

## **Lettre aux investisseurs : 4ème trimestre 2017**

### **Or : les conclusions qui s'imposent**

En 2017, l'or a connu une très belle année en gagnant 11,63 %. Le dollar US a, quant à lui, enregistré sa plus mauvaise performance en 14 ans (en baisse de 9,84 %). Pourtant, les investisseurs se détournent de l'or malgré des perspectives positives en 2018.

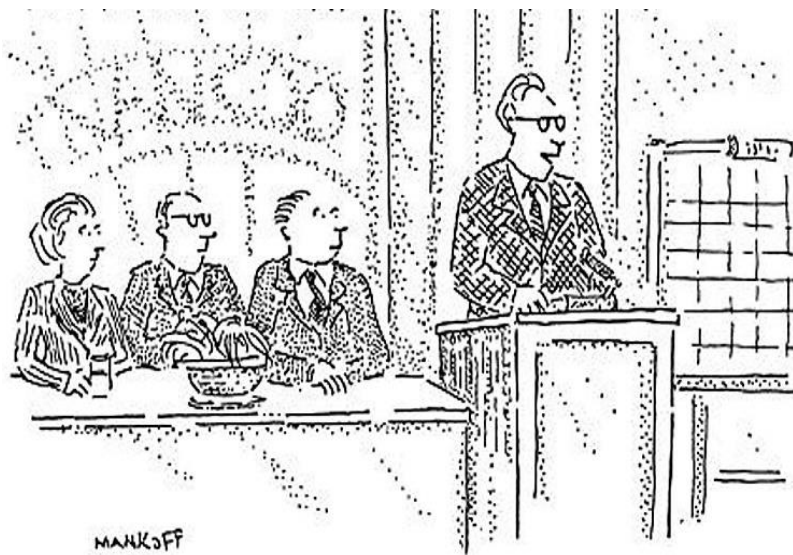
Nos arguments en faveur d'un investissement dans l'or sont résumés dans les points ci-dessous :

1. Valorisations extrêmes des actifs sur les marchés financiers
2. Détérioration de la situation budgétaire aux États-Unis
3. Hausse de l'inflation
4. Précarité de la structure des marchés financiers
5. Perspectives optimistes de l'offre et de la demande en or physique
6. L'or, facteur idéal de diversification et de réduction des risques
7. Effet stimulant potentiel du bitcoin
8. Commentaire bref sur les actions aurifères

