

Rencontre avec Jean-François Ruel, gérant du fonds "Tundra Capital Gold Fund"

# L'or est-elle vraiment la grande gagnante de cette crise ?

Quelle est la vraie valeur de l'or ?

C'est une question très difficile à répondre car les choix peuvent être aussi bons les uns que les autres :

- 1) ajusté pour l'inflation, le sommet de 1980 nous amène aujourd'hui à \$2.2000/oz.
- 2) sur une base historique, l'or se transige en moyenne à 15x le prix du baril de pétrole. Avec un prix actuel de \$80/baril, l'or devrait être à \$1.200/oz.
- 3) Certains analystes croient que si le dollar U.S. était, de nouveau, supporté par l'or, la valeur de celui-ci serait de \$7.648/oz (\$21 M1 versus 261.5M d'onces d'or détenus par le gouvernement américains).

Comment voyez-vous évoluer votre marché ?

Nous sommes sur le point de terminer la neuvième année consécutive de hausse sur le prix de l'or en 2009. Si c'est un réveil pour certain, le choc doit être brutal ! Cependant, les investisseurs qui ont manqué cette



hausse historique vont se diriger vers les titres des sociétés aurifères. Bien qu'elles aient déjà bien fait en terme de performance, le meilleur reste à venir selon moi. Je conseille d'ailleurs d'investir jusqu'à 5% de ses avoirs dans les titres aurifères.

**L'or est-elle vraiment la grande gagnante de cette crise ?**

Oui et non ! Oui car l'or est à la hausse de 30% depuis le début de l'année, ce qui est un rendement exceptionnel. Durant cette période économique incertaine, le métal jaune a bien joué son rôle de valeur refuge. Non car l'or a été surpassée par l'argent (qualifié d'or des pauvres !) avec une performance de 58% en 2009.

**Quel est l'objectif de votre fonds ?**

L'objectif du fonds Tundra Capital Management Gold Fund est d'investir dans les sociétés aurifères canadiennes (donc libellé en \$CAD)

et de profiter de la hausse des métaux précieux. Comme 80% des sociétés aurifères dans le monde sont inscrites à la bourse de Toronto, on croit qu'il est de mise de se concentrer sur ce marché. De plus, comme le fonds est libellé en \$CAD et que celui profite de la baisse du \$US dans les marchés, nous croyons que nous offrons un double avantage aux investisseurs.

**Comment choisir entre or métal ou titres ?**

Chez Tundra Finance, nous croyons que les titres représentent un meilleur potentiel d'investissement. Bien que l'or soit à la hausse dans toutes les devises dernièrement, la dépréciation du \$US affectent le rendement du métal une fois converti. Les titres offrent un potentiel d'appréciation sur des bénéfices fortement à la hausse. De plus, comme ce marché ne représente qu'une fraction de la capitalisation boursière de certaines sociétés américaines (ex. Exxon Mobil), la convergence vers les titres aurifères aura comme effet d'accroître les multiples des ces sociétés.

**Le potentiel d'appréciation de l'argent est-il plus élevé que l'or ?**

Si la reprise économique mondiale se poursuit, la réponse est oui car l'argent est associé à une deman-

de industrielle, ce que l'or n'offre pas. De plus, l'argent se transige en moyenne 45x le prix de l'or sur une base historique. Aujourd'hui, ce ratio est de 63x, ce qui m'amène à croire que l'argent pourrait continuer sur sa lancée vis-à-vis l'or.

**A votre avis jusqu'où peut évoluer le prix de l'or ?**

Depuis 1999, au sommet du ratio Dow Jones Ind./Or, le métal devance en performance les titres en bourse (equities). Si on se base sur des données historiques, le retournement de ce ratio s'arrêtera lorsque la valeur de l'or égalera celle du Dow Jones Ind.

La question qu'il faut se poser est la suivante: le Dow Jones peut-il baisser de moitié (donc se retrouver à 5.000) et l'or se multiplier par 5 et se transiger à \$5.000 ou le Dow Jones Ind. se maintient à son niveau actuel ce qui amène l'or à \$10.000? Je ne peux y répondre. Cependant une chose est certaine: le prix de l'or va égaler la valeur du Dow Jones Ind. dans les prochaines années. C'est la raison pour laquelle les investisseurs qui veulent se prémunir contre une baisse de leur pouvoir d'achat doivent ABSOLUMENT se diversifier vers l'or.

