

# Investir dans les commodities : Source de diversification et de rendement



Depuis l'éclatement de la bulle boursière et face à l'impressionnante croissance des liquidités, nombre d'investisseurs ont cherché à placer leurs avoirs dans de nouvelles classes d'actifs décorrélées des classes traditionnelles (actions et obligations). Dans un but premier de protection puis de diversification de leurs portefeuilles, mais également dans un objectif plus spéculatif, facilité par la création de véhicules financiers plus accessibles, les commodities sont devenues un investissement très à la mode, qui a connu depuis 2001 un boom impressionnant (plus de 200% de hausse en cinq ans pour l'indice GSCI).

Dans un contexte de croissance mondiale vigoureuse, la dynamique de la demande des économies émergentes a créé des tensions sur les marchés de l'énergie (pétrole et gaz) mais également sur les métaux (or, cuivre, zinc...) et sur les produits agricoles (sucre, café, cacao...). Les prix des matières premières ont ainsi connu une hausse substantielle, accumulant depuis 2005 des records historiques. Enfin nombre de recherches (Gorton et Rouwenhorst, "Facts and Fantasies about Commodity Futures", 2005) et d'études récentes (Ibbotson Associated commissioned by Pimco, "Strategic Asset Allocation and Commodities, 2006) ont conforté les investisseurs quant à l'intérêt des commodities: surperformance, diversification, positionnement dans le cycle économique, protection contre l'inflation...

Avant d'approfondir les divers avantages à investir dans cette classe d'actifs, il apparaît indispensable de rappeler, dans un premier temps, comment elle se définit et de quels actifs elle se compose pour ensuite comprendre comment, via quels outils et sur quels marchés elle se traite.

<b>I. Que sont les commodities ?</b> .....	<b>2</b>
A. Un vocable difficile à appréhender.....	2
B. Différentes familles de commodities .....	2
<b>II. Comment investir dans les commodities ?</b> .....	<b>3</b>
A. Le marché physique .....	3
B. Le marché des actions.....	3
C. Les futures, indices de futures et fonds d'investissements .....	3
<b>III. Pourquoi investir dans les commodities ?</b> .....	<b>4</b>
A. Recherche de rendement .....	4
B. Source de diversification.....	4
C. Positionnement dans le cycle économique .....	5
D. Protection contre l'inflation.....	6
<b>IV. Conclusion</b> .....	<b>6</b>
<b>V. ANNEXE : Prix des commodities</b> .....	<b>7</b>

## I. Que sont les commodities ?

### A. Un vocable difficile à appréhender

Si l'on devait traduire « commodity » en français, le terme le plus juste serait celui de « marchandise ». Néanmoins beaucoup d'acceptions, plus ou moins équivalentes, mais, pour la plupart plus restrictives, sont souvent utilisées pour les qualifier : ressource naturelle, matière première, produit de base.... Cette confusion dans le vocabulaire reflète bien toute l'étendue et la complexité de cet univers.

En effet, commodity est un terme très générique qui, par opposition aux services recouvre un ensemble des biens et de marchandises tangibles et interchangeables, produits à des fins commerciales. Ainsi, l'idée principale qui les caractérise est celle d'un bien standard qui s'achète et se vend, généralement en gros et qui est très faiblement différencié selon son origine de production.

Afin de pas restreindre ce large univers, nous emploierons donc dans ce papier le terme anglais « commodity » ou au pluriel « commodities ».

### B. Différentes familles de commodities

Sur les marchés financiers, les indices de commodities sont composés de différentes familles. Les commodities sont ainsi classifiées par catégories en fonction de leur nature comme : les métaux, l'énergie, les céréales, le bétail, l'alimentation et les fibres.

Les principaux **métaux** recensés dans cette catégorie sont : le cuivre, l'or, le platine, le palladium, le zinc et l'argent. Leur utilisation est généralement réservée à des fins industrielles, pour le secteur de la construction ou de la joaillerie. Les événements géopolitiques et l'environnement économique des pays producteurs et consommateurs mais également les fondamentaux de l'industrie et des marchés de chacun de ces produits de base vont principalement influencer l'évolution de leur prix. A

titre d'exemple, la demande de cuivre, un produit largement utilisé dans les composants électriques et électroniques, du transport, de la fabrication industrielle de machines...sera sensible aux cycles économiques et plus particulièrement au marché de la construction immobilière. Ainsi, le prix du cuivre sera lui-même considéré comme un indicateur du cycle économique. L'or est également un actif considéré comme valeur refuge en cas de dégradation des relations géopolitiques et nombre de banques centrales détiennent une partie de leurs réserves en or.

