

Lettre aux investisseurs : 1er trimestre 2016

Le cours de l'or en dollars a progressé de 16,14 % au premier trimestre et les actions des compagnies aurifères ont gagné 53,45 % (indice XAU Gold & Silver). Il nous semble que le déclin du secteur de l'or qui dure depuis près de cinq ans est arrivé à son terme et que le métal précieux devrait rebondir pour atteindre des plus hauts historiques. Sur quels arguments notre opinion repose-t-elle ?

1. La guerre menée par les banques centrales à l'encontre de l'épargne et du capital devrait inciter les investisseurs à se tourner vers des actifs sûrs alternatifs, en particulier l'or.
2. Compte tenu de la politique à taux zéro, les obligations ne fournissent plus la même stabilité aux portefeuilles d'actions et les investisseurs pourraient utiliser l'or pour combler cette lacune.
3. L'intensification de la pénurie d'or physique implique que même de faibles afflux de capitaux dans le métal précieux pourraient se traduire par une augmentation très conséquente des cours.

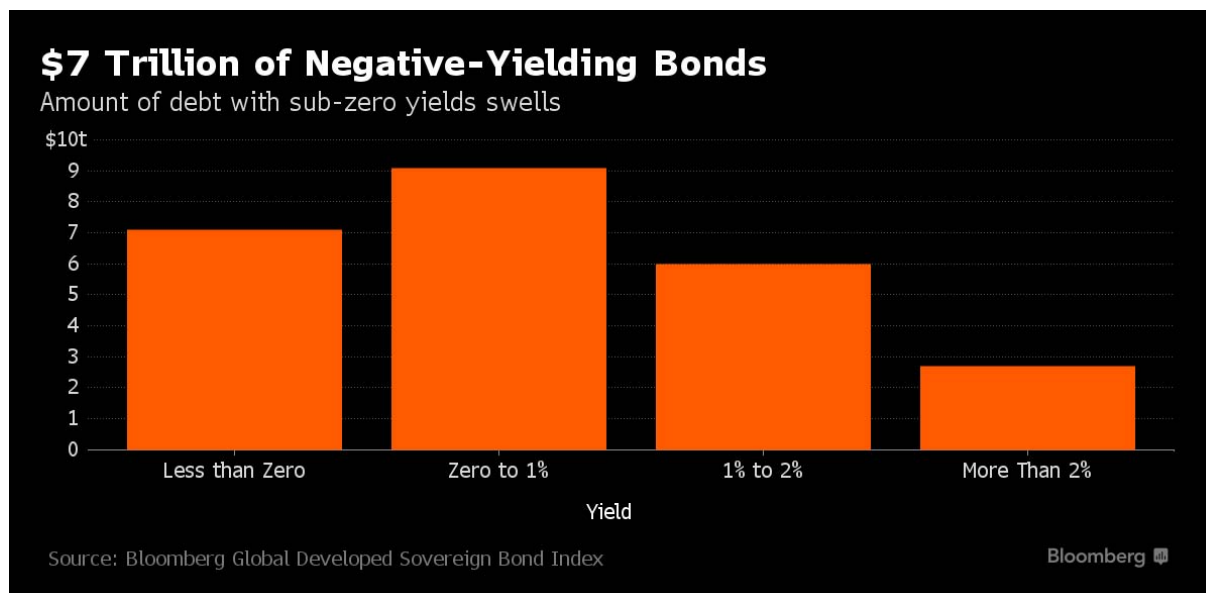
GUERRE MENEÉ CONTRE L'ÉPARGNE ET LE CAPITAL

La Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) se sont fixé un objectif d'inflation de 2 %. L'inflation réduit le pouvoir d'achat de l'argent liquide. Les banques centrales justifient l'utilité de l'inflation par le fait qu'elle encourage les ménages à consommer plutôt qu'à épargner, et ouvrirait donc tout simplement la voie à la croissance économique. Pourtant, l'inflation est l'ennemi juré de l'économie. La dépréciation monétaire nuit à l'épargne ainsi qu'aux sources traditionnelles de constitution de capital.