## Valorisation du marché

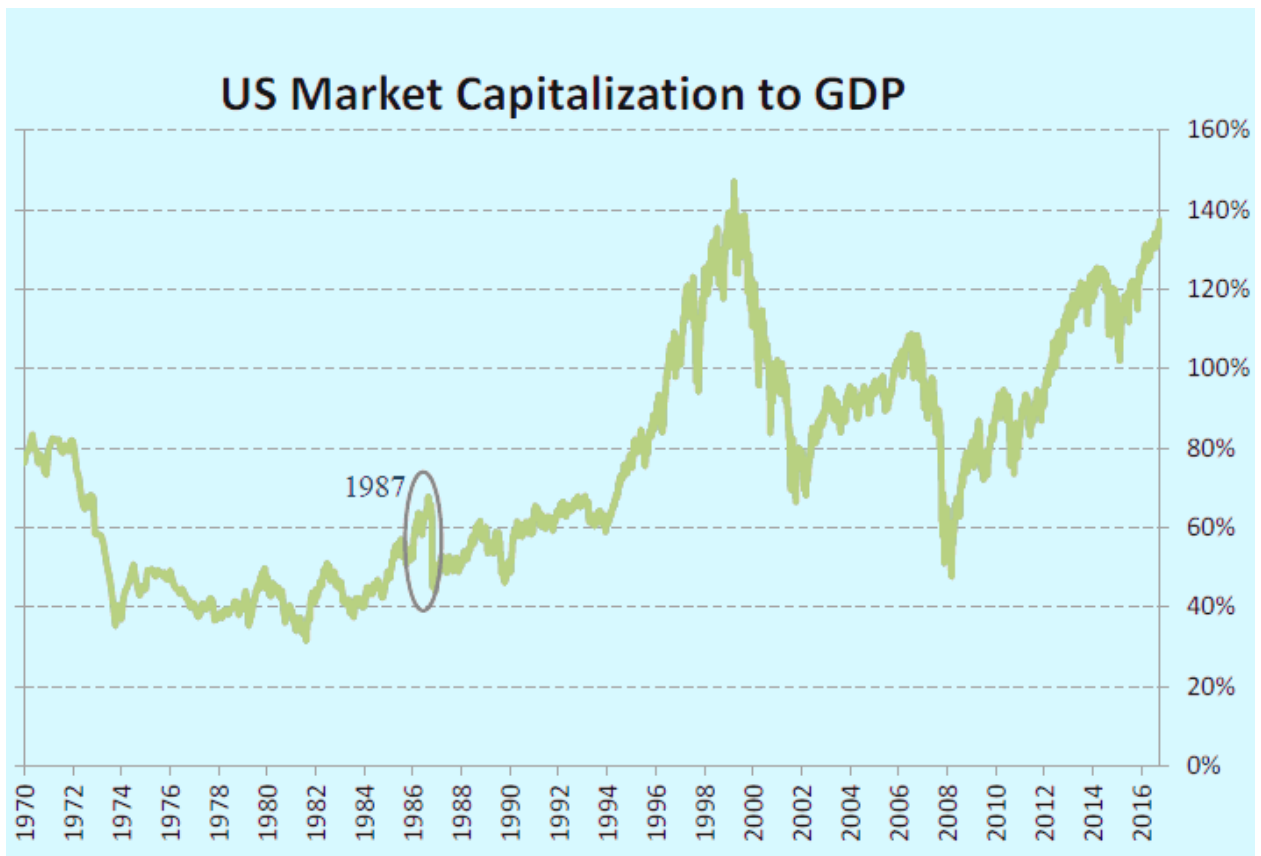
« Rien de tel pour endormir la rationalité que des doses massives d'argent gagné sans effort ». — Warren Buffet

Selon nous, le regain d'intérêt pour l'or sera provoqué par les pertes sur les marchés financiers. La valorisation est un outil manifestement peu efficace pour déterminer le moment opportun pour entrer sur le marché, mais 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. Il serait purement spéculatif de déterminer les facteurs qui conduiraient à une correction de l'effet « richesse » perçu par le consensus d'investisseurs dans la frénésie actuelle des cours. Il suffit de savoir qu'après des périodes de cours exponentiels arrive le retour de bâton et que le temps est venu de déployer des stratégies pour réduire les risques.



*“And so, while the end-of-the-world scenario will be rife with unimaginable horrors, we believe that the pre-end period will be filled with unprecedented*

Depuis longtemps, l'or affiche une longue tradition de valeur refuge. Si les valorisations extrêmes décrites dans le graphique ci-dessous persistent, les avoirs en or ne seraient pas moins rentables et ne pèseraient probablement que faiblement sur les rendements globaux. Dans la mesure où le coût et les risques associés aux avoirs en or physique sont faibles, il peut être considéré selon nous comme une assurance bon marché en cas de repli marqué.