Dans la catégorie de **l'énergie**, on trouve le pétrole, l'essence, le mazout et le gaz naturel. L'envolée actuelle du prix de ces ressources naturelles est au cœur des préoccupations géopolitiques et économiques mondiales. Outre les déséquilibres entre l'offre et la demande, de nombreux facteurs influencent les prix : la vigueur de la croissance mondiale et donc de la demande des pays exportateurs (comme la Chine), la situation politique des principaux pays producteurs, le niveau de stock et réserves stratégiques des Etats-Unis, les effets saisonniers (risque d'ouragan, vigueur de l'hiver, ...).

Les **céréales** (maïs, blé, fèves de soja et huile de soja) sont des produits de base de l'industrie alimentaire. Leur prix est fortement sensible aux conditions météorologiques ainsi qu'au contexte économique dont découle la demande. Comme pour les métaux, l'évolution du prix de chacun de ces produits sera fonction de ses propres fondamentaux et des industries dans lesquelles il est le plus employé.

La catégorie **bétail** englobe les contrats sur les élevages vivants, les farines animales.... Leur prix est fonction de la consommation courante, de la concurrence d'autres ressources de protéines, du prix de l'alimentation et d'autres facteurs influençant la production d'animaux, comme les maladies et les conditions météorologiques.

La catégorie des **denrées alimentaires et des fibres** comprend le cacao, le café, le coton, le jus d'orange

concentré congelé et le sucre. Comme dans la catégorie précédente, outre les facteurs de consommation et de demande, les avaries météorologiques ou naturelles impactent directement le prix de ces marchandises.

## II. Comment investir dans les commodities ?

Une caractéristique importante des commodities, tient dans la façon dont elles se traitent sur les marchés financiers.

L'histoire des commodities sur les marchés financiers est très fortement liée à celles des futures puisque les futures trouvent historiquement leur origine dans des contrats conclus sur le marché américain des céréales au XIX<sup>e</sup> siècle. Les marchés de futures sur commodities ont initialement été créés afin de permettre aux agriculteurs de gérer le risque de volatilité du prix de leurs récoltes. Le plus ancien marché des futures est le Chicago Board of Trade (CBOT) créé en 1848 par 82 marchands de Chicago. Aujourd'hui nombreux autres marchés se sont développés sur lesquels se traitent les différents types de commodities. En Europe, le marché des futures sur commodities se trouvent à Londres (LIFFE, LME et IPE) ; et aux Etats-Unis, à New York (NYMEX, COMEX et NYBOT).

Ainsi, l'une des manières les plus communes d'investir dans les commodities est celle des futures, bien qu'il existe d'autres moyens d'accéder à cette classe d'actifs.

### A. Le marché physique

La manière la plus évidente d'investir dans cette classe d'actifs consisterait à directement entrer sur le marché physique, en achetant par exemple des kilos de blés, des cheptels de moutons, des troupeaux de vaches, des lingots d'or, des barils de pétrole... Il va de soit que cette solution n'apparaît pas la plus pratique compte tenu de contraintes évidentes de stockage et de transport.

### B. Le marché des actions

Une autre solution choisie par certains investisseurs est celle d'une exposition indirecte aux commodities via l'achat d'actions d'entreprises liées au commerce des commodities (par exemple, achat d'actions Total *versus* achat de barils de pétrole) ou via l'achat d'actions de certains pays émergents dont l'économie repose principalement sur l'exportation de leurs ressources naturelles (par exemple la Russie, pour chercher une exposition au pétrole et au gaz). Toutefois, le cours d'une action, bien qu'il soit en partie influencé par le cours du commodity, sera également sensible à l'évolution de l'indice auquel elle appartient, à des facteurs micro-économiques... qui vont diluer le biais commodity de cette exposition.

