

Les Matières Premières comme classe d'actifs financiers

Santiago Tavolaro, Consultant senior

Les Commodities sont depuis des décennies une classe d'actifs propre, à cheval entre le monde financier et l'industrie. Une part importante de l'économie réelle en est dépendante et/ou tributaire. Le monde financier y est par ailleurs de plus en plus présent pour proposer une offre de services diversifiée et globale. Quel est son marché ? Quels sont les points d'attrait de cet actif pour un investisseur classique ?

La constitution des portefeuilles institutionnels se concentre le plus souvent sur les obligations d'Etats et d'entreprises, les actions, l'immobilier et les actifs dits de diversification (Private Equity, Hedge Funds, Fonds d'infrastructure). Les matières premières y sont rarement représentées ou de façon minime. Ceci est probablement dû à une méconnaissance du secteur, à la petitesse de sa capitalisation de marché, à sa forte volatilité et sa complexité propre, et à la diversité des intervenants issus aussi bien du monde financier qu'industriel. Elles présentent toutefois un pouvoir de diversification ainsi qu'une forte couverture contre certains risques macroéconomiques.

Les matières premières ont par ailleurs une double dimension entre le marché des échanges physiques et celui des engagements à terme, qui lui donne une place à part dans l'allocation d'actifs et plus particulièrement pour un investisseur institutionnel. Une croissance importante de services financiers dédiés a vu le jour ces 10 dernières années pour rendre ce secteur plus accessible à un large panel d'investisseurs. Mais la capacité financière d'absorption de nouveaux fonds dans le secteur est limitée et peut-être à l'origine d'une dérive des prix.

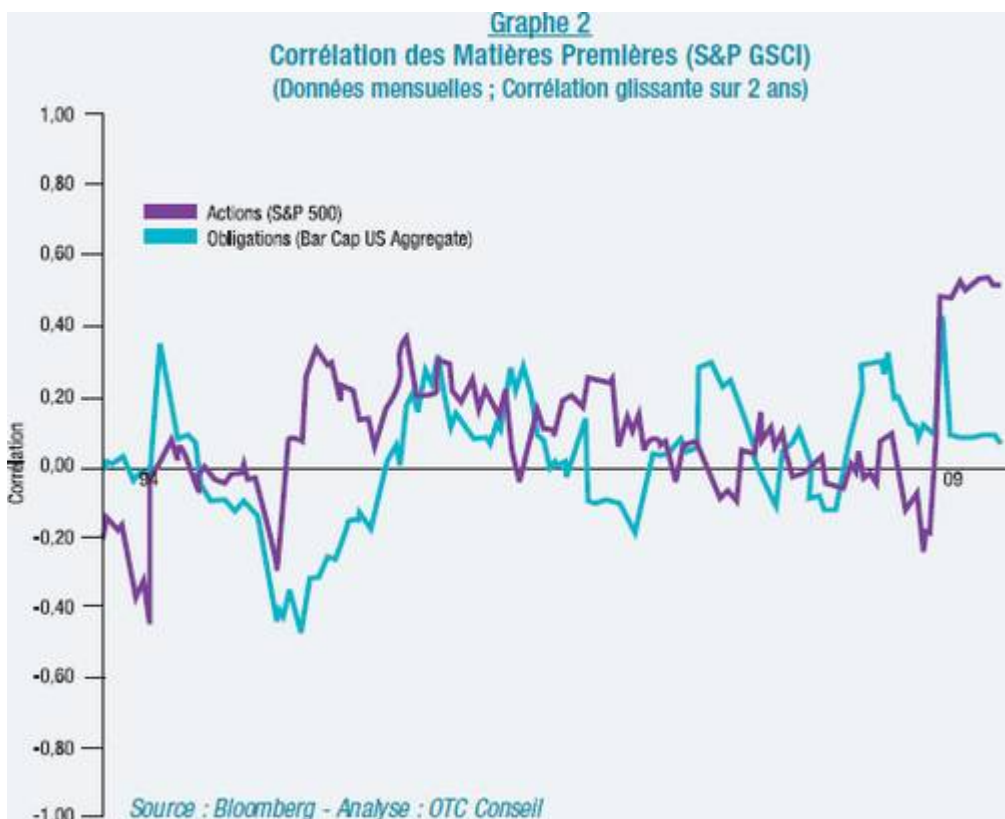
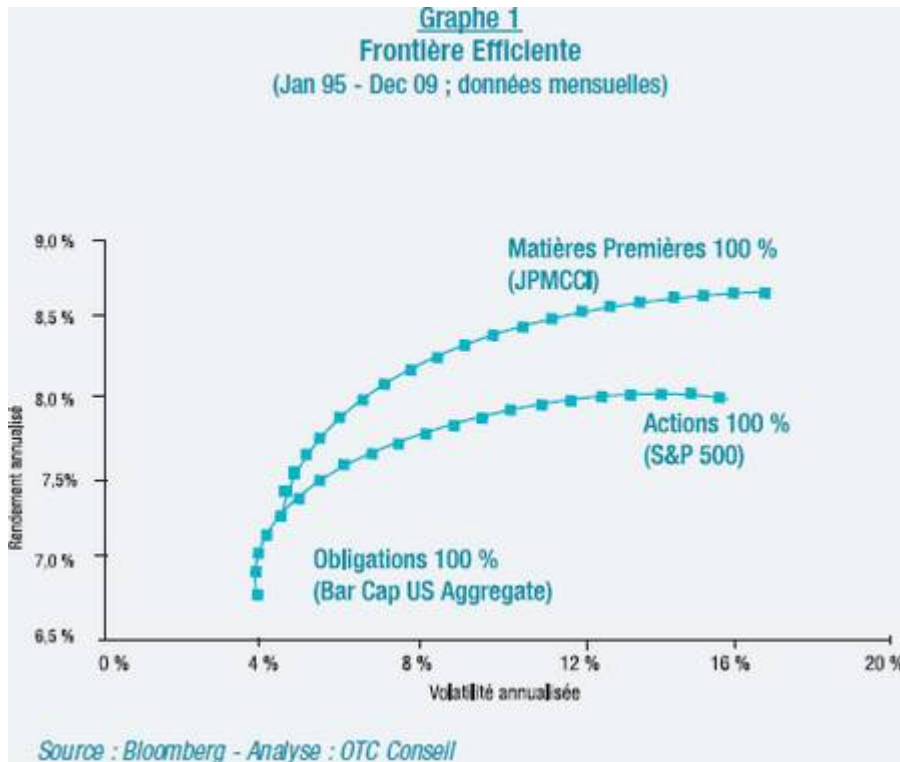
Un outil de diversification

