

## **Le Dot Plot de l'or**

### **La stratégie de Tocqueville Gold**

#### **Lettre aux investisseurs du premier trimestre 2018**

Publié après chaque réunion de la Réserve Fédérale, le Dot Plot indique les anticipations de taux d'intérêt des 16 membres du FOMC (Fed Open Market Committee). De temps à autre, il arrive que le cours de l'or emprunte une trajectoire différente des prévisions du consensus de la Fed (qui sont par extension également celles de l'ensemble des investisseurs). Notez bien que le cours de l'or poursuit sa progression, après avoir plongé à un plus bas de 1 051 dollars US l'once à la fin de l'année 2015, et se négocie maintenant à environ 300 dollars US l'once de plus. Si le lingot commence à s'échanger au-dessus de son écart sur 12 mois (plafonné actuellement à environ 1 360 dollars US), ce sera le signe qu'il faudra revoir les prévisions du Dot Plot. À l'heure où nous écrivons ces lignes, des voix s'élèvent pour réclamer une réforme des prévisions officielles, qui devrait vraisemblablement intervenir dans le courant de l'année 2018.

Dans notre lettre du quatrième trimestre 2017, « [Or: les conclusions qui s'imposent](#) », nous avons mentionné plusieurs facteurs susceptibles de raviver l'intérêt des investisseurs pour l'or et les actions aurifères. Nous citons (1) les valorisations extrêmes des actifs financiers américains, (2) une détérioration potentielle de la situation budgétaire aux États-Unis, (3) la possibilité d'une hausse de l'inflation, (4) la précarité de la structure des marchés financiers et (5) les perspectives d'un nouvel affaiblissement du dollar US face à d'autres devises. Chacun de ces points est évoqué plus en détail par la suite. Nous avons remarqué que les pertes potentielles sur les marchés constituaient le catalyseur le plus efficace pour inciter les investisseurs à repenser leur exposition au risque et nous avons souligné les vertus de l'or en tant que facteur de réduction des risques :

... il est indéniable que les cours des actifs financiers se situent actuellement à des extrêmes qui ont été suivis, sans exception, par

des périodes de déception profonde. À notre avis, les valorisations excessives impliquent un risque systémique.

(1) Pendant le trimestre, le cours du métal jaune a progressé de 1,7 %. Toutefois, les marchés financiers ont commencé à afficher une volatilité extrême. Même si le S&P 500 ne s'est replié que de 1,2 %, nous constatons un écart pic/creux de -10,2 %, c'est-à-dire bien plus que les écarts trimestriels enregistrés en 2017, qui s'établissaient en moyenne à seulement 5,6 %. Nous pensons que si ces schémas persistent, la priorité pour un certain nombre d'investisseurs sera davantage d'éviter des pertes importantes que de tenter d'enregistrer le plus de gains. Au moment où nous rédigeons cette lettre, les principaux indices américains se négocient au niveau ou au-dessous de leurs moyennes, tandis que de nombreux indices boursiers étrangers se situent largement sous ce seuil.

(2) La situation budgétaire des États-Unis a commencé à présenter une détérioration significative, qui s'est traduite par un accroissement notable des nouvelles émissions de bons du Trésor. En février, le déficit était 12 % au-dessus des niveaux de l'année dernière et le plus important en 6 ans. Dans notre lettre précédente, nous avons observé que des déficits budgétaires de l'ordre de 1 000 milliards USD pourraient devenir monnaie courante et conduire à un accroissement annuel de l'encours de la dette nationale de 5 % par an, à supposer que les taux d'intérêt restent aussi faibles. Nous avons également noté qu'une augmentation de 1 % seulement de l'encours de la dette nationale pouvait faire gonfler ces déficits de 140 milliards USD, une inquiétude légitime quand on sait que la maturité moyenne de l'encours de la dette n'est que de 70 mois.