### C. Les futures, indices de futures et fonds d'investissements

Ainsi, comme nous l'avons déjà évoqué précédemment, les futures (et indices de futures) sont la façon la plus courante de prendre une position dans les commodities. On citera trois indices de futures sur commodities. Les plus connus sont le Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), le plus fréquemment utilisé, le Dow-Jones-AIG Commodity Index (DJ AIG) et le Reuters-CRB futures price index (CRB). S'il existe des différences sensibles en terme de performance et de volatilité de ces indices, c'est parce que les commodities ne constituent pas une classe d'actifs homogène. Dès lors, la méthodologie de calcul et le poids de chacune des sous-catégories dans l'indice influenceront notablement la performance historique et la volatilité de chaque indice.

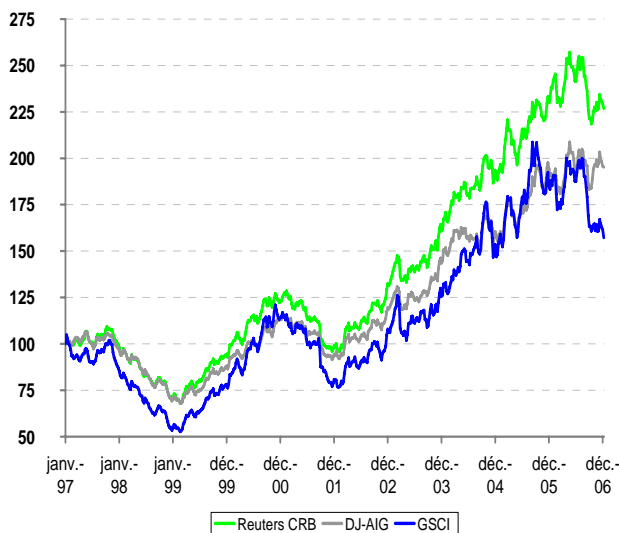
Tableau 1 : Caractéristiques des principaux indices de futures sur commodities

	GSCI	DJ AIG	CRB
<b>Nombre de Composants</b>	22	20	17
<b>Agriculture</b>	14%	34%	22%
<b>Soft Commo</b>	3%	9%	21%
<b>Energie</b>	75%	29%	33%
<b>Métal</b>	8%	28%	26%

Source : Dexia-AM

En effet, il y a une différence fondamentale entre le fonctionnement d'un indice de commodities et celui des indices plus classiques d'actions ou d'obligations. Les indices d'actions et d'obligations sont effectivement calculés sur la base d'un système de pondération par la capitalisation, un facteur très objectif de mesure. Pour un indice de commodities, deux méthodologies peuvent être employées : pondération en fonction de la liquidité de la marchandise (les métaux précieux représentent 2% du GSCI contre 8% pour le DJ-AIG), ou pondération fondée sur la production qui amplifie dès lors le poids de marchandises telle que le bétail ou le pétrole (par exemple, le pétrole pèse pour plus de 75% dans le GSCI et seulement 30% dans le DJ AIG).

**Graphe 1 : Performances historiques des indices de futures sur commodities**



Sources : Dexia-AM, Bloomberg

### III. Pourquoi investir dans les commodities ?

#### A. Recherche de rendement

Une raison évidente dans le choix d'investir dans les commodities tient dans les performances passées de cette classe d'actifs. En effet, à court terme, les commodities affichent également une performance notable comparée aux classes d'actifs traditionnelles telles que les obligations et les actions.

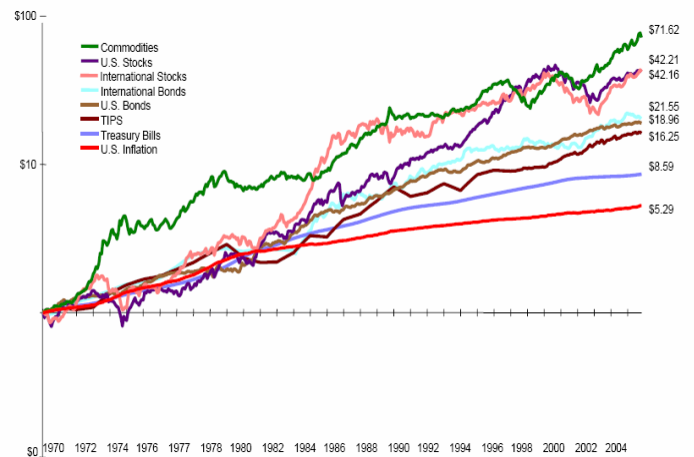
**Tableau 2 : Performances annuelles par classes d'actifs sur les cinq dernières années – Données du marché US (en dollar)**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>ACTION</b>	-23,4%	26,4%	9,0%	3,0%	13,6%
<b>OBLIGATION</b>	12,2%	2,4%	3,7%	2,9%	3,1%
<b>COMMODITY</b>	39,0%	10,8%	19,2%	39,1%	0,4%

Sources: Dexia-AM, Bloomberg

Sur le long terme, les futures sur commodities enregistrent également une des meilleures performances, toutes classes d'actifs confondues et ce compte tenu d'une volatilité contenue.