La gestion d'actifs, en permanente recherche d'optimisation du rapport Rendement/Risque, a un intérêt concret dans la diversification de portefeuilles.

Les matières premières ont pendant longtemps été considérées comme un actif spécifique en raison de leur volatilité importante (de 1970 à 2009, 4.4 % de volatilité de plus que les actions soit 20 % annuel contre 15.6 % pour les actions) et leur dépendance à la géopolitique et à la R&D des pays producteurs.

Toutefois, un portefeuille hypothétique simplifié, constitué d'Obligations (80 %) et d'Actions (20 %), voit son rendement amélioré par une contribution en portefeuille de 5 à 10 % en matières premières sans pour autant détériorer sa volatilité (voir [Graphe 1](#)). Le niveau de corrélation des matières premières avec les principaux actifs financiers est par ailleurs remarquablement faible (voir [Graphe 2](#)).

La variabilité des matières premières fait débat mais globalement le résultat suivant est constaté. Un complément en portefeuille de 5 à 10 % en matières premières révèle une amélioration du rendement pour une volatilité quasiment inchangée. La faible corrélation avec les autres classes d'actifs prémunit contre des mouvements adverses généralisés.



Une couverture des risques macroéconomiques

Les matières premières se distinguent par un comportement assez différent des actions pendant les périodes de pré-crise. Durant les 36 mois précédant les entrées en récession, le rendement des matières premières reste fortement soutenu (voir Graphe 3a), contrairement aux actions qui présentent un rendement plus contrôlé (voir Graphe 3b).

Ce phénomène est d'autant plus marqué dans les 12 mois précédant les entrées en récession avec un rendement fort pour les matières premières et nul, voir négatif, pour les actions (voir Graphe 3a et 3b). La production et l'exploitation des matières premières peuvent être ralenties dès que des signaux d'affaiblissement de l'économie apparaissent. La demande reste en revanche soutenue avec un délai de rattrapage lié aux carnets de commandes.

La volatilité est plus élevée pour les matières premières que pour les actions. Mais les Sharpe Ratios¹ sont nettement en faveur des matières premières avant les périodes de récession.

