

Le Bulletin Perspectives

→ Matières premières / Infrastructures

Sommaire

Les matières premières minérales : le cycle mondial et la croissance de la zone émergente . . . P. 2

L'or . . . P. 2

Les produits agricoles . . . P. 2

Le cas particulier du pétrole : les complexités du marché pétrolier . . . P. 3

Un environnement plus stable en 2010 ? . . . P. 4

Les infrastructures . . . P. 4

Conclusion : un investissement cyclique . . P. 4

Nos OPCVM . . . P. 4

Le chiffre

61%

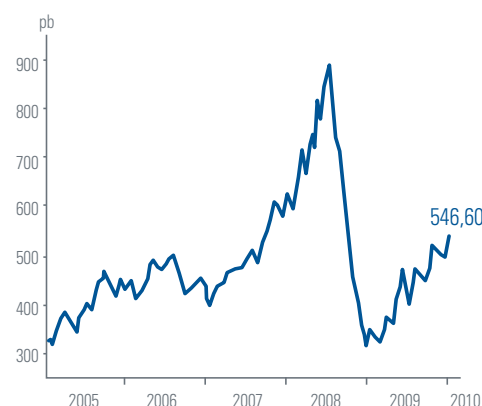
C'est la croissance de la consommation de pétrole depuis dix ans attribuable aux pays émergents.



Pierre Ciret
Economiste
Edmond de Rothschild
Asset Management

La nouvelle phase du cycle s'accompagne d'une mutation rapide de la structure de l'économie mondiale. En s'industrialisant, les pays de la zone émergente sont devenus une force dominante de l'expansion de la demande de matières premières. L'équilibre à l'intérieur des secteurs miniers évolue d'autant plus que les sociétés provenant des pays émergents (Chine, Inde) se montrent très offensives dans le développement de leurs investissements (directs ou non), y compris hors de leurs frontières nationales. Parmi de nombreux exemples, Sinopec, une des principales sociétés pétrolières chinoises, a acquis au mois d'octobre Addax, une société canadienne ayant notamment des intérêts en Irak.

► INDICE S&P 500



Source : Bloomberg

► COURS DU PÉTROLE (WTI)



Source : Bloomberg

Après la violente correction des cours qui a accompagné la crise financière à la fin de 2008 et la récession, la stabilisation de l'environnement économique a contribué à une reprise des prix depuis le printemps. L'indice S&P GSCI en dollars a enregistré une hausse de 65% depuis le plus bas du 19 février, et de 50,3% sur l'année, tandis que l'indice CRB (qui n'inclut pas le pétrole) a progressé de 23,5% sur l'année, et de 38,1% par rapport au plus bas. Un taux de croissance compris entre 3 et 4% pour l'économie mondiale devrait offrir un solide soutien aux prix des matières premières au cours de l'année 2010.

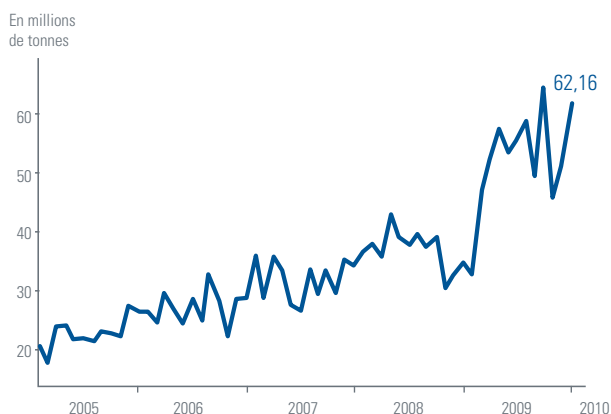
Au-delà des éléments fondamentaux, les tendances constatées sur les marchés ont été marquées par l'implication croissante des investisseurs institutionnels. Le phénomène n'est pas nouveau, mais il a pris une ampleur sans précédent à travers des fonds spécialisés, des ETF et, à un moindre degré, à travers des interventions sur les marchés

