

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

### ***Lettre aux investisseurs – deuxième trimestre 2016***

#### ***Des semaines où tout bascule***

Les marchés des métaux précieux, devenus complètement haussiers, ont clairement tourné la page de la profonde et douloureuse correction subie entre août 2011 et fin 2015. Au 30 juin, le prix de l'or en dollar américain a augmenté de 24,57 % sur l'année, tandis que l'indice XAU (indice de Philadelphie des actions de mines d'or et d'argent) a augmenté de 116,16 %. Dans le passé, les cycles positifs de l'or ont toujours duré au moins trois à cinq ans, et certains plus longtemps. Malgré la progression impressionnante depuis le début de l'année, notre avis est que ce cycle haussier n'en est qu'à ses débuts et qu'il promet d'être particulièrement fort.

Nous pensons que la politique budgétaire et monétaire de tous les pays développés nous a conduits dans une impasse et qu'elle est proche de la faillite. Plus important encore, nous continuons de penser que le maintien et la mise en œuvre obstinée de politiques publiques absurdes et sans résultat ont considérablement renforcé le risque systémique. Les investisseurs commencent à se tourner vers l'or, de peur que le pouvoir d'achat de tous les papiers-monnaies – y compris le dollar américain – soit en péril. La chute de la livre sterling à son plus bas niveau en 30 ans suite au vote britannique pour la sortie de l'Union européenne (UE) est un signal de la déliquescence du système de taux de change gérés par des banques centrales. Des économistes orthodoxes commencent à exprimer leur préoccupation :

- Le Brexit est un coup porté à un système déjà fragile... La situation est extrêmement instable et, si elle n'est pas prise au sérieux assez rapidement, pourrait handicaper sensiblement la reprise européenne, menaçant la viabilité politique du projet de monnaie unique. (Note de Torsten Slok, économiste en chef de Deutsche Bank Securities, datée du 5 juillet 2016)

Selon un commentaire dans le Financial Times, daté du 25 juin 2016, « la Fed est rapidement en train de passer au second plan dans cette situation défavorable à une hausse des taux ». À notre avis, les taux d'intérêt augmenteront et ne peuvent être normalisés sans une nouvelle crise financière d'une intensité comparable ou supérieure à celle de la crise mondiale de la dette de 2008. La surabondance de liquidité a, d'après nous, atteint ses limites en tant que palliatif crédible à la sous-performance économique. Difficile de prévoir la suite, mais presque tous les scénarios envisageables profitent à l'or.

Avec d'importants marchés proches de leurs records historiques, il semble bien que l'autosatisfaction soit à l'ordre du jour sur les marchés financiers. Cette confiance semble reposer sur l'idée qu'un retour à une structure normale de taux d'intérêt est possible et que l'arrêt des politiques monétaires radicales peut se faire sans douleur. Pourtant, les taux d'intérêt extrêmement faibles – les plus bas en 5000 ans,

d'après Michael Hartnett de Bank of America Merrill Lynch (MarketWatch, 14 juin 2016) – ont gonflé la valeur des actifs sans pour autant stimuler la croissance économique. Un retour à des taux d'intérêt normaux ne peut pas, à notre avis, se produire sans dégâts sur les marchés financiers. D'après Citibank, les taux négatifs sont « un poison pour le système financier », menaçant la viabilité du processus et des institutions sous-tendant la constitution de capital qui sont au cœur du système financier.

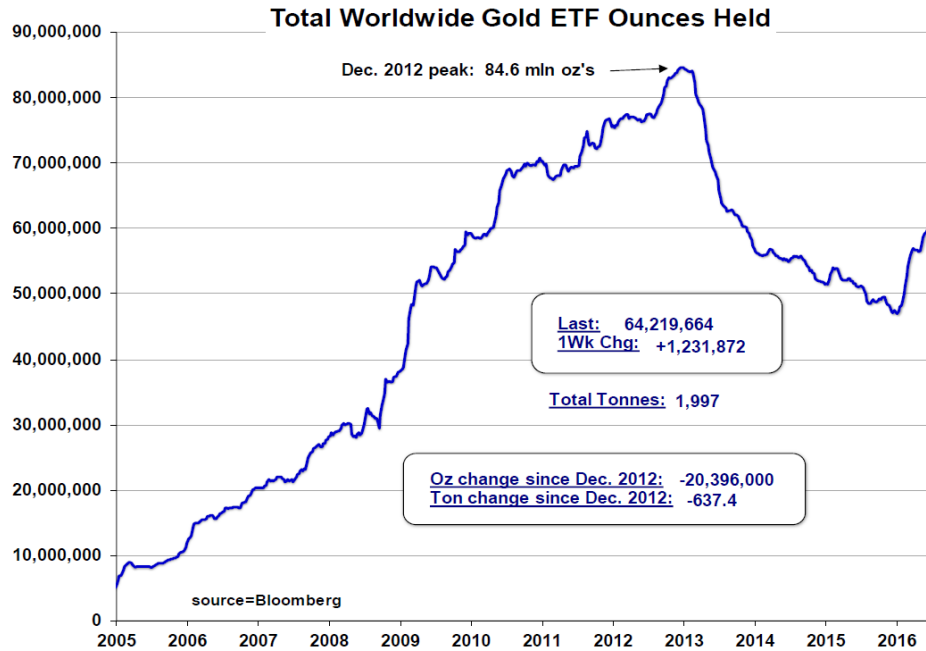
Nous sommes d'accord avec Stephanie Pomboy de MacroMavens pour qui la leçon du Brexit est que les élites politiques et financières sont désemparées face à certaines réalités fondamentales : « Les marchés n'ont jamais pu vraiment accepter les sondages suggérant la victoire du Brexit parce qu'au départ ils ne voient aucun problème dans le statu quo. La situation n'est pas aussi bonne que ne pourraient le faire croire la confiance côté vendeurs et les bénéfices non définis par les principes comptables traditionnels. » Ainsi, les commandes de biens de consommation ont été comparativement négatives sur 21 des 22 derniers mois et, en variation annuelle, les commandes ex transport sont en baisse depuis 17 mois et les commandes industrielles depuis 10 mois.