**Graphe 2 : Performances obtenues pour 1 dollar investi en 1970 sur différents supports**



Source: Ibbotson Associated commissioned by Pimco, "Strategic Asset Allocation and Commodities (2006)"

#### B. Source de diversification

Une autre observation que ces données historiques permettent d'établir est la corrélation très faible voire négative des anticipations des différents intervenants sur le marché des commodities avec les autres classes d'actifs dites « traditionnelles ». En effet, il est aisé de constater que les performances de cette classe d'actifs apparaissent complètement indépendantes des performances des obligations et des actions.

Tableau 3 : Corrélations historiques entre les classes d'actifs (1993-Mars 2006)

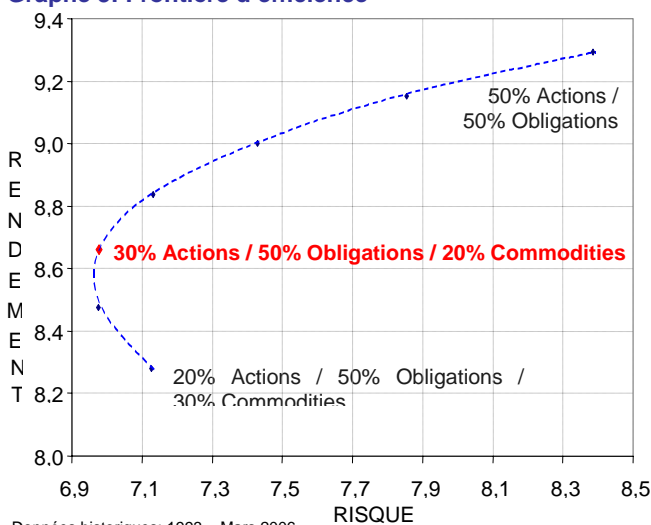
	ACTION	OBLIGATION	COMMODITY
ACTION	1.00	0.04	0.27
OBLIGATION	-	1.00	-0.04
COMMODITY	-	-	1.00

Source: Dexia-AM

Or, des performances élevées associées à une corrélation proche de zéro signifient que le fait d'ajouter des matières premières à un portefeuille mixte équilibré (actions/ obligations) non seulement réduit la volatilité générale du portefeuille mais accroît également son rendement.

Le rôle des commodities dans un portefeuille va donc être celui de modifier le couple risque/ rendement de celui-ci. Par le biais d'une très faible corrélation des commodities avec les classes traditionnelles, l'effet de diversification va permettre à l'investisseur d'optimiser son portefeuille en augmentant son rendement attendu à profil de risque constant, comme l'illustre le graphe ci-après (optimisation sur la base du modèle CAPM développé par Markovitz) : Un portefeuille mixte investi en commodities présente historiquement un meilleur couple risque/ rendement qu'un portefeuille mixte classique investi seulement en actions et en obligations.

