

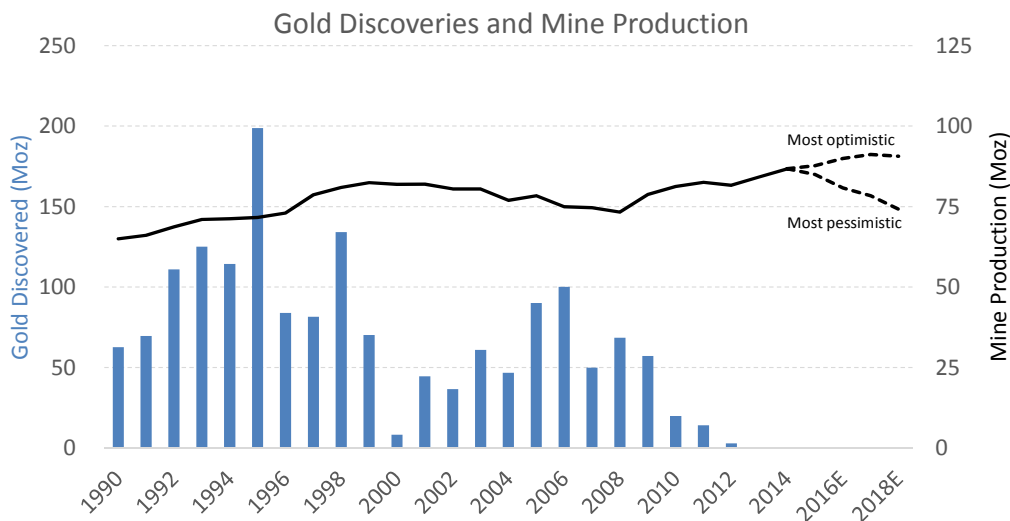
## La stratégie de Tocqueville Gold Lettre aux investisseurs – quatrième trimestre 2016

### *L'or physique devrait prendre le dessus sur l'or-papier*

L'or a gagné 8,5 % sur l'année et les valeurs minières aurifères (actions du Philadelphia Gold and Silver Index - XAU) ont bondi de 75 %. Sur une base annuelle, les résultats ont été extrêmement satisfaisants. Pourtant, on ne peut pas dire que l'année ait été de tout repos pour les investisseurs en métaux précieux. Après avoir enregistré une forte progression jusqu'en août, les actions liées aux métaux précieux et au secteur minier ont effacé la majeure partie des gains accumulés au premier semestre. La tendance baissière constatée au deuxième semestre s'est accélérée début décembre, après la victoire inattendue de Donald Trump et la publication d'un communiqué au ton « restrictif » à l'issue de la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) de décembre.

Pour l'heure, la question qui nous intéresse est de savoir si les gains engrangés en 2016 correspondaient simplement à un rebond de contre-tendance intervenant après quatre ans et demi de repli depuis le pic historique de 2011, ou s'il s'agissait d'une reprise de la tendance haussière de fond entamée en 1999, au cours de laquelle l'or était passé de moins de 300 USD l'once à 1900 USD l'once en août 2011. Le poids du sentiment actuel, l'opinion des grands médias et l'analyse technique nous paraissent extrêmement baissiers ; un contexte comparable à la fin de l'année 2015, qui avait été suivie par une hausse spectaculaire des gains. Nous pensons, compte tenu de la négativité ambiante, que le prochain grand bouleversement du cours de l'or sera d'une magnitude beaucoup plus importante. Si c'est le cas, la correction du deuxième semestre 2016 aura établi un plus-bas durable supérieur à celui de la hausse démarrée à la fin de l'année 2015, et pourrait bien annoncer une poursuite de la tendance haussière de fond initiée en 2000.