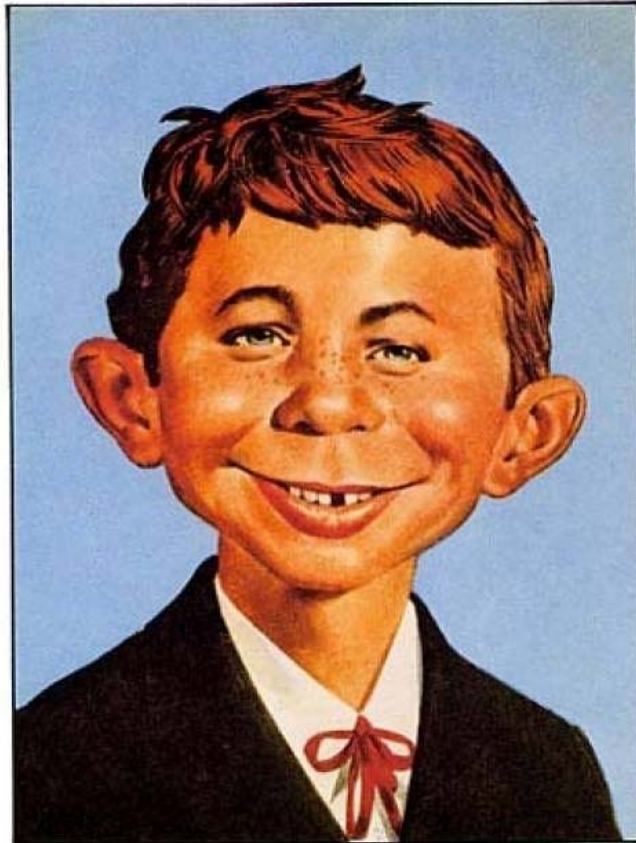


Source : Bloomberg

### Situation budgétaire aux États-Unis

Le déficit fédéral va se creuser davantage dans le cadre du nouveau projet de loi fiscale. Selon la Tax Foundation, la perte annuelle moyenne de revenus sur 10 ans serait de 147 milliards de dollars. L'évaluation dynamique suppose une reprise de la croissance annuelle moyenne du PIB de 1,7 % sur les dix prochaines années.

Le déficit budgétaire en 2017 se montait à environ 700 milliards de dollars, et pour la première fois, la dette publique a dépassé 20 000 milliards de dollars. Cependant, les préoccupations du monde de l'investissement sont proches de celles d'Alfred E. Neuman :



**« Qu'est-ce que j'en ai à faire ? »**

Même en supposant que les taux de croissance du PIB se poursuivent en 2018, nous sommes convaincus que le déficit pourrait augmenter de plusieurs centaines de milliards dans le cadre du nouveau code des impôts. Outre la baisse des revenus due au nouveau projet de loi fiscale, le relèvement des taux d'intérêt aurait un impact significatif sur le déficit. Pour chaque augmentation des taux d'intérêt de 1 %, le déficit se creuserait de 140 milliards de dollars. Dans la mesure où 50 % de la dette arrive à échéance dans les 3 ans, l'impact de la hausse des taux affecterait rapidement les dépenses fédérales.

Entre les réductions d'impôts et un relèvement supposé des taux d'intérêt de 2 % sur l'encours de la dette, il nous semble qu'une augmentation du déficit budgétaire comprise entre 300 et 400 milliards de dollars pour 2018 et 2019, se profile à l'horizon. Seule une croissance économique exceptionnelle soutenue sur plusieurs années modifierait, à notre avis, la situation budgétaire très sombre des États-Unis et empêcherait un recul sensible de la valeur du dollar US, favorable à l'or.

Même un marché boursier mitigé, sans parler d'un repli marqué, pourrait aggraver ce que nous considérons comme des perspectives budgétaires pessimistes pour les États-Unis. Comme l'a souligné Alan Greenspan (mai 2015), « *Un pourcentage étonnamment élevé des recettes fiscales américaines est lié à la hausse des cours des actions américaines. Quand le marché boursier américain cesse simplement de croître... ne chute pas, mais cesse*

*simplement de croître, les recettes budgétaires des États-Unis sont sous pression, ce dont personne ne parle ».*

## **Hausse de l'inflation**

La quasi-totalité de la presse financière s'est désintéressée de l'inflation. Selon nous, une résurgence est probable en 2018, et deviendra une préoccupation croissante apte à influencer négativement sur les valorisations.