physiques (ou même sur les contrats de fret maritime). Le grand public lui-même a fait preuve d'intérêt pour ce type d'investissement. Qu'on la considère comme spéculative ou non, cette demande correspond à un objectif de diversification, complémentaire des actifs financiers classiques, mais aussi à une logique de protection contre l'inflation, et elle a contribué à la hausse des cours (à conditions d'offre et de demande physiques égales). Il reste d'ailleurs à évaluer les conséquences de la médiocre performance que la gestion passive (positions longues sur les marchés à terme) a enregistrée auprès des souscripteurs. Un tel bilan pourrait pousser les investisseurs à arbitrer au profit de gestions plus actives.

LES MATIÈRES PREMIÈRES MINÉRALES : LE CYCLE MONDIAL ET LA CROISSANCE DE LA ZONE ÉMERGENTE

La reprise cyclique de la consommation dans les pays développés est déterminante, mais la période récente a confirmé la place dominante des économies émergentes dans l'augmentation de la consommation. Dans leur phase actuelle de développement (urbanisation, infrastructures), leurs besoins sont plus centrés sur les produits industriels, et la forte croissance de leur PIB leur donne un poids majeur dans l'évolution des prix. En quelques années la Chine est ainsi devenue le principal importateur de minerai de fer et de cuivre.

► IMPORTATIONS CHINOISES DE MINÉRAI DE FER



Source : Bloomberg

Les situations sont très hétérogènes sur le plan du rapport offre/demande et les perspectives sont très différentes les unes des autres. Qualité des gisements et localisation, sources d'électricité abondantes ou non, conflits sociaux, difficultés diverses d'exploitation (technique, calamités naturelles), évolution de la demande de produits raffinés (affectée par l'activité ou la technologie) sont autant de variables qui agissent sur les cours des produits. Ainsi, le cuivre offre un attrait qui est absent pour l'aluminium.

La Chine a constitué un facteur clé du redressement de la demande en 2009, mais les autorités ont exprimé leur préoccupation à l'égard de l'expansion très rapide du crédit. Toutefois, l'objectif 2010 est toujours celui d'une croissance de 11% de la production industrielle (12% en 2009).

La reprise mondiale est une réalité, mais les prix se sont déjà redressés. L'offre a souffert pendant dix-huit mois des effets de la crise financière (raréfaction du financement) sur le développement des gisements avec pour conséquence le ralentissement de l'augmentation des capacités. Les stocks ont progressé mais n'apparaissent pas excessifs en général, d'autant qu'une part correspond à un objectif stratégique. L'expansion de la demande devrait par conséquent continuer à soutenir les cours.

L'OR

Les données fondamentales du marché de l'or ont profondément changé depuis cinq ans pour la demande comme pour l'offre. Le phénomène s'est récemment accéléré. Le prix de l'once d'or a progressé de 24,4% en dollars en 2009 et les autres métaux précieux ont connu des hausses encore plus fortes.

► COURS DE L'OR (EN DOLLARS PAR ONCE)



Source : Bloomberg

De ventes nettes, les banques centrales sont passées à des achats nets, en particulier en 2009 (achat par l'Inde de 200 tonnes d'or au FMI). Par ailleurs, la demande d'investissement (institutionnel et grand public) n'a fait que se renforcer, compensant les effets négatifs de la hausse des cours du métal sur la demande de joaillerie. Du fait de sa simplicité (pas de manipulation, prime minimum), le mécanisme des ETF (fonds gagés par de l'or physique) s'est révélé un grand succès sans nuire au regain des achats d'or physique, en particulier des pièces. Dans un environnement encore incertain, la recherche d'un actif de diversification, moins corrélé et indépendant de toute devise, est pour certains investisseurs la motivation de cet intérêt.

Sur le plan de l'offre, la production plafonne depuis 2000 (poursuite du déclin en Afrique du Sud où la teneur moyenne est passée de 15 à 5 g/tonne) et le recyclage du métal s'est ralenti malgré la hausse des cours.