En attendant de renouer avec l'inflation, la répression financière (ou la politique de taux zéro) constitue l'arme de prédilection des banques centrales. En abaissant les rendements des actifs sûrs, tels que les comptes épargne et les bons du Trésor à durée courte, à des niveaux extrêmement bas, elles obligent les épargnants, les investisseurs et les institutions financières à opter pour des actifs plus risqués, soit des obligations à durée longue, des actions, voire pire. Nous estimons que la tendance haussière des marchés des actions et des obligations de ces sept dernières années est en grande partie due aux mesures de répression financière. Si les investisseurs y trouvent un intérêt, l'économie réelle reste quant à elle atone. La hausse des cours des obligations et des actions de ces dernières années issue de la répression financière sur fond de croissance médiocre signifie que les actifs risqués le sont encore plus qu'auparavant et qu'ils sont plus dépendants que jamais des mesures de relance monétaire.

Les banques centrales et les décideurs semblent enclins à renforcer les mesures de soutien et évoquent même des options plus radicales. La suppression des grosses coupures est sérieusement envisagée par

Mario Draghi ou encore Lawrence Summers. Dans plusieurs pays européens, plutôt que de toucher des intérêts, les épargnants doivent payer pour détenir de l'argent à la banque. Des pratiques semblables sont également sérieusement envisagées au Japon et aux États-Unis. 7 000 milliards de dollars de dettes souveraines se négocient à des taux nominaux négatifs. Les détenteurs de ces titres, autrefois considérés comme les actifs liquides les plus sûrs, sont désormais assurés de perdre de l'argent.



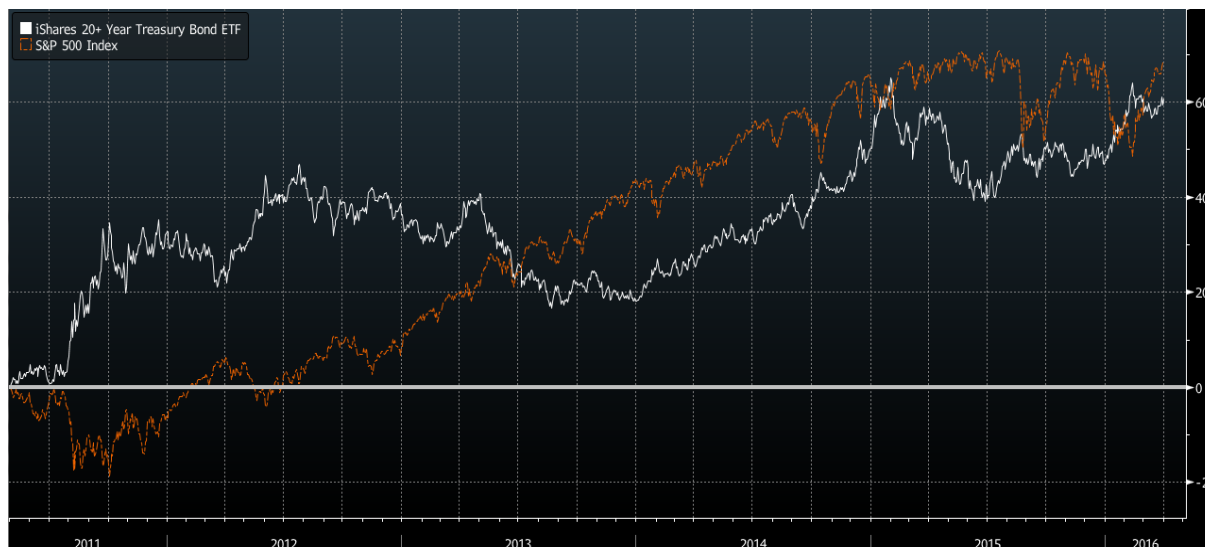
Des voix s'élèvent, notamment celles d'Andrew Haldane, économiste en chef de la Banque d'Angleterre, pour la mise en place de l'argent numérique afin d'éviter les dépôts bancaires : « [L'argent numérique] permettrait d'appliquer des taux d'intérêt négatifs sur la monnaie plus facilement et rapidement », (Ben Dyson, « Positive Money », 09/2015), et permettrait donc aux décideurs d'avoir plus de contrôle sur les actions des épargnants et des investisseurs. Il circule toujours de nombreuses histoires de restrictions accrues et de formalités plus compliquées en matière de transactions en numéraire, même pour des montants relativement bas.

La suppression potentielle de l'argent liquide et la répression financière qui touche d'autres actifs sûrs menacent la notion de liquidité sans contrainte et d'optionnalité maximale, qui constituait jusqu'à présent l'intérêt majeur de ces actifs. « La seule porte de sortie pour les particuliers semble se refermer... La société sans argent liquide qui pointe à l'horizon pourrait se concrétiser avant même la disparition du penny ! » (Bill Gross, Janus Capital, 03/2016 Investment Outlook).