Il est difficile de voir la cohérence entre des informations et études économiques de ce type et des moyennes de marché proches de leurs records historiques, à moins de supposer que les banques centrales manipulent ces moyennes à des fins cosmétiques pour influencer le comportement des consommateurs et des entreprises.

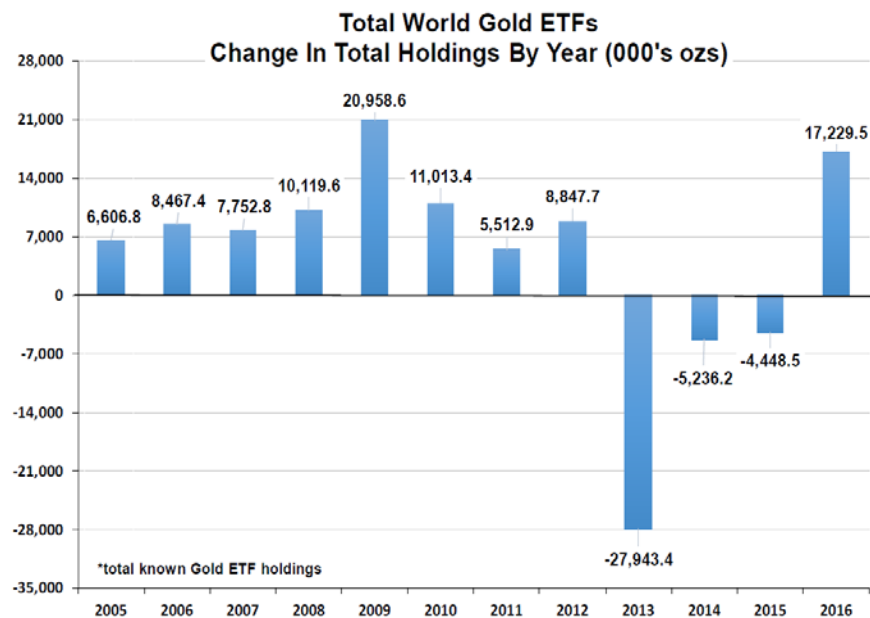
Il est impossible de savoir quelle nouvelle information poussera d'autres investisseurs à acheter de l'or, et quand. Nous pensons que la situation du marché des métaux précieux est identique au creux de la vague connu en 1999, qui a précédé une augmentation de 615 % sur les 12 années suivantes. À l'époque, comme fin 2015, il y avait presque un consensus sur l'avenir sombre de l'or. Chercher à identifier les raisons futures d'un renversement de tendance revient à chercher à deviner quel flocon de neige déclenchera l'avalanche. Ce qui devrait frapper les habitants de la vallée, c'est l'accumulation de neige (le risque systémique). Comme le disait Lénine, « parfois des décennies passent et rien ne se passe et, parfois, quelques semaines passent et des décennies trépassent ». C'est dans la nature même des marchés haussiers de voir la plupart des investisseurs passer à côté, se demandant ce qui a bien pu changer la donne. La remontée de l'or pourrait être un signe avant-coureur de transformations profondes sur les marchés financiers.

Comme nous l'avons noté dans notre étude [Paper Gold: Utopia for Alchemists](#) (« Or synthétique : utopie des alchimistes ») et dans notre [Lettre aux investisseurs du quatrième trimestre 2015](#), l'or physique est extrêmement rare par rapport à la demande potentielle qui pourrait être activée si le climat change sur les marchés. Cela parce que 99 % de l'or échangé l'est sous la forme de contrats-papier (contrats à terme, ETF, produits dérivés, etc.) réglés en espèces et non en métal physique. Dans une crise financière, le risque de contrepartie devient souvent une préoccupation primordiale ce qui conduirait à une ruée sur le système de négociations d'or basé sur le crédit et réglé en espèces. Les afflux vers les ETF aurifères, qui doivent refléter des augmentations de stocks physiques, déclencheraient probablement une explosion du prix de l'or à cause de sa rareté sous forme physique.