On constate déjà des signes majeurs du regain d'inflation. L'indice méconnu ECEC (Employer Costs for Employee Compensation) a augmenté de 4,4 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2017, en forte hausse par rapport au chiffre de 1,3 % enregistré au début 2016.

Kalkstein se demande

... comment est-il possible que l'inflation reste inférieure à 2 % quand... sur une base annualisée, les salaires à l'échelle nationale ont augmenté de 1,3 % à 4,4 % ? Puisque les traitements et salaires représentent un coût majeur pour les entreprises, la hausse des salaires conjuguée à la stabilité des prix se traduirait par un recul des bénéfices des entreprises. Toutefois, les bénéfices des entreprises ont affiché et affichent toujours une hausse. Or, les coûts salariaux des produits et des services restent stationnaires.

Seul l'avenir nous dira si la Fed anticipe un regain d'inflation avec des mesures plus musclées de resserrement monétaire. D'après nous, elle ne le fera pas, et réagira comme d'habitude : trop tard, avec trop peu de modération. Si l'avenir nous donne raison, cela engendrerait un creusement des spreads entre taux d'intérêt nominaux et réels, ainsi qu'un affaiblissement du dollar US et une hausse du cours de l'or en USD.

## **Précarité de la structure des marchés financiers**

Selon nous, les valorisations traditionnellement élevées sur les marchés financiers ont été en grande partie portées à l'extrême du fait de la dominance des transactions informatisées. Les ordinateurs n'ont aucune perception du risque et réagissent mécaniquement aux flux entrants et sortants par des achats ou des ventes. Comme nous l'avons souligné dans notre lettre du second trimestre 2017 :

Les ETF et les fonds indiciels fonctionnent de manière mécanique : les afflux de capitaux ont entraîné des achats sans discernement et les sorties de capitaux vont se traduire par des ventes systématiques. John Bogle, fondateur de Vanguard, a établi que 50 % des transactions sont contrôlés par

les ETF. Le secteur des ETF, qui pèse 3 000 milliards de dollars, a été quasiment multiplié par dix au cours des 10 dernières années en termes d'encours d'actifs gérés. Selon nous, le risque majeur des ETF est l'illusion de la liquidité.

Nous sommes d'accord avec les commentaires de notre collègue Simon Mikhailovich (chez Tocqueville Bullion Reserve), selon lesquels le secteur de la gestion d'actifs a connu une transformation qualitative qui garantit presque une fuite des capitaux à grande échelle au détriment des actions en cas de recul soudain ou prolongé du marché :

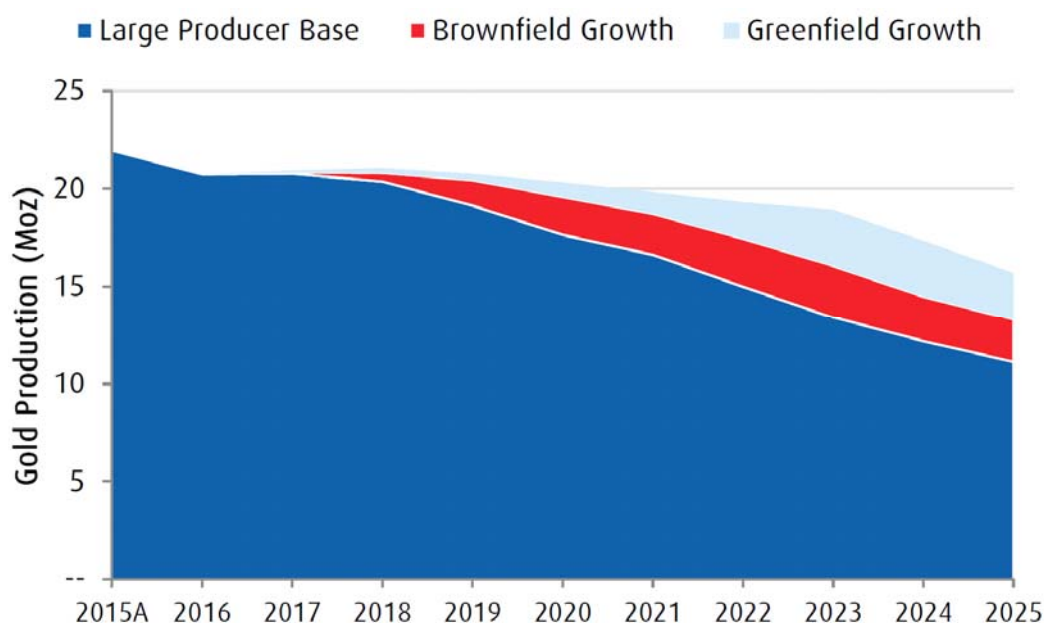
Un secteur tributaire de ses clients, comme la gestion d'actifs, est exposé à des perturbations. Après des décennies de contre-performance, de conflits d'intérêt et d'excès flagrants, de nombreux investisseurs abandonnent la gestion active pour des stratégies passives, qui reposent sur des technologies 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.

