



Tocqueville Asset Management L.P.

## La tectonique des monnaies

La « vigueur » du dollar semble avoir été la cause directe du récent mouvement de vente massive dont l'or a fait l'objet. La hausse de l'indice du dollar (DXY) est considérée par la plupart comme un signe indiquant que le dollar est fort. Le diagramme ci-dessous montre la corrélation inverse entre l'indice DXY et le prix de l'or en dollars. Dans cet article, nous examinerons la différence très importante qui existe entre la force relative et la force absolue du dollar, ainsi que les fissures qui se creusent progressivement sous cette apparente vigueur, et qui, jusqu'ici, semblent avoir eu peu d'impact sur les opinions consensuelles des investisseurs.



L'indice DXY n'est pas le dollar, c'est un indicateur de la force relative du dollar. Ses principales composantes sont l'euro (57,6 %) et le yen (13,6 %). Le solde (28,8 %) est constitué du dollar canadien, de la livre sterling, de la couronne suédoise et du franc suisse. Par conséquent, l'indice DXY ne dit absolument rien sur les vertus intrinsèques de la devise américaine. En revanche, il reflète la fuite des capitaux des actifs libellés en yens et en euros dans les régions où les banques centrales ont engagé des mesures bien documentées visant à dévaluer leur devise pour faire face à la faiblesse de l'économie. Il existe de nombreuses raisons pour lesquelles le dollar reste fort face aux principales composantes du DXY. Toutefois, quelles que soient les vertus que certains attribuent à la tendance haussière de cet indice, nous y voyons un potentiel de chaos monétaire.

Le DXY est muet sur la question du déclin rapide de l'utilisation de la devise américaine dans le règlement des échanges internationaux. Les accords pour contourner le billet vert semblent proliférer. Le dollar est devenu un obstacle aux échanges, même pour nos plus proches et plus importants partenaires commerciaux. Suite à des mesures similaires prises par plusieurs pays d'Amérique latine, le Canada vient d'annoncer une série d'accords visant à réaliser des transactions directement en renminbi. Le Wall Street Journal (14/11/14) rapporte que la Russie « sera payée en renminbi pour un important volume de pétrole » acheminé vers la Chine. « Nous nous éloignons du diktat du marché qui domine tous les flux commerciaux de pétrole qui sont libellés en dollars américains » a commenté Vladimir Poutine. Comme nous l'avons souligné dans notre lettre aux investisseurs du troisième trimestre, le volume d'échanges compensés en renminbi a totalisé 18,3 milliards de dollars au premier semestre, soit le double de l'année précédente. La « tuyauterie » institutionnelle visant à contourner le dollar se met en place. On peut citer par exemple le lancement de la Bourse de l'or de Shanghai (Shanghai Gold Exchange) en septembre cette année, ainsi que la formation de la Banque des BRICs (au second trimestre), sur le modèle de

