

Perturbations en vue

La stratégie de Tocqueville Gold

Lettre aux investisseurs du troisième trimestre 2018

« *Disorder in the house / Le bateau prend l'eau*
Theres's a flaw in the system / une faille dans le système
And the fly in the ointment's gonna bring the whole thing down / et un grain de sable va gripper
toute la machine »

Warren Zevon

Cette lettre est largement consacrée à un facteur fondamental clé qui pourrait, selon nous, contribuer à renchérir les cours du métal et des actions : la dégradation imminente de la dette américaine.

1. **Le déficit américain en roue libre.** Si ce déficit augmentait de 1 000 milliards de dollars sur les 5 prochaines années, l'encours de la dette américaine (aujourd'hui de 21 500 milliards de dollars) augmenterait à un taux de plus de 4 %, à supposer qu'il n'y ait aucune récession, ni hausse des taux d'intérêt. Une croissance du PIB comparable nous apparaît peu probable. Les taux d'intérêt nominaux pourraient en outre augmenter, et nous pensons qu'une récession est possible d'ici 2023. Si tel était le cas, la dette américaine se creuserait à un rythme nettement plus soutenu que 4 %. Selon nous, il ne serait guère surprenant que la notation des États-Unis se dégrade dans les années à venir, et que le billet vert, après la vigueur que l'on connaît, ne s'affaiblisse.
2. **Des effets de saturation.** Alors que la Fed assainit son bilan, l'emprunt public sert de plus en plus à financer le déficit rampant. En août 2018, l'encours des emprunts du Trésor est ressorti à 970 milliards de dollars, contre 53 milliards de dollars à la même période en 2017. La sécurité sociale, désormais en déficit, va par ailleurs aggraver les liquidations planifiées des avoirs de la Fed sur les bons du Trésor américain. Selon nous, les taux d'intérêt vont certainement augmenter.
3. **Les charges d'intérêts sur la dette publique fédérale s'élèvent** actuellement à 320,3 milliards de dollars. Malgré le faible taux nominal, les dépenses budgétaires sont les plus élevées depuis 2005. L'échéance moyenne est relativement courte à 65 mois, et 42 % arrivent à échéance dans deux ans ou moins. Le déficit public est particulièrement sensible à la hausse des taux. Pour une augmentation de 1 % des charges d'intérêt fédérales, le déficit se creuserait d'environ 150 milliards de dollars, soit environ 15 % du déficit prévu pour 2018.
4. **Les dépenses d'intérêts, de droits sociaux (sécurité sociale et soins de santé) et de prestations versées aux anciens combattants dépassent de 28 % les recettes fiscales de**

l'impôt sur le revenu. Sur pilote automatique, ces postes sont incompressibles. Seul le niveau d'inflation permettrait de les réduire.

5. **Un fort risque de défaut souverain plane sur les États-Unis, selon notre analyse.** Hausse des taux d'intérêt, déficits budgétaires incontrôlables et envolée des émissions de titres de la dette publique pourraient concrétiser cette menace. Une correction brutale ou prolongée du marché des actions, en raison de sa relation cruciale avec les recettes publiques, pourrait rapidement entraîner des mouvements spéculatifs contre le billet vert.

Ray Dalio, dans un entretien à Bloomberg (le 12 septembre 2018), prédit un risque de « dépréciation du dollar de 30 % » au cours des deux prochaines années. Nous partageons le même point de vue. Une perte de confiance généralisée dans le dollar américain est un scénario plausible. Dalio table sur une crise du dollar d'ici deux ans. Sur ce point, nous ne sommes pas d'accord ; nous craignons une échéance plus précoce encore. Les investisseurs ont généralement tendance à minimiser ce risque, mais ils pourraient ne pas tarder à réagir face aux trop nombreux signes avant-coureurs de l'impasse budgétaire qui se profile selon nous.

Nous pensons que le marché de l'or a certainement atteint son niveau le plus bas en août, et l'exposition aux métaux précieux reste, selon nous, une stratégie fiable pour atténuer le risque d'effondrement du dollar.

John Hathaway

Gestionnaire principal de portefeuilles

© Tocqueville Asset Management L.P.

28 septembre 2018

Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ou une sollicitation, ni une recommandation personnalisée au sens de l'article D321-1 du Code Monétaire et Financier ni une fourniture de recherche, au sens de l'article 314-21 du Règlement Général de l'AMF, ni une analyse financière, au sens de l'article 3, 1°, 35) du règlement UE n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR), en vue de l'investissement dans un OPC de Tocqueville Finance ou la souscription d'un service d'investissement. Ce document ne constitue pas non plus un conseil ou avis juridique ou fiscal.

Ce document a été réalisé sur des informations et opinions que Tocqueville Finance SA considère comme fiables. Les éléments d'information, opinions et données qui y figurent sont considérés par Tocqueville Finance SA comme fondés ou justifiés au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier, boursier et réglementaire du moment et reflètent l'analyse, au jour de la publication du présent document, de Tocqueville Finance SA sur les marchés concernés et leur possible évolution. Ces éléments d'information n'ont pas de valeur contractuelle et sont sujets à modification. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications qui vous sont communiquées dans ce document.

Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de Tocqueville Finance SA, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers. Il ne peut pas être utilisé dans un autre but que celui pour lequel il a été conçu.

Tocqueville Finance SA est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n°91012. Société anonyme de droit français au capital de € 2 415 825 € - RCS : PARIS B 381 652 072

www.tocquevillefinance.fr