LES OBLIGATIONS NE CONSTITUENT PLUS UNE PROTECTION EFFICACE POUR LES PORTEFEUILLES D' ACTIONS

Alors que les politiques des banques centrales qui ont boosté les cours des actifs financiers depuis 2008 commencent à s'essouffler – des mesures plus radicales sont envisagées – quel intérêt présentent encore les actions et les obligations ? Les obligations sont traditionnellement utilisées pour équilibrer les risques de portefeuilles long-only d'actions, un principe clé de la théorie moderne du portefeuille

développée dans les années 1950. Toutefois, depuis cinq ans, les rendements des actions et des obligations sont hautement corrélés. Le graphique ci-dessous compare les performances de TLT (un ETF de bons du Trésor à 20 ans) et du S&P :



Source : Bloomberg

Dan Tapiero (associé fondateur de Gold Bullion International, Gold as the New Government Bonds, 21/02/2016), explique que selon la théorie moderne du portefeuille, les obligations offrent une certaine stabilité aux portefeuilles d'actions, car si en périodes de récession, les actions voient leur valorisation baisser, les cours des obligations ont, quant à eux, tendance à augmenter. Cela s'explique par le fait que les mesures de relance monétaire utilisées par les banques centrales pour combattre la récession donnent lieu à une baisse des taux d'intérêt, d'où la hausse des cours des obligations.

Mais à des taux d'intérêt proches de zéro, voire négatifs, les obligations semblent incapables de jouer leur rôle habituel de stabilisation des rendements d'un portefeuille. La limite du taux zéro offre un faible potentiel de baisse et est donc peu susceptible de stimuler les cours des obligations. Nous en concluons donc que les politiques monétaires radicales menées ont ébranlé la capacité de la dette souveraine à équilibrer les risques des portefeuilles.

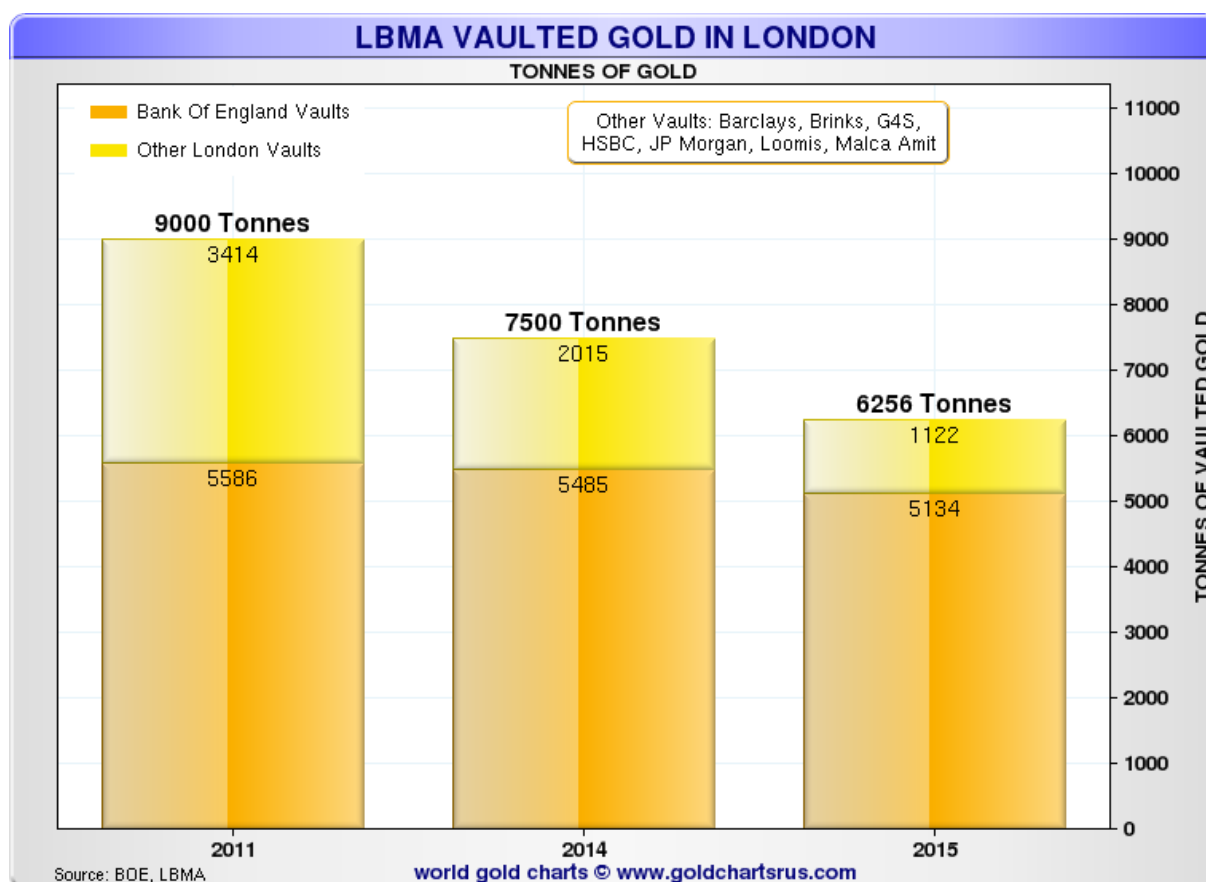
Les investisseurs doivent désormais se tourner vers d'autres solutions. Peu d'options offrent les qualités que présentait autrefois la dette souveraine, soit la facilité d'accès, la sécurité et la liquidité. Nous pensons que dans cette quête d'équilibre, les investisseurs pourraient recourir à l'or pour jouer le rôle, auparavant tenu par les obligations, de stabilisation du portefeuille.