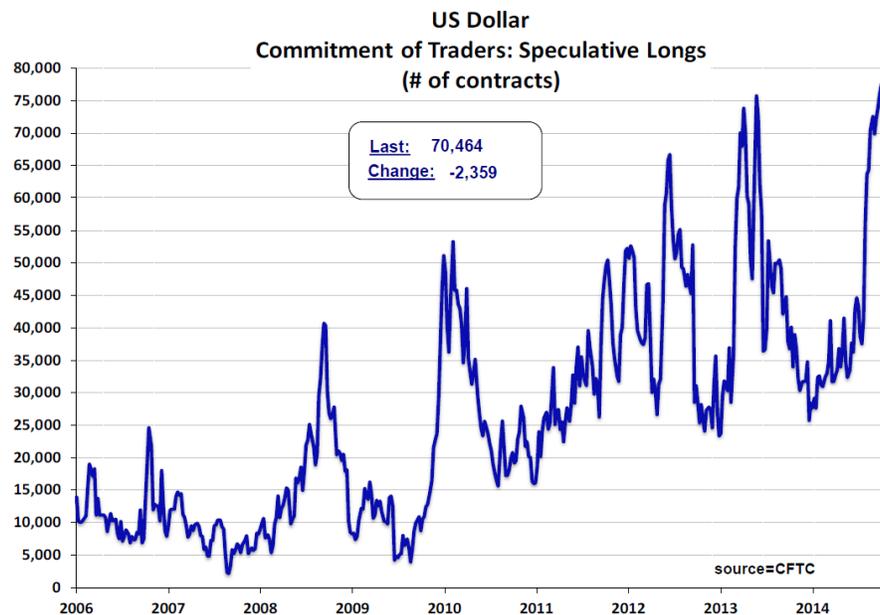


Tocqueville Asset Management L.P.

la Banque mondiale, en vue de faciliter les transactions non libellées en dollars.

En outre, la Russie a annoncé le développement de sa propre version de SWIFT (réseau permettant aux établissements financiers de communiquer électroniquement en toute sécurité) dont le lancement est prévu en 2015. De toute évidence, l'objectif est de contourner les établissements financiers occidentaux et leurs conventions.

Selon nous, le monde sera très différent si le dollar est de plus en plus marginalisé en tant que monnaie de réserve. Comme l'a indiqué Andrew Smithers dans le Financial Times (12/11/14), les États-Unis sont un gigantesque *hedge fund*, « long en actions et court en titres de créance », avec une position débitrice nette à l'échelle internationale équivalente à 31 % du PIB. Tant que les réserves de dollars ont une utilité, les actifs libellés en dollars peuvent prospérer. Cet aspect utilitaire est en grande partie une question de perception et de confiance selon nous, et les fondamentaux qui étayent la notion d'un dollar fort semblent glisser dans la mauvaise direction. Pour l'heure, le segment des positions longues en dollar semble extrêmement encombré, les données de la CFTC concernant les expositions longues spéculatives étant proches de leurs niveaux record (cf. diagramme ci-dessous). À court terme, le dollar peut faire office de bouée de sauvetage pour se débarrasser des yens et des euros, mais à moyen et plus long termes, c'est une bouée de sauvetage qui souffre de défauts inhérents à toutes les monnaies de papier. L'engouement d'aujourd'hui pour le dollar constituera selon nous l'excédent de demain.



L'un des éléments fondamentaux de l'équation en faveur d'un dollar fort est une perception de puissance de l'économie américaine. Nous pensons que la fuite des capitaux explique les records affichés par les indices boursiers les plus populaires. Parmi les signaux d'alerte pointant vers un éventuel ralentissement à l'échelle mondiale figurent les très nombreux rapports décevants concernant l'économie américaine, la contraction du PIB japonais au troisième trimestre, la chute record du cours des matières premières (dont celui du cuivre, le plus annonciateur) et la poursuite de l'accroissement du ratio or/argent. Durant les années 30, les politiques protectionnistes de dévaluation compétitive avaient prolongé la dépression. Il est difficile de penser que des mesures semblables en Europe et Asie n'auront pas des conséquences analogues. Une faiblesse importante et persistante de l'euro et du yen face au dollar, qui se traduirait par une nouvelle hausse de l'indice DXY, nuirait très vraisemblablement à l'économie américaine et contraindrait la Fed à reprendre sa politique d'assouplissement quantitatif.



*Tocqueville Asset Management L.P.*

Il nous semble que ces derniers mois représentent, pour les actifs financiers, une sorte de tour d'honneur sur les marchés financiers, une célébration de la fin de l'assouplissement quantitatif, voire un seuil plafond en termes de confiance dans la Fed. Quelle meilleure façon de ponctuer ce succès que de voir le cours de l'or atteindre son plus bas niveau depuis 4 ans et demi ? Un niveau plancher du cours de l'or, propre à faire les gros titres, associé à des moyennes record sur les principales places boursières, forme un contexte harmonieux pour les décideurs, les médias financiers et la plupart des investisseurs.

