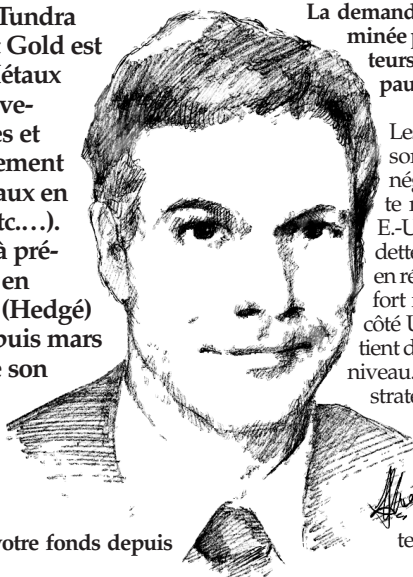


Rencontre avec Jean-François RUEL, Président de Tundra Finance

Que penser de l'augmentation actuelle du cours de l'or ?

Lancé en février 2009, Tundra Capital Management Gold est un véritable fonds Métaux Précieux. Il investit exclusivement sur des titres aurifères et argentifères cotés exclusivement au Canada. Les autres métaux en sont exclus. (fer, charbon etc...). Le fonds Tundra Gold est à présent disponible en EURO, en Dollar US en Franc Suisse (Hedgé) ou en Dollar Canadien depuis mars 2012, lors de l'obtention de son accréditation UCITS IV. Rencontre avec Jean-François RUEL, Président de Tundra Finance



La demande d'or pour 2012 sera déterminée par un certain nombre de facteurs clés. Quels sont ces principaux facteurs ?

Les facteurs les plus importants sont les taux d'intérêts réels négatifs, la poursuite de la détente monétaire (QE3) amorcée au E-U en mars 2009 ainsi que l'endettement des états. Avec l'Europe en récession (ou presque), l'Asie en fort repli et une timide reprise du côté U.S., nous croyons à un maintien des taux d'intérêts à un très bas niveau. De plus, on doit continuer la stratégie de la planche à billet dans le but de stimuler la reprise économique. Dans ces conditions, je ne vois pas comment les gouvernements vont faire pour renverser la tendance de l'endettement.

Quelle est la performance de votre fonds depuis son origine ?

Depuis la création du fonds le 27 février 2009, notre fonds s'est apprécié de 18,14%. Comte tenu de l'évaluation actuelle des titres aurifères versus le métal, le potentiel de gain est considérable pour les prochaines années.

Depuis le 26 mars dernier, le fonds Tundra Capital Management est un fonds UCITS IV. Qu'est-ce que ça change concrètement ?

Avant le 26 mars 2012, le fonds Tundra Capital Management était un fonds d'Investissement Spécialisé. Le fonds était soumis à des restrictions quant au profil des investisseurs pouvant y souscrire et quand à sa commercialisation. En devenant UCITS IV, Tundra Capital Management a franchi une nouvelle étape dans son développement en permettant une distribution active dans l'ensemble de l'Union européenne à tout investisseur (institutionnel et retail)

Que penser de l'augmentation actuelle du cours de l'or ?

Suite à une série de facteurs (rachats des contrats à terme par les producteurs, banques centrales maintenant acheteurs, augmentation de la masse monétaire dans la plupart des pays industrialisés, etc.), on se retrouve en 2012 dans la 12^{ème} année consécutive d'augmentation du prix de l'or. On peut affirmer que la montée du prix de l'or reflète un net recul du pouvoir d'achat chez les individus. L'endettement des pays « matures » force les acteurs financiers à se rabattre sur l'or pour ainsi réduire ce risque de perte de pouvoir d'achat.

Jusqu'à quelle valeur pensez-vous que le prix de l'onze d'or montera ?

Mettre un prix cible sur le métal jaune est très difficile à ce stade. Cependant, l'or montera de 10-15% par année tant et aussi longtemps que les conditions suivantes seront maintenues: 1- les taux d'intérêts réels négatifs 2- augmentation de la masse monétaire (qui se traduit par une diminution de la valeur des devises fiduciaires et par conséquent du pouvoir d'achat des particuliers).

On remarque des niveaux élevés de la demande d'investissement dans le monde et plus particulièrement en Inde et en Chine. Pourquoi ?

L'or a toujours eu un attrait culturel pour la plupart des pays asiatiques. Que se soit pour des raisons religieuses (mariages en Inde) ou par manque d'alternative à leur propre devise (Chine, contrôle des changes), la demande pour l'or est en forte progression en Asie.

