

PATRIMONIA 2006

13^{ème} Convention Annuelle des Professionnels du Patrimoine

Hausse des matières premières : bulle spéculative ou évolution durable ? Quelles incidences sur la gestion de patrimoine ?

Intervenants :

Estelle BENHAROUCH, Responsable du développement Warrants – Certificats de ABN AMRO

Yveline CLAIN, Chargé de mission « Sécurité d'approvisionnement Matières Premières », Sous-direction Mines et Matières Premières, DGEMP/DIREM, Ministère de l'Industrie

Frédéric LASSERRE, Responsable Recherche Matières Premières, Société Générale

La conférence était animée par Thierry BOGATY, Rédacteur en Chef d'Investir Magazine.

Michel GIRARDET

La 13^{ème} édition de Patrimonia touche à sa fin. J'espère que chacun aura pu y trouver son compte. La taille des salles a été augmentée dans des proportions de 1 à 1,8 par rapport à l'an dernier. Pourtant, nous avons encore fait le plein. Peut-être devons-nous louer l'intégralité du Palais des Congrès l'an prochain ? Pour ma part, il est temps de laisser la place à de nouvelles générations, qui viendront impulser le contenu de Patrimonia avec des idées nouvelles et des points de vue différents. Je vais donc prendre un peu de recul par rapport à Patrimonia et à l'organisation des conférences. Je vais désormais m'attacher à rencontrer des conseillers en gestion de patrimoine indépendants, qui font confiance à un établissement de gestion dont je tairai le nom par pudeur.

Cette dernière conférence est consacrée à la hausse des matières premières. Ces produits sont à la mode et sont même devenus une classe d'actifs à part entière dans la gestion financière. Les matières premières intéressent les investisseurs en cas de hausse. Mais quand leur cours vient à baisser, elles ne font plus la une de l'actualité. Une évolution similaire à celle de la nouvelle économie est-elle à craindre ?

Pour traiter du sujet, nous avons le plaisir d'accueillir Yveline Clain, chargée de mission « Sécurité d'approvisionnement Matières Premières » à la sous-direction des Mines et matières premières du Ministère de l'industrie. Elle nous présentera la réalité des réserves présentes sur Terre d'un point de vue physique. Nous accueillons également Frédéric Lasserre, responsable Recherche Matières Premières à la Société Générale. Il nous parlera de l'état du marché à travers l'évolution des cours, des prix et des supports proposés aux investisseurs. Ces produits seront également évoqués par Estelle Benharouch, responsable du développement Warrants – Certificats de ABN AMRO. Pour animer cette conférence, je vous remercie d'accueillir Thierry Bogaty, rédacteur en chef d'Investir

Magazine, le mensuel patrimonial des publications Investir. Pour ma part, je me retire. Je serai l'année prochaine assis parmi vous.

Thierry BOGATY

J'ai été frappé par les titres des journaux, notamment celui du *Monde* évoquant la chute du prix du pétrole, alors que son cours n'est redescendu qu'à 60 dollars le baril. La presse, ainsi que les marchés, ont la mémoire un peu courte. Les matières premières sont un actif à part entière, mais les règles qui les régissent sont un peu différentes de celles des marchés financiers. Quelles incidences sur la gestion de patrimoine ? Comment se forment les équilibres, les déséquilibres et les cours ? Comment adapter cela à votre métier ?

Les matières premières sont des matières physiques. Combien en reste-t-il et où se situent-elles ? A quel coût est-il possible de les extraire ? Pour répondre à ces questions, je cède la parole à Yveline Clain qui va nous évoquer la situation physique des minerais et l'état des connaissances en matière technologique.

I. La hausse des cours des matières premières

Yveline CLAIN

Souvent passées pour quantité négligeable, les matières premières ont ces dernières années bénéficié d'une mauvaise image de marque. Plusieurs affaires comme celles du sucre, de l'étain ou de l'argent métal, mais aussi la faillite d'Enron, ont fait la une de l'actualité. Souvent insaisissable à la hausse ou à la baisse, l'univers des matières premières paraît obscur pour beaucoup, et représente le plus souvent des placements à risque. Depuis 2002, ces matières font de nouveau la une des journaux, à la faveur d'une hausse considérable. Elles suscitent également de nombreuses questions. En particulier, leur raréfaction serait à l'origine des tensions géopolitiques actuelles. Je vais donc tenter d'apporter quelques éclairages, afin de déterminer si la hausse que nous connaissons est liée à une bulle spéculative ou s'il s'agit d'une évolution plus durable.

