

- **Facteurs indissociables de l'Histoire de l'Homme, l'énergie et les matières premières ont pourtant été dans une grande mesure délaissées par les investisseurs.**

Cette classe d'actifs est composée de trois grands segments : l'énergie, les métaux, et les matières premières agricoles.

Depuis le début des années 80, l'approvisionnement aisé en énergie et en matières premières a contribué au maintien d'un environnement favorable à la baisse des prix.

Néanmoins, l'histoire nous enseigne que les phases de baisses de prix sont suivies de longues périodes de hausses lorsque l'offre et la demande sont déséquilibrées. Les hausses de prix sont d'autant plus soutenues que le niveau des stocks est bas, que les investissements en capacité de production ont été délaissés, que les relations géopolitiques se tendent, que les politiques monétaires sont peu restrictives, que les masses monétaires s'envolent...

La phase de hausse des prix des matières premières entamée en 2000 n'est pas un phénomène inédit et devrait probablement se poursuivre jusqu'en 2012-2015 en comparaison des précédents cycles longs haussiers de 1906 à 1920, de 1933 à 1948, de 1969 à 1981.

- **Les facteurs fondamentaux des cycles haussiers des matières premières. :**

Trois facteurs essentiels participent à la composante des cycles haussiers des prix des matières premières : la capacité de l'offre, la dynamique de la demande, et le niveau de stocks.

Leur défaut d'ajustement explique la hausse actuelle des prix :

Ces quinze dernières années, les capitaux ont été investis en priorité dans la haute technologie, les télécommunications, les banques, la distribution ou la biotechnologie, car le capital y était mieux rémunéré. En revanche, trop peu de projets d'exploration minière ou pétrolière ont été financés ; trop peu de mines ont été ouvertes ; trop peu de raffineries ont été construites et trop peu de champs de blé ont été mis en exploitation. Or, il faut du temps pour produire du pétrole, du cuivre, du plomb ou du café : un caféier a besoin de cinq ans pour arriver à maturité et une mine de métaux, de sept à dix ans pour produire à un niveau décent. Et ces durées vont en s'allongeant. Les champs pétroliers de la mer du Nord ont été découverts en 1969 mais ne sont parvenus à un niveau correct de production qu'en 1977. De plus, nombreuses sont les matières premières qui ne peuvent être recyclées, ne satisfaisant la demande que de façon temporaire.

Ainsi, lorsque la demande s'accroît du fait de l'intégration de plus de 3 milliards d'individus dans l'économie de marché et que trop peu d'investissements ont été effectués précédemment dans les capacités de production, l'offre ne peut suivre la croissance de la demande et les prix progressent inéluctablement. C'est ce que l'on appelle l'inélasticité de l'offre.

La catégorie des métaux me semble avoir atteint des niveaux de prix très élevés et plusieurs paramètres démontrent une avance sur le cycle haussier global.

Je suis donc neutre sur cette sous-classe d'actif qui ne semble pas receler à ce niveau un potentiel très important de gains, en dehors d'un transfert des excès de liquidité en mal de placements rentables, et du caractère moutonnier d'un grand nombre d'intervenants sur les marchés financiers.

C'est pourquoi, j'ai souhaité m'intéresser uniquement dans les pages suivantes à l'énergie, et aux matières premières agricoles.

1- La problématique particulière et préoccupante du pétrole

- **Le baril de pétrole à 60 \$ est-il cher ?**

- En termes réels, corrigés de la hausse des prix des autres biens, le baril est aujourd'hui 25% moins cher qu'en 1981 ;
- Il représente 2% du PIB mondial et contribue à la constitution de ce même PIB à hauteur de 18,5% ;
- La théorie des ressources épuisables, nous apprend qu'en comparaison du prix d'un bien reproductible (qui peut être fabriqué en continu), le prix relatif d'une ressource épuisable comme le pétrole doit monter pour réduire la demande de cette réserve épuisable et en conserver des réserves pour le futur. Si le prix du pétrole avait évolué, depuis les années 70, selon cette règle, il serait à près de 120 \$ par baril¹ ;
- L'impact des investissements spéculatifs sur la demande globale de pétrole est de moins de 0,5%.² ;

En fait le prix du baril de pétrole à 60 \$ ou 70 \$ n'est pas cher et sa forte hausse enregistrée depuis 1998 n'est qu'un mouvement d'ajustement des prix vers leur niveau normal.