Par exemple, la demande de l'or a doublé depuis 10 ans en Chine suite à une dérégulation amorcée par le gouvernement. Au rythme actuel, cela ne prendra que 5-6 ans pour voir la demande doublée à nouveau! Cette accélération de la demande me porte à être très optimiste quant à l'évolution du prix de l'or. De plus, comme leur modèle économique a été réalisé grâce à une forte progression des exportations, ces pays se retrouvent avec un surplus de dollars américains. Ces dernières années, la Banque cen-

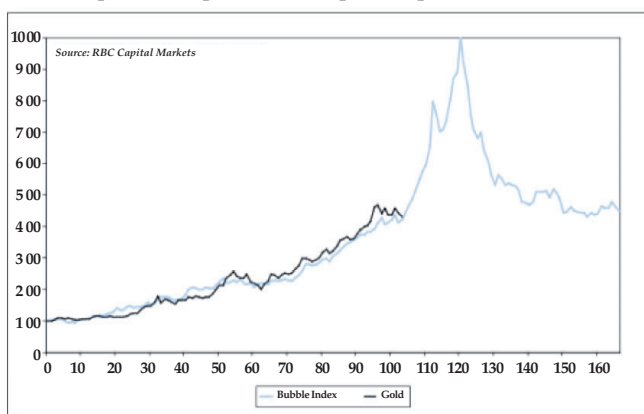
trale américaine a adopté une politique monétaire accommodante qui a conduit à une détérioration du billet vert. L'Inde et la Chine se doivent donc de compenser ce risque de perte de pouvoir d'achat en investissant de façon importante dans l'or.

Quel rôle jouent les Banques centrales sur le marché de l'or ?

Après avoir vendu leur or pendant plus de 20 ans, nous observons que les banques centrales ont recommencées à acheter de l'or depuis 2010. Ce renversement de tendance est un facteur important sur l'appréciation du métal jaune. Cela coïncide avec un repli important du billet vert (\$US) dans les marchés. Comme les banques centrales détiennent principalement du \$US dans leurs portefeuilles, elles limitent le risque de dévaluation du billet vert en accumulant de l'or.

Peut-on parler de bulle de l'or ?

Quand on compare les bulles précédentes (en mois) vis-à-vis l'évolution du prix de l'or (voir tableau #1), on remarque une très forte corrélation. Selon ce tableau, le début de cette bulle est pour très bientôt ! Comme les facteurs fondamentaux (endettement des états, augmentation de la masse monétaire, etc.) qui ont amenés le métal jaune au niveau actuel ne seront pas réglés de si tôt, la poursuite de l'augmentation du prix de l'or pourrait surprendre plusieurs.

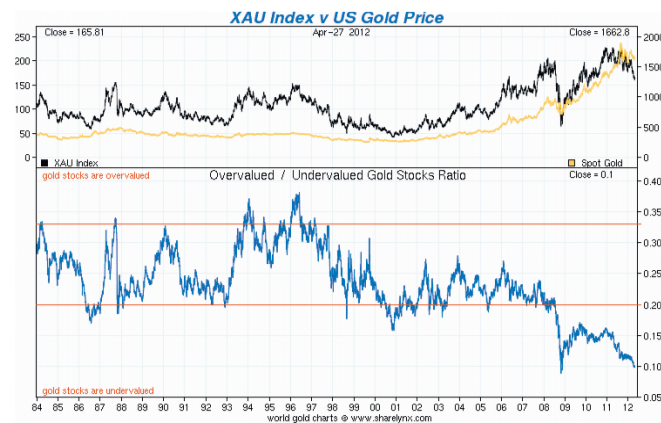


Que propose votre fonds comme alternative d'investissement ?

Notre fonds investit dans des sociétés cotées au Canada qui produisent de l'or et l'argent. La forte

progression du prix de l'or a des conséquences positives (marges record) pour ces sociétés qui en font l'extraction. L'objectif de notre fonds, Tundra Capital Management Gold Fund, est de récupérer la hausse du prix du métal à partir des bénéfices que les sociétés en tirent.

Faut-il acheter les titres ou le métal à ce stade-ci du cycle ?



Nous croyons à une bonne répartition des actifs entre l'or physique et les titres des sociétés productrices.