1. Une hausse des prix aussi soudaine que spectaculaire

Depuis 2003, les cours des métaux ont été orientés à la hausse. Les sommets exceptionnels atteints par certains marchés démontrent que celle-ci se poursuit en 2006. Au début des années 90, le prix du cuivre était inférieur à 3 000 dollars la tonne. En 2002, il oscillait entre 1 200 et 1 400 dollars. Aujourd'hui, il atteint 8 000 dollars la tonne. Son prix a donc été multiplié par cinq. Une véritable flambée des métaux a eu lieu. Celle-ci concerne aussi bien les métaux cotés sur les marchés organisés que ceux cotés sur les marchés négociés. En moyenne, entre janvier 2003 et août 2006, les prix d'un métal comme le ferromolybdène, utilisé en sidérurgie, a été multiplié par six ; celui du cuivre par cinq ; celui du plomb par trois ; celui de l'éponge de titane par quatre. Enfin, l'or, l'étain, le platine ou le ferrochrome ont doublé.

Ces chiffres donnent un ordre de grandeur. Mais les cours restent très instables, et les flambées ponctuelles toujours possibles. Certains métaux comme le cuivre ou l'étain ont connu des accroissements de leur valeur de plus de 30 % en un trimestre. Le cours de l'éponge de titane a même augmenté de 300 % sur un trimestre en 2005.

J'aimerais rappeler les caractéristiques de ces marchés. Ces métaux sont indispensables à l'activité économique par leur qualité physique, chimique, thermique, électrique et aux formes qu'ils peuvent prendre. Ils sont donc utilisés dans l'élaboration d'une multitude de biens. A titre d'exemple, le platine, métal de bijouterie, est aussi un métal industriel. Il entre dans la composition des pots catalytiques des automobiles et est utilisé en verrerie, en chimie ou en pétrochimie. Par ailleurs, ces métaux sont issus de ressources non renouvelables. Mais celles-ci ne sont pas finies pour autant, en raison du rôle joué par la recherche et le recyclage. Par ailleurs, les lieux d'exploitation de ces métaux sont souvent éloignés des centres de transformation et de consommation. Ainsi, l'Europe est particulièrement démunie en matière d'activité et de production minière.

Les marchés de matières premières sont donc mondiaux. Ils s'organisent selon trois grands types de négoce :

- **l'intervention sur les bourses de marchandise avec le London Metal Exchange, le Comex et le Nymex aux Etats-Unis, le Tocom ou le Shangai Futures Exchange**
Ces bourses sont spécialisées sur certains métaux comme l'aluminium, le nickel, le cuivre, l'étain, le plomb, le zinc, l'or et l'argent. Les volumes échangés sont très importants et peuvent atteindre jusqu'à trente fois la production mondiale d'un métal, comme ce fut le cas pour l'aluminium en 2005.
- **l'intervention de marchés négociés**
Ils réunissent les principaux producteurs et consommateurs de certaines substances. Les marchés comme celui du minerai de fer ou du manganèse ont un volume très important.
- **l'intervention sur des marchés plus petits**
Le volume des échanges y est plus faible. C'est par exemple le cas pour le cobalt.

Qu'ils soient cotés ou non, l'ensemble de ces marchés a été touché par une forte augmentation des prix.

2. Les raisons de la crise

A partir de 2003, l'activité économique mondiale a été relancée. Mais celle-ci n'a pas été anticipée par les producteurs miniers. Au début des années 90, ces derniers étaient confrontés à une situation de surproduction et cherchaient davantage à limiter leur offre qu'à la développer. En 2004, le taux de croissance de l'économie mondiale a dépassé 4 %. Ce phénomène est exceptionnel car il a concerné l'ensemble des régions économiques du monde.

Cette croissance a été tirée par la reprise insoupçonnée de l'économie américaine. Au niveau économique, les attentats du 11 septembre ont entraîné un contre-choc sur l'industrie aéronautique, très consommatrice de métaux. Le redressement de la situation économique au Japon a également joué un rôle. Le taux de croissance de 3 % connu par ce pays est lié à l'augmentation de ses exportations vers la Chine. Enfin, l'émergence de la Chine sur les marchés mondiaux des métaux explique cette reprise. Avec un taux de croissance de 10 %, la Chine attire la demande.

Traditionnellement, les marchés des métaux bénéficiaient d'un taux de croissance de 3 % à 4 % par an. Mais la croissance de la demande de matières premières de la Chine atteint 12 % à 22 % par an. Depuis 2005, ce phénomène s'accélère. En 5 ans, la consommation chinoise de certains produits

s'est considérablement développée. Le nickel a ainsi augmenté de 150 %, l'aluminium de 90 % et le cuivre de 80 %. Le décalage entre le taux de croissance de la consommation de la Chine et du monde n'a pas été accompagné d'un accroissement suffisant du niveau de la production mondiale. La Chine domine certains marchés comme le tungstène, l'antimoine ou le magnésium. Mais elle est déficitaire pour des métaux plus communs comme le cuivre ou le nickel. Si l'évolution de la production chinoise est importante, elle ne parvient donc pas à rattraper ses besoins.