Résultats annualisés des 36 mois
précédant le début des 6 dernières récessions
(Données mensuelles)

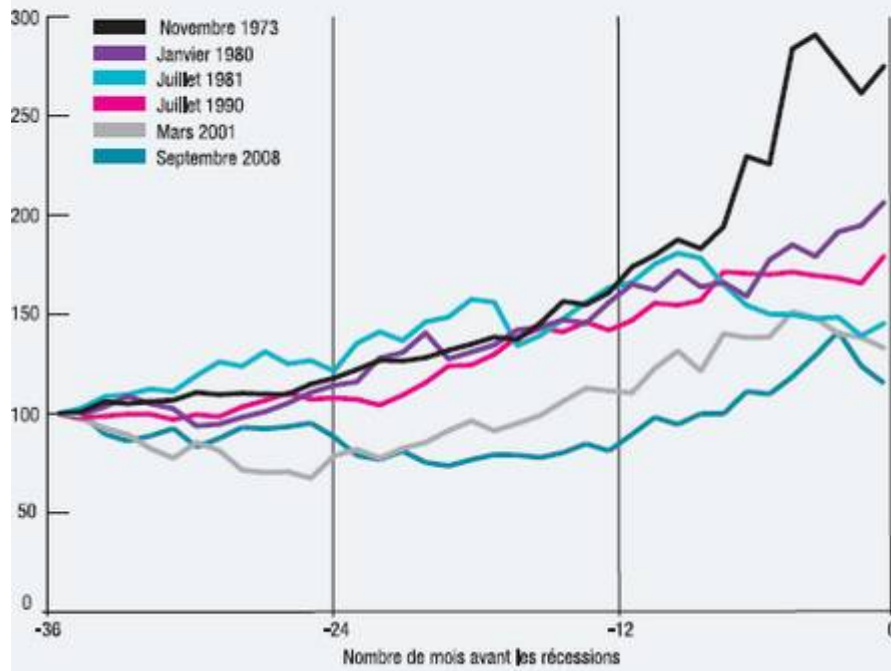
ACTIF		
	MATIÈRES PREMIÈRES S&P GSCI	ACTIONS S&P 500
NOV. 70 - NOV. 73		
Rendement	40,2 %	6,4 %
Volatilité	19,7 %	12,8 %
Sharpe ratio	2,0	0,5
JANV. 77 - JANV. 80		
Rendement	27,4 %	9,4 %
Volatilité	16,3 %	13,5 %
Sharpe ratio	1,7	0,7
JUIL. 78 - JUIL. 81		
Rendement	13,3 %	15,0 %
Volatilité	17,8 %	14,9 %
Sharpe ratio	0,7	1,0
JUIL. 87 - JUIL. 90		
Rendement	21,5 %	7,4 %
Volatilité	11,6 %	19,1 %
Sharpe ratio	1,8	0,4
MARS 98 - MARS 2001		
Rendement	10,0 %	3,0 %
Volatilité	23,6 %	18,6 %
Sharpe ratio	0,4	0,2
SEPT. 05 - SEPT. 08		
Rendement	4,8 %	0,2 %
Volatilité	22,4 %	11,4 %
Sharpe ratio	0,2	0,0

Source : Bloomberg - Analyse : OTC Conseil

Cet actif est une très bonne couverture contre l'inflation et plus particulièrement contre les variations à la hausse de l'inflation (voir Graphe 4), le prix des biens consommés étant directement dépendant des prix des matières premières.

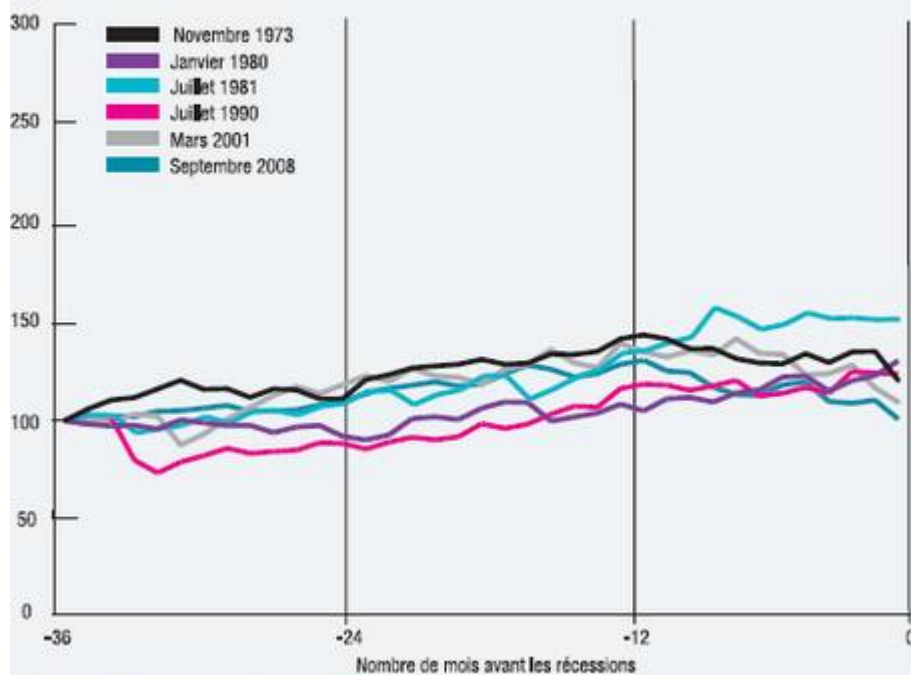
¹ Ratio de Sharpe = rendement/volatilité