LES PRODUITS AGRICOLES

De nombreux facteurs jouent en faveur de la hausse des prix des produits agricoles. Sur le plan de la demande, la croissance démographique, l'amélioration des niveaux de vie et la modification des comportements alimentaires qui accompagne celle-ci. Face à cette hausse de la consommation, l'offre est touchée par les

conséquences des changements climatiques liés au réchauffement de la terre. Par ailleurs la progression des rendements agricoles a ralenti au moment où les biocarburants viennent concurrencer les productions destinées à l'alimentation humaine.

Les récoltes sont par nature aléatoires mais l'offre peut s'adapter rapidement comme on l'a vu pour les céréales en 2009. La difficulté de faire du stock-picking est plus grande que sur d'autres matières premières. Il existe un nombre plus limité de vecteurs d'investissement sur les actions, en dehors du machinisme agricole, des semences et des sociétés liées aux engrais (et à la biotechnologie spécialisée).

LE CAS PARTICULIER DU PÉTROLE : LES COMPLEXITÉS DU MARCHÉ PÉTROLIER

Le pétrole présente une double caractéristique, celle d'être à la fois une source d'énergie et une matière première (pétrochimie). Le caractère fini de ces ressources est un fait incontestable, mais les conséquences de cette réalité sont moins simples que certains observateurs ne le pensent. La réalité est que la hausse des prix affecte aussi bien le comportement des consommateurs que celui des producteurs. Le résultat est généralement de réduire la demande des premiers et d'accroître, à terme, l'offre des autres. Le pic de production du pétrole pourrait ainsi se trouver reporté au-delà des estimations actuelles (2020 selon une étude récente de l'Agence internationale pour l'énergie).

La structure de la demande mondiale a évolué, et plus encore la dynamique géographique de celle-ci. Les grands pays de la zone émergente ont représenté 61% de la croissance au cours de la dernière décennie, alors qu'ils représentent une partie minoritaire de la consommation globale. La consommation exprimée en barils/jour est de 24 aux Etats-Unis, 14 en Europe et 2 en Chine. Si des baisses sont possibles dans les pays développés, le potentiel de la zone émergente est bien réel.

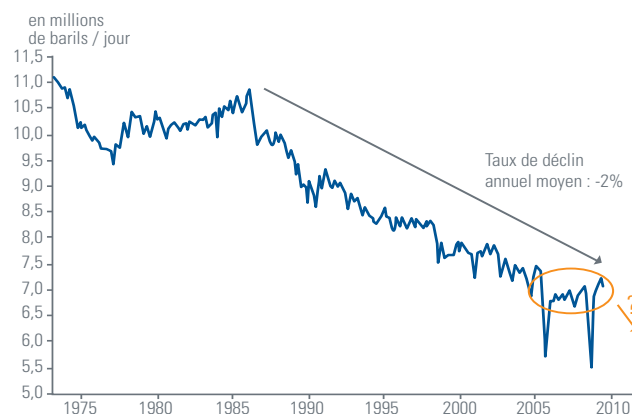
L'offre s'est également transformée : l'augmentation des capacités de l'OPEP (40% de l'offre) s'est traduite par une meilleure marge de sécurité. Quelques grandes découvertes (Brésil, Ghana, Golfe du Mexique) ont montré que des gisements importants restent à découvrir et que le renouveau des investissements des compagnies pétrolières dans l'exploration (et dans l'exploitation) est suivi de résultats.

L'analyse du pétrole et de ses perspectives est inséparable de celle du marché du gaz naturel. Partiellement substituable au pétrole sur la plupart de ses usages (pétrochimie, carburants liquides), le gaz est un concurrent majeur sur le plan de l'intensité carbonique (-30% par rapport au pétrole et -50% par rapport au charbon) comme sur le plan de la pollution en général. Les réserves gazières mondiales sont aussi beaucoup plus abondantes que les réserves de pétrole. Une autre donnée de cette concurrence est la forte augmentation de l'offre due à l'accélération de la production de gaz non conventionnel (shale gas, exploité par fractionnement de couches de schistes) et la baisse du prix qui en résulte. L'achat récent de XTO Energy (important producteur gazier nord-américain) par ExxonMobil révèle ainsi un début de