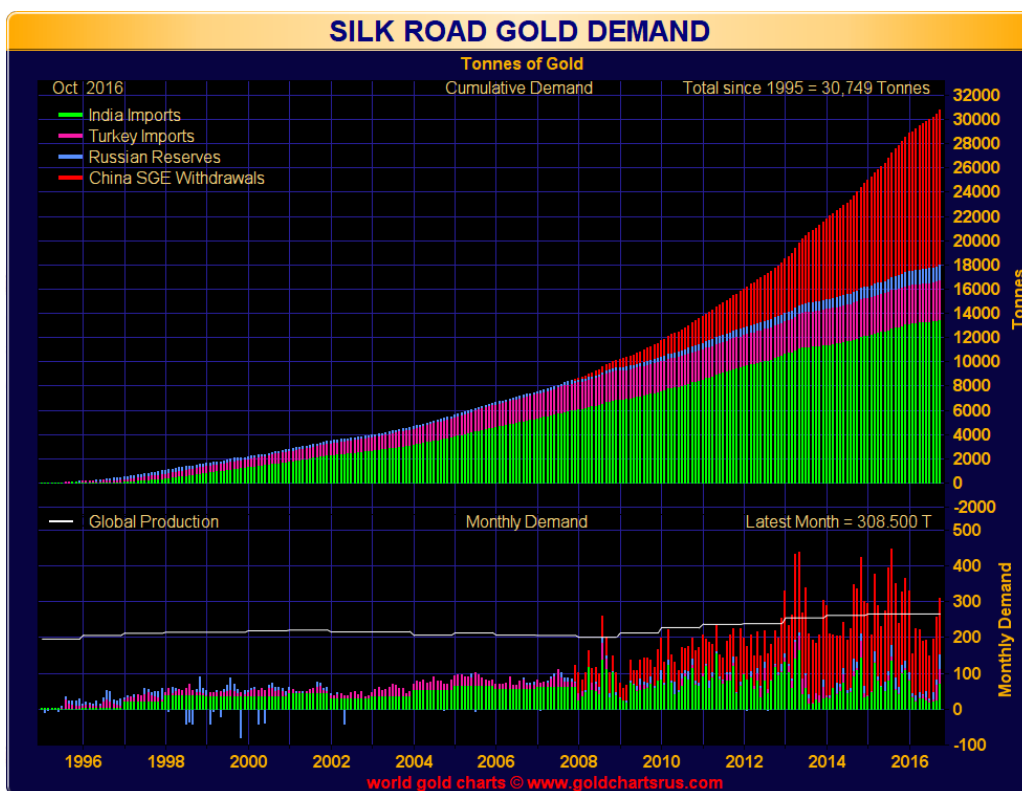
Les fondamentaux de l'offre et de la demande physiques restent positifs et sont renforcés par le niveau actuel des cours des métaux précieux dont la faiblesse ne justifie pas d'accroître l'offre minière. La production minière mondiale a atteint un plateau et devrait, selon toute vraisemblance, refluer jusqu'en 2020 voire jusqu'au milieu de la prochaine décennie. Comme le montre le graphique ci-dessous, les découvertes de nouveaux gisements ont atteint un plus-bas sur 25 ans. Parallèlement à cela, le délai nécessaire pour commencer leur exploitation continue de s'allonger et atteint maintenant presque 20 ans.



Note : Les découvertes d'or correspondent à des dépôts contenant plus de 2 millions d'onces

Source : BMO Capital Markets, Credit Suisse, SNL Financial

La demande physique continue d'afficher une croissance soutenue à long terme, principalement en Asie. La consommation de la Turquie, de l'Inde, de la Chine et de la Russie dépassent à elles seules l'offre minière actuelle depuis 2013, ce qui signifie que les stocks de métal physique conservés dans les coffres occidentaux se tarissent progressivement pour répondre à cette demande.



Deux développements récents (largement ignorés par les grands médias) devraient, selon nous, renforcer significativement la demande et l'utilisation du métal physique. Premièrement, l'approbation du nouveau Shariah Gold Standard en décembre 2016 :

*L'AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Organisation de comptabilité et d'audit des institutions financières islamiques), en collaboration avec le Conseil mondial de l'or (World Gold Council, WGC) et Amanie Advisors, ont approuvé un standard de l'or conforme à la charia, désigné sous l'appellation de Shariah Gold Standard. Cet ensemble de directives devrait étendre la variété et l'utilisation des produits reposant sur l'or dans la finance islamique. (Jan Skoyles, Goldcore Research, 12/2016)*

Ce standard devrait aboutir à la création de produits d'investissement tels que des ETF or adaptés pour le monde musulman (25 % de la population mondiale), un marché qui reste encore inexploré. Bien que les estimations de la taille potentielle du marché varient considérablement, et même si ce développement n'en est qu'à un stade initial, nous pensons qu'il s'agit d'une avancée majeure pour la consommation d'or physique.

Le deuxième développement concerne l'utilisation de l'or comme devise de règlement pour faciliter les échanges entre les pays producteurs de pétrole et le premier importateur d'hydrocarbures au monde, la Chine. La Russie, l'Arabie saoudite et l'Iran règlent la majeure partie, sinon la totalité, de leurs ventes d'énergie à la Chine en yuan convertible en or physique via le Shanghai Gold Exchange, ce qui représente un pourcentage significatif et croissant du commerce de pétrole mondial, et, dès lors, une part dominante de toutes les matières premières.