Graphe 3a
Rendement des Matières Premières (S&P GSCI)
 36 mois avant le début des 6 dernières récessions
 (Indice base 100 36 mois avant les récessions; données mensuelles)

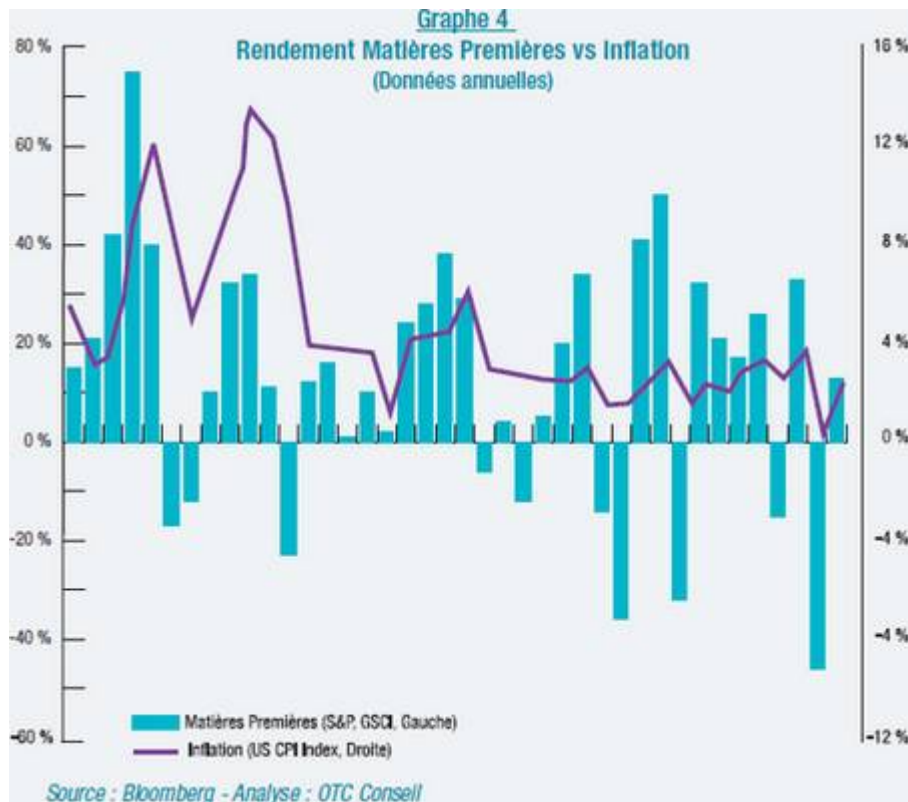


Source : Bloomberg - Analyse : OTC Conseil

Graphe 3b
Rendement des Actions (S&P 500)
 36 mois avant le début des 6 dernières récessions
 (Indice base 100 36 mois avant le début des récessions ; données mensuelles)



Source : Bloomberg - Analyse : OTC Conseil



Au total, les matières premières ont une résistance forte avant les périodes d'entrée en récession et sont une réelle couverture contre l'inflation. Elles offrent, par ailleurs, une diversification aux allocations d'actifs traditionnelles.

Un marché bipolaire

On distingue deux grandes familles d'échanges : les opérations du marché physique et les opérations d'engagement à terme. Les opérations physiques sont la plupart du temps exécutées par les professionnels producteurs, distributeurs et consommateurs.

Le marché à terme est plus mixte entre les institutions financières (offrant des services d'investissement et un accès au marché) et les professionnels (souhaitant se couvrir contre des mouvements de prix pouvant affecter leur activité). Les prix du marché physique et des contrats à terme sont fortement interdépendants. Mais, comme nous le verrons dans la suite de l'article, bien que les matières premières soient prépondérantes en valeur dans le commerce mondial de l'économie réelle, elles sont un actif financier de taille restreinte.