[www.tundrafinance.com](http://www.tundrafinance.com)

## Gold demand remains robust as economic conditions improve

**Total identifiable gold demand for the third quarter 2009 reached 800.3 tonnes, or US\$24.7 billion in dollar terms, up 15% from the second quarter, as gold's long-term store of value and wealth preservation qualities continued to attract investors and consumers.**

**Jewellery and investment demand in non-western markets rebound from the very low levels seen in the first quarter, while industrial demand started to recover in response to an improvement in economic conditions.**

However, the Q3'09 Gold Demand Trends Report, released today by the World Gold Council (WGC), shows a 34% drop on year earlier levels due to an exceptionally strong Q3'08, which saw soaring demand in response to the deepening global financial crisis and as many non-western markets responded to a dip in the gold price in that quarter. To address this, WGC compared Q3'09 against the five year Q3 demand average to 2007, which showed tonnage down just 4% on this basis.

While Q3'09 exchange traded funds (ETF) and inferred investment fell slightly quarter on quarter, jewellery, industrial and retail investment demand recorded improvements, demonstrating the unique diversity of demand drivers that support the gold price. Aram Shishmanian, CEO of World Gold Council, commented: "This quarter's demand trends demonstrate the diverse and robust nature of the gold market which underpins the gold price. Early signs of economic recovery and improving consumer confidence have seen jewellery and industrial demand rise relative to last quarter, and the profit taking witnessed earlier in the year has markedly decreased. The outlook for investment is positive overall with absolute levels of demand likely to remain well supported by continued economic and currency uncertainty, inflation concerns and the search for diversification. In the official sector, we expect to see a continuing trend of central banks

diversifying their dollar exposure in favour of the proven store of value represented by gold."

The figures, compiled independently for WGC by GFMS Limited, show that average gold prices for the quarter were 10% higher than in Q3'08 at US\$960/oz. This rise was even stronger in a number of local currencies. Jewellery demand was up 17% quarter on quarter, due in part to seasonal factors. However, the high local pricing environment resulted in a 30% drop in jewellery demand relative to year earlier levels.

Identifiable investment demand overall, which includes gold exchange traded funds and bars and coins, was 227.2 tonnes, a slight increase on Q2 levels, but down 46% from the extreme highs of Q3'08. The retail investment category, which includes demand in the form of bars and coins, again grew on a sequential basis, up 11%, although it was 31% lower than the third quarter of 2008. Flows into gold ETFs remained strong in absolute terms at 41.4 tonnes, although were again significantly lower than the relatively high figures recorded in Q3'08. Inferred investment, which covers the less visible part of gold demand, experienced another quarter of net inflows.

This inflow, of 30.7 tonnes was, however, significantly lower than in the previous two quarters. Industrial demand recorded its second consecutive quarter of improvement, with quarter on quarter demand up 6%. Despite significantly lower tonnage demand compared to year earlier levels, there were some positive signs of an up-tick in end use demand, particularly within the electronics sector, which accounts for around 70% of industrial off-take. Demand in most regions was lower year-on-year, the exception once again being Greater China, which recorded positive growth of 10% in tonnage over Q3'08, itself a very strong quarter. Mainland China, supported by 8.9% year on year GDP growth, saw a 12% increase in consumer demand for gold compared to year earlier levels, reaching a record high of 120.2 tonnes. Jewellery demand rose 8% to 93.5 tonnes with strong growth in the 24 carat market as consumers sought out gold's wealth preservation characteristics.

Q3 retail investment demand in mainland China reached a record level of 26.8 tonnes. This represented a rise of 30% above Q3'08 levels. In India, third quarter demand continued to improve from the exceptional lows witnessed earlier in the year, with jewellery demand up 27% quarter on quarter, although this partly reflected a seasonal improvement. Jewellery demand, of 111.6 tonnes, was down 42% on year earlier levels, while net retail investment demand of 26.0 tonnes was 67% lower.