- **Un baril de pétrole à 60 \$, 70 \$, ou 80 \$: pourquoi maintenant ?**

La sous-évaluation du prix du baril de pétrole (10 à 20 \$) durant les années 1980 et 1990 a entraîné l'arrêt des investissements en matière de capacité d'extraction et de raffinage.

Son faible prix lui a permis d'avoir un avantage concurrentiel sur les autres sources d'énergie. Il représente aujourd'hui plus du tiers de l'énergie consommée dans le monde, et le secteur du transport fonctionne quasi exclusivement au pétrole et ses dérivés.

La hausse de la demande mondiale a été de 8% sur les trois dernières années, la moitié de cette hausse étant imputable à la Chine et aux Etats-Unis.

Quelques chiffres :

- ☞ 16 % de la population mondiale se partage 70 % de la consommation mondiale de pétrole ;
- ☞ En moyenne, 4 barils de pétrole sont consommés par habitant et par an dans le monde : 11 par Français, 20 par Américain, 1,5 par Chinois...

Philippe Chalmin³ : « *le monde aujourd'hui consomme à peu près tout ce qu'il peut pomper, ne dispose d'aucune marge de manœuvre face à une demande en constante progression et de moins en moins élastique au prix.* »

- **Et demain ? les déséquilibres du futur...**

L'ensemble des prévisionnistes s'accordent sur le fait que la croissance de la consommation sera en grande partie tirée par les pays émergents, dont certains, comme la Chine ou l'Inde, connaissent une croissance économique soutenue. La demande de ces pays augmentera, en effet, trois fois plus vite que celle de la zone OCDE pour atteindre près de la moitié de la demande totale de pétrole à l'horizon 2030 (contre 13 % en 1970).

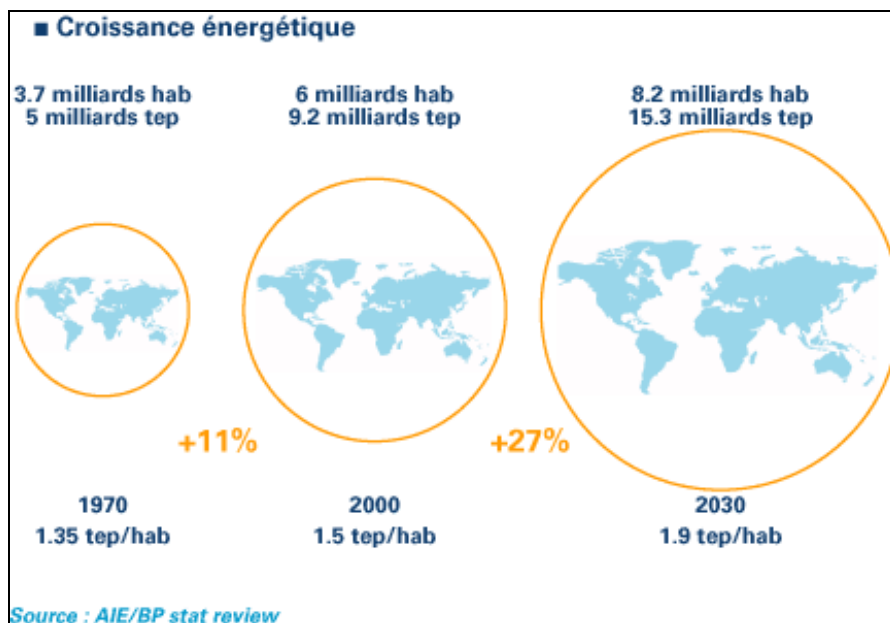
Sur le plan sectoriel, cette hausse de la consommation pétrolière mondiale proviendrait pour les deux tiers des transports, et plus particulièrement du transport routier. Leur part dans la demande finale de

¹ Calcul réalisé par Patrick ARTUS (directeur de la recherche IXIS-CIB)

² Etude de juin 2006 réalisée par SG Cross Asset Research

³ Professeur à l'université Paris-Dauphine. Directeur du Rapport Cyclope (Cyclope 2005, éditions Economica)

produits pétroliers devrait progresser de 50 % en 2000 à 60 % en 2030. Le pétrole reste difficilement substituable dans les transports qui dépendent à 97 % des produits pétroliers.