Somme des onces d'or d'ETF détenues dans le monde



Variation mondiale annuelle des avoirs totaux des ETF d'or (en millier d'onces)



On peut s'attendre à ce que, dans les années à venir, les valeurs minières s'apprécient plus vite que le métal. C'est le cas depuis décembre 2015, dans une proportion de 4 pour 1. L'industrie minière a réduit ses coûts, s'est focalisée sur la génération de trésorerie et a observé une discipline financière qui faisait défaut avant le pic du marché en 2011. L'indice XAU, représentant la valeur des entreprises de mines d'or et d'argent, a été lancé il y a 37 ans à une valeur de 100. Au 30 juin 2016, il était à 97,64, ce qui nous donne à penser qu'il y a un fort potentiel de hausse. Selon le Belkin Report daté du 27 juin 2016, « les actifs aurifères se caractérisent par une faiblesse à long terme et une corrélation négative au marché boursier, et ils viennent de sortir d'un marché baissier. Les indices boursiers, au contraire, sont entrés dans un marché baissier... Retirez-vous des actions surévaluées alors que les grandes économies mondiales ralentissent – et positionnez-vous sur les actions des entreprises de mines d'or ».

L'or, relégué aux oubliettes de l'histoire monétaire après l'abandon, en 1971, de la convertibilité du dollar en or par le président Nixon, semble devoir reprendre une place centrale. Le métal précieux a récemment éveillé l'intérêt de nombreux intellectuels notables des sphères universitaires et politiques. Dans un commentaire daté du 3 mai intitulé *Emerging Markets Should Go For The Gold* (« Les marchés émergents devraient miser sur l'or »), Kenneth Rogoff, professeur d'économie à Harvard, explique que les banques centrales des pays émergents devraient détenir jusqu'à 10 % de leurs réserves en or, au détriment de la dette souveraine des pays riches :

Pourquoi le système marcherait-il mieux si une plus grande part des réserves était en or ? Le problème avec le *statu quo*, c'est que, pris dans leur ensemble, les pays émergents sont en concurrence sur les obligations des pays riches, ce qui contribue à faire baisser les taux d'intérêt qu'ils reçoivent. Les taux d'intérêt étant bloqués autour de zéro, le prix des obligations des pays riches ne peut pas tomber beaucoup plus bas, alors que l'offre de dette des pays avancés est limitée par la capacité fiscale et la tolérance au risque.

L'or, en dépit d'une offre presque fixe, n'a pas ce problème, parce qu'il n'y a pas de limite à son prix. De plus, on peut argumenter que l'or est un actif au risque extrêmement faible dont les rendements réels moyens sont comparables à ceux de la dette à très court terme. Et, l'or étant très liquide – critère clé pour un actif de réserve – les banques centrales peuvent se permettre de privilégier ses rendements moyens à long terme sur sa volatilité à court terme.

Dans un [entretien à Bloomberg](#) daté du 27 juin 2016, Alan Greenspan déclare que, suite au Brexit, « nous sommes au début d'une crise qui va durer » et que la meilleure solution serait un retour à l'étalon-or, clé de voûte de la finance internationale de 1870 à 1913. L'ancien président de la Fed (de 1987 à 2006) a été, à notre avis, un architecte et un précurseur intellectuel de l'actuel activisme radical des banques centrales. Une telle déclaration de sa part est donc une vraie révélation et laisse à penser que cet ancien membre de l'establishment ne croit plus à la viabilité du système de monnaie fiduciaire centré sur le dollar.

Il nous semble donc que nous en sommes à un tournant pour l'or : des semaines où « des décennies trépassent ». Les bénéfices d'une exposition à l'or promettent, d'après nous, d'être d'une ampleur historique. Dans une telle conjoncture, il serait contre-productif, pour les investisseurs, de chercher le moment le plus opportun pour entrer sur le marché. L'or est extrêmement sous-pondéré et réagirait

donc probablement très fortement à des afflux de capitaux même modestes. Malgré de fortes hausses récentes, nous pensons que l’alignement actuel des différents facteurs politiques et économiques est particulièrement attractif. À notre avis, des gains substantiels sont à venir.

John Hathaway

Gestionnaire de portefeuille senior

© Tocqueville Asset Management L.P.

12 juillet 2016

*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.*

**PARIS**  
**Tocqueville Finance S.A.**

34, rue de la Fédération  
75015 Paris – France

Agrément AMF n° GP 91-12  
Enregistrée à l’ORIAS n° 07 035 215

Tél. : +33 (0) 1 56 77 33 00  
[www.tocquevillefinance.fr](http://www.tocquevillefinance.fr)

**NEW YORK**  
**Tocqueville Asset Management LP**

40 W.57th St- 19th floor  
New York, NY 10019 – USA

Agrément SEC n° 801-36209

Tél. : +1 (212) 698 0800  
[www.tocqueville.com](http://www.tocqueville.com)