Nous pensons que ce développement a des incidences négatives pour le système du pétrodollar, sur lequel est fondée l'hégémonie du dollar dans le commerce mondial depuis les années 70. Le règlement physique, par opposition aux contrats sur l'or-papier (réglés en espèces), accroît la migration du métal physique vers des propriétaires asiatiques. L'or, en tant qu'actif de réserve, est désormais préféré aux bons du Trésor américain. Les propos ci-dessous tenus par Xu Luode, président du Shanghai Gold Exchange, montrent que les Chinois ne se cachent pas de vouloir internationaliser le renminbi par la convertibilité de l'or, afin de détrôner le dollar US :

*« Les investisseurs étrangers peuvent utiliser directement le yuan offshore pour échanger de l'or sur l'International Board du SGE, qui œuvre à promouvoir l'internationalisation du renminbi... Le Shanghai Gold va changer la situation actuelle du marché de l'or, caractérisé par une « consommation à l'Est sur la base de prix déterminés à l'Ouest ». Lorsque la Chine aura le droit de s'exprimer sur le marché international de l'or, les méthodes d'évaluation des cours seront révélées... (Xu Luode, discours devant la London Bullion Market Association (LBMA), mai 2014)*

Nous pensons que le développement de l'utilité de l'or en tant que devise de règlement accélérera la chute des institutions traditionnelles centrées sur le papier, à l'image du New York Commodities Exchange (COMEX) et de la London Bullion Market Association (LBMA), et diminuera fortement l'influence des flux de papiers spéculatifs dans le processus de découverte des prix. Le numéro du 21/11/2016 de la lettre « Things That Make You Go Hmm » de Grant Williams propose une discussion approfondie très intéressante de la stratégie chinoise pro-or/anti-dollar. En outre, d'après Luke Gromen (Forest for the Trees (FFTT), 3/1/2017), « la Chine est de plus en plus disposée à imprimer du yuan (CNY) pour payer ses importations de pétrole et autres importations essentielles, et ce faisant, accélère le rythme de « dé-dollarisation/restructuration du système de devises mondial ». Un lien vers une étude HSBC fourni dans le même numéro, montre que plus de 25 % des échanges chinois sont désormais réglés en CNY.

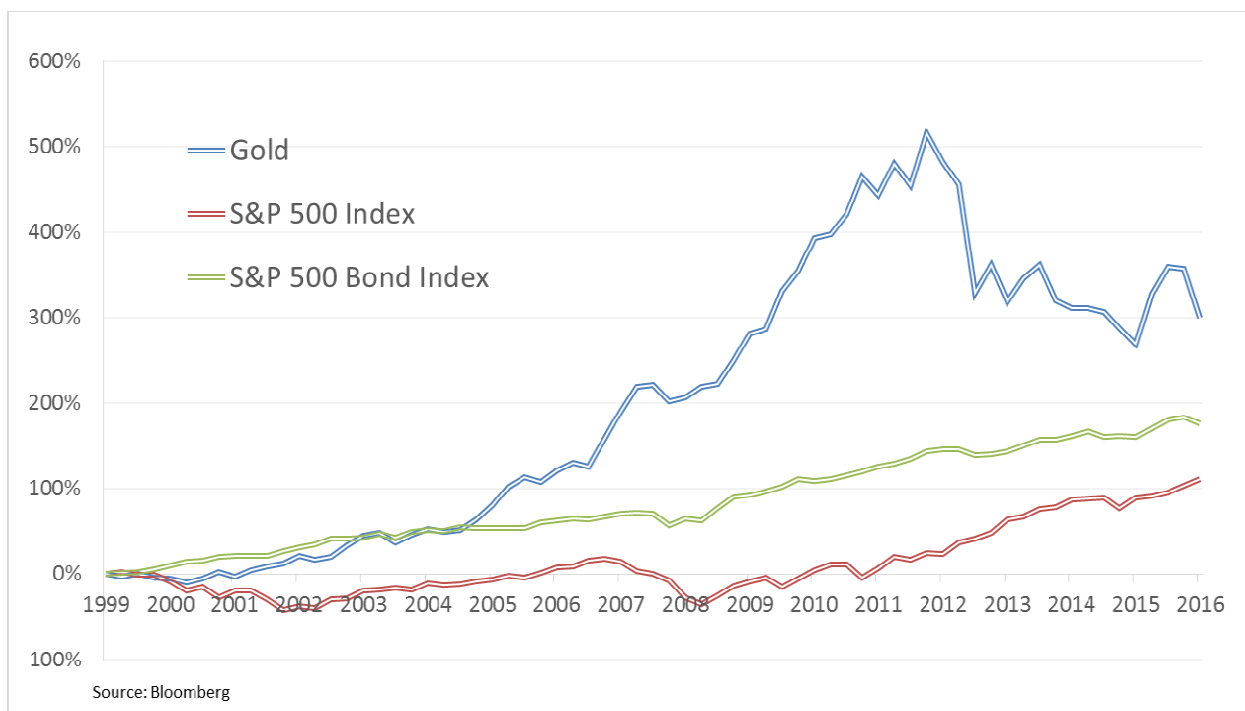
Malgré les perspectives incontestablement haussières des cours de l'or basées sur les flux physiques, les variations des cours de court à moyen terme sont plus fortement influencées par l'accumulation ou la cession des positions sur l'or synthétique (contrats papier) sur le COMEX ou des bourses similaires que par les flux de marchés intermédiaires d'or physique. Les positions sur l'or synthétique ou papier sont réglées en espèces et ne sont que vaguement liées (voire pas du tout) à la possession de métal physique.