La vente d'or, synthétisé par les banques aurifères, s'avère être aussi simple que la création de dollars à partir de rien, comme le font les banques centrales. Les cours cités sur Bloomberg, CNBC, etc. concernent soi-disant l'or, mais aucun or physique n'est impliqué. La plupart des vendeurs d'or n'est pas en possession de ce même or. Comme lors d'une prise de paris, les seuls éléments échangés sont des instruments de crédit, évalués dans ce cas précis par rapport à un indice aurifère de référence comme le London Fix ou le Comex Close. Le règlement se fait en espèces ou en titres de créances, pas en lingots. Cette transaction aurifère n'a d'aurifère que le nom.

Le prix de l'or est donc un taux de change. Le prix de l'or en dollars est similaire au prix de l'euro ou du yen en dollars ; et il s'avère qu'il est tout aussi facilement manipulé. Certaines révélations selon lesquelles des amendes ont été infligées à de grands établissements bancaires (dont d'importantes banques aurifères) pour transgression des règles de change commencent seulement à se déverser dans les médias. Des sanctions totalisant 4,3 milliards de dollars ont été annoncées le 12 novembre par les autorités britanniques, américaines (CFTC et OCC) et suisses. Les banques concernées sont Citigroup, UBS, JP Morgan, HSBC et RBS. Comme le note un observateur, il ne s'agit là que de la première étape d'une longue période de contentieux pour le secteur. La Fed et les instances de réglementation allemandes ne se sont pas encore prononcées. Les instances de réglementation suisses ont sanctionné UBS pour pratiques abusives dans le négoce de métaux précieux ([cliquer ici](#)), une pratique plus répandue de manipulation du prix de l'or peut ne pas être loin.

La faiblesse de l'or par rapport au dollar et aux actifs financiers peut être considérée comme une expression du consensus qui rassemble les investisseurs et les décideurs politiques. Elle repose, semble-t-il, sur une foi illusoire dans la puissance miraculeuse de la planche à billets. Une nouvelle génération de banquiers centraux a transformé les mornes portefeuilles de ses prédécesseurs (composés de réservoirs inactifs de réserves en devises et de métaux précieux) en *hedge funds* qui négocient des produits dérivés, contrats à terme et autres instruments trop exotiques pour être compris. Le Chicago Mercantile Exchange les invite à agir ainsi. Dans la pièce 1 d'un courrier du 29 janvier adressé à la CFTC ([cliquer ici](#)), le groupe CME propose des remises spéciales aux banques centrales « hors des États-Unis » qui s'engagent à négocier des actifs totalement contraires à la philosophie traditionnelle des banques centrales, comme les contrats à terme sur indice boursier, les devises, les matières premières agricoles, l'énergie et bien entendu les métaux précieux. Il semblerait que le CME soit devenu un important lieu d'échange permettant aux banquiers centraux d'ajuster les marchés financiers afin d'influer sur le processus de réflexion et le comportement de l'investisseur.

En matière d'ajustement, la Banque nationale suisse décroche la palme. En août 2014, son bilan s'élevait à 522,3 milliards de francs suisses, soit 1,4 fois le PIB du pays. Les actifs se répartissent ainsi : 74 % d'obligations d'État (la Banque est l'un des cinq premiers porteurs de bons du Trésor américains), 11 % d'autres obligations et 15 % d'actions. L'objectif insensé visé par cette politique monétaire suisse est d'indexer (dévaluer) sa monnaie à 1,20 euro, d'outrepasser les flux de capitaux du marché libre qui mèneraient à un taux de change plus élevé et de relancer ainsi l'économie suisse. Notez la position de 15 % en actions dans la composition des actifs de la BNS. Dans ses efforts pour maintenir l'indexation, la BNS crée des francs suisses à partir de rien, avec lesquels elle achète des euros. Puis, elle convertit certains des euros en dollars US et achète des titres américains, vraisemblablement sur le CME. Et vous obtenez le fameux ajustement : la monnaie locale créée sur ordinateur pousse à la hausse la valeur du dollar et des indices d'actions américains pour en faire bénéficier l'économie suisse.



