

Rencontre avec Jean-François Ruel, Président de Tundra Finance

"L'or devrait migrer vers des niveaux records dans les prochaines années"

Comment jugez-vous le cours actuel du métal jaune?

L'or, qui est à la hausse année sur année depuis 2001, évolue plus que jamais de façon inversement proportionnelle au \$U.S.. Qualifié par les néophytes comme une relique, il est de plus en plus perçu, avec juste raison, comme la plus pure des devises. En effet, contrairement aux devises fiduciaires, l'or n'a pas de dette s'y rattachant ni aucun mécanisme de multiplication. Cependant, comme la devise de référence mondiale demeure, pour l'instant, le \$U.S., et que celui-ci reprend de la force suite aux problèmes de la zone Euro (Grèce), l'or subit, selon moi, actuellement une correction temporaire.

Comment l'or va-t-il, selon vous, évoluer ces prochaines années?

Ajusté pour l'inflation, le sommet de 1980 représente un niveau de \$2.200 U.S.. Au prix actuel de \$1.100/once, l'or représente encore une opportunité d'investissement. Ainsi, avec les politiques monétaires accommodantes des banques centrales qui amènent un appauvrissement de la population (dépréciation des devises et retour vers l'inflation), la valeur

de l'or devrait migrer vers des niveaux records dans les prochaines années.

Comment les Banques centrales se positionnent-elles vis à vis du métal jaune?

Les banques centrales s'intéressent de plus en plus au métal jaune! Inde, le Sri Lanka et l'Île Maurice ont achetés ensemble les 200t d'or vendues par le FMI en septembre dernier. Si on prend le pourcentage de dollar américain dans les réserves en devises étrangères, on note une pondération moyenne de 70% sur le billet vert contre 10% seulement pour l'or. Pour rebalancer la situation, les banques centrales vont devoir augmenter leurs positions en métal or et réduire celles en \$ U.S.. Cela ne se fera pas sur une année mais peut-être bien sur une décennie!

Les banques centrales manipulent-elles le marché de l'or?

Orchestrer de telles opérations seraient trop compliquées et je ne crois pas à la théorie du complot. Cependant, comme le prix de l'or est à la hausse au détriment des autres actifs financiers (titres en bourse

et surtout face aux devises fiduciaires), cela doit sûrement affecter le morale des troupes! Le questionnement sur la validité du système monétaire actuel affecte la confiance des participants financiers et démontre, une fois de plus, la qualité première de l'or: sa valeur refuge.

Pourquoi les hedge funds s'intéressent-ils tant à l'or?

Les hedge funds s'intéressent de plus en plus à l'or étant donné l'incertitude sur l'Euro et le \$U.S.. et du fait que l'or vient compenser cette incertitude. De plus, avec une performance de 24% sur le métal en 2009 (en dollar américain), cela attire les spéculateurs et ceux qui recherchent la bonne affaire.

Le négociant suisse MKS Finance indiquait récemment qu'avec les hauts niveaux de volatilité actuels, les investisseurs n'osaient plus entrer sur l'or de peur de s'y brûler les ailes. Quel est votre avis?

Tout repose sur une bonne répartition des actifs et de bons objectifs de placements. Si vous mettez 30% de votre portefeuille dans l'or (soit métal physique ou soit titres aurifères), il est fort à parier que la volatilité de ce secteur va affecter vos nuits de sommeil! Par contre, dans une approche de diversification des actifs, investir de 5% à 10% de ses avoirs dans l'or comme mesure défensive permet de mieux respirer en situation de hauts niveaux de volatilité. Ce que je

conseille pour nos clients chez Tundra Gold Fund (www.tundrafund.com) est une approche défensive et une vision à long terme.

Comment identifier le meilleur moment pour investir dans l'or?

Comme indiqué en début d'article, l'or est à la hausse année sur année depuis 2001 (2009 étant la 9^{ème} année consécutive de hausse). Nous remarquons que le prix annuel le plus bas de l'or se situe 8 fois sur 9 entre janvier et mai. Aussi, le prix le plus élevé à chaque année se passe 6 fois sur 9 entre novembre et décembre! Si on se fie à cette observation, la correction sur l'or depuis le 2 décembre dernier représente une opportunité d'achat.

Quelles sont les solutions proposées par votre groupe pour investir dans l'or?

Le Fonds Or Tundra est un F.I.S. de droit luxembourgeois en opération depuis le 26 février 2009. Le fonds a comme objectif d'investir dans des titres de sociétés aurifères canadiennes. Investi en dollar canadien, la performance de notre fonds a été de 30,1% en 2009 (ou de 39,87% une fois converti en Euro) ce qui surpasse la hausse de l'or durant la même période. À notre avis, l'augmentation du prix de l'or dans les prochaines années aura des répercussions énormes sur la valeur des sociétés et notre travail est de dénicher celles qui ont le plus grand potentiel de hausse.

