

*“And in the master's chambers,  
They gathered for the feast  
They stab it with their steely knives,  
But they just can't kill the beast”  
Eagles, Hotel California, 1976*

## TO HIKE OR NOT TO HIKE...

Depuis près de 6 mois, nous assistons au spectacle surprenant de la Banque Fédérale américaine qui s'évertue à trouver le bon *timing* et la méthode adéquate pour remettre sa politique monétaire sur une trajectoire normale. Si le *tapering*, ou la fin dégressive des achats d'obligations par la Fed, a pu être mené à son terme, il s'avère toutefois que le pilotage d'une sortie des interventions successives et inédites (par leur ampleur et par leur durée) sur les taux d'intérêts soit beaucoup plus compliqué à gérer...

Une fois échappés de leur lampe magique, comment se débarrasser des (bons ou mauvais) génies du ZIRP ou du NIRP qui se répandent sur la planète économique et financière ? La bête est, sans surprise, plus dure à dompter et c'est bien là le plus grand défi auquel resteront confrontées les politiques monétaires dans le monde. Cette situation est d'autant plus aggravée par l'absence de résultats fortement probants : les objectifs de taux de croissance et de taux d'inflation (notamment en Europe et au Japon) sont loin d'être atteints, l'expérience japonaise *post-Abenomics* laisse perplexe et le taux de chômage reste globalement supérieur à celui d'avant crise.

Après avoir longuement applaudi les politiques exceptionnelles lancées dès 2008 par la Fed (imitée par la BCE, la BoJ et la BoE), les investisseurs se demandent maintenant comment cette expérimentation va se terminer...

Même si le sujet d'un potentiel retournement économique aux Etats-Unis (dont l'économie a bénéficié de près de 7 années d'expansion - le PIB américain a crû, en cumulé, de 26,3% entre début 2009 et fin 2015) n'est pas immédiatement à l'ordre du jour, les investisseurs peuvent raisonnablement ressentir une certaine inquiétude face à la perte de marge de manœuvre par la Fed.

Si, ailleurs, les interventions lancées plus tardivement ne suscitent pas encore ces mêmes inquiétudes, gageons que ces questions surgiront dans un futur plus ou moins proche.

## LE PANORAMA ECONOMIQUE MANQUE DE RELIEF

Justement, où se situent les économies des différentes grandes zones développées ?

Tout d'abord, notons le grand acquis du dernier G20 qui a acté l'accalmie dans la guerre (certes non déclarée mais néanmoins réelle) des changes. La baisse de la volatilité des devises sera un signal positif pour les investisseurs.

Les Etats-Unis semblent tenir le choc, en dépit des effets de la baisse du prix du pétrole sur l'industrie du gaz de schiste. Pour le moment les indicateurs d'activité industrielle, de consommation et de l'immobilier rassurent et laissent entrevoir une croissance pour 2016, autour de 2%. Naturellement, ceci a un effet positif sur le marché de l'emploi américain, qui reste un des plus dynamique des économies développées. Toutefois, à l'instar de la Fed, il convient d'être vigilant face aux impacts négatifs qui pourraient venir du ralentissement de l'économie mondiale. La question lancinante est surtout de déterminer à quel point du cycle sommes-nous ? La durée de la reprise économique actuelle pourrait indiquer que nous sommes en fin de cycle, mais le maintien des mesures monétaires accommodantes est de nature à le prolonger... jusqu'à quand ?