La poursuite de la croissance des besoins de la Chine dans une multitude de secteurs a contribué à capter une part importante de la flotte mondiale de cargos. Ce drainage des flux s'est traduit par une flambée du fret maritime. L'indice composite baltique s'est ainsi accru de 1 335 % sur un an en 2003. Ce marché du fret avait lui aussi été touché par une période de sous-investissement et de bas prix. Les investissements qui avaient été réalisés concernaient des navires à haute valeur ajoutée tels que pétroliers double-coques ou les porte-containers. Mais les investisseurs n'avaient pas été attirés par des bateaux plus simples.

De plus, les marchés de matières premières sont devenus attrayant pour les investisseurs et les fonds d'investissement persuadés qu'après une période de cours faible, les métaux ne pouvaient que se redresser. En 2005, près de 70 *hedge funds* étaient spécialisés sur les *commodities*, toutes substances confondues. Cette situation n'a pas été anticipée par l'offre minière, qui s'est révélée subitement inadaptée à la demande, tout comme les infrastructures de transport. Ceci explique la flambée des prix et l'émergence d'un contexte de pénurie des matières premières. En 2006, la tendance reste la même. Les cours du nickel et du cuivre ont atteint des sommets. De son côté, la Chine poursuit sa croissance. Elle continue de réaliser des investissements importants dans le secteur minier métallurgique. Entre 2003 et 2004, sa production d'aluminium s'est accrue de 38 %. En 2005, elle a réalisé près d'un quart de l'offre mondiale d'aluminium primaire. Elle reste aujourd'hui un acteur dominant des marchés de matières premières. Premier producteur mondial d'acier, de cuivre, de zinc, de tungstène et d'antimoine, elle est aussi premier consommateur d'acier, d'aluminium et d'autres métaux. Elle réalise des investissements à l'étranger, notamment en Afrique et en Amérique du Sud, et mène une politique industrielle et commerciale forte, avec des quotas à l'exportation ou des politiques d'exonération fiscale.

Du côté de l'offre, les coûts de production ont augmenté. En effet, beaucoup de salariés demandent des augmentations de salaires devant la hausse du prix des métaux. La hausse des coûts de l'énergie et des consommables pour les exploitations minières permet également d'expliquer la hausse des cours. Enfin, les coûts du fret restent élevés.

3. Conséquences et perspectives

Les industries consommatrices vont devoir revoir leur politique d'approvisionnement. Jusqu'au début des années 2000, ces approvisionnements étaient surtout assurés en termes de volume. Les prix étaient indexés sur des prix publiés. Avec la crise, les prix ont été accrus unilatéralement par les fournisseurs, ce qui a entraîné une renégociation des contrats d'approvisionnement. Cette hausse des prix va également induire des substitutions de métaux.

Du côté de l'offre, la hausse des prix a permis aux compagnies minières de reconstituer leur trésorerie. Sous la pression de la demande, elles ont accru leur production dans la limite des capacités installées. Dans un deuxième temps, la prospection et l'exploration ont été relancées. Certaines compagnies minières « junior » se sont fortement développées. Des budgets d'exploration

très élevés sont désormais mis en œuvre. Leur montant estimé s'élève en 2005 à 5 milliards de dollars. Enfin, la hausse des prix a entraîné une vague d'OPA d'importance, qui constituent une stratégie de croissance à moindre coût pour les entreprises minières et métallurgiques. Elle permet d'acquérir rapidement un portefeuille minier, ainsi que des technologies. Cette consolidation du secteur se traduit par des opérations financières, d'un niveau encore jamais atteint.

4. Conclusion

La situation actuelle me laisse penser que cette évolution est durable. Mais celle-ci est amplifiée par la spéculation. La fermeté de la demande mondiale tirée par la Chine mais aussi par le Brésil et l'Inde, la hausse des coûts de l'énergie, des coûts de production de l'exploitation et le développement d'une législation environnementale plus stricte sont des facteurs qui tendent vers une concentration et une tension sur l'offre. Ils vont dans le sens d'un potentiel de croissance soutenu, sauf risque ou crise économique subite, une hausse des coûts, et un accroissement de la compétitivité.

Ces éléments légitiment la consolidation du secteur avec des entreprises à forte capitalisation boursière et au rendement suffisamment attractif pour attirer les capitaux nécessaires au développement de nouveaux projets. En outre, nous sommes entrés dans une course aux matières premières, certaines entreprises cherchant à étendre leur champ d'activité en se diversifiant sur plusieurs métaux pour limiter les risques de cyclicité des marchés. Enfin, si les marchés évoluent actuellement dans une atmosphère de pénurie avec une résurgence des théories du club de Rome, il convient de revenir à une caractéristique première des métaux. Ces matières premières sont en effet récupérables et recyclables. En France, un tiers de l'aluminium, un quart du cuivre, deux tiers du plomb et du zinc produits sont issus des filières de recyclage. Elles constituent donc une source d'approvisionnement à part entière. Enfin, cette notion doit être définie comme étant évolutive au niveau des ressources minières mondiales. L'évolution des ressources est directement liée à la prospection et à la découverte de nouveaux gisements, mais aussi à l'évolution des techniques d'extraction et de production et à l'évolution du cours moyens des métaux.

