

*“Come gather 'round people, wherever you roam
And admit that the waters around you have grown
And accept it that soon you'll be drenched to the bone
(...)For the times they are a-changin'”
Bob Dylan, The Times They Are A-Changin', 1964*

THE NEW... ABNORMAL

Les temps ont bien changé... Il y a quelques années, Bill (Gross) l'avait exprimé de manière bien moins poétique que Bob (Dylan), en 3 syllabes : *New Normal*, rien ne sera plus (jamais ?) comme avant...

Pourquoi ? Les marchés financiers, et de manière générale l'économie, ne répondent plus à la logique de l'analyse fondamentale depuis que la main invisible chère à Adam Smith s'est muée en grosse ficelle permanente tirée par les banques centrales. Ces dernières ont toutes les difficultés du monde à sortir de cette situation, ayant pris le relais des gouvernements qui se battent contre les conséquences (l'endettement) des politiques keynésiennes précipitamment mises en œuvre à l'aube de la crise financière.

Finalement, en lieu et place de *New Normal* ne sommes-nous pas plutôt face à une période anormale ? Ceci pose des défis inédits pour nos économies :

- Une politique de création monétaire effrénée initiée en 2008 et qui se poursuit, certes en ordre dispersé, avec pour conséquence l'apparition des taux obligataires à des niveaux bas, encore inimaginables il y a quelques années. Ceci rend très complexe la gestion de l'épargne longue, pourtant primordiale, pour tous les acteurs impliqués, particuliers et institutionnels.
- Une volatilité de plus en plus marquée sur les actifs risqués. Bien que non visible dans les indicateurs techniques tels que le VIX, les mouvements des actifs risqués dépendent de moins en moins de l'analyse fondamentale et sont de plus en plus sensibles aux discours de politiques monétaires. Ce phénomène est surtout exacerbé par l'amplitude des mouvements observés sur les matières premières, les évolutions du prix du pétrole en étant la part la plus visible.
- Un endettement public excessivement élevé, conséquence des politiques keynésiennes citées plus haut.
- la fin de l'émergence des économies émergentes, dont la contribution à la croissance mondiale décline fortement tandis que chacun de ces pays fait face aux défauts et défis inhérents à son modèle économique. Ces problèmes ont été pendant quelques années masqués par l'abondance créée par les prix des matières premières.
- La croissance des pays développés se retrouve à des niveaux largement sous optimaux, insuffisants pour résorber l'endettement. Surtout, en dépit de tous les moyens déployés, outre l'insuffisance de la croissance, l'absence durable de l'inflation pose un défi majeur : sans PIB nominal élevé (PIB + inflation) comment stabiliser puis inverser le ratio de dette / PIB sans risquer la déflation/ dépression... ?
- Pour la première fois de l'histoire économique moderne, les pays développés se retrouvent sans réserve de munitions en cas de récession ou de crise importante : il sera en effet quasiment impossible de déployer des mesures de relances budgétaires à ces niveaux d'endettement et les politiques monétaires des banques centrales sont au maximum du concevable. Seule l'accélération du rythme de l'arme inépuisable de la planche à billet pourrait constituer un recours ultime peu rassurant...
- Enfin, l'instabilité provoquée par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient démontre tous les jours la complexité, trop souvent occultée, des relations entre l'Europe, les Etats-Unis et la Russie. La croyance que les tiraillements et ambitions de l'Arabie Saoudite, de l'Iran et de la Turquie pourraient ne pas déborder très largement au-delà de leur région est particulièrement naïve.

Il est toutefois remarquable qu'en dépit de tous ces défis, les marchés d'actions conservent une certaine résilience. Si les grands indices ont tout de même grandement effacé à fin février leurs gains de 2015, il n'en demeure pas moins que la fébrilité a fini par se calmer.

LES RAISONS DE GARDER CONFIANCE DANS L'AVENIR

Le stress observé depuis le mois de novembre trouvait principalement ses origines dans deux facteurs : le ralentissement chinois et le décrochage du prix du pétrole. Ces deux éléments ont provoqué la généralisation des craintes :

- aux bilans des sociétés du secteur pétrolier, impactant au delà les banques réputées exposées à ces secteurs,
- aux économies émergentes en général (hors Inde),
- sur la croissance mondiale (révisée à la baisse au passage par l'OCDE et par le FMI) et exacerbé la peur de la déflation.

Depuis, une relative sérénité boursière s'est installée. Sur le plan politique, la volonté affichée par les européens, américains et russes à apaiser les tensions au Moyen-Orient pourrait être un prélude à un accord plus large, éloignant à court terme les risques de dérapage. Parallèlement, le prix du pétrole a commencé à se stabiliser. Cet élément est en effet primordial pour deux raisons : redonner de l'air aux pays producteurs qui en dépendent et permettre à terme un retour de l'inflation tant espérée.

Par ailleurs, les grands argentiers semblent plus sensibles aujourd'hui aux méfaits de la guerre des monnaies et au risque déflationniste que celle-ci représente. Les chinois ont clairement mis un terme à leur politique de dévaluation du Yuan avec en perspective une stabilisation bienvenue des parités monétaires.

Les marchés d'actions devraient bénéficier de la mise en place de ce cercle vertueux et reprendre un comportement plus rationnel.