⇒ La problématique des producteurs

Les réserves sont là mais encore faut-il les transformer en capacité de production. Il faut donc des investisseurs, des capitaux, de la rentabilité, et du temps.

Les réserves à développer sont situées dans des zones à haut risque, souvent fermées aux investissements internationaux :

↳ L'Irak fournit une parfaite illustration de cette problématique : début 2006 la production irakienne varie entre 1,6 et 1,9 millions de barils/jour en fonction des attentats et sabotages. Elle pourrait être facilement portée entre 2,5 et 3 Mbj si des investissements étaient réalisés. En outre, des gisements, déjà découverts et évalués pourraient être développés en quelques années avec quelques milliards de dollars d'investissement. La production pourrait alors dépasser 4 Mbj, mais, malheureusement, la situation politique et l'insécurité ne sont guère de nature à favoriser l'investissement.

↳ Les pays producteurs sont également profondément dépendant de leurs revenus pétroliers à l'instar de l'exemple du Nigéria : 5^{ème} exportateur mondial de pétrole, ce pays réalise 90 % des exportations, 80% des revenus de l'Etat, et 60 % du PIB avec ses seuls revenus pétroliers. Face à la dégradation de leur environnement et à l'incurie des pouvoirs publics souvent largement corrompus, la population des laissés-pour-compte revendique, régulièrement et de façon de plus en plus violemment derrière un discours ethnique et religieux, un meilleur accès à la rente pétrolière en s'en prenant aux compagnies⁴.

Quels sont les acteurs qui peuvent investir dans le développement des réserves pétrolières mondiales ?

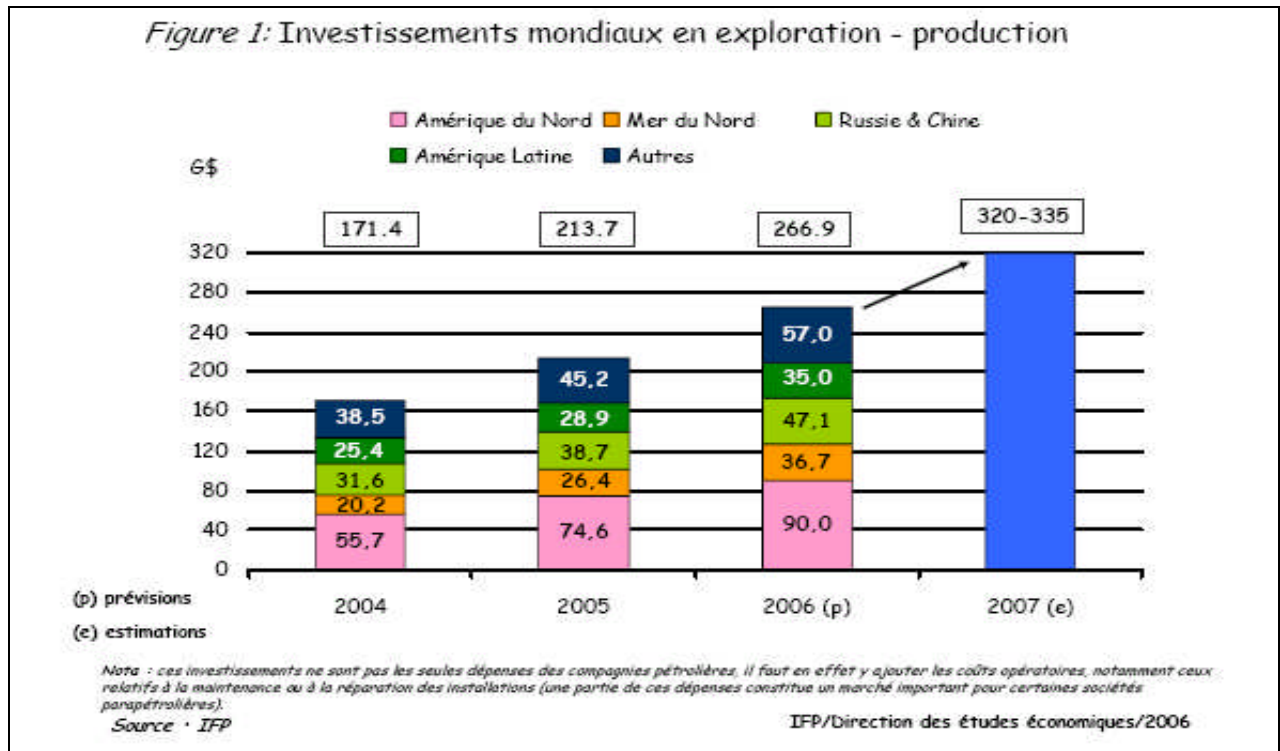
Il y a en fait trois groupes distincts d'investisseurs potentiels : les compagnies pétrolières internationales, les compagnies pétrolières nationales des pays producteurs, et les outsiders comme les compagnies pétrolières chinoises et indiennes.