Dans les années 80, les réserves mondiales de nickel étaient composées de minerais garnièrite et de sulfure, majoritairement transformés selon des procédés pyro-métallurgiques. La mise au point d'un procédé de traitement par hydro-métallurgie acide sous pression a rendu exploitables les gisements dits « latéritiques ». Cette évolution technique a permis de faire passer les réserves mondiales de nickel de 52 millions de tonnes en 1985 à 62 millions en 2005. Par ailleurs, la découverte d'un gisement au Canada a permis d'accroître considérablement le niveau des réserves.

La demande soutenue des métaux tirée de la croissance mondiale anticipée pour 2006 et 2007 aux environs de 5 %, les difficultés des producteurs miniers à adapter leur production face à la demande 10 à 15 ans sont nécessaires entre l'identification d'un gisement et les premières productions vont dans le sens d'une tension sur les prix. Cependant, la réévaluation actuelle du prix des matières premières ne se justifie pas. Aux facteurs structurels s'ajoute un phénomène spéculatif qui risque d'être dommageable pour l'industrie. Plus qu'un retournement de marchés, nous nous orientons de nouveau vers une période de forte volatilité. A terme, un rééquilibrage entre l'offre et la demande devrait apparaître, avec l'arrivée de nouvelles productions.

Thierry BOGATY

Dans votre exposé, vous soulignez la volatilité des cours physiques. Il faut aussi s'attendre à des cycles tendant *a priori* vers des cours plus calmes. Ce que vous dites pour le minerai est-il vrai pour le pétrole ?

Yvelines CLAIN

Je préfère ne pas m'aventurer sur le terrain du pétrole. Les spécialistes débattent aujourd'hui de la surveillance du *peak oil* et de sa date.

Thierry BOGATY

Frédéric Lasserre, je vous laisse maintenant la parole afin que vous nous expliquiez la particularité des marchés financiers liés aux matières premières.

II. Fonctionnement des marchés de matières premières**Frédéric LASSERRE**

Je voudrais remercier Patrimonia d'avoir mis les matières premières à l'honneur dans une conférence aussi importante pour les distributeurs de produits indexés sur les matières premières. Le débat d'aujourd'hui me semble s'inscrire parfaitement dans la réalité des marchés de matières premières. En effet, tous les investisseurs nous posent aujourd'hui cette question. Pourtant, celle-ci ne se posait pas il y a encore quatre mois, en raison de la hausse continue des cours. Les explications étaient d'une telle clarté que personne ne s'interrogeait sur le rôle de la spéculation dans la flambée des cours. Après avoir testé des points hauts en mai 2006, les cours ont pourtant baissé dans des délais extrêmement rapides. L'or a perdu 25 %, le pétrole 20 % et le cuivre 15 % à 17 %. Pourtant, les fondamentaux n'ont pas ralenti. Il me semble donc un peu rapide de ne s'arrêter qu'aux phénomènes de tension, d'épuisement des réserves ou de montée en puissance de la Chine pour expliquer cela.

Pour débiter, observons l'évolution des matières premières comme classes d'actifs à travers l'indice du CRB. Il existe une corrélation assez forte entre cet indice et la croissance économique mondiale. Les cycles de prix des matières premières reflètent le cycle conjoncturel mondial. Mais un « super-cycle » a lieu depuis fin 2001. Sa durée et sa performance ne sont pas comparables aux cycles de hausse de la fin des années 70. Cette hausse s'était en effet déroulée dans un contexte d'effondrement de la croissance économique mondiale. Ce n'est pas le cas pour la hausse actuelle, puisque la croissance est favorable. En revanche, les chocs géopolitiques jouent un rôle dans les deux cas. La révolution iranienne, la guerre Iran/Irak et l'invasion de l'Afghanistan ont largement influé sur le cours des matières premières dans les années 70. Depuis 2001, l'actualité géopolitique est également très lourde. Elle explique en partie les performances du pétrole et sans doute celle des métaux précieux, mais ne suffit pas à justifier ces performances spectaculaires.

L'expansion Chine joue aussi un rôle. Depuis 20 ans, ce pays bénéficie d'un taux de croissance compris entre 7 % et 10 % par an. Mais nous assistons actuellement en Chine à des montants d'investissement en termes d'infrastructure de grande importance. Ces évolutions sont comparables

à celles connues par l'Europe après la Seconde Guerre Mondiale en termes de reconstruction. La Chine a ainsi construit l'équivalent du réseau routier français en cinq ans. Durant la même période, sept aéroports de la taille de Roissy ont été bâtis, tandis que l'exode rural concernait 50 millions d'habitants. Ces dynamiques, plus que le développement industriel, expliquent le phénomène d'aspiration des matières premières vers la Chine.

