluer dans le temps. Une possibilité élevée de gain comporte aussi un risque élevé de perte. La classe de risque du fonds ne permet pas de garantir le capital ; la classe "1" signifie que le capital est exposé à de faibles risques mais que les possibilités de gains sont limitées. Elle n'est pas synonyme d'investissement sans risque.

- Tocqueville Olympe Patrimoine : 3/7
- Tocqueville Value Europe, Tocqueville Dividende : 5/7
- Tocqueville Ulysse, Tocqueville Odyssee, Tocqueville PME, Tocqueville Megatrends et Tocqueville
- Value Amérique : 6/7
- Tocqueville Gold : 7/7

**PARIS**  
**Tocqueville Finance S.A.**

34, rue de la Fédération  
75015 Paris – France

Agrément AMF n° GP 91-12  
Enregistrée à l'ORIAS n° 07 035 215

Tél. : +33 (0) 1 56 77 33 00  
[www.tocquevillefinance.fr](http://www.tocquevillefinance.fr)

**NEW YORK**  
**Tocqueville Asset Management LP**

40 W.57th St- 19th floor  
New York, NY 10019 – USA

Agrément SEC n° 801-36209

Tél. : +1 (212) 698 0800  
[www.tocqueville.com](http://www.tocqueville.com)