Absolute levels of demand remained relatively weak on a historical basis. Total demand for gold in the Middle East region was significantly lower during the quarter when compared to year earlier levels - this is, again, distorted by the exceptionally strong quarter recorded in Q3'08. Jewellery demand, of 69.0 tonnes, was down 34% on year earlier levels, while net retail investment demand of 6.4 tonnes was 11% lower. However, retail investment and jewellery demand were both above the levels seen in the second quarter of this year.

In the US, total gold off-take in the third quarter was 17% below the levels of Q3'08, equivalent to a fall of 9% in \$US value terms. Jewellery demand weakness continued to prevail and while the US economy has shown tentative signs of a recovery, a high degree of uncertainty remains and is muting any improvement in discretionary spending.

Investment flows remained extremely buoyant by historical standards during the quarter at 17.8 tonnes. Total supply of gold contracted slightly in the third quarter at 833.0 tonnes, 8% lower than the second quarter and 5% below year earlier levels. Mine production showed a firm improvement during the quarter, reaching 670.0 tonnes. The key factors weighing on supply were an increase in producer de-hedging and a negative contribution from the official sector, in addition to lower levels of scrap than previous quarters.

The full Third Quarter 2009 Gold Demand Trends report can be viewed at: [http://www.research.gold.org/supply\\_demand/](http://www.research.gold.org/supply_demand/)

TABEAU DE BORD AGEFI Luxembourg	30/11/2009	30/10/2009	DIFF %		
EUR 1=	1,5017	1,4717	2,04%	\$	= le dollar augmente par rapport à l'euro (+) = l'ancienne devise augmente par rapport au \$
\$1=	26,86	27,41	-2,00%	LUF/BEF	Francs luxembourgeois/belges
\$1=	4,37	4,46	-2,00%	FRF	Francs français
\$1=	1,30	1,33	-2,00%	DEM	Deutsche Marks
\$1=	1,47	1,50	-2,00%	NLG	Gulden (florins)
Pétrole brut (coût de production): 1 litre=	0,32	0,32	0,12%	EUR	European spot Brent (prix en euro par litre)
Mazout (coût de production): 1 litre=	0,29	0,29	-0,44%	EUR	Fuel Oil No.2 New York (prix en euro par litre)
Diesel (coût de production): 1 litre=	0,29	0,30	-0,63%	EUR	Diesel Fuel 0,05 S.N.Y harbor low sulfur (prix en euro par litre)
Essence sans plomb (coût de production): 1 litre=	0,31	0,32	-4,09%	EUR	Gasoline unleaded, premium NY, non-oxyg. (prix en euro par l.)
Or: 1 Kg=EUR	25172	22720	10,79%	EUR	Fixing \$ de Londres après-midi
Argent: 1 Kg=EUR	388	362	7,29%	EUR	Fixing \$ de Londres

**Ce tableau de bord, une exclusivité d'AGEFI Luxembourg, permet au lecteur:**  
 1° de convertir le dollar dans son ancienne devise;  
 2° de connaître le coût de production de plusieurs produits pétroliers en euro, à comparer avec le prix au détail.

## Change Management

**L**e Changement; une obligation - et une formidable opportunité - pour poser les jalons de l'après-crise et se préparer au mieux à la reprise. Quand l'environnement évolue, il est illusoire, voire risqué, de ne pas se donner les moyens de la transformation. Les dinosaures pourraient en témoigner. Aujourd'hui, il en va des entreprises comme des diplodocus et autres T. Rex quelques siècles auparavant. Une transformation réussie est un gage de réussite pour l'avenir. Comment mettre en œuvre une démarche de changement? Quels sont les domaines clés pour réussir la transformation des processus et des organisations? Comment convaincre et faire adhérer les équipes?

Avec la crise, le contexte a évolué. Les entreprises doivent adapter encore plus rapidement leur mode de fonctionnement et d'organisation et ce, plus profondément qu'auparavant. Depuis deux ans, nous assistons à la multiplication des fusions et des réorganisations avec, pour conséquence, la remise à plat des modèles opérationnels. Pour garder un avantage compétitif significatif, la nécessité de travailler différemment devient vite une évidence et la recherche de méthodes innovantes se révèle alors une vraie priorité de management. La démarche de change management est là pour cadrer, rythmer et

accompagner ces mutations en donnant du sens à la transformation, en la rendant compréhensible par chacun. En ces temps troublés, l'exercice - pour être performant - requiert de la part de l'entreprise la capacité à savoir très vite simuler et démontrer de nouveaux modes de fonctionnement, à mesurer l'appropriation par ses collaborateurs du nouveau modèle et à repenser la mobilisation de ses équipes.