Cependant, le phénomène de hausse des matières premières n'est pas que structurel. La superposition de l'indice du CRB avec celui du Nasdaq décalé de six ans et demi laisse entrevoir un parallélisme frappant. Dans les deux cas, l'intensité de l'accélération est identique. Un point de retournement relativement violent a également été ressenti. Les investisseurs ont clairement été attirés par la hausse des cours entre 2001 et 2004. Un phénomène de disproportion apparaît en effet entre la taille des investissements et le montant des capitaux injectés sur les marchés des matières premières, et la capacité d'absorption de ces marchés.

Pour comprendre ce phénomène, il est nécessaire de rappeler la dynamique de la bulle spéculative sur le Nasdaq. La bulle répondait véritablement à un changement structurel d'envergure. Mais celui-ci a été valorisé avec difficulté, ce qui explique l'effondrement de 2001. Depuis cet épisode, la tendance de long terme du Nasdaq est pourtant restée extrêmement positive. Ce marché continue de croître et de « sur-performer » de nombreux marchés. L'exemple de Nokia nous laisse penser que cette entreprise avait été valorisée de manière irrationnelle. Mais les prévisions fournies par Nokia sur l'évolution de ses ventes futures étaient cohérentes dans ce contexte particulier. Il s'agissait d'une valorisation rationnelle de prévisions exubérantes.

Il n'est pas impossible que ce même phénomène s'applique actuellement aux matières premières. Aujourd'hui, celles-ci sont aussi valorisées de manière rationnelle, sur la base de prévisions exubérantes. Les perspectives de croissance de la demande de matière première à très long terme peuvent être extrêmement importantes. Prenons l'exemple de la Chine et du pétrole. Si la consommation par habitant des Chinois évolue dans les mêmes proportions que celle des pays voisins, comme le Japon ou la Corée du Sud, des années 70 à aujourd'hui, elle sera multipliée par six en trente ans. Les chiffres font frémir s'ils sont appliqués aux 1,5 milliards d'habitants du pays. Comme pour Nokia, la valorisation des cours du pétrole intègre totalement et principalement ces prévisions, mais pas les fondamentaux de court terme.

Notre réponse à ce débat est donc la suivante : il n'y a pas forcément d'opposition entre un changement structurel et une bulle spéculative. Non seulement, les deux sont compatibles, mais l'un est la condition de l'autre. Le changement structurel important à l'œuvre dans les matières premières attire de nombreux investisseurs. Aujourd'hui, les marchés ont du mal à absorber ce flot de capitaux. A la marge, ceci peut générer des effets de sur-valorisation, qui ont pu être observés à travers les trajectoires exponentielles du prix de certaines matières premières.

Pour le futur, la tendance de long terme autour de laquelle vont s'articuler les cycles de matières premières va changer. Celle-ci s'est inversée. Tant que la croissance économique mondiale était tirée par des pays industrialisés matures en phase de tertiarisation, elle était de moins en moins intensive en termes de matières premières. Aujourd'hui, le PIB de grands pays émergents devient la variable de la croissance économique. Celle-ci redevient donc de plus en plus intensive en matières premières. La tendance de long terme doit refléter ce changement structurel profond. Les corrections seront violentes et les hausses rapides. Pour le très long terme, les opportunités à la hausse et à la baisse existent. Il faut savoir approcher les matières premières comme les marchés des actions : les cycles et les retournements existent.

Thierry BOGATY

Devons-nous cependant nous attendre à quelques à-coups à court terme, avant que les ajustements structurels et de long terme n'agissent ?

Frédéric LASSERRE

Nous le pensons d'autant plus que la particularité du marché est d'anticiper les retournements physiques. Si le cycle doit physiquement se retourner en 2008, une chute aura lieu en 2007.

Thierry BOGATY

Si les capitaux affluent violemment, ils peuvent aussi se retirer violemment.

Frédéric LASSERRE

Oui. Mais tout cela aura permis aux investisseurs de découvrir les matières premières comme une nouvelle classe d'actifs. Ils vont simplement adapter leur investissement, mais ne se retireront pas. Pour en revenir à la comparaison avec les nouvelles technologies, tout le monde possède aujourd'hui des valeurs technologiques dans son portefeuille.

Thierry BOGATY

Il est donc possible de jouer à la hausse ou à la baisse. Ceci nous amène à l'intervention d'Estelle Benharouch. Vous allez maintenant nous présenter des instruments financiers pour investir sur les matières premières.

III. Investir sur les marchés de matières premières**Estelle BENHAROUCH**

Bien qu'ils soient encore peu commentés par les médias français, les marchés de matières premières intéressent quand même les investisseurs pour deux raisons :

- Il s'agit de valeurs concrètes et fondamentales dont les évolutions raisonnent souvent avec l'actualité et la géopolitique.
- Ces marchés connaissent depuis quelques années une explosion qui multiplie les opportunités.

Pour répondre à cette attente, les établissements financiers sont de plus en plus nombreux à émettre des produits structurés adossés à cette classe d'actifs. C'est le cas pour deux émetteurs en France : la Société Générale, et ABN AMRO.