Depuis 2000, le métal précieux affiche un taux de croissance annuel composé (TCAC) d'environ 10 %, soit un niveau supérieur à celui des actions et des obligations sur la même période. L'or est liquide, hautement qualitatif, facile d'accès et un outil efficace de diversification. D'après le Conseil mondial de l'or (World Gold Council), l'or représente actuellement seulement 0,55 % des investissements des portefeuilles institutionnels mondiaux. Les afflux issus d'un regain d'intérêt pour les placements dans l'or à des fins de couverture uniquement, pourraient, dans des conditions idéales (croissance solide, paix internationale, etc.), avoir un impact considérable sur le cours de l'or.

PENURIE CROISSANTE D'OR PHYSIQUE

Les perspectives de la production des mines aurifères sont entachées par la chute de près de 40 % du cours de l'or survenue au cours des cinq dernières années. Ce repli a des effets tels sur l'industrie aurifère que l'offre d'or récemment extrait devrait, au mieux, stagner aux niveaux actuels, voire perdre jusqu'à 25 % d'ici 2020 en l'absence de hausse durable du cours de l'or d'au moins 50 %. Les raisons de ce mécanisme sont détaillées sur notre site Internet, dans l'article « Synthetic Gold: Utopia for Alchemists » (Or synthétique : utopie des alchimistes).

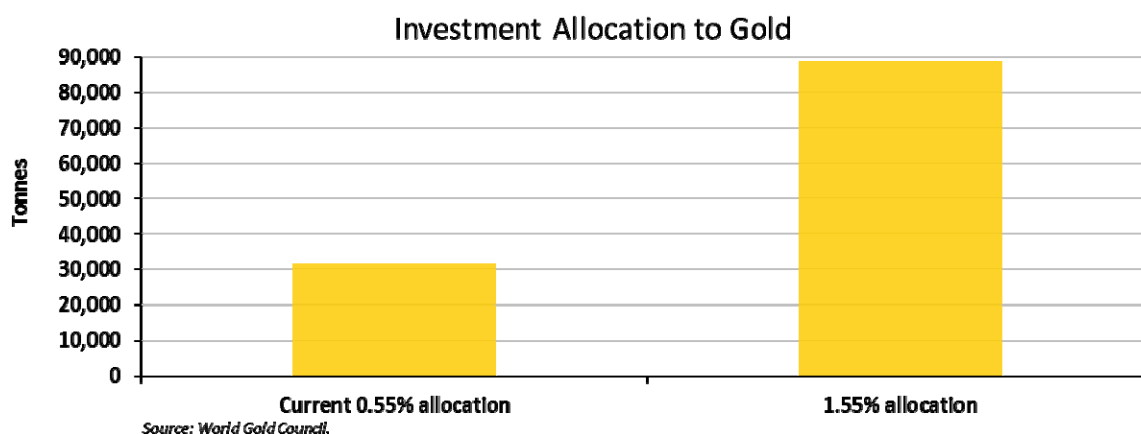
Outre les faibles probabilités d'augmentation de l'offre aurifère, les stocks liquides d'or physique détenus dans les centres financiers occidentaux (Londres, New York et la Suisse) ont considérablement diminué en raison de la demande d'investisseurs asiatiques. Comme précisé dans notre article « Synthetic Gold » (07/01/2016), la quantité d'or physique facilement accessible a baissé d'environ 67 % depuis 2011. Une grande partie de l'or transféré en Asie ne réintègrera pas le marché en l'absence de hausse soutenue. Cet or a en effet été raffiné à des niveaux de pureté et sous forme de lingots plébiscités par les investisseurs asiatiques, mais moins prisés des marchés de capitaux occidentaux. Le graphique ci-dessous montre que les réserves privées d'or ont chuté de 67 %. Les réserves d'or de la banque centrale détenues auprès de la Banque d'Angleterre ne sont pas prises en compte.