changement de la stratégie des majors. Total a également acquis un intérêt dans un gisement de ce type au Texas (en coentreprise avec Chesapeake). L'exemple des Etats-Unis au cours des deux dernières années montre le bouleversement du rapport offre/demande provoqué par le succès inattendu de l'exploitation gazière utilisant les techniques nouvelles, et responsable de la forte baisse des cours du gaz naturel (environ -0,9% en 2009, -59% par rapport au plus haut de 2008). A capacité énergétique comparable (mesurée en BTU), le gaz est aujourd'hui nettement moins cher que le pétrole. D'autres zones géographiques (Europe, Australie, Chine) pourraient connaître des évolutions analogues sous l'impulsion des sociétés d'exploration.

Les données sur l'offre de pétrole sont plus complexes qu'on ne le pensait en 2008. La Russie, deuxième exportateur mondial, a ainsi réussi à faire progresser une production pétrolière qui semblait vouée à décliner. Le pays développe des zones prometteuses (Sakhaline), et détient par ailleurs les premières réserves gazières mondiales. Plus que la Russie, l'Irak pourrait introduire un changement majeur dans les perspectives de l'offre de pétrole. A un horizon de 5 ans, les capacités de production sont largement tributaires des investissements à réaliser (vétusté des installations) mais le potentiel de l'Irak est connu depuis longtemps (troisièmes réserves mondiales), et l'ambition des autorités est de développer rapidement ce potentiel. Les difficultés pratiques auxquelles elles ont à faire face sont considérables, et rien n'assure qu'elles atteindront leurs objectifs. Mais le surcroît de production possible (2 à 3 millions de barils/jour dans une estimation prudente, pratiquement un doublement) pourrait remettre en cause l'équilibre du marché pétrolier (l'Irak est actuellement hors quota). Un autre pays offrant à terme un potentiel significatif est à signaler : le Kazakhstan. Tandis que les producteurs investissent dans les gisements futurs, les gisements en exploitation suivent une pente déclinante.

► PRODUCTION AUX ETATS-UNIS



Sources : US Department of Energy, Edmond de Rothschild Asset Management

Les ressources de la mer du Nord continuent à s'épuiser de même que la production américaine (hors off-shore). La production mexicaine est le meilleur exemple du phénomène, avec une baisse de deux-tiers pour le gisement de Cantarell - autrefois le premier du pays - en quatre ans. Compte tenu du déclin des gisements existants et de la croissance de la consommation (1% en moyenne mais plutôt 2% récemment), les besoins de remplacement sont estimés à 3 millions de barils/jour.

UN ENVIRONNEMENT PLUS STABLE EN 2010 ?

Contrairement aux dernières années où la marge de sécurité entre offre et demande s'était amenuisée (moins de 2 millions de barils/jour en 2008) du fait du manque d'investissements en exploration et en production au cours de la période précédente, elle s'est trouvée confortée récemment (environ 5 millions de barils/jour) à la suite d'opérations de renforcement des capacités de production en Arabie Saoudite, au Koweït et au Qatar.

Offre et demande devraient progresser au même rythme en 2010 et dans des conditions où la marge de sécurité sur l'offre s'est améliorée. En décidant de maintenir son niveau actuel de production, l'OPEP a révélé que les aspects fondamentaux du marché sont proches de l'équilibre. De telles conditions ne devraient pas conduire à une hausse des cours comparable à celle de l'été 2008. Le niveau élevé des stocks (pétrole brut mais aussi produits raffinés) devrait agir comme un élément stabilisateur supplémentaire. La question du dollar ajoute une complexité supplémentaire. Son évolution motive l'attitude des investisseurs qui ont tendance à considérer le pétrole (et d'autres matières premières) comme une protection contre la dépréciation de la devise américaine.

Compte tenu du dynamisme de la demande émergente, le déclin d'une partie de la production et son remplacement par des gisements plus difficiles à exploiter (off-shore surtout) signifient que le coût marginal d'extraction progressera mécaniquement au cours des années à venir : un soutien pour les cours du brut.

