

Diversification

Investir dans un véhicule adapté aux marchés de matières premières

Mal connus ou jugés spéculatifs, les fonds d'investissement sur matières premières, décorrélés des marchés financiers et assurant à l'investisseur la détention d'actifs tangibles, offrent en gestion alternative de réelles opportunités de diversification.

AVEC UNE PERFORMANCE comprise entre 24 et 34 % pour les principaux indices de matières premières en 2002, l'investissement dans les matières premières a battu de loin les marchés obligations et actions.

Pourtant ce type d'investissement continue à pâtir de la frilosité des investisseurs. Ceci provient du fait qu'elles occupent le devant de la scène lors de tensions géopolitiques graves comme la guerre en Irak, ou lors de mouvements de marché, plus connus sous le nom de « squeeze » ou « corner ». Les matières premières sont aussi généralement considérées comme un investissement risqué réservé à une poignée d'intervenants initiés.

Néanmoins, cette analyse traditionnelle n'apparaît plus pertinente. Le progrès de la régulation sur les marchés de futures a accru la liquidité et considérablement limité les risques de « squeeze » beaucoup plus rares qu'autrefois.

Les investisseurs institutionnels qui avaient gardé une allocation si-

gnificative dans leur portefeuille sur l'or, voire le pétrole, sont les seuls à avoir tiré leur épingle du jeu à la suite de la période très troublée que nous venons de traverser. On notera par ailleurs qu'en 2002, la détention de valeurs mobilières productrices d'or ou de pétrole a très nettement sous-performé avec des performances parfois inverses de leur sous-jacent.

Peut-on en conclure pour autant que les matières premières constituent une classe d'actifs à part entière qui doit figurer en bonne place dans un portefeuille d'investisseur institutionnel ? Quel couple risque/rendement peut-on attendre d'un tel investissement ? Quel rôle la gestion alternative peut-elle jouer ? Enfin en quoi la situation actuelle présente-t-elle de réelles opportunités pour les matières premières au-delà d'une protection contre des risques devenus multiformes ?

COUPLE RISQUE/RENDEMENT

L'intérêt d'un placement sur les matières premières se conçoit aisément dans le cadre d'une diversification de portefeuille. Le rendement sur matières premières est déphasé de celui obtenu sur les actifs financiers traditionnels, ac-

tions et obligations. Les matières premières ont tendance à performer en fin de cycle quand les taux d'intérêt remontent afin de juguler l'inflation. Ainsi, quelques investisseurs institutionnels diversifient leur portefeuille avec des indices matières premières comme le Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) et le AIG Index.

Néanmoins l'approche passive via un indice ou l'approche « long only » sont peu rentables sur une longue période principalement pour deux raisons :

- contrairement aux actifs financiers qui procurent un rendement (coupon pour une obligation, dividende pour une action), le fait de détenir des matières premières (physiquement ou virtuellement à travers une position de future) représente un coût de portage appelé « contango » (ce coût reflète synthétiquement le coût de financement, le coût de stockage physique et divers coûts d'assurance) ;
- en raison du progrès technologique, les coûts d'extraction des matières premières ont tendance à décliner d'un cycle à l'autre. Donc, à moins d'une pénurie prévisible à terme, comme c'est le cas pour le pétrole, le prix des matières premières en dollar réel a tendance à



CÉDRIC CHONÉ
Gérant de fonds
Barep
Asset Management

décliner sur longue période.

Pour autant, les matières premières ne peuvent constituer un investissement rentable joué à la baisse, ce qui aurait l'avantage de procurer un rendement par la vente du contango et de profiter d'une dépréciation à long terme. En effet, si la peur des krachs hante les marchés d'action, les risques de pénuries même temporaires jouent le même effet (mais en sens inverse) sur les matières premières en entraînant des hausses brutales de cours.