Graphe 3: Frontière d'efficace



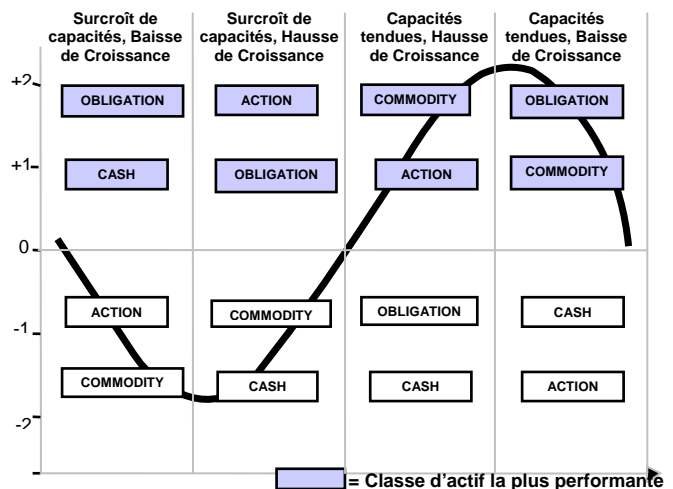
Données historiques: 1993 – Mars 2006

Source: Dexia-AM

### C. Positionnement dans le cycle économique

Les performances des commodities sont étroitement liées aux conditions économiques. En effet, elles enregistrent de meilleures performances pendant les périodes de contraction des capacités de production et les moins bonnes performances en période de faible activité. Les actions et les obligations réagissent différemment en fonction de l'environnement économique.

Graphe 4 : Performance des classes d'actifs dans le cycle économique en terme de différentiel de croissance (croissance courante comparée à la croissance potentielle)



Source: Dexia-AM<sup>1</sup>, NB : chaque phase du cycle n'a pas une durée identique.

Investir dans les commodities revient ainsi à se positionner dans le cycle économique. Empiriquement, les commodities ont enregistré de meilleures performances en période d'expansion économique, leur rendement décroissant avec le cycle économique pour devenir négatif en fin du cycle de récession. Les actions en revanche, souffrent très nettement en phase d'entrée en récession pour très nettement se redresser en fin de récession.

<sup>1</sup> Barbara Alemani, "Commodities As An Asset Class: an investor's experience" (Dexia-AM's investor Seminar 2006)

Tableau 4 : Performances annuelles par classes d'actifs dans le cycle économique (Juillet 1959 – Mars 2004)

	ACTIONS	OBLIGATIONS	COMMODITIES
<b>Expansion</b>	<b>13,29%</b>	<b>6,74%</b>	<b>11,84%</b>
<b>Début</b>	16,30%	9,98%	6,76%
<b>Fin</b>	10,40%	3,63%	16,71%
<b>Recession</b>	<b>0,51%</b>	<b>12,59%</b>	<b>1,05%</b>
<b>Début</b>	-18,64%	-3,88%	3,74%
<b>Fin</b>	19,69%	29,07%	-1,63%

Source: Gorton et Rouwenhorst, "Facts and Fantasies about Commodity Futures" (2005)

Ainsi, une demande dynamique et soutenue des matières premières, conséquence de la croissance mondiale et plus particulièrement celle de la Chine, est un des éléments tangibles qui expliquent le mouvement haussier que connaît cette classe d'actifs depuis plus de cinq ans.

#### D. Protection contre l'inflation

Enfin, une dernière vertu généralement attribuée aux commodities réside dans leur capacité à préserver les rendements en dépit de la hausse de l'inflation, et ce contrairement aux autres classes d'actifs.

En effet, investir en futures sur commodities revient à anticiper une hausse du prix futur des matières premières, qui sont elles même des composantes de l'inflation. Bien que la relation pétrole / inflation ne soit pas si simple, le prix du baril est historiquement positivement corrélé avec l'évolution générale des prix. Les entreprises payant plus cher leur coût de production (surcoût d'énergie), elles ont tendance à le répercuter sur le prix de leurs produits finaux.

#### IV. Conclusion

Ainsi, les commodities comportent de nombreux attraits pour un investisseur, que ce soit en termes de rendement, de potentiel de diversification, de comportement différencié dans le cycle économique ou de protection contre l'inflation.

Depuis l'envolée des prix de cette classe d'actifs, se développent de plus en plus de fonds ou fonds de fonds d'investissements exposés aux commodities, soit de futures ou d'indices de futures, soit via des investissements en actions d'entreprise appartenant au secteur des matières premières. Ces véhicules d'investissement facilitent dès lors l'accès à cette classe d'actifs pour les investisseurs privés.

Dexia Asset Management propose ainsi son fonds : « **Dexia Fund Commodities** », investis en indices de futures sur commodities. Ce fonds est indexé à l'indice Goldman Sachs Commodity Light Energy Total Return qui alloue au compartiment « énergie » une moindre part que celle qu'il occupe au sein de l'indice GSCI. Ceci permet une meilleure diversification du portefeuille et un respect des règles de diversification de la norme UCITS III.