Achévé de rédiger le 7 avril 2016. Ce document est destiné exclusivement aux investisseurs professionnels. Les informations représentées ne sauraient être interprétées comme un engagement contractuel ou précontractuel de la part de Tocqueville Finance S.A. Le document est produit à titre purement indicatif et peut être modifié à tout moment sans préavis. L'investissement dans les produits financiers comporte un risque de perte partielle ou totale du capital investi. L'investisseur doit se référer au prospectus du fonds avant toute décision d'investissement. Les Prospectus sont disponibles auprès de Tocqueville Finance S.A. ou sur le site [www.tocquevillefinance.fr](http://www.tocquevillefinance.fr). Les performances des indices actions sont présentées dividendes nets réinvestis, hormis l'indice XAU qui est présenté dividendes non réinvestis et l'indice CAC Small qui est indiqué dividendes réinvestis. Les performances passées ne sont pas représentatives des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Concernant l'Europe, la BCE anticipe une croissance légèrement en deçà du niveau prévu (1,4% versus 1,7% initialement) pour 2016, ce qui justifie l'agressivité de Mario Draghi. Surtout, c'est l'inflation qui fait défaut, en dépit des mesures passées. Ceci constitue une vraie mauvaise surprise, compensée par la bonne tenue de la consommation, la stabilisation des indices de confiance de l'industrie manufacturière et la poursuite, hors France, de la baisse du chômage. Par ailleurs, deux éléments complémentaires encourageants viennent compléter le tableau : la reprise, certes timide mais réelle, du crédit et la fin des politiques budgétaires dont la rigueur a constitué un frein à la croissance.

Le Japon présente un panorama mitigé, voire décevant, à la lumière des interventions spectaculaires de la BoJ : programme d'achats d'actifs de 80.000 milliards de yens par an, soutien direct aux crédits bancaires, achats de 3.000 milliards par an de fonds d'actions indiciels, hausse de 5% à 10% de la part de détention par la banque centrale de fonds immobiliers et, cerise sur le gâteau, adoption de taux négatifs à partir de janvier 2016... Dans ces conditions, il n'y a pas grand enthousiasme à observer les perspectives de croissance modérée, l'inflation atone et le recul de l'investissement. Seul répit observé : le chômage à 3,3% après lissage, au plus bas depuis 20 ans.

## L'OR RETROUVE SES VERTUS D'ACTIF DE DIVERSIFICATION

Face au contexte économique sans grand relief, toute prise de conscience de risque avéré ou potentiel provoque instantanément des réactions boursières violentes. Ce constat est également vrai pour les taux, souverains et Corporate. La volatilité est redevenue un paramètre auquel investisseurs et épargnants doivent faire face. Dans ce contexte, l'or a dans un premier temps repris un comportement haussier, l'once enregistrant une appréciation en US dollar au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2016 de 16,1%. Le plus surprenant pour les *Gold bugs* a été de constater que la relative normalisation des indices actions en mars (+0,7% pour le CAC40, +1,0% pour le MSCI Europe et +6,6% pour le S&P500) et la stabilisation temporaire du pétrole n'ont pas été de nature à faire régresser le prix de l'once.

En considérant que cet actif représente une sorte de couverture contre certains risques extrêmes (hyperinflation, dépression économique, crash financier systémique, tensions géopolitiques, etc.), quelle conclusion pouvons-nous tirer du rallye constaté depuis plusieurs mois ? Si l'or joue le rôle actuellement de « lampe Davy » en alertant les investisseurs de l'imminence d'un risque, quel est ce risque ?

Il semblerait que plusieurs facteurs viennent expliquer le regain de valeur de l'or : premièrement, comme toute ressource naturelle, l'or dispose d'un prix charnière en-dessous duquel la production cesse d'être viable. Il est probable que ce prix ait été atteint autour de \$1.050. En deçà les compagnies minières perdent de l'argent et stoppent toute activité de prospection et de développement. Logiquement, ceci a un impact sur les perspectives de production future et tend à stabiliser les prix à un niveau plus élevé. Sans oublier que le prix d'équilibre pour le lancement d'une nouvelle mine est aujourd'hui estimé à \$1.600. Sur le long terme, un prix trop bas n'est pas soutenable. Ces paramètres étaient déjà vrais il y a une ou deux années. Ils n'expliquent donc pas totalement le comportement récent des prix de l'once. La principale nouveauté réside dans ce que nous décrivions dans le préambule de cette lettre : une baisse progressive de la confiance dans l'omniscience et la toute puissance des banques centrales. Seul Mario Draghi conserve encore (pour combien de temps encore ?) son habit de super héros. A ceci s'ajoute le contexte plus large de difficultés de certains émergents, les risques géopolitiques et les interrogations persistantes sur le secteur financier en Europe (les NPL en Italie représentent près de 25% du PIB...) et en Chine.