Ces produits rivalisent de créativité et d'originalité. Outre les produits bien connus comme l'or, l'argent ou le Brent, il est désormais possible aux investisseurs particuliers d'investir sur des

matières premières plus originales comme le blé, le jus d'orange, le cuivre, ou le soja. Ils peuvent aussi investir dans des paniers ou des indices.

Il y a encore six mois, il était quasi-inenvisageable pour un investisseur particulier d'investir sur du jus d'orange, le gaz naturel ou le cuivre. Il existe désormais trois types de produit listés sur Euronext Paris pour ouvrir ce marché aux particuliers. Ces produits sont les certificats, les *trackers* et les *warrants*.

1. Les certificats sans effets de levier

Les certificats sans effet de levier sont proposés par ABN AMRO et la Société Générale. Les certificats d'ABN AMRO n'ont pas d'échéance. Il est donc possible de les conserver dans le portefeuille. Ces certificats visent à reproduire parfaitement la performance de la matière première à laquelle ils sont adossés. Le cours de ces certificats évolue de manière strictement parallèle à celui de la matière première, ajusté par la parité, et à taux de change constant. L'exposition au risque est strictement comparable à celle d'un investissement direct sur la matière première à la hausse ou à la baisse. Ainsi, si le cours de l'or augmente de 1 %, le cours du certificat augmentera de 1 %. En cas de baisse du cours de l'or, le certificat baisse dans les mêmes proportions. La perte maximale est limitée à la mise initiale avec ces certificats.

La grande majorité des matières premières est cotée en devise étrangère, et notamment en dollars. Or Euronext Paris impose une cotation en euros. Il est donc nécessaire de tenir compte de la parité euro/dollar. Depuis septembre, certains certificats permettent d'immuniser totalement l'investisseur contre le risque de change.

Ces certificats sans effet de levier s'inscrivent dans une stratégie de diversification du portefeuille dans la mesure où ils donnent accès à des sous-jacents jusqu'alors interdits aux investisseurs particuliers. L'horizon d'investissement est de l'ordre du moyen/long terme.

2. Les trackers

Les *trackers* sont des fonds indiciels négociables en bourse. Ce ne sont pas des certificats, mais des OPCVM. Leur fonctionnement s'apparente à celui des certificats. Ils permettent une diversification du portefeuille en accédant à un panier ou un indice. Ils suivent l'indice boursier sur lequel ils sont adossés. Mais ils sont éligibles au SRD et peuvent donc bénéficier de l'effet de levier. L'horizon d'investissement est également à moyen/long terme.

3. Les certificats avec effet de levier

ABN AMRO est le seul émetteur à offrir ce genre de produits par le biais des *power* certificats. Un investisseur peut acquérir ces certificats s'il souhaite accroître la performance d'une matière première. Il peut jouer sur la hausse *via* les *power up* ou sur la baisse *via* les *power down*. Ainsi, si l'investisseur pense que l'or va augmenter, il achète un *power up* sur l'or. Si l'or augmente de 1 %, le certificat peut alors augmenter de 2 %, 3 %, 4 % voire 5 %.

Ces *power* certificats n'ont pas de date de maturité. Chaque *power* possède des caractéristiques spécifiques : un seuil de référence et une barrière désactivante. Le seuil de référence s'apparente au

prix d'exercice. Il est réajusté tous les jours. Les *power* certificats sont beaucoup plus simples que les *warrants*, car toutes les données complexes comme la valeur temps ou la volatilité du sous-jacent n'entrent pas dans le calcul de leur prix. Pour connaître le prix du certificat, il faut déterminer sa valeur intrinsèque. Dans le cas d'un *power up*, il s'agit de la différence entre le cours de la matière première et le seuil de référence, ajusté par la parité et le taux de change, quand cela est nécessaire.

La spécificité du *power* certificat réside dans l'existence d'une barrière désactivante. Celle-ci permet de limiter la perte potentielle de l'investisseur à la mise de départ. Elle s'exprime en pourcentage du seuil de référence et est réajustée une fois par mois. Prenons l'exemple d'un investisseur qui anticipe une hausse de l'or. Si l'or baisse, la baisse du *power up* sera démultipliée, car l'effet de levier joue dans les deux sens. Si la barrière désactivante est atteinte, le *power* certificat est désactivé et immédiatement délisté de la cote Euronext. En cas de désactivation, l'investisseur pourra toucher un montant de remboursement. Pour un *power up*, ce montant est calculé sur la base du cours le plus bas touché par la matière première le jour de la désactivation.

Le *power* certificat s'adresse aux investisseurs qui ont une stratégie de spéculation à la hausse et à la baisse, et qui souhaitent réaliser un rendement élevé à partir d'un faible montant investi. L'horizon d'investissement est plutôt de court/moyen terme.