La diversité du marché mondial de l'or maintient la demande au dessus du seuil des 100 milliards USD en 2009

En 2009, la demande aurifère en valeur s'est maintenue au-dessus de la barre des 100 milliards USD pour la deuxième année consécutive malgré les turbulences observées sur les marchés financiers et des matières premières. Selon le rapport sur les tendances de la demande aurifère publié par le Conseil mondial de l'or (CMO), cette reprise de la demande a été observée sur un marché affichant un cours moyen de 972,35 USD/once, soit une progression de 12% par rapport à 2008.

La demande en or totale identifiable en tonnes a diminué de 11% en 2009, à 3.385,8 tonnes (t), par rapport aux niveaux exceptionnels atteints en 2008. Cette baisse relative vient masquer la reprise progressive de la demande dans la joaillerie et l'industrie, après un premier trimestre faible, et une demande en investissement en augmentation au cours de l'année étudiée. Par rapport aux résultats extraordinaires du quatrième trimestre 2008, le dernier trimestre 2009 a enregistré un déclin de la demande totale identifiable de 24% en termes de tonnage. Pendant cette période, le cours moyen de l'or a atteint 1.099,63 USD, à savoir une hausse de 38% par rapport au dernier trimestre 2008. La demande totale identifiable pendant les trois der-

niers mois a augmenté de 5% en valeur (USD). Enfin, la diversité du marché de l'or, du côté de l'offre comme de la demande, ainsi qu'au niveau géographique, a considérablement soutenu le cours du métal jaune au cours de l'année. Aram Shishmanian, directeur du Conseil mondial de l'or a déclaré: "L'année 2009 a illustré clairement la diversité inhérente au marché mondial de l'or. Au fil de l'année, les fondamentaux du marché de l'or se sont rééquilibrés. Alors que les niveaux exceptionnels d'investissement du premier trimestre s'érodaient, la demande totale annuelle se maintenait grâce au rebond de la demande de la joaillerie et de l'industrie."

"Les principaux moteurs de la demande et de l'offre en or assurent un équilibre unique face à la volatilité et à l'incertitude économiques. Ce phénomène permet à l'or de conserver son attrait intrinsèque quelles que soient les conditions des marchés." Les chiffres de 2009, compilés indépendamment par GFMS Limited pour le CMO, indiquent que la reprise de la demande du secteur de la joaillerie (49%), après un premier trimestre très faible, a largement été motivée par la reprise du marché indien, qui conserve ainsi sa position prédominante de consommateur d'or sur le marché mondial. Cependant, la Chine se présente en 2009 comme le seul marché de la joaillerie à avoir enregistré une croissance, à 6%. Au cours du dernier trimestre 2009, la demande totale de joaillerie a cependant enregistré une baisse de 8% par rapport à la même période

de l'année précédente. Cette demande a montré des signes clairs de reprise au cours du dernier trimestre 2009 par rapport aux premiers trimestres de l'année. La demande s'est rétablie à 500,4 t par rapport aux 336,3 t des trois premiers mois de l'année, indiquant un renforcement de la confiance des consommateurs face à l'augmentation du cours de l'or.

En 2009, les investissements en or identifiables ont connu une croissance de 7% par rapport à 2008 tout en chutant de 50% par rapport aux niveaux records atteints pendant le dernier trimestre 2008. En tenant compte des investissements induits, et notamment du marché de gré à gré, l'investissement total en 2009 a été deux fois plus élevé qu'en 2008, notamment au cours du premier trimestre. La Chine fut l'unique pays non-occidental à enregistré une croissance (22%) de la demande en investissement en 2009. Plus généralement, les investissements importants sur les marchés occidentaux ont compensé les faibles niveaux de la demande en investissement sur les marchés non-occidentaux. En comparaison, la demande ETF en 2009 a atteint 594,7t, soit une progression de 85% par rapport à 2008, ce qui correspond à des entrées de 17,7 milliards USD, notamment grâce à un premier trimestre exceptionnel. La demande ETF accusa une baisse de 67% au cours du quatrième trimestre par rapport à la même période en 2008, qui affichait des niveaux d'entrées inhabituellement élevés. La demande industrielle a bénéficié d'une reprise de la demande en électronique reflétant l'amélioration

des conditions économiques. Elle a connu une augmentation de 11% entre le dernier trimestre 2008 et le dernier trimestre 2009; des résultats nuancés par le faible niveau des chiffres de départ. Des tendances fortes se sont également détachées du côté de l'offre en 2009, avec un premier trimestre montrant une croissance de 11% sur l'année par rapport à 2008. Cette progression est attribuable en grande partie au recyclage alors que les consommateurs ont tiré avantage de la tendance haussière de l'or. Cependant, l'offre a clairement soutenu le cours de l'or pendant le reste de l'année. Le recyclage a chuté au cours du deuxième trimestre tout en restant au-dessus des normes historiques. Au cours du deuxième semestre, l'augmentation importante du "de-hedging" par les producteurs a ramené l'offre à la baisse. L'année a enregistré également une réduction significative des ventes institutionnelles nettes, à 44 t par rapport à une moyenne de 444 t par an au cours des cinq années précédant 2008.