Après avoir perdu de son intérêt pendant quelques années, l'or est bien positionné pour reprendre sa place d'actif de diversification dans les portefeuilles des investisseurs avisés.

## ORIENTATION DE NOTRE GESTION

Le mois de mars est venu nous conforter dans nos choix de positionnement de nos portefeuilles. Le maintien d'un équilibre entre valeurs défensives et cycliques nous a permis de résister dans la phase de baisse des 2 premiers mois sans obérer notre capacité à surperformer nos indices actions à la hausse au cours du dernier mois.

La lisibilité de l'économie et des marchés sur les mois à venir restant faible, nous maintenons cette politique d'allocation équilibrée. En qualité de gérants actifs et stock-pickers, nous continuerons à tirer profit de la volatilité et des opportunités qu'elle peut créer, en nous focalisant sur les sociétés dont les valorisations sont attractives sur le long terme. En même temps, nous pourrions être amenés à augmenter prudemment l'exposition sur les thèmes les plus cycliques.

## GAMME & PERFORMANCES AU 31 MARS 2016

jeudi 31 mars 2016

			MTD	YTD	2015	1y	3y	5y	10y	Création
Europe	Tocqueville Value Europe	Fonds	3,6%	-2,7%	21,4%	-0,5%	42,5%	60,9%	44,4%	128,9%
		MSCI Europe	1,3%	-7,1%	8,2%	-13,7%	22,1%	37,9%	30,1%	24,8%
	Tocqueville Ulysse	Fonds	3,4%	-6,6%	12,8%	-9,9%	27,9%	5,2%	10,3%	892,0%
		Euro Stoxx	2,8%	-6,6%	10,3%	-13,1%	31,3%	30,9%	18,3%	259,1%
Thématiques	Tocqueville Megatrends	Fonds	1,9%	-7,1%	19,5%	-5,6%	26,3%	18,8%	10,7%	30,3%
		Stoxx Europe 600	1,4%	-7,2%	9,6%	-12,8%	24,7%	41,1%	33,1%	61,1%
	Tocqueville Dividende	Fonds	3,0%	-6,3%	12,9%	-8,2%	22,7%	13,0%	3,3%	110,6%
		MSCIEN Europe	1,3%	-7,1%	8,2%	-13,7%	26,7%	26,3%	14,1%	18,6%
	Tocqueville Odysée	Fonds	6,1%	-8,1%	17,2%	-7,9%	41,0%	33,8%	33,7%	161,2%
		CAC 40	0,9%	-5,2%	10,9%	-10,9%	26,1%	25,7%	13,6%	118,8%
	Tocqueville PME	Fonds	3,5%	-2,0%	27,8%	8,3%				35,0%
		CAC Small	3,9%	-4,9%	28,7%	6,8%				35,7%
	Tocqueville Gold	Fonds	1,0%	29,8%	-17,5%	3,7%	-32,2%	-55,2%		16,4%
		XAU	4,0%	46,9%	-26,5%	0,2%	-42,4%	-60,0%		-27,4%
Diversifié défensif	Tocqueville Olympe Patrimoine	Fonds	1,1%	-1,6%	3,2%	-3,3%	8,2%	12,2%		24,1%
		Eonia capitalisé	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,2%		1,0%		5,6%
Amérique du Nord	Tocqueville Value Amérique	Fonds	0,4%	-9,1%	5,8%	-12,8%	31,4%	58,2%	44,8%	153,1%
		S&P 500	2,2%	-3,0%	13,1%	-3,9%	57,4%	116,0%	109,3%	137,8%

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)