(3) Une hausse de l'inflation semble se profiler. L'indice des prix à la consommation (IPC, un indice connu pour sa volatilité) a gagné 5 % en janvier (6 % annualisés) et 2 % en février (2,4 % annualisés). Toutefois, des chiffres du Bureau des statistiques du travail mettent en évidence une croissance soutenue des salaires, qui devrait être entretenue par les tensions sur le marché du travail. Le coût pour l'employeur de la rémunération des employés (Employer Cost of Employee Compensation, ECEC), un baromètre qui mesure en temps réel les coûts de la main-d'œuvre, a augmenté de 2,9 % au quatrième trimestre 2017. L'indice progresse à un rythme de près de 4 % par an (même si le chiffre le plus récent indique une progression légèrement moins importante, qui reste néanmoins une progression). Le marché du travail est extrêmement tendu, comme le montrent les inscriptions au chômage, qui ont atteint leur plus bas niveau en 45 ans.

Néanmoins, les économistes et les stratégestes de marché semblent s'accorder sur le fait que l'inflation devrait rester atone. Des chiffres de l'inflation supérieurs à ceux du consensus risquent, à notre avis, d'inciter la Fed à relever ses taux à un rythme plus rapide que les prévisions actuelles, ce qui risque d'avoir un effet néfaste sur les valorisations des actifs financiers.

(4) Nous pensons que le regain de volatilité du marché souligne la précarité de la structure des marchés financiers. Les fluctuations notables constatées depuis le début de l'année sont, à notre avis, révélatrices de l'effritement du consensus haussier qui existait il y a tout juste quelques mois, ce qui jette une lumière nouvelle sur les pics historiques atteints par les indices populaires en janvier. Si le consensus évolue sur des questions comme la concentration excessive dans les FANG (titres de Facebook, Amazon, Netflix et Google), l'idée d'une croissance mondiale alimentée par les marchés émergents et les politiques de l'administration Trump, les retombées pourraient dépasser le cadre d'une simple correction des marchés. Comme le soulignait Simon Mikhailovich (cité dans notre lettre du quatrième trimestre 2017),

Un secteur tributaire de ses clients, comme la gestion d'actifs, est exposé à des perturbations. Après des décennies de contre-performance, de conflits d'intérêt et d'excès flagrants, de nombreux investisseurs abandonnent la gestion active pour des stratégies passives, qui reposent sur des technologies financières douteuses et non établies, telles que les ETF, les logiciels de robots-advisors, les dérivés à effet de levier, etc. Ces nouvelles stratégies comportent des risques considérables largement ignorés tant que le marché atteint de nouveaux sommets. Pourtant si on s'éloigne de la relation au modèle transactionnel, ces nouvelles stratégies n'engendrent aucune loyauté et sont exposées à des défections massives en cas de revirement des marchés, révélant ainsi leurs faiblesses intrinsèques.

(5) L'affaiblissement du dollar US s'est poursuivi au premier trimestre, le DXY enregistrant un repli d'environ 2%. À court terme, en nous basant sur le positionnement des traders du CBOE, la baisse du dollar nous paraît exagérée et un rebond à court terme est possible. Cela dit, les fondamentaux, plus particulièrement les réalités budgétaires évoquées au point (2) ainsi que la possibilité d'une hausse de l'inflation (3), suggèrent une tendance baissière à

moyen/long terme du dollar par rapport aux autres grandes devises (et plus spécialement face à l'or).

Pour conclure, nous pensons que 2018 marquera un tournant décisif pour les marchés financiers, en favorisant l'or et les autres actifs refuges au détriment des stratégies d'investissement conventionnelles fondées sur le consensus. En cas de cycle haussier de l'or, le métal jaune pourrait se hisser à de nouveaux sommets (hausse d'au moins 50 %) et les actions de sociétés d'extraction de métaux précieux pourraient enregistrer des gains de 100 % voire davantage. L'or, connu pour être un antidote au risque systémique, pourrait ainsi nous rendre la pareille.

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

*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 considérées comme des positions, à l'achat ou à la vente, susceptibles d'être prises 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.*