### **Perspectives optimistes de l'offre et de la demande en or physique**

Dans le monde réel, l'or est en quantité limitée. Selon nous, la production minière a atteint un pic et est susceptible de décliner dans les trois à cinq prochaines années. Même une forte hausse inattendue des cours ne changerait pas la trajectoire descendante de la production, car les pressions financières, environnementales et politiques s'opposent à la construction de nouvelles mines.

La demande, quant à elle, affiche une croissance régulière. Seule la liquidation continue des stocks d'or disponibles à Londres ou dans d'autres coffres occidentaux ces dernières années a empêché le décalage entre l'offre et la demande et provoquer une hausse de son cours.

## Offre d'or



Source : BMO Capital Markets

Contrairement au métal physique, l'or est abondant sur le marché synthétique car les lingots physiques sont répliqués presque indéfiniment grâce à la magie d'un système appelé hypothécatation et réhypothécatation. Sur les marchés financiers occidentaux, l'or synthétique fait l'objet de transactions importantes. En Asie, seul l'or physique est accepté. La Bourse de l'Or de Shanghai en plein essor exige que les contrats à terme soient adossés à 100 % au métal physique. En outre, l'émergence de plateformes, telles que l'Allocated Bullion Exchange (ABX) récemment lancée en Australie, qui exige un adossement total à des réserves d'or physique, va à notre avis réduire les transactions liées à l'or synthétique. Selon nous, le transfert des transactions actives en or vers des plateformes exigeant un adossement total à des réserves d'or va se traduire par une meilleure détermination des prix et une hausse des cours de l'or.

### Or : Facteur efficace de diversification et de réduction des risques

À notre avis, les directeurs des investissements devraient reconsidérer la question de l'or. Une allocation d'actifs en faveur de l'or réduirait les risques de baisse en période de tensions sur le marché et générerait également, selon nous, une nette surperformance à long terme. Au contraire, bon nombre de ces investisseurs sans doute chevronnés ont eu recours à des stratégies exotiques de réduction des risques surchargées de frais. Peu d'entre eux, voire

aucun, ne semblent avoir examiné une stratégie axée sur l'or en vue de diversifier et de réduire le risque global du portefeuille.

Ci-dessous, nous démontrons qu'une allocation de 10 % du métal physique depuis 1987 aurait donné lieu à une surperformance substantielle par rapport à une allocation « traditionnelle » de 60 % d'actions et 40 % d'obligations. Dans ce cas, le recours à l'or constituait une simple stratégie « buy and hold » et ne faisait pas appel à des stratégies de trading compliquées.