### Travailler différemment

Premier axe: le "collaboratif" qui permet de repenser les processus de l'entreprise, sans contrainte de temps ni d'espace, sur la base d'un nouveau modèle économique. Lorsque l'on est obligé de faire mieux avec moins de moyens, cela passe nécessairement par la mise en place d'outils différents et innovants qui encouragent la collaboration entre les équipes. Ces techniques favorisent l'échange de bonnes pratiques et le partage du savoir, en transformant l'environnement de travail, qui devient plus agile et plus transparent. Elles ouvrent de façon fantastique les champs du possible pour transformer l'entreprise et son organisation.

### Comprendre, montrer, mesurer et comparer

Deuxième axe: le réajustement des modes opérationnels. La gestion du changement est, bien sûr, adaptée à la problématique de chaque client: externalisation, fusion, "branding" de service, transformation de métiers ou de fonctions, plans visant à obtenir des gains économiques ou des gains qualité... Mais, à chaque fois, l'objectif demeure le même: pouvoir très rapidement réajuster les modèles opérationnels, les

plans d'action ou les comportements en fonction du contexte. Pour cela, il est possible de mesurer en permanence l'appropriation du changement par les collaborateurs grâce à des enquêtes internes et des baromètres sur les pratiques de changement, mais aussi par le biais de benchmarks (comparaisons des organisations et des résultats en temps réel).

La crise a renforcé la pratique du partage d'expérience et des évaluations. Les entreprises veulent - encore plus - connaître les expériences développées par les autres, soit au sein d'un même secteur professionnel, soit en se comparant au niveau national ou européen. Elles ont développé une logique d'entreprises "apprenantes". Les thématiques les plus demandées actuellement concernent notamment la satisfaction et l'engagement des collaborateurs, l'accompagnement des managers, la diversité et les démarches collaboratives.

### Laboratoires du changement

Troisième axe de travail: fédérer, mobiliser et mettre en perspective le changement grâce à des techniques innovantes. Pour faciliter la compréhension des nouveaux modes opérationnels, des outils comme les serious games ou les business games peuvent être utilisés. Ces exercices, via des techniques de simulation et d'animation, permettent d'innover, de visualiser et de s'approprier de nouveaux modes opérationnels au travers de scénarios de transformation. Ce sont, en quelque sorte, des laboratoires du changement qui permettent une mise en perspective très vite compréhensible et mesurable, d'autant plus nécessaire aujourd'hui que les plans d'action doivent être conçus, testés et lancés sur des périodes

courtes. Avec la crise, le temps s'est restreint et les résultats doivent être concrets et "montrables" à tous, en interne comme en externe, de plus en plus vite.

### Introduire, clarifier, former, soutenir

Quatrième axe primordial: introduire le changement, l'expliquer, former les collaborateurs et les soutenir. Il faut savoir donner une perspective au changement, c'est primordial. Les entreprises sont en pleine période d'incertitude. Elles savent que nous vivons une transition qui conduit vers une transformation du mode d'organisation et des processus. La pratique du changement consiste d'abord à rassurer l'ensemble des collaborateurs puis à les accompagner tout au long du processus. Toutes les étapes sont menées de façon très pragmatique. CSC mise d'ailleurs sur la transparence, notamment avec son concept "Employee self-reliance".

Cette approche permet aux collaborateurs d'être préparés graduellement pour le changement afin de le comprendre et l'accepter. Des outils ont été conçus pour accompagner chacun de ces moments et donner les clés indispensables à tous. Il est indispensable d'assurer le lien entre les problématiques métiers et celles des systèmes d'information afin que le changement agisse en profondeur. Tous les secteurs ont réalisé qu'une transformation réussie était un gage de succès pour l'entreprise et un jalon essentiel pour préparer l'avenir.

Jan Degraef, Partner chez CSC Belgique & Luxembourg  
 Maryse Leca, Partner chez CSC France

Info: CSC Luxembourg: <http://www.csc.com/lu>, Tel: + 352 24 83 42 60