Voici les facteurs qui militent en faveur des titres des sociétés productrices:

- 1) Au prix actuel des métaux précieux (or et argent), les sociétés productrices génèrent des marges de profits record (marge moyenne de \$800/oz). Au début du cycle en 2001, les marges n'étaient que de \$300/oz!!!
- 2) La valeur boursière mondiale du secteur des métaux précieux n'est que de \$450 milliards. Avec des évaluations attrayantes, un déplacement de capitaux vers ce secteur ferait exploser à la hausse la valeur de ces titres.
- 3) La plupart des titres se transigent en bas de leur valeur nette d'actifs (NAV) ainsi qu'à des niveaux P/E historiquement bas!
- 4) Le potentiel de plus-value qu'offre les titres aurifères est supérieur à l'appréciation du métal jaune.
- 5) La plupart des grandes sociétés distribuent des dividendes.

Le dernier cycle haussier des titres aurifères a eu lieu en 1995-1996. La valeur des titres aurifères est à l'opposé de ce que nous avons vu il y a 20 ans (voir tableau #2). Avec des facteurs fondamentaux en place, nous croyons à la poursuite de l'augmentation du prix de l'or et par conséquent à une forte appréciation des titres aurifères et argentifères.

Gestion des Risques:

Pour estimer la volatilité des actifs financiers, les modèles GARCH offrent une précision inégalée

Selon Henri Bergson, «l'idée de l'avenir est plus féconde que l'avenir lui-même». Comment, à la lecture de cette citation, ne pas songer au malaise qu'ont pu rencontrer et que rencontrent encore aujourd'hui nombre de praticiens de la finance dans la recherche de la «meilleure» mesure de la volatilité des actifs financiers qui est au cœur des travaux des grands théoriciens des prix des actifs financiers. C'est pour avoir formalisé cette «idée de l'avenir» que Robert F. Engle a reçu en 2003 le prix de la Banque de Suède en science économique récompensant ses travaux sur la modélisation des anticipations dynamiques de la volatilité.

La genèse de ses recherches remonte au début des années 1980 avec l'introduction du modèle d'hétéroscédasticité conditionnelle autorégressive, plus connu sous l'acronyme GARCH. Le constat établi à l'époque par Engle était que l'hypothèse de constance de la volatilité (homoscédasticité) retenue au sein des modèles usuels ne permettait pas d'expliquer la succession de périodes de fortes et de faibles variations des cours (phénomène de grappes de volatilité ou «clustering») observées sur les marchés financiers. Les modèles GARCH constituent aujourd'hui la généralisation la plus répandue du modèle initial d'Engle en matière de prévision des volatilités des actifs financiers.

Au cœur de la dynamique des anticipations

L'une des forces des modèles paramétriques du type GARCH réside dans leur relative simplicité puisque l'estimation d'un nombre restreint de paramètres suffit à leur mise en oeuvre. Dans sa version la plus courante, le modèle GARCH (1,1), seuls deux paramètres servent à la description de l'évolution du risque d'un actif financier donné. Au-delà de cette simplicité de spécification, la stabilité dans le temps des paramètres estimés est une caractéristique forte de ces modèles.

Par ailleurs, l'interprétation des résultats des modèles GARCH renvoie aux mécanismes psychologiques à

l'oeuvre dans la formation des anticipations sur les marchés financiers. Parmi ces mécanismes, deux biais comportementaux élémentaires des investisseurs sont mis en évidence par les modèles GARCH. Le premier de ces biais est relatif à la tendance qu'ont les investisseurs à réviser leurs anticipations par rapport à une référence qui agit telle une ancre («anchoring»).

Cette référence ou «ancrage» se fonde sur leurs prévisions passées de volatilité pour l'actif financier considéré. Une seconde dimension comportementale a trait au biais émotionnel des investisseurs en lien avec le traitement des toutes dernières informations reçues. La volatilité des actifs financiers est intimement liée au flux de nouvelles informations susceptibles de remettre en cause la perception des investisseurs.

Le fait d'observer des périodes de fortes puis de faibles volatilités est donc cohérent avec le phénomène d'agrégation informationnelle («clustering») à l'oeuvre dans les périodes de transition sur les marchés financiers.

Les modèles GARCH face à ses concurrents

A titre d'illustration, le graphique ci-dessous compare l'évolution de la VaR quotidienne au seuil de 95%*, estimée à partir d'un modèle GARCH (1,1), d'un indice composé des valeurs du secteur financier américain (S&P 500 financières) avec celui du marché américain hors valeurs financières (S&P 500 hors financières). Cette comparaison montre que les premières modifications en matière de perception du risque sont apparues en février 2007, en même temps que l'annonce des premières dépréciations d'actifs liées aux difficultés du marché immobilier américain. Plus révélateur, la VaR calculée pour les valeurs financières a été multipliée par cinq au cours de l'année 2007, soit neuf mois avant la faillite retentissante de la banque d'investissement Lehman Brothers.