Source : Bloomberg

### Performance de l'or en période d'incertitude

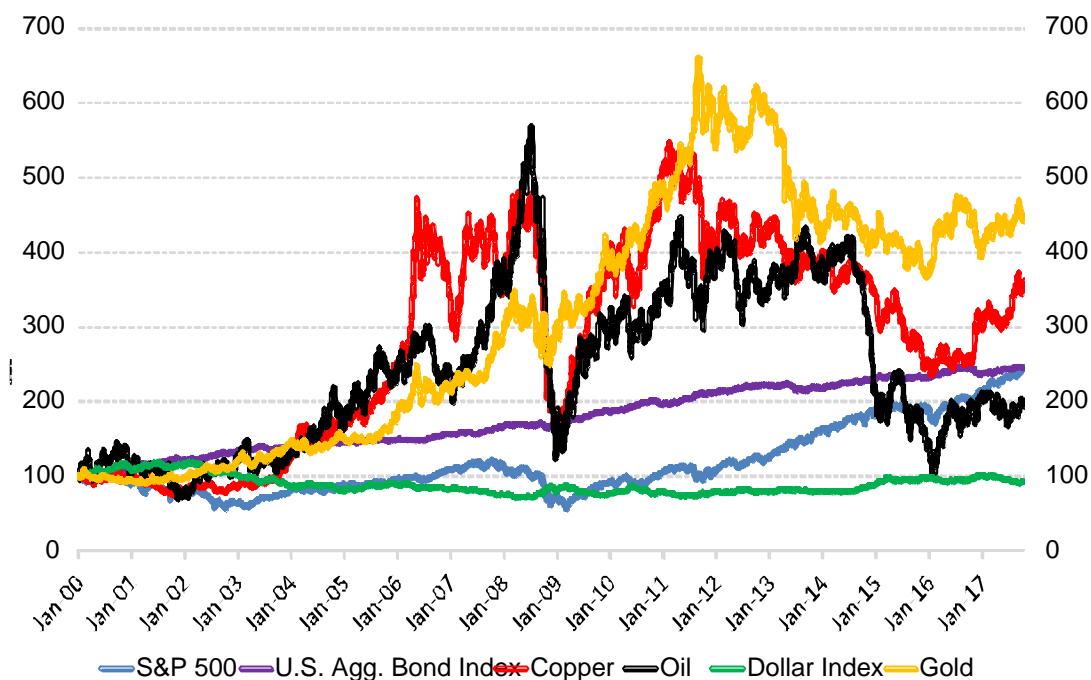
	<i>Start</i>	<i>End</i>	<i>S&amp;P 500 index</i>	<i>U.S. Treasuries</i>	<i>Gold</i>
1987 crash	8/25/87	10/19/87	-33.2%	-7.2%	5.0%
Iraq invades Kuwait	7/17/90	10/12/90	-17.6%	-0.4%	7.6%
Asia crisis	10/7/97	10/28/97	-6.2%	0.0%	-4.6%
Russia/Long-Term Capital Management crisis	7/20/98	10/8/98	-18.7%	5.3%	1.2%
Sept. 11	9/10/01	10/11/02	-22.3%	11.2%	16.6%
Global financial crisis	10/11/07	3/6/09	-54.5%	15.8%	25.6%
2010 euro zone crisis and flash crash	4/20/10	7/1/10	-14.5%	4.5%	5.1%
U.S. sovereign debt downgrade	7/25/11	8/9/11	-12.3%	3.6%	7.8%
Taper tantrum	5/22/13	6/24/13	-4.8%	-2.0%	-6.4%
China worries	8/18/15	2/11/16	-11.8%	3.5%	11.5%
<i>Average</i>			-19.6%	3.4%	6.9%

Source: Bloomberg

Les investissements en or sont nettement moins onéreux que les stratégies exotiques destinées à protéger le capital. En effet, l'or a surperformé les actions, les obligations et les principales matières premières depuis 2000. Certes, l'or n'affiche aucun taux de rentabilité interne et donne lieu à des frais de stockage de surcroît. Cependant, les frais de stockage sont minimes, comparés aux structures tarifaires des « produits » complexes. En outre, en période de taux d'intérêt extrêmement bas, le rendement des liquidités ou des obligations du Trésor n'a rien d'exceptionnel.