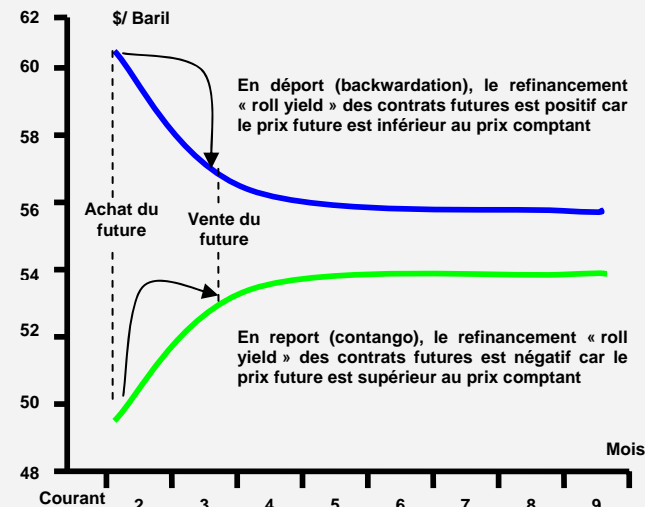
Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

**V. ANNEXE : Prix des commodities**

La particularité et l'intérêt d'investir dans un prix futur et non au comptant s'expliquent par la composition de ce prix futur. En effet, comme pour tout actif, le prix dépend de l'offre et de la demande. Cependant, n'étant pas un actif financier, le prix des futures sur commodities est essentiellement un prix à terme qui prend en compte les coûts liés aux délais de livraison et de stockage. En général, les prix comptant et les prix futurs convergent à l'échéance sous l'effet des transactions d'arbitrage. Néanmoins, cette convergence n'est jamais parfaite, les arbitrages étant coûteux (transport/ livraison physique, stockage temporaire, coûts administratifs). Enfin, le prix à terme devient plus volatile lorsqu'il se rapproche de l'échéance (présence des spéculateurs).

L'objectif d'un investissement en contrats futures de commodities n'étant pas celui de recevoir la marchandise physiquement livrée à l'échéance du contrat, avant chaque échéance du contrat, il est reconduit. Or, ce refinancement du contrat génère un rendement communément appelé « roll yield ». Ce rendement peut être positif ou négatif selon les anticipations des différents intervenants sur le marché. En effet, si le prix à terme est supérieur au prix comptant, on est en situation de report ou de « contango », à savoir la situation normale pour des biens non périssables. En revanche, si le prix à terme est inférieur au prix comptant, on est en situation de déport ou de « backwardation ».

**Graphe 5 : Représentation des notions de « contango » et de « backwardation »**



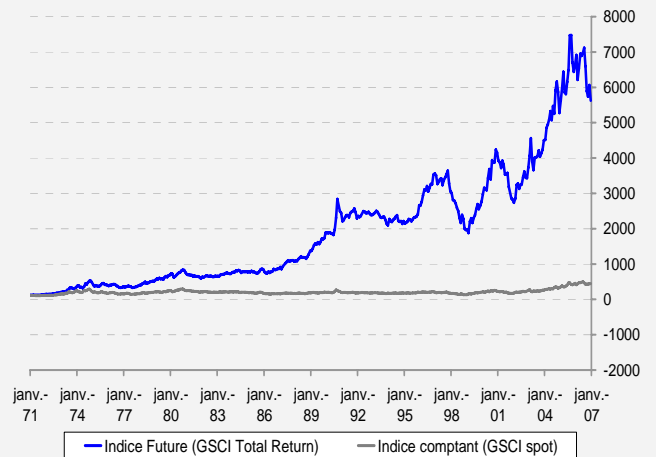
Source Merrill Lynch Research

Enfin, pour couvrir le risque d'un défaut de l'acheteur, l'achat de futures de commodities implique la mise en place d'un collatéral, généralement investi en actifs non risqués (à savoir en Bons du Trésor américain), ce qui génère également un rendement. Dès lors, il est aisé de comprendre l'intérêt d'investir via des futures (plutôt que sur le marché comptant) dans la mesure où :

**Le rendement total d'un future sur commodity est égal au rendement comptant + roll yield + rendement des liquidités données au titre de collatéral.**

Ainsi, le rendement historique des prix futurs est nettement plus élevé que celui du prix comptant.

**Graphe 6 : Performances du prix comptant et du prix futur**



Source Dexia-AM, Bloomberg