Le regain d'intérêt (actuellement très faible) des investisseurs occidentaux pour l'or devrait se traduire par des afflux de capitaux dans des ETF sur l'or, tels que GLD. Au premier trimestre, les afflux dans GLD ont représenté environ 177 tonnes, soit le niveau le plus haut depuis 2010, 18 mois avant le record

absolu atteint par le cours de l'or. GLD et d'autres instruments synthétiques similaires sont contraints de disposer d'une réserve d'or physique à hauteur de 100 %.

Si les afflux de capitaux dans les ETF adossés à l'or se maintiennent au niveau élevé du premier trimestre, cela pourrait avoir un impact important sur le cours de l'or. Si les allocations d'or augmentaient de 1 point de pourcentage (de 0,55 % à 1,55 %), la demande s'élèverait à 56 075 tonnes du précieux métal (graphique ci-dessous), soit bien plus que l'or actuellement disponible. Dans le cadre de ce scénario, la rareté de l'or physique devrait entraîner des afflux de capitaux dans des instruments synthétiques, tels que des dérivés, des obligations structurées, des opérations à terme ou encore des options. Tous ces instruments s'accompagnent de frais élevés et de risques de contrepartie accrus et variables. Toutefois, les investisseurs devraient redoubler d'attention à cet égard dans un contexte de hausse du cours de l'or. Les substituts à l'or alloué vont devenir de moins en moins acceptables, ce qui devrait pousser les investisseurs à se ruer sur l'or physique.



CONCLUSION

Les conditions nous semblent propices à une progression importante des cours de l'or. Les politiques monétaires extrêmes qui ont stimulé les cours des actifs financiers ces dernières années semblent à bout de souffle. Les investisseurs se montrent moins confiants vis-à-vis de ces mesures et les décideurs se raccrochent désespérément à des options comme l'argent numérique, les taux nominaux négatifs et la suppression des grosses coupures. Dans son ouvrage récemment publié « The New Case For Gold » (Penguin, avril 2016), James Rickards identifie treize changements de politique de la part de la Fed depuis le lancement de l'assouplissement quantitatif. Cette réinvention perpétuelle de la politique est une expérience sans fin et aucun chemin vers une normalisation ou un revirement de la politique menée ne se dessine clairement.

Nous estimons qu'une baisse de la valeur des actifs financiers suffirait à saper la confiance déjà fragile à l'égard du papier-monnaie et des conventions financières actuelles. Une telle baisse pourrait survenir pour de nombreuses raisons et à tout moment du fait de l'accumulation des risques systémiques. Le fondateur emblématique de Bridgewater Associates, Ray Dalio, affirme : « [...] la plupart des personnes devraient compter environ 10 % d'or parmi leurs actifs, non seulement car il s'agit d'un bon



investissement à long terme, mais aussi, car cela leur permettrait de diversifier efficacement les 90 % d'actifs détenus restants. » Mais il ne nous semble pas nécessaire de procéder à une réallocation de 10 %, ni même de 1 %, pour permettre au cours de l'or en dollars d'atteindre des plus hauts historiques. Une réallocation de 0,1 % (soit 5 600 tonnes) suffirait, car cette hausse de la demande dépasserait l'offre d'or physique.

Nous recommandons toujours une exposition à l'or physique et aux actions aurifères, qui seront les premiers bénéficiaires d'une augmentation des cours du métal précieux. Malgré le fort rebond des actions des compagnies aurifères observé au dernier trimestre, nous estimons que ces options à long terme restent fortement sous-valorisées, compte tenu du potentiel de hausse du cours de l'or.

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

12 avril 2016