

La stratégie de Tocqueville Gold – Tocqueville Asset Management L.P.

Lettre aux investisseurs - Premier trimestre 2017

Retour à la réalité

« Nous sommes convaincus que le monde est entré dans une phase de croissance synchronisée et auto-entretenu. » (Evercore ISI Weekly Economic Survey, 02/04/2017)

« Selon la Fed d'Atlanta, la croissance du PIB est la plus faible depuis deux ans. » (Reuters, 15/03/2017)

« Les dépenses des ménages réelles ont chuté pour le deuxième mois consécutif. » (Evercore, 31/03/2017)

« Les dépenses des ménages réelles ont reculé de 0,28 % ces deux derniers mois, soit la plus forte baisse en deux mois depuis la récession. » (Meridian Macro, 31/03/2017)

« Les versements d'impôts des particuliers au Trésor américain ont diminué de 1,5 % en février, soit la plus forte baisse depuis la Grande Récession. » (MacroMavens, 23/03/2017)

« Le chiffre d'affaires et la fréquentation des restaurants s'effondrent en février. Les ventes à périmètre constant ont reculé de 3,7 % et la fréquentation de 5 %. » (Black Box Intelligence, 08/03/2017)

« Les ventes d'automobiles enregistrent une forte baisse... Ventes totales de 16,54 millions d'unités [nombre annuel corrigé des variations saisonnières], contre des prévisions de 17,3 millions d'unités... Un plus bas depuis février 2015. » (Meridian Macro, 03/04/2017)

« Le taux de défaillance des prêts automobiles subprime a augmenté à 5 % au quatrième trimestre, tandis que le taux de radiation de ces prêts a progressé à 10,5 %. » (Fitch)

« Sears s'apprête à fermer 150 magasins (10 % du total) ; JC Penney 120 (14 % du total), Macy's 100, Payless 1 000, Radio Shack 552, Limited 250. Les magasins phare génèrent l'essentiel du trafic piéton dans les centres commerciaux... Selon Green Street Advisors, une société d'études spécialisée dans l'immobilier, un tiers des centres commerciaux du pays sont menacés par un "risque élevé" de fermeture. » (Casey Research, 23/03/2017 – « Why The Retail Apocalypse Has Only Just Begun. »)

« Les prêts et crédits bancaires s'effondrent, comme c'est le cas avant chaque récession. La phase d'expansion économique actuelle, qui dure depuis 97 mois, est deux fois plus longue que la phase d'expansion moyenne. » (Belkin Report, 28/03/2017)

« Le nombre d'emplois hors secteur agricole a progressé de 98 000 embauches seulement en mars. Hampton Pearson (CNBC) annonce que les créations d'emplois sont bien inférieures aux attentes, car le secteur de la distribution a perdu 30 000 emplois en mars. » (CNBC, 07/04/2017)

Les perspectives optimistes qui font consensus chez Evercore sont en décalage total avec la réalité. La Fed rejoint Evercore en estimant que l'économie reprend des couleurs. William Dudley, président de la Fed de New York, a déclaré dans une interview pour CNN le 28 février 2017 :

« Le marché boursier est en forte hausse... Il me semble que, dans l'ensemble, les données publiées ces deux derniers mois concordent avec une poursuite de la croissance économique à un rythme supérieur à la tendance, l'emploi reste en progression stable, l'inflation a légèrement augmenté suite à la hausse des prix de l'énergie. »

La Fed se fonde sur ses prévisions de forte croissance économique pour communiquer aux marchés financiers sa position agressive en matière de resserrement monétaire. Selon nous, cette position pèse sur les cours de l'or.

Si l'opinion générale selon laquelle la croissance sera forte est erronée, quelles pourraient être les conséquences pour l'or ? Selon nous, le marché haussier lié à l'élection de Trump relève de l'aveuglement collectif. Une administration présidentielle peut certes fixer un cap et des objectifs, mais, à notre connaissance, aucune administration n'a jamais été en mesure d'interrompre le cycle économique. Après 97 mois, la phase d'expansion économique actuelle nous semble être à bout de course.

Une prise de conscience pourrait menacer de déflation les valeurs des actifs financiers, qui sont dopées par des prévisions très exigeantes concernant les bénéfices des entreprises. La politique de resserrement monétaire subirait un revirement soudain. L'or bénéficierait de la perte de confiance dans la politique monétaire, confiance qui n'a que trop duré. Cette perte de confiance pourrait préparer le terrain en vue d'une prise de contrôle de la Fed par Trump, trois des sept sièges devant être renouvelés d'ici janvier prochain, dont celui de la présidente Yellen (une situation inédite depuis l'administration de Woodrow Wilson). Plus personne ne pourra prétendre que la Fed est une institution indépendante.