4. Les warrants

Les *warrants* sont présents depuis plus longtemps sur Euronext Paris. Ils sont beaucoup plus complexes à appréhender pour les investisseurs peu avertis. En contrepartie, ils offrent de plus vastes possibilités. Ces produits à effet de levier présentent plusieurs points communs avec les *power* certificats. Ils permettent de jouer sur la hausse ou la baisse d'une matière première. Ils sont également dotés d'un effet de levier qui permet de démultiplier la performance d'une matière première. Mais contrairement aux *power* certificats, les *warrants* n'ont pas de barrière désactivante. Dans le pire des cas, l'investisseur pourra perdre l'intégralité de sa mise de départ.

Le prix du *warrant* se décompose en deux parties : la valeur intrinsèque et la valeur temps. La valeur intrinsèque représente le gain virtuel qui serait dégagé en cas d'exercice du *warrant*. Elle évolue en fonction du cours du sous-jacent. Plus le prix d'exercice sera éloigné du cours actuel du sous-jacent, moins l'investisseur aura de chance de voir son scénario se réaliser. Ce produit est donc risqué et spéculatif. La valeur temps dépend de la date de validité du *warrant*. Plus l'échéance est lointaine plus la probabilité que le cours de la matière première atteigne celui d'exercice sera importante, plus la valeur temps sera élevée. Chaque jour qui passe réduit la valeur du *warrant*.

Avant d'acquérir les *warrants* nous recommandons aux investisseurs de faire attention à un paramètre : l'élasticité. L'investisseur doit choisir le produit correspondant à sa stratégie et à son profil de risque. L'élasticité mesure la variation du prix du *warrant* pour une variation de 1 % du cours de la matière première. Si l'élasticité est de l'ordre de 2 % ou 3 %, les *warrants* sont de type défensif. Entre 4 % et 6 %, les *warrants* sont équilibrés et le risque est moyen. Enfin, si l'élasticité est supérieure à 7 %, les *warrants* sont clairement spéculatifs. Le potentiel de gains est important. Contrairement aux *power* certificat, le *warrant* intègre les données complexes telles que la volatilité des cours et la valeur temps. Il est donc impératif de suivre le produit plusieurs fois par semaine, voire par jour. La volatilité a un impact direct sur le prix du *warrant*. Plus elle est basse, plus la prime du *warrant* est faible.

Les *warrants* permettent aux investisseurs de conduire une stratégie de spéculation à la hausse ou à la baisse et de réaliser un rendement élevé à partir d'une mise de départ faible. Le produit est doté de données complexes et s'inscrit donc dans une stratégie de court/moyen terme.

5. Données pratiques

Je vais commencer par effectuer un rappel sur les notions de parité et quotité. Si un investisseur souhaite prendre position sur une matière première, les certificats et les *warrants* lui en faciliteront l'accès pour un moindre coût. Certaines matières premières sont en effet cotées à des prix rédhitoires. Pour les rendre plus accessibles, la notion de parité leur est intégrée. Les certificats et trackers peuvent s'acheter à l'unité, contrairement aux *warrants*. En effet, les *warrants* cotés s'achètent impérativement par lots de mille. Les *warrants* ou les certificats cotent en continu sur Euronext Paris de 9h05 à 17h25. Comme toute valeur mobilière, ces produits sont identifiés en bourse par deux codes : les codes ISIN et Mnemonic. Un investisseur particulier intéressé par l'un de ces produits, n'aura qu'à contacter son intermédiaire financier et lui communiquer le code identitaire du produit. Nous recommandons vivement de passer des ordres à cours limité sur les produits à effet de levier, afin d'éviter les mauvaises surprises. Les retournements de cours peuvent en effet être assez rapides dans le temps.

Les *warrants* et les certificats sont des valeurs mobilières qui ne sont pas éligibles au PEA. D'un point de vue fiscal, les plus-values réalisées seront taxées au taux de 27 % sans abattement. Les moins-values pourront être déduites des plus-values sur actions ou autres valeurs mobilières. Elles pourront être reportables sur les dix exercices suivants.

Dans le cas du *power* certificat, si le cours du sous-jacent touche la barrière désactivante, celui-ci sera désactivé et délisté de la cote Euronext. Dans ce cas, l'indemnité perçue par le porteur du *power* désactivé sera soumise à l'impôt sur le revenu. Les pertes ou moins-values éventuelles ne seront pas déductibles.

Thierry BOGATY

Je vous laisse maintenant la parole.

Dominique de MONTECLAIN

Je suis conseiller indépendant à Lyon. Ma question s'adresse à Yveline Clain. J'ai été impressionné par le délai que vous avez annoncé entre la découverte de nouveaux gisements et leur exploitation. Cette durée est-elle due à des impératifs de mise en place de structures d'exploitation ou s'agit-il plutôt de contraintes liées aux investissements très lourds dont l'étalement dans le temps doit permettre de maintenir des tensions sur les cours ?