- **Les compagnies pétrolières internationales** sont souvent limitées dans leurs ambitions par plusieurs facteurs : la fermeture à l'investissement international de nombreux pays producteurs, les risques de nature géopolitique qui caractérisent certains pays, les exigences des marchés financiers qui demandent de la rentabilité immédiate ;

⁴ La Tribune 20/11/2006, Philippe Copinschi – chercheur, maître de conférence à l'IEP de Paris.

- **Les compagnies nationales des pays producteurs** sont souvent freinées dans leurs ambitions pétrolières, nationales et internationales, par leurs gouvernements qui ont besoin de la rente du pétrole pour financer les dépenses de fonctionnements et d'équipement ;
- **Les compagnies pétrolières des pays émergents**, comme l'Inde et la Chine, cherchent à tout prix un accès aux ressources pétrolières et gazières à des conditions qui peuvent paraître avantageuses pour les pays producteurs mais qui se heurtent parfois aux nationalismes pétroliers.

Ainsi, le contexte international lourd entrave la réalisation des investissements nécessaires et seule une forte augmentation des prix rémunérant correctement les risques pris sur ce secteur par les investisseurs pourrait débloquer cette situation de pénurie.



⇒ Les pays consommateurs face à la hausse des prix

Dans la majorité des pays développés, la consommation de pétrole est « fatale » (il n'y a pas, pour l'heure, d'alternative réelle) et son élasticité au prix relativement faible. C'est pourquoi on ne peut s'attendre à une baisse notable de la demande de pétrole dans les pays de l'OCDE : simplement, la part des carburants dans le budget des ménages (4 % en France) va augmenter et réduire d'autant les dépenses affectées à d'autres postes, ce qui ne manquera pas d'avoir des conséquences sur le moral des consommateurs. On parle beaucoup de « seuil psychologique » à ne pas dépasser mais d'aucun ne se hasarde à avancer des chiffres : un baril à 100 \$ se traduirait en France, à fiscalité inchangée, par de l'essence à 1,70 € à la pompe⁵.

Y aurait-il pour autant moins de véhicules en circulation ? Ce n'est pas évident...