La version complète du rapport sur les tendances de la demande aurifère du quatrième trimestre 2009, avec le détail par pays, est disponible sur: http://www.gold.org/assets/files/pub_archives/pdf/GDT_Q4_2009.pdf

Source: Conseil Mondial de l'Or

La mission du Conseil Mondial de l'Or est de promouvoir et soutenir la demande en or en créant une valeur durable pour ses investisseurs. Le CMO est financé par les principales compagnies aurifères mondiales. Veuillez également consulter www.gold.org

Réduire la durée sur les obligations liées à l'inflation: un défi actif

AXA WF Global Inflation Bonds, compartiment de la sicav luxembourgeoise AXA World Funds, offre à ses clients la possibilité de choisir entre une durée classique (autour de 9 années) ou réduite (autour de 2 années) via des parts REDEX dédiées, tout en bénéficiant de la même gestion active du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation.

La durée des fonds obligataires indexés sur l'inflation est structurellement élevée puisqu'elle reflète le marché d'émissions naturellement à long terme. Ceci correspond bien aux objectifs et aux besoins des investisseurs qui doivent couvrir leurs passifs et se protéger contre l'inflation sur le long terme, les fonds de pension en étant un parfait exemple. Les investisseurs qui détiennent les obligations jusqu'à leur échéance ne pâtiront pas des valorisations évaluées à la valeur du marché et donc des variations de taux d'intérêts. Toutefois, les autres investisseurs, aux contraintes et objectifs différents, seront intéressés par une protection propre contre l'inflation à un horizon plus court terme, ou souhaiteront diversifier leur portefeuille grâce à ces instruments. Ils attendront alors de cette classe d'actifs qu'elle réagisse en premier lieu aux variations d'inflation (anticipée et réalisée) puis à celles des taux d'intérêt, ce qui pourra être obtenu grâce à l'investissement dans la part REDEX du fonds AXA WF Global Inflation Bonds. L'impact des variations de taux d'intérêt sera alors minimisé quand l'exposition aux variations de l'inflation - réalisée et anticipée - sera optimisée.

Un risque de remontée des taux?

Depuis le début de cette décennie, les taux réels ont chuté. Le risque que les taux réels retrouvent des niveaux correspondant davantage au taux de croissance du PIB réel moyen à long terme (2-3% pour les pays de l'OCDE) existe clairement. Une croissance de 1% des taux réels de l'indice Barclays World Inflation représenterait une perte de 9.50% en capital. Il est tout à fait envisageable que les taux réels comme les anticipations inflationnistes remontent dans les années à

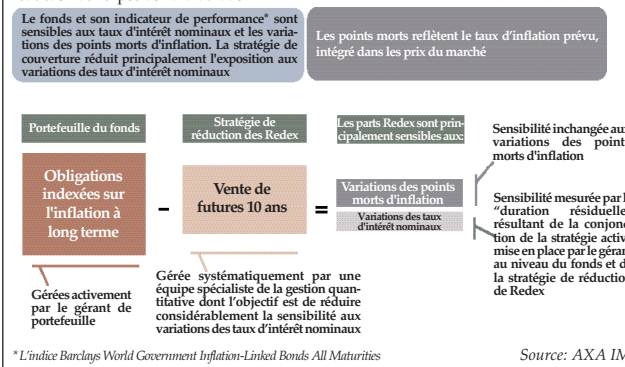
venir. De nombreux États dans le monde connaissent une sérieuse détérioration de leurs finances publiques du fait des contraintes qui pèsent sur eux concernant l'absorption des risques du système bancaire et l'atténuation des effets économiques et sociaux de la récession. Les déficits budgétaires ont fortement augmenté ce qui nécessite un accroissement important de l'endettement des États. La récession a vu le taux d'épargne des particuliers croître et l'investissement privé reculer (à la fois dans des entreprises et des particuliers) mais cette situation ne durera pas indéfiniment. Au fur et à mesure que l'économie mondiale se relèvera de la crise du crédit, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait être meilleure et les dépenses d'investissement privé se redresseront. Cela pourrait avoir lieu avant que les États aient remis les finances publiques sur une base plus sûre à long terme. Dans un contexte de remontée possible des taux et de retour de la croissance mondiale, les obligations indexées sur l'inflation sont un support d'investissement intéressant dès lors que le risque de durée est limité.