Yveline CLAIN

Il s'agit essentiellement d'un problème technique et industriel. La mise en place d'une mine souterraine est un chantier de très grande envergure. Différents aspects interviennent dans cette mise en exploitation, comme la localisation des entrepreneurs les plus riches et la construction des

infrastructures. En effet, les mines sont souvent situées loin des zones habitées. Il faut parfois construire des villes entières, et ces investissements sont lourds. Ces dernières années, les investisseurs n'ont pas été particulièrement attirés, en raison de l'importance de ces coûts.

Thierry BOGATY

Une autre question ?

Pierre DICK

Je travaille pour le compte de CGP à Nice. J'ai une question à propos des *warrants*. En plus de l'élasticité que vous avez évoquée, il existe d'autres indicateurs comme les *rhô* ou les *tétas*. Quels indicateurs conseillez-vous de regarder ?

Estelle BENHAROUCH

Le *rhô* n'a pas spécialement d'intérêt pour l'investisseur particulier dans la mesure où il s'agit de l'impact des taux d'intérêts pour les prix du *warrant*. En revanche, le *téta* peut être intéressant car il mesure la déperdition de valeur liée au passage du temps. Par manque de temps, je ne pouvais pas vous exposer l'ensemble des indicateurs. Je vous conseillerais de retenir en priorité le *delta*, l'élasticité et le *téta*.

Salvatore MISERENDINO

I've been particularly impressed by the presentation of my colleague from La Société Générale. I think that it is one of the best analysis recently seen about the commodity market. I see some similarities to the argument of Jim Rogers. I would like Frédéric Lasserre to let us know what he thinks about Jim Rogers' analysis.

Second, I have another question, which is probably out of the ordinary. I just would like to check out an analysis of the commodity market related to global warming. For me, we are in front of a great change in our world. I would be curious to know if any scenario has been done about it.

[J'ai été particulièrement impressionné par la prestation de mon confrère de la Société Générale. Il s'agit pour moi d'une des meilleures analyses récemment réalisées sur les marchés de matières premières. Elle se rapproche des théories de Jim Rogers. Je souhaiterais donc que Frédéric Lasserre nous dise ce qu'il pense de la vision de Jim Rogers.]

J'ai une autre question qui sort probablement de l'ordinaire. Je voudrais établir un lien entre le réchauffement climatique et le marché des matières premières. Nous sommes selon moi devant un grand changement dans notre monde. Je serais curieux de savoir si un scénario a été imaginé sur le sujet.]

Frédéric LASSERRE

Jim Rogers est un personnage bien connu des matières premières. Il est l'ancien co-fondateur de Quantum avec George Soros. Il tient régulièrement des discours optimistes et « haussiers », en expliquant que nous sommes partis sur un très long cycle de hausse de plusieurs décennies. De mon côté, je parle de tendances de long terme, alors que Jim Rogers parle de cycles de long terme. Je ne pense qu'il faille nous attendre à une hausse continue des matières premières pendant les vingt ou trente prochaines années. Cependant, une tendance haussière de long terme autour de laquelle des cycles s'articulent est possible.

L'impact du réchauffement climatique est difficile à intégrer dans les modèles. Aujourd'hui, la principale contrainte au développement de la croissance chinoise est très clairement environnementale. Les Chinois en sont parfaitement conscients. Le gouvernement a déjà pris des mesures pour que la moitié du parc automobile chinois soit composée de voitures non polluantes d'ici quinze ans. Dans leurs choix de politique de développement énergétique, la composante environnementale a été prise en compte à travers le choix d'un investissement massif dans le nucléaire. 90 % des capacités nucléaires construites dans les quinze prochaines années seront chinoises. Ce choix part des contraintes liées aux émissions de gaz à effet de serre. Pour cette raison, l'impact anticipé sur le pétrole par certains analystes n'aura pas lieu.

De la salle

En tant que consommateur de vos certificats, je tiens à vous féliciter pour toutes ces innovations. J'ai cependant l'impression que vous avez trouvé un filon plus rentable pour l'émetteur que pour le client. Certains certificats affichent des fourchettes de cotation extrêmement larges. Dans certains cas de figure comme le blé, les certificats ont fait zéro, alors que le cours a considérablement monté. Ne croyez-vous pas que la logistique et la liquidité devraient être arrangées sur ces produits ?

Estelle BENHAROUCH

ABN AMRO est un nouvel émetteur, et nous avons encore des efforts à faire. Nous sommes en France depuis six mois à peine. Nous avons souhaité offrir la gamme de produits la plus large possible. En termes de *market making*, nous souhaitons clairement améliorer le *spread* et les liquidités. En tant qu'émetteur nous avons cependant nos propres soucis de couverture. De plus, certains sous-jacents ne sont pas eux-mêmes très liquides, et ne nous permettent pas de nous couvrir de manière satisfaisante. D'un sous-jacent à l'autre, nous n'offrons pas les mêmes quantités à l'achat et à la vente. Je m'engage à améliorer les fourchettes de prix. Ce processus est déjà en cours.

Thierry BOGATY

Je vous remercie d'avoir suivi cette dernière conférence, qui clôt la 13^{ème} édition de Patrimonia.