LES INFRASTRUCTURES

Le fonctionnement efficace d'une économie, qu'il s'agisse du transport en général (routes et autoroutes, ponts et tunnels, ports, aéroports), du transport d'énergie (oléoducs, réseaux électriques), de la distribution d'eau et de son traitement repose sur les infrastructures, devenues un secteur incontournable. Pour les opérateurs, le statut de concessionnaire offre l'avantage d'une bonne visibilité.

Les infrastructures jouent un rôle essentiel dans l'exploitation des matières premières (voies ferrées, ports) et de leur stockage, voire dans une première transformation (liquéfaction du gaz naturel). Les besoins d'investissements sont très importants, parallèles à la mise en exploitation de nouveaux gisements (par exemple : le projet de liquéfaction de gaz de ExxonMobil en Papouasie, Nouvelle Guinée représente un budget de 15 milliards de dollars) et au développement des échanges commerciaux. Des équipements spécifiques ont ainsi été créés pour les exportations brésiliennes de minerai de fer vers la Chine.

Les conditions de financement se sont considérablement améliorées avec la fin de la crise financière. Qu'il s'agisse de la disponibilité du crédit, de son coût ou de la structure des montages financiers (exigences plus grandes en termes de fonds propres), les projets d'infrastructure ne se heurtent plus aux obstacles qui s'étaient révélés dissuasifs il y a un an.

CONCLUSION : UN INVESTISSEMENT CYCLIQUE

La clé du mouvement des cours reste la dynamique du cycle économique mondial, mais le rôle grandissant que le monde émergent y joue mérite une attention particulière. Risques d'instabilité dans la croissance de cette zone et risques d'inflation sont réels et les politiques menées par les banques centrales de ces pays pourraient prendre une orientation plus restrictive au cours de l'année, affectant de ce fait les anticipations des investisseurs.

Quelle que soit leur nature, les matières premières ne connaîtront pas nécessairement un cycle aussi explosif que le précédent. En 2003, les prix sont partis d'un niveau excessivement bas, qui a provoqué un sous-investissement grave en capacités de production. Les déséquilibres entre offre et demande qui y ont trouvé leur origine ne vont pas se reproduire à la même échelle, mais l'investisseur n'a pas besoin de circonstances aussi extrêmes pour anticiper des perspectives attrayantes.

Les OPCVM d'Edmond de Rothschild Asset Management

Nos fonds Goldsphere, Commosphere World et Infrasphere ont connu de beaux succès en 2009. L'année qui commence semble également prometteuse.

Performance en 2009 [EUR]

Goldsphere	33,63%
Indice FTSE Gold Mines	25,60%

Commosphere World	41,95%
Indice chaîné*	37,64%

Infrasphere	24,65%
--------------------	---------------

* 60% MSCI World Energy (NR) (USD) + 30% MSCI World Materials (NR) (USD) + 10% FTSE Gold Mines (USD).

Source : Edmond de Rothschild Asset Management. Performance nette cumulée au 31/12/09. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Risques potentiels d'investissement : Goldsphere : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque sectoriel, risque lié à l'investissement dans certains OPCVM, risque actions, risque lié aux marchés émergents, risque lié au libellé de la devise de la part A, risque de change et risque de taux et de crédit.

Commosphere World : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque actions, risque sectoriel, risque lié à l'investissement dans certains OPCVM, risque lié à la devise de libellé de la part dans une devise autre que celle du FCP, de la part risque de change et risque de taux et de crédit.

Infrasphere : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque de liquidité, risque actions, risque lié aux pays émergents, risque sectoriel, risque de change et risque de taux et de crédit.

15/01/2010. Avertissement : les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site www.edram.fr. Edmond de Rothschild Asset Management est immatriculé au Registre du Commerce et des Sociétés sous le n° 332.652.536 RCS PARIS. Les données contenues dans cette fiche ne sont ni contractuelles, ni certifiées par les commissaires aux comptes. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.