*Tocqueville Asset Management L.P.*

L'opposition de base à cette politique de dépréciation de la monnaie a pris la forme d'un référendum (organisé le 30 novembre) qui contraindrait la BNS à accroître considérablement ses avoirs en or. Quelle qu'en soit l'issue, ce référendum reflète le mouvement de résistance populaire à la répression financière induite par la Banque centrale. Selon nous, les troubles monétaires ne resteront pas confinés aux frontières suisses.

Le banquier central moderne négocie avec des contreparties qui sont des banques commerciales géantes détenant des instruments dérivés d'une ampleur et d'une complexité inquiétantes. Il semble impossible que ces expositions commerciales soient élaborées et maintenues sans la connaissance et la complicité du secteur officiel. Par exemple, Deutsche Bank, déjà citée dans un millier de poursuites en justice, affiche une exposition aux instruments dérivés représentant 20 fois le PIB de l'Allemagne et 5 fois celui de la zone euro. Il n'est donc pas difficile de conclure que les opérateurs des banques centrales et leurs homologues des mégabanques (affichant le même capital génétique, scolarisés dans les mêmes établissements, aux cheminements de carrière étroitement liés, fréquentant les mêmes conférences, et joignables en simple coup de fil) sont idéologiquement indiscernables et intellectuellement et moralement corrompus dans des proportions équivalentes. Nous saluons les efforts des avocats et des plaignants qui ont déjà engagé des poursuites et de ceux qui s'y appêtent, et attendons avec impatience les dépositions et les conclusions à venir.

Reste à voir si la cessation, à terme, des pratiques manipulatoires se traduira par un changement de tendance pour le prix de l'or, bien qu'il semble logique que le consensus haussier concernant les actifs financiers équivaille à une position courte complaisante et très importante en or qui devra être couverte (37,5 millions d'onces troy). Plus important encore, comme nous l'avons démontré dans un article intitulé « Se fier au physique ! », il existe une asymétrie considérable entre l'or papier et le métal physique. Si la demande d'investissement occidentale (habituée à n'agir que par le biais d'instruments financiers comme les fonds cotés, les contrats à terme et les produits dérivés) devait repartir à la hausse ne serait-ce que de façon modeste, le lien fragile qui existe entre créance papier et or physique et qui a été déformé par l'usage extrême de la pratique dite de « réhypothécatation » (utilisation par les établissements financiers des actifs des clients à titre de garantie) pourrait facilement se briser. Les grands gagnants d'une réévaluation systémique de l'or seront ceux qui possèdent ou produisent le vrai or.

Dans sa récente lettre aux investisseurs intitulée « Faking It », Paul Singer (Elliott Management) a critiqué l'hypocrisie qui règne actuellement sur les marchés de capitaux : « Personne ne peut prévoir pendant combien de temps les gouvernements pourront continuer à dissimuler la véritable situation, qu'il s'agisse de croissance, d'argent, de stabilité financière, d'inflation ou de progression des revenus. Notre sentiment est que la confiance, surtout lorsqu'elle est injustifiée, n'est qu'un vernis fragile. Lorsqu'elle est perdue, cette perte peut être grave, soudaine et simultanée sur de multiples marchés et secteurs. »

Depuis 2008, la dette mondiale a augmenté de 40 %, un rythme nettement plus élevé que celui du PIB mondial. Il n'y a eu aucun désendettement à l'échelle mondiale. Le rapport sur l'économie mondiale, qui vient d'être publié par le Centre international d'études monétaires et bancaires, met en garde contre « une combinaison toxique associant dette mondiale élevée et croissante et ralentissement du PIB nominal ». À l'échelle mondiale, le ratio endettement/PIB s'élevait à 215 % en 2013, contre 200 % en 2009. Selon nous, toute attente d'une croissance autre qu'anémique relève du fantasme : le fardeau du remboursement de la dette, même à des taux d'intérêt nuls, ne permettra rien de plus. Malheureusement, seul l'avènement d'une croissance solide et soutenue rétablirait la possibilité d'un remboursement des dettes à des taux d'intérêt normalisés. Nous pensons que les politiques monétaires radicales vont se maintenir, même si le relais de la dépréciation est transmis d'une banque centrale à l'autre.