Le marché physique dépend normalement des niveaux de production et de consommation : c'est un axe majeur de l'économie réelle. Dans le cas du pétrole brut, la quantité consommée quotidiennement, soit 86 millions de barils au prix de 86 USD/baril fin avril 2010 nous donne une valeur échangée de 7.4 milliards d'USD par jour. Ceci fait du Brut le premier commerce en valeur au monde.

En raison de sa taille, le marché à terme est plus important. Nous pouvons l'estimer par le nombre de contrats futurs ouverts multiplié par leur prix. Pour le marché à terme mondial de pétrole brut, nous obtenons ainsi une capitalisation de marché de 201 milliards d'USD (129 milliards d'USD pour le Crude Oil WTI NYMEX et 72 milliards d'USD pour le Brent ICE) à fin

avril 2010. Le marché à terme, tout du moins pour le brut, équivaut en valeur à 25 jours de consommation. Il reste néanmoins bien plus petit que d'autres classes d'actifs. Par exemple, le CAC 40 totalisait au même moment une capitalisation boursière de 1320 milliards d'USD (ce marché étant uniquement relatif au marché actions français), soit 6 fois plus que le marché à terme mondial du brut.

Pour un investisseur classique, les matières premières sont longtemps restées complexes à intégrer dans leur portefeuille. Pour celui qui recherche uniquement une exposition au marché, le marché physique est très réduit en taille et nécessite des infrastructures de stockage coûteuses.

Le marché à terme est, quant à lui, plus propice pour une entrée dans le secteur. Mais investir dans des contrats futurs demande un certain suivi technique des opérations en renouvelant sans cesse les contrats.

En effet, au cours du temps, les contrats s'approchant des dates de livraison doivent être vendus (concrètement, pour éviter d'être livré à la date d'échéance du contrat futur) pour réinvestir dans des contrats de plus grande maturité. Il a donc été nécessaire que l'offre de produits financiers s'étoffe pour que la gestion des contrats soit définie et exécutée par les spécialistes en matières premières des institutions financières. Le plus souvent, ces produits se retrouvent sous forme d'indices, vecteurs simples et usuels pour les investisseurs. Certains indices exécutables existent depuis plus de 40 ans comme certainement le plus connu d'entre eux, le S&P GSCI index.

Le marché s'est largement développé avec :

- la généralisation d'indices sur l'ensemble des actifs,
- la recherche de nouveaux marchés pour absorber les plus récents flux financiers,
- la diminution des conséquences géopolitiques sur les prix des matières premières face à une mondialisation des intervenants et à l'amélioration de la liquidité des engagements à terme.

Nous retrouvons ainsi aujourd'hui plus d'une quinzaine d'indices exécutables dans le secteur, lancés durant ces dix dernières années.

La capacité d'investissement des institutionnels dans ces produits peut avoir un impact non négligeable sur les prix si la capitalisation de marché du secteur est prise en compte (comme vu précédemment pour le pétrole brut). Les produits financiers disponibles prennent position le plus souvent sur l'ensemble des contrats futurs à travers des engagements d'achats à terme. Les engagements à la vente étant beaucoup moins sollicités par ces indices, un investissement accru dissymétrique dans le marché des matières premières peut conduire à une augmentation artificielle des prix loin des fondamentaux. Nous ne pouvons pas, en effet, rejeter le lien de causalité des marchés à terme sur les prix spots. Des stratégies d'investissement plus équilibrées entre engagements à l'achat et à la vente seraient plus propices pour le développement de ce secteur. Elles permettraient d'absorber des capacités d'investissement plus importantes sans créer de déséquilibres majeurs sur les prix, d'augmenter la disponibilité des engagements à terme en offrant notamment plus de liquidité pour la couverture des professionnels aussi bien à l'achat qu'à la vente et de diminuer les mouvements violents du secteur. A titre indicatif, les dernières études d'actifs sous gestion dans les matières premières annonçaient un record estimé à 340 milliards d'USD à fin novembre 2010.

En bref

Pour un investisseur, l'attrait des matières premières peut être double :

- Outil de diversification et faible corrélation aux autres actifs,
- Singularité et consistance de leur rendement avant les entrées en récession et capacité de couverture contre l'inflation.

Les matières premières se caractérisent par deux marchés interdépendants :

- Le marché physique, dominant les échanges du commerce mondial,
- Le marché à terme, accessible aux investisseurs à travers des produits financiers.

Les indices, vecteurs financiers usuels d'accès au marché à terme, investissent le plus souvent dans des contrats d'engagement d'achat et non de vente.

Ce flux asymétrique des investissements, sur un marché de taille restreinte, peut influencer à la hausse les prix du marché à terme mais aussi du marché physique.