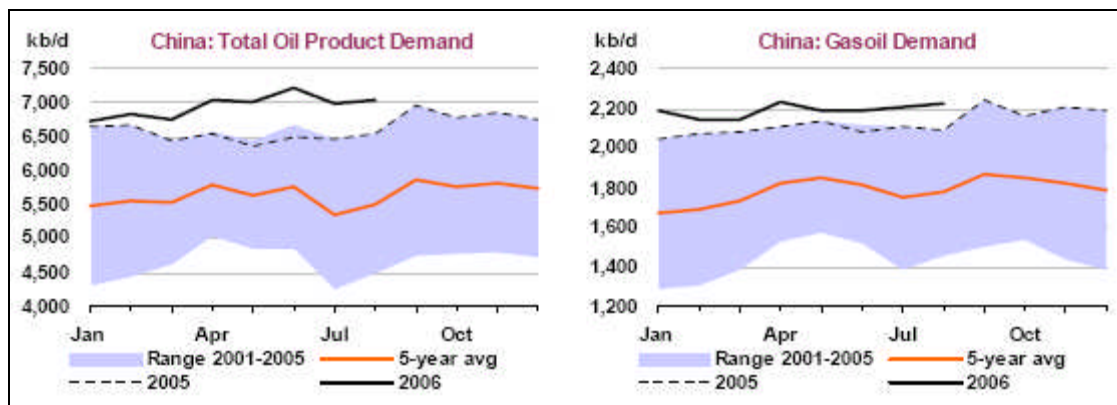
Ce n'est qu'à moyen terme (7 à 10 ans) que l'on pourra commencer à mesurer les répercussions de la hausse du pétrole comme ce fut le cas dans les années 1980 : énergies alternatives et politiques publiques incitant à des économies d'énergie pourront alors jouer à plein, même aux États-Unis.

⁵ Calcul réalisé par Philippe Chalmin.

Dans les **pays émergents**, la situation est plus contrastée. C'est bien sûr vers la Chine que se tournent tous les regards, la croissance de la demande chinoise étant à l'origine de la flambée pétrolière de 2005 : Contrairement à toutes les prévisions, la croissance ne ralentit pas : elle a encore été de 9,5 % en 2005⁶ . Or l'un des goulets d'étranglement de l'économie chinoise est la disponibilité d'énergie : en été 2005, la Chine a manqué de 25 millions de kWh et les coupures de courant y sont monnaie courante. Même si le parc automobile ne se développe pas aussi vite que prévu, on imagine mal la croissance de la demande pétrolière chinoise rester inférieure à la croissance économique. Par ailleurs, la probable réévaluation du yuan, après une première décision symbolique en juillet 2005, aura au moins l'avantage de réduire d'autant la facture pétrolière.

Au final, il paraît inévitable, dans les années à venir, de devoir continuer à compter avec la demande chinoise et que la hausse des prix du baril n'ait que des conséquences marginales pour l'empire du Milieu.

La vraie inquiétude des Chinois est la rupture de l'approvisionnement énergétique qui remettrait en cause leur rythme de croissance et leur puissance militaire. Au stade de développement actuel la variable du prix est aux yeux des autorités chinoises une contrainte secondaire.



• Conclusion

La demande pétrolière mondiale va très probablement continuer à augmenter dans les trente prochaines années. Selon l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), cette croissance pourrait être de 60 %, une prévision qui reste cependant entachée d'incertitudes, tant il est difficile d'évaluer l'évolution des populations, des économies, des modes de vie, des technologies, voire les évolutions géopolitiques.

Je reprendrai ici la conclusion formulée par Olivier Appert⁷ dans sa note de synthèse sur l'état du marché pétrolier dans le monde à fin 2005 : « *Les incertitudes croissantes de toutes natures et l'indissociabilité des problématiques de court et long terme renvoient au diagnostic que le marché pétrolier présente un degré de vulnérabilité élevé et durable.* »

Nombre d'analystes et de décideurs formulent des hypothèses d'un prix du baril à 100 \$ d'ici 4 à 5 ans avec des pics pouvant aller à 130 ou 150 \$ en cas de crises géopolitiques majeures ou d'événements climatologiques graves...

⁶ Chiffre officiel. Les spécialistes de la Chine ont chiffré la croissance 2005 aux alentours de 11%.

⁷ Président de l'Institut Français du Pétrole

2- Le boom des matières premières agricoles ?

Aujourd'hui les investisseurs se sont de plus en plus familiarisés avec la problématique et les déséquilibres du secteur de l'énergie, mais semblent avoir délaissé les thèmes d'investissement liés à l'agriculture.