La méfiance croissante et le manque de respect à l'égard du statut du dollar en tant que monnaie de réserve constituent un autre vent contraire. Pour nous, ces développements laissent penser que les plaques tectoniques des conventions monétaires commencent à se déplacer d'une façon qui entraînera une réévaluation significative de l'or. Un état critique sera atteint lorsque les marchés et les décideurs prendront conscience que la création de crédit supplémentaire ne stimule pas la croissance.



*Tocqueville Asset Management L.P.*

Tant que le bon sens ne reprendra pas ses droits sur le plan monétaire, il nous semble que l'univers de l'investissement restera une galerie des glaces. Comment distinguer la réalité de l'illusion ? Le flou entre les deux ne peut qu'entraîner distorsion et erreurs de calcul sur l'ensemble des marchés. Les prix en papier-monnaie de l'or, du pétrole, du travail, du capital et de tous les autres facteurs de production sont assez réels pour le moment. Le problème est que la compréhension des forces qui les amènent à évoluer dans un sens ou dans l'autre, tant aujourd'hui que demain, est rendue extrêmement difficile par le « bricolage » des banques centrales. Sans argent réel, le taux de rendement sans risque (taux des obligations d'État américaines à court terme et référence par rapport à laquelle tous les investissements, liquides et non liquides, sont mesurés) est indéterminable ou inexistant. À long terme, son absence ne peut qu'être néfaste.

L'argument en faveur de l'investissement en or est le contraire de celui des monnaies de papier. Le fait de se réjouir de la hausse du dollar par rapport aux autres devises, comme l'indique l'indice DXY, est une grave erreur selon nous. La hausse de l'indice relève davantage du naufrage des devises non libellées en dollars (ou, plus précisément, de leur affaissement systémique) que d'une progression du dollar. Aucune monnaie de papier n'offre une protection contre les infractions monétaires en raison des frontières nationales : ce qui se produit en Europe, au Japon ou en Chine ne reste pas en Europe, au Japon ou en Chine. Pour bien fonctionner, le système financier mondial doit être complètement lié.

En l'absence d'une solide croissance mondiale, la dépréciation de l'euro et du yen finira par contraindre le dollar à dévaluer – mais par rapport à quoi ? Lorsqu'aucune monnaie de papier ne tiendra debout à l'issue des multiples mesures de dévaluation compétitive, il y n'aura d'autre choix que celui d'un réaménagement des dispositions financières mondiales. Nous pensons que l'or, réévalué de manière substantielle, s'inscrira pleinement dans ce processus.

Cordialement,

John Hathaway  
Gérant de portefeuille et Senior *Managing Director*  
© Tocqueville Asset Management L.P.  
24 novembre 2014

*Les opinions exprimées dans cet article sont celles de son auteur à la ou aux dates citées et sont susceptibles d'évoluer à tout moment. L'information qu'il contient ne doit pas être considérée comme une source de conseils en investissement. Aucune déclaration n'est ou ne sera faite concernant l'exactitude des données mentionnées et rien ne garantit non plus que les projections, prévisions ou opinions se réaliseront.*

*Les références aux actions, aux titres ou aux investissements ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. La performance passée ne constitue aucunement une indication fiable quant à la performance future. Les titres auxquels il est fait référence dans cet article peuvent être détenus par les portefeuilles gérés par Tocqueville ou par les directeurs, employés et associés de Tocqueville. De telles références ne doivent pas être interprétées comme une position future, un achat ou une vente de Tocqueville. Nous réimprimerons régulièrement les graphiques ou citerons abondamment les articles publiés par d'autres sources. Dans ce cas, nous fournirons les informations appropriées sur leurs sources. Les citations et les documents que nous reproduisons sont choisis car ils donnent, selon nous, une perspective intéressante, provocante ou instructive des événements actuels. Leur reproduction ne signifie en aucune manière que nous cautionnons toute partie des documents ou des recommandations d'investissement publiés sur ces sites.*