Investir dans l'or peut se justifier de la manière suivante : l'application d'une politique monétaire radicale au cours des 20 dernières années a conduit à un enchevêtrement de risques systémiques, et cela va continuer. Selon nous, il n'y a pas d'échappatoire possible sans croissance économique solide, pas même une normalisation des taux d'intérêt. Depuis la Grande Récession, les politiques d'« argent facile » n'ont rien résolu et n'ont servi qu'à gagner du temps. Compter sur une croissance économique suffisamment forte pour rétablir un équilibre sain entre la dette et la production semble être un espoir futile. L'annonce et la mise en œuvre de politiques et de pratiques favorables à l'activité ne produiront des résultats que sur le long terme, et dans un laps de temps trop court pour que des raisons politiques l'emportent sur la dette excessive et sur la bulle des marchés de capitaux dont nous avons hérité.

Comme l'a dit Lacy Hunt (Hoisington Investment Management) : « La dette est susceptible de limiter la croissance économique d'une manière de moins en moins linéaire » (conférence Grant's, 04/10/2016). Citons le rapport d'investissement du 4^e trimestre 2016 de Hoisington : « En appliquant des politiques monétaires et budgétaires qui conduisent à une accumulation des dettes dans le monde, les dépenses de demain sont avancées à aujourd'hui. » Dans la même note, il poursuit en citant William R. White (économiste à la BRI) : « Plus le temps passe, le futur devenant le présent, plus ces créances s'alourdissent. » Selon Hunt :

« La politique monétaire est devenue asymétrique en raison du surendettement. Cela signifie qu'un assouplissement monétaire produit un faible stimulus, tandis qu'un léger resserrement limite très fortement l'activité économique... »

Selon le FMI, la dette totale hors secteur financier s'élevait à 152 000 milliards de dollars (225 % du PIB mondial) fin 2015, soit un niveau plus élevé que pendant la crise financière de 2008, et ce chiffre continue d'augmenter. La politique d'« argent facile » et de déficits budgétaires prescrite par les décideurs politiques et les banquiers centraux ne peut fonder la « croissance mondiale auto-entretenu » telle qu'envisagée par le courant économique dominant. L'« argent facile » a eu pour seule conséquence un accroissement de la dette et une croissance anémique. Nous pensons que la croissance n'atteindra jamais un niveau suffisant sans un « reset » monétaire à l'échelle mondiale. Un cours de l'or bien plus élevé serait le signe de cette prise de conscience.

Les innombrables retombées positives qui pourraient résulter du programme « pro-business » de Trump seront difficiles à jauger, selon nous, car la croissance anémique persistante aura pour seul effet d'accroître les fractures politiques dont le mouvement populiste est issu. L'échec de l'action publique actuelle nous semble évident. Si l'économie reste paralysée comme nous le pensons, de nouvelles réponses seront étudiées. Trump et ses conseillers sont pragmatiques. Ils n'ont aucune allégeance aux politiques du passé et ont l'opportunité d'impulser un changement positif durable en réintroduisant l'or dans le système monétaire. Trump lui-même s'est déclaré favorable à l'or :

<http://www.politico.com/agenda/story/2017/03/donald-trump-remake-federal-reserve-monetary-policy-000360>

<http://seekingalpha.com/article/4044351-will-trump-move-gold-standard>

Selon nous, il ne devrait avoir aucune difficulté à rejeter la faute sur la Fed et sur les élites intellectuelles qui ont conçu les politiques publiques inefficaces de ces 20 dernières années. L'attrait de l'or est viscéral et coïncide avec le sentiment anti-élite du populisme. Tant mieux pour la relique barbare.

Bien entendu, la possibilité que l'administration Trump redonne à l'or un véritable rôle monétaire n'est que pure spéculation et inférence de notre part. Cette spéculation n'est pas une raison en soi pour investir dans le métal jaune ou dans les actions liées. Nous avons déjà longuement débattu du bien-fondé de cet investissement ; [ici](#) et [là](#), par exemple. Néanmoins, cet actif reste une possibilité iconoclaste, non conventionnelle et presque gratuite compte tenu des cours actuels. On aurait pu qualifier de manière similaire les chances de candidature de Trump au soir du 4 novembre 2016.

En l'absence d'un étalon monétaire crédible, nous ne devrions pas échapper à la routine actuelle, les dettes américaine et mondiale augmentant à un rythme plus soutenu que la croissance économique. Les inégalités de revenus, la stagnation des salaires, la surévaluation des actifs financiers et le recours à la spéculation plutôt qu'à l'investissement productif sont appelés à perdurer sous le régime monétaire actuel.



Que les décideurs politiques fassent preuve de volontarisme pour s'attaquer à la réforme monétaire ou non ne change rien au fait que l'or est fortement sous-évalué dans toutes les monnaies fiduciaires. Il serait préférable que les ajustements nécessaires se fassent sans provoquer une nouvelle crise financière comme en 2008. Ce scénario est possible, mais nous semble peu probable. Dans tous les cas, l'or devrait être réévalué de manière significative pendant l'administration Trump, que ce soit à dessein ou en raison d'événements sur le marché. Lorsque cette réévaluation se produira, nous anticipons un large soutien en ce sens.

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

Rédigé le 7 avril 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.