- Peut-être s'y sentent-ils moins à l'aise ou oublient-ils les répercussions que des prix énergétiques élevés peuvent avoir sur le prix de revient des matières agricoles.

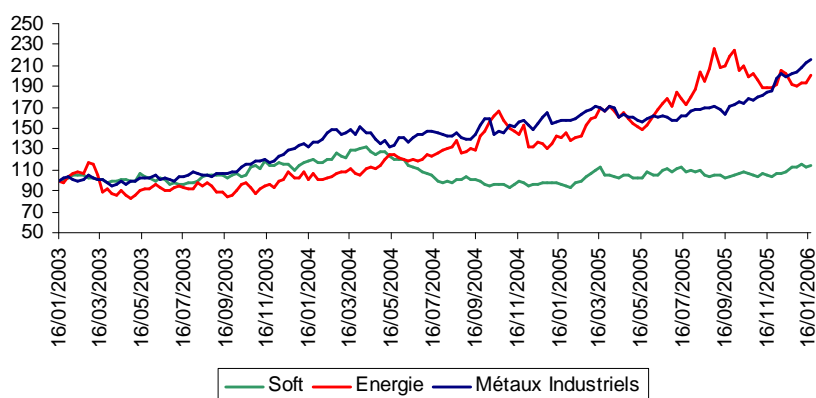
- Peut-être oublient-ils également que la population mondiale continue de croître rapidement et qu'en dépit de l'appauvrissement des sols peu d'investissements ont été effectués dans ce domaine lors des 20 dernières années.

Pourtant, c'est souvent dans ces secteurs hors des feux de l'actualité, où les prix sont encore à des niveaux historiquement bas, avec des déséquilibres entre l'offre et la demande, que se trouvent certaines des meilleures opportunités d'investissement du moment.

• Une classe d'actifs décotée

Les prix réels (déflatés de l'inflation) des matières premières agricoles sont à des plus bas de 30 ans.

Alors que les grands cycles sur matières premières tendent à affecter toutes les sous-classes de matières premières, les matières premières agricoles affichent un retard de performance important dans le cycle présent entamé en 2000-2001.



Ce décalage semble encore une fois pouvoir être expliqué en grande partie par la Chine qui importe aujourd'hui 50% de ses besoins domestiques en pétrole, 25% pour les minerais et les métaux, et 2% seulement pour les produits agricoles. **Au cours des dix prochaines années, la part des importations agricoles devrait représenter 25 à 35% des besoins domestiques agricoles de la Chine.**⁸

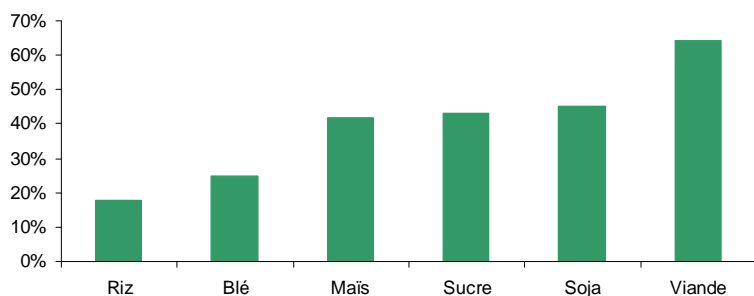
• Les perspectives de la demande agricole

Le secteur agricole a toujours été étroitement lié au développement des populations. La population mondiale croît actuellement à un rythme annuel de 80 millions d'individus, soit l'équivalent de la population de l'Allemagne. Il faut y ajouter plus de trois milliards de personnes (Chine, Europe de l'Est, Inde) qui ont rejoint l'économie de marché et aspirent à prendre toujours davantage des habitudes de consommation similaires aux nôtres au fur et à mesure que leur PNB augmente.

Leurs régimes alimentaires évoluent et leur consommation de viande s'accroît. Celle-ci progresse aujourd'hui deux fois plus vite que la population mondiale. Or pour produire un gramme de protéines animales, sept à neuf grammes de protéines végétales sont nécessaires.