Une gestion active de la durée des fonds indexés sur l'inflation

La manière la plus simple de se protéger contre le risque de durée serait de prendre une position courte sur un contrat à terme sur obligations équivalent. Les contrats à terme ne sont pas encore disponibles sur les marchés des obligations indexées sur l'inflation, donc il s'agirait plutôt d'une protection contre les hausses de taux nominal que de taux réel. Les contrats à terme sur obligations ("futures") ne sont disponibles que pour certaines échéances dans chaque devise et nous utiliserons uniquement ceux de maturités 10 ans. L'opération consistera ainsi à avoir un risque résiduel reposant sur l'exposition à une modification de la courbe des taux. Le lancement de nouvelles parts REDEX n'aura pas d'impact sur la gestion du fonds AXA WF Global Inflation Bonds, la réduction de la durée s'effectuera en effet au niveau de la part, et non du fonds dans son ensemble.

Les parts Redex

Réduction de l'exposition à la durée



* L'indice Barclays World Government Inflation-Linked Bonds All Maturities

Source: AXA IM

Tirer profit des moteurs de performance au sein de l'univers des obligations indexées

Ces derniers trimestres, la croissance économique mondiale a été plutôt similaire dans les différents pays puisque les effets de la crise se sont fait sentir partout. Cependant, il n'a pas été rare que les cycles économiques divergent dans les différentes régions du monde. Par exemple, les États-Unis ont historiquement été le moteur de la croissance mondiale et ont mené le cycle économique de la planète. À l'avenir, il est possible que la roue tourne et que la relève soit prise par des pays qui qualifiaient autrefois d'émergents. Le fonds AXA WF Global Inflation Bonds a la flexibilité d'investir sur différents marchés obligataires indexés sur l'inflation et peut donc arbitrer différents marchés pour tirer profit des différentes dynamiques de ces zones géographiques.

Dans de nombreux cas, la pente de la courbe des taux réels sera davantage influencée par l'ampleur de la demande de la part de certains groupes d'investisseurs plutôt que par des facteurs économiques. Au Royaume-Uni par exemple, nombre de fonds de pension souhaitent ardemment financer leurs passifs indexés sur l'inflation. Leurs achats sur le marché ont parfois fortement tiré vers le bas les rendements réels britanniques à long terme. Par conséquent, le portefeuille AXA WF Global

Inflation Bonds peut se positionner sur une partie précise de la courbe visant à réduire les effets de la hausse des taux. Le marché de l'inflation a une structure naturellement élevée en durée avant tout parce que les émetteurs souhaitent répondre à la demande des investisseurs en émettant des obligations de maturité longue. Les gestionnaires ayant pour objectif d'adosser leurs passifs et les compagnies d'assurance nécessitent une protection de long terme contre l'inflation, tandis que les distributeurs du Livret A auront besoin d'une indexation à court terme. Les indices de référence du marché de l'inflation ont ainsi une durée moyenne de 8 ans pour l'inflation des États-Unis et de l'Europe et de 14 ans pour celle du Royaume-Uni. L'équipe de gestion du fonds AXA WF Global Inflation Bonds est en mesure d'identifier les opportunités de stratégies au sein de l'univers d'investissement, allant des stratégies courtes ou longues en durée aux stratégies de pontification ou d'aplatissement (des courbes de taux réels ou de points morts d'inflation) en passant par des stratégies courtes ou longues sur point mort d'inflation, ainsi que des allocations géographiques.

La flexibilité offerte aux porteurs d'AXA WF Global Inflation Bonds de choisir la durée adaptée à leurs propres besoins

L'exposition aux taux réels et ainsi aux taux nominaux du fonds est élevée par nature. Une telle exposition aux taux correspond à certains besoins d'adossement de passifs mais on pourrait s'attendre à prendre une exposition moindre aux taux d'intérêts et à tirer principalement profit des variations des publications et des prévisions d'inflation. Ceci est réalisable en investissant dans une part à durée réduite (dite Redex pour "reduced exposure") du fonds AXA WF Global Inflation Bonds qui propose une réduction de l'exposition du portefeuille aux variations de taux mesurées par celles du taux nominal à 10 ans (US, UK et européen). Une obligation indexée sur l'inflation à faible durée offre en fait une très bonne corrélation avec les indicateurs d'inflation, une des raisons étant que la faible durée atténue l'impact des variations de taux, ce qui est moins le cas pour une obligation indexée sur l'inflation de durée longue.