Dans le même temps, les anticipations du risque vis-à-vis du marché américain hors valeurs financières n'étaient que faiblement révisées. Cet exemple illustre parfaitement l'apport précieux des modèles GARCH qui, en révélant la dynamique des anticipations des investisseurs, aident à la détection et à la compréhension des périodes de transition sur les marchés financiers.

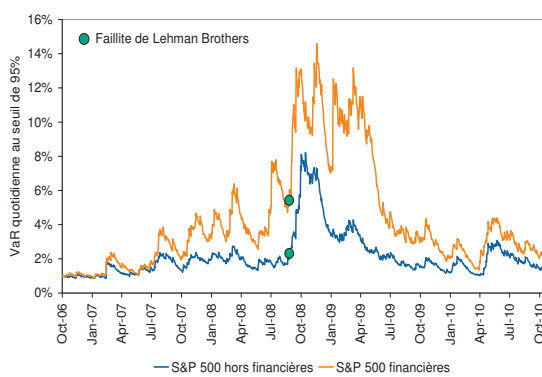


Illustration: VaR (GARCH) quotidienne au seuil de 95%

Les modèles GARCH sont aujourd'hui utilisés par de nombreux professionnels de la finance. Ainsi, le développement fulgurant des produits dérivés au cours des vingt dernières années a largement bénéficié de cette contribution théorique majeure permettant d'estimer l'une des composantes clé de ces produits, à savoir la volatilité.

Le développement de la supervision bancaire et notamment le calcul des ratios de solvabilité recommandés par le Comité de Bâle ont également incité de nombreux établissements financiers à adopter des modèles dynamiques de ce type. En dépit de leur large diffusion dans la sphère financière, les acteurs de la gestion d'actifs semblent marquer un temps de retard dans l'adoption de ces modèles. Or, le recours à ce type de modèles constitue un outil précieux d'aide à la décision en vue de construire une allocation d'actif optimale. A ce titre, le tableau ci-dessous compare pour le S&P 500, les degrés de précision atteints par différents modèles d'évaluation des risques couramment utilisés dans l'industrie de la gestion d'actif avec une approche basée sur les modèles GARCH.

Pour chaque modélisation, la probabilité effective d'observer une baisse quotidienne supérieure à la VaR est calculée au seuil de confiance de 95% sur les trente dernières années. Ainsi, le modèle le plus précis devrait nous fournir une probabilité de dépasser la VaR de 5%, en cohérence avec le seuil de confiance choisi.

Le premier résultat a été obtenu sur la base d'une VaR historique calculée à partir des rendements journaliers observés sur une période glissante de dix ans. Le recours à cette méthodologie entraîne une sous-estimation du risque (6.1% de probabilité de dépasser la VaR contre 5% autorisé).

Le second résultat est obtenu en calculant une VaR sur la base de la volatilité moyenne calculée sur les trente années de données. Cette méthode surestime le risque, privant ainsi inutilement son utilisateur d'un certain volant de risque supplémentaire. Enfin, le dernier résultat est obtenu en recourant à un modèle GARCH (1,1). La précision de cette modélisation (probabilité de dépasser la VaR de 4.9%) est proche du seuil de confiance retenu et prévaut sur les deux autres méthodes.

	VaR historique (10 années précédentes)	VaR sur la base de la volatilité moyenne	VaR basée sur un modèle GARCH (1,1)
Probabilité effective de perte supérieure à la VaR @ 95%	6.1%	3.7%	4.9%

Illustration: Probabilités effectives de pertes supérieures à la VaR selon plusieurs méthodes de calculs (basées sur les rendements quotidiens du S&P 500, depuis 1980).

Cette recherche de précision dans la gestion des risques est au cœur de la démarche de Dynagest depuis sa création en 1993. Complétant, au travers des modélisations GARCH, son éventail de techniques quantitatives, Dynagest offre des approches originales recourant à ces méthodes dans le domaine des actions et de l'allocation dynamique d'actifs au travers de mandats et de fonds de placement.

* VaR ou Value-at-Risk: Montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel déterminé. La VaR quotidienne au seuil de confiance de 95% répond à l'affirmation suivante: «Nous sommes certains que la probabilité de subir une perte quotidienne supérieure à la VaR ne se produira que dans 5% des ans».

Grégory LENOIR et Franck JANURA
Dynamic Asset Management SA (Luxembourg)
Filiale de Dynagest SA, Genève

«Article paru dans le journal /Le Temps/, Lausanne, 13.12.2010»