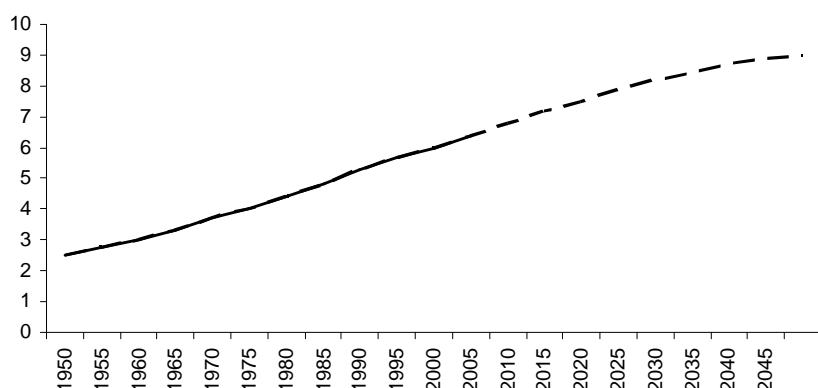
⁸ Jacques Hirst analyste chez Exane (janvier 2006)

Croissance de la demande asiatique 1997/2010e (%)



De 1950 à 1984, la croissance de la production mondiale de grains a excédé celle de la population mondiale. Mais depuis cette période, c'est plutôt le développement de la population qui a dépassé le rythme de progression de grains.

Population mondiale (milliards d'habitants)



Le développement rapide de l'éthanol en tant que carburant alternatif soutiendra les cours de nombreuses matières premières agricoles. Selon le ministère de l'agriculture Américain, 14% de la récolte américaine de maïs servira cette année à produire de l'éthanol contre 11% il y a deux ans ; et la proportion devrait atteindre 20% en 2007 voire 35% en 2009 selon le courtier Fimat.

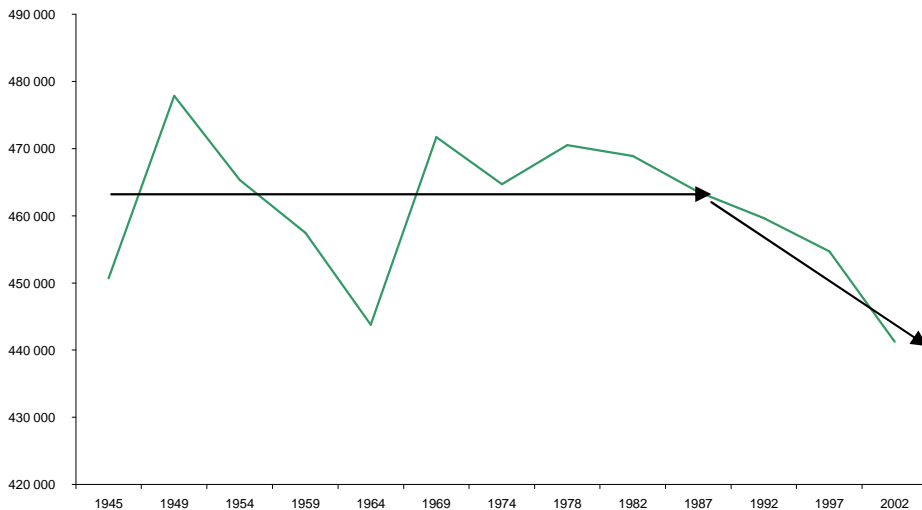
La nouvelle législation américaine entraînera une augmentation de la production d'éthanol de 7,5 milliards de gallons d'ici à 2012 ; ceci nécessitera environ 68 millions de tonnes de céréales, soit davantage que la production cumulée du Canada, du Brésil et de l'Australie. Et les Etats-Unis ne sont pas les seuls à se tourner vers les biocarburants.

- **Les contraintes de l'offre**

Les succès d'hier peuvent aussi être la source des problèmes de demain. L'augmentation de la productivité dans l'agriculture s'est faite en partie grâce à une utilisation de plus en plus intense de pesticides, de fertilisants ou de l'irrigation des sols.