Les échanges d'or synthétique sont fortement volatils. Les fluctuations des positions sont principalement déterminées par des perceptions macroéconomiques extrêmement variables. Les changements directionnels sont accentués par les traders haute-fréquence qui représentent à peu près deux tiers des volumes du COMEX. Contrairement aux traders CTA qui cohabitent sur le plancher du COMEX et qui prennent des positions longues ou courtes en fonction de perspectives macroéconomiques spéculatives, les traders de trading à haute fréquence sont agnostiques quant aux fondamentaux et servent principalement d'accélérateurs directionnels des tendances de prix existantes, entraînant ainsi des variations exacerbées aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Les gains du premier semestre 2016 ont été gonflés par des flux de capitaux spéculatifs. Il semble que les excédents de capitaux spéculatifs (hot-money) qui se sont accumulés au cours du premier semestre ont largement été absorbés comme le révèlent les positionnements du COT (Commitment of Traders) publiés chaque semaine. Les rapports du COT indiquent que la hausse du premier semestre a été soutenue par une accumulation nette de 300 000 contrats (environ 30 millions d'onces d'or) et que le deuxième semestre a été marqué par la liquidation de 200 000 contrats. D'après Meridian Macro (31/12/2016 Gold & Silver Report), les « commercial interests », qui prennent le côté opposé (court) des positions longues spéculatives ont indiqué la plus importante réduction des contrats sur six mois jamais constatée. Ces changements se sont reflétés sur l'ensemble des ETF or, qui ont enregistré un accroissement de 19,1 millions d'onces jusqu'au 20 octobre, avant une liquidation de 7,4 millions d'onces vers la fin de l'année. Les conditions nous paraissent réunies pour un retour des intérêts spéculatifs en 2017.

Le trading de l'or synthétique est influencé, à notre avis, par la perception des perspectives macroéconomiques, sans accorder beaucoup d'attention aux fondamentaux spécifiques de l'or. Ces paris fortement spéculatifs sont sujets à des renversements soudains. L'exemple le plus marquant est le virage à 180 degrés opéré après la victoire électorale inattendue de Donald Trump. Comme l'a observé Eric Pomboy de Meridian Macro, au cours des quatre séances qui ont suivi l'élection, près de 6 200 tonnes d'or (2 000 000 de contrats) ont été échangées selon les volumes relevés sur le COMEX, ce qui correspond à deux ans de production mondiale des mines d'or (statistiques du Conseil mondial de l'or). Cette réaction impulsive, à l'origine d'un effondrement des cours de 4,5 %, a entraîné presque du jour au lendemain une détérioration du sentiment du marché concernant l'or, qui est passé de positif à négatif. La question que l'on peut se poser est la suivante : où les vendeurs ont-ils pu trouver au pied levé 6 200 tonnes, une quantité d'or tellement énorme et sans précédent qu'elle en paraît presque ridicule, quelques heures à peine après l'annonce du résultat surprise de l'élection. La réponse est qu'une telle quantité d'or n'a jamais changé de mains au cours de ces quatre séances. Les ventes ont presque toutes été synthétiques, car il n'aurait pas été possible, à notre avis, de mobiliser un tel montant d'or physique, ne serait-ce que 10 %, à brève échéance.

Tout de suite après l'élection, une rumeur invraisemblable voulait que l'or sous le mandat de Donald Trump serait pénalisé par la hausse des déficits budgétaires et des taux d'intérêt, et prédisait, dans le contexte d'un retour à une croissance solide, un envol des marchés actions. Nous verrons bien. Bien que l'euphorie suscitée par la perspective d'une politique économique plus favorable aux entreprises soit compréhensible, nous pensons que la réalité risque de ne pas être à la hauteur des attentes.



« Les risques systémiques qui existaient avant l'élection présidentielle n'ont pas disparu du jour au lendemain. Le plus important reste la persistance d'une gigantesque bulle obligataire, suivi de près par les niveaux extrêmement élevés de valorisation des actions. » (article rédigé par Tocqueville Asset Management en novembre 2016)

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

Le 5 janvier 2017

---

*Les présentes informations ne sauraient constituer un conseil en investissement. Aucune affirmation ne saurait être faite quant à l'exactitude des données indiquées, ni aucune garantie être donnée quant à la réalisation effective des projections, prévisions ou opinions.*

*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.*