GOLD REVIVAL

Dans l'environnement décrit ci-dessus, il est intéressant de voir que l'or, malaimé et presque donné pour mort par les anti-« relique barbare » depuis fin 2011, reprend son comportement « normal » de valeur refuge avec une hausse de l'once en euro de 16%. Encore plus surprenant, du moins pour les *Gold bugs*, les valeurs minières aurifères ont non seulement fortement profité de ce retour en grâce (le XAU enregistre une progression en euro de 41,2% à fin février) et ont même très bien résisté dans différentes phases des marchés d'actions.

Depuis mi-2015 et les premiers signes de tensions (cafouillage chinois, tergiversations de la Fed,...), la stratégie d'investissement qui consiste à diversifier une petite partie des investissements sur l'or en couverture de risques extrêmes a clairement fait ses preuves.

LES GRANDS EQUILIBRES ECONOMIQUES RESTENT VALABLES

Si les perspectives des grandes zones économiques restent fondamentalement inchangées, le mois de février n'est pas exempt de surprises. Tout d'abord, la mauvaise nouvelle est venue du FMI et de l'OCDE qui, dans un sursaut, ont révisé les prévisions de croissance mondiale pour 2016 à la baisse, de 3,3% à 3%. Il nous semble toutefois que cet élément est très largement compensé par la bonne nouvelle venue des Etats-Unis : l'écrasante majorité des indicateurs économiques (entre autres les créations d'emploi, la progression des salaires et le chômage) a été supérieure aux attentes.

Ainsi, les Etats-Unis, qui ont repris depuis quelque temps leur rôle de locomotive économique mondiale préalablement tenu par la Chine, résistent malgré le choc subi par leur industrie pétrolière, le dollar fort et le ralentissement du commerce mondial.

ORIENTATION DE NOTRE GESTION

Nous restons confortables avec des portefeuilles qui privilégient un certain équilibre entre valeurs défensives et cycliques.

Compte tenu de la complexité des scénarii qui pourraient se mettre en place, nous n'opérons pas pour autant de grands changements stratégiques ni ne privilégions la prise excessive de risque.

Toutefois, en cohérence avec les facteurs que nous considérons comme positifs cités plus haut, nous sommes fortement vigilants sur les opportunités d'achat et de renforcement de positions sur les sociétés dont les valorisations nous paraissent déraisonnables et qui présentent surtout un profil de risque asymétrique, avec donc une haute probabilité de fort rebond. Ceci s'applique bien entendu en priorité au secteur pétrolier et aux banques.

TOCQUEVILLE FINANCE

GAMME & PERFORMANCES AU 29 FEVRIER 2016

lundi 29 février 2016

		MTD	YTD	2015	1y	3y	5y	10y	Création
Tocqueville Value Europe	Fonds	-0,8%	-6,1%	21,4%	-1,6%	41,1%	52,4%	43,0%	120,9%
	<i>MSCI Europe</i>	-2,2%	-8,3%	8,2%	-13,4%	22,4%	31,4%	31,4%	23,2%
Tocqueville Ulysse	Fonds	-2,4%	-9,7%	12,8%	-10,1%	23,2%	-0,5%	10,8%	859,0%
	<i>Euro Stoxx</i>	-3,0%	-9,2%	10,3%	-12,9%	28,2%	23,6%	20,2%	249,4%
Tocqueville Megatrends	Fonds	-2,3%	-8,8%	19,5%	-5,7%	24,9%	11,8%	12,5%	27,9%
	<i>Stoxx Europe 600</i>	-2,2%	-8,4%	9,6%	-12,5%	25,0%	34,3%	34,4%	58,9%
Tocqueville Dividende	Fonds	-2,5%	-9,0%	12,9%	-8,9%	19,9%	7,6%	4,4%	104,5%
	<i>MSCIEN Europe</i>	-2,2%	-8,3%	8,2%	-13,4%	25,4%	20,9%	17,6%	17,1%
Tocqueville Odyssée	Fonds	-4,2%	-13,4%	17,2%	-11,3%	29,8%	25,7%	30,6%	146,1%
	<i>CAC 40</i>	-1,4%	-6,0%	10,9%	-10,1%	25,4%	20,9%	17,6%	116,9%
Tocqueville PME	Fonds	-1,7%	-5,4%	27,8%	8,4%				30,4%
	<i>CAC Small</i>	-1,2%	-8,5%	28,7%	5,0%				30,6%
Tocqueville Gold	Fonds	28,0%	28,5%	-17,5%	-6,9%	-31,3%	-56,2%		15,2%
	<i>XAU</i>	39,5%	41,2%	-26,5%	-14,3%	-42,6%	-62,3%		-30,2%
Tocqueville Olympe Patrimoine	Fonds	-0,7%	-2,7%	3,2%	-3,7%	6,8%	10,1%		22,8%
	<i>Eonia capitalisé</i>	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	1,1%		5,7%
Tocqueville Value Amérique	Fonds	-1,7%	-9,4%	5,8%	-12,4%	38,4%	52,6%	46,7%	152,2%
	<i>S&P 500</i>	0,2%	-5,0%	13,1%	-3,3%	63,7%	105,9%	103,7%	132,8%

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 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 Odyssée, 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
Fax : +33 (0) 1 56 77 33 95
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