L'approche classique avec un biais long, voire baissier, n'offre donc pas les rendements qu'un investisseur institutionnel est en droit d'attendre sur un placement à long terme. Ainsi les indices matières premières sont rarement utilisés dans les portefeuilles d'investisseurs dans un but de diversification. Ils le sont davantage dans un but de couverture du risque géopolitique ou d'instabilité financière pour des investisseurs autorisés à intervenir sur ces produits.

En fait, les matières premières ne peuvent présenter un intérêt du point de vue d'un investisseur à long terme qu'à condition d'être capables de capturer les tendances à la fois à la baisse et à la hausse de ces marchés. En effet, les cycles de prix peuvent représenter couramment une variation du simple au double, voire au triple, des cours des matières premières, même pour les plus liquides d'entre elles.

Gestion alternative : combiner exposition sur matières premières et rendement absolu

La gestion alternative (par définition) permet justement de performer dans les cycles haussiers et baissiers. Ainsi, les fonds « suiveurs de tendances » jouent avec succès, depuis le début des années 1980, les marchés de futures par des stratégies directionnelles. Ils sont d'ailleurs communément appelés CTA pour « *Commodity Trading Advisors* » même s'ils interviennent aussi sur des futures sur actifs financiers.

Néanmoins, les stratégies directionnelles pâtissent de la plus grande volatilité à court terme des marchés avec des tendances long terme moins marquées, les marchés réagissant davantage à la volatilité grandissante des indicateurs économiques court terme. C'est là que les stratégies de « *relative value* » ou stratégies « *long/short* » peuvent jouer pleinement leur rôle. Elles consistent à capturer des tendances long terme tout en limitant la volatilité à court terme. Elles offrent une sensibilité très limitée aux chocs macroéconomiques ou géopolitiques et permettent ainsi de refléter davantage les fondamentaux microéconomiques d'un marché.

Les fonds de « *relative value* » ont l'avantage d'offrir une double diversification en termes de sous-jacents et de stratégies. Les stratégies sur matières premières sont multiples avec les arbitrages de courbe à terme, les arbitrages

a une fonction de transfert des marchés volatils, n'offrant pas de rendement vers un placement prouvant du rendement, tout en limitant considérablement la volatilité. Ce qu'un investisseur est en droit d'attendre légitimement d'une gestion active.

Enfin la prise de conscience d'un investissement trop faible dans les industries de base et l'énergie dans les années 1990 au profit des nouvelles technologies a renforcé l'intérêt pour les matières premières qui ont connu des pics de prix pour nombre d'entre elles au mois de février 2003 dans un contexte pourtant de faible demande mondiale.

La montée des risques en tous genres (risques géopolitiques, environnementaux, sociaux, monétaires, financiers) a renforcé également l'idée que la détention d'actifs tangibles dans un portefeuille d'investisseur institutionnel était plus appropriée aujourd'hui.

“ L'approche classique avec un biais long, voire baissier, n'offre pas les rendements qu'un investisseur institutionnel est en droit d'attendre sur un placement à long terme. ”

entre lieux de livraison, l'arbitrage entre actions de deux producteurs d'une même matière première. Ces fonds peuvent donc concentrer leurs positions sur les stratégies offrant le meilleur risque/rendement sur un horizon donné.

Les fonds de « *relative value* » sur les matières premières constituent une niche d'investissement au sein des différentes stratégies de gestion alternative. Ces fonds sont particulièrement prisés des investisseurs en raison de leur décorrélation avec les actifs financiers traditionnels mais aussi avec les stratégies de CTA.

En définitive, un fonds de « *relative value* » sur matières premières

Pour conclure, un investisseur qui recherche une protection contre des risques devenus multiformes sur les marchés financiers, aura intérêt à détenir, dans son portefeuille, une allocation sur les matières premières à travers un indice commercialisé comme le Goldman Sachs Commodity Index ou le AIG Index. En revanche, un investisseur qui souhaiterait une exposition sur les marchés de matières premières dans une perspective de rendement long terme (pour profiter du sous-investissement dans ce secteur) sans accepter la volatilité inhérente à ces marchés, s'orientera davantage vers un fonds « *relative value* » sur matières premières. ■