## Surperformance de l'or par rapport aux actions, aux obligations et aux principales matières premières depuis 2000



Source : Bloomberg

### Effet stimulant du bitcoin

La méfiance vis-à-vis de la création monétaire par les pouvoirs publics du monde entier constitue un des fondements du bitcoin et autres cryptomonnaies. En ce sens, les cryptomonnaies tentent d'imiter un des principaux attributs de l'or : un actif réel liquide sans risque de contrepartie. Nous partageons la défiance séculaire à l'égard de la monnaie fiduciaire, saluons l'arrivée des monnaies électroniques, et comprenons pourquoi elles préoccupent fortement les pouvoirs publics. Nous envisageons les cryptomonnaies comme des facteurs, voire comme des accélérateurs, de la disparition à long terme de l'ensemble des monnaies papier. Nous les considérons comme les alliées de l'or et une menace pour la monnaie fiduciaire.

Le bitcoin, selon nous, manifeste le rejet de l'autorité publique centralisée par les citoyens. Tous les pouvoirs publics sans exception ont sonné l'alarme. Andrew Bailey, responsable de la Financial Conduct Authority britannique, a déclaré à la BBC que ni les banques centrales, ni le gouvernement ne soutenaient la « devise » et que par conséquent il ne s'agissait pas d'un investissement sûr. Comme l'a souligné 13D Research, (07/12/17), « Le pire cauchemar

pour les banques centrales est une hausse du cours de l'or, car cela signifie qu'elles ont un train de retard, que les rendements obligataires vont augmenter, et que la monnaie papier suscite une perte de confiance. » Ce cauchemar ne fait que s'aggraver avec la généralisation des cryptomonnaies.

Selon nous, une cryptomonnaie adossée à l'or est faisable et sera probablement lancée d'ici un an ou deux. Le mariage de la monnaie réelle et de la technologie serait, à notre avis, le pire cauchemar envisageable pour les partisans de la monnaie fiduciaire et du système bancaire existant.

### **Un mot favorable au sujet des valeurs aurifères**

La sous-performance des valeurs aurifères par rapport au cours du métal en 2017 n'est pas le reflet de la réalité. Par exemple, les valeurs aurifères ont gagné 8,13 % (selon l'indice XAU) en 2017, contre une hausse de 11,63 % pour le cours du métal. Selon nous, ce phénomène est imputable aux faibles flux de capitaux à destination du secteur des métaux précieux et à la concurrence des rendements robustes des actions dans tous les autres secteurs. À notre avis, si la faiblesse inattendue du dollar et la vigueur de l'or persistent en 2018, les valeurs minières vont connaître un retour en grâce et afficher une surperformance marquée par rapport au métal. Au sein de nos portefeuilles d'investissement, nous privilégions toujours les actions triées sur le volet qui ont continué d'apporter une valeur ajoutée par action malgré l'absence d'intérêt de la part des fonds d'investissement généralistes.

### **Argumentaire en faveur de l'or**

À notre avis, lorsque le monde illusoire de l'or synthétique, du trading algorithmique, des ETF, des taux d'intérêt fictifs et de l'investissement passif se heurtera aux réalités de la hausse incontrôlable du déficit budgétaire, l'or (actif réel) va tirer son épingle du jeu. Pour nous, il est évident que les États-Unis et les autres gouvernements occidentaux se contentent de recourir à la planche à billets pour assurer le service de leur propre dette. Quand aura lieu le tournant de la prise de conscience générale de ces faits ? Peut-être dès 2018 ou 2019. Le regain d'inflation et la remontée des taux d'intérêt joueront le rôle de catalyseurs. Il est impossible d'en prévoir le moment, mais il nous semble qu'une perte de confiance ultérieure dans les monnaies papier, y compris le dollar US, est inévitable, et pourrait avoir lieu plus tôt que prévu. Selon nous, il n'est pas trop tôt pour se positionner sur l'or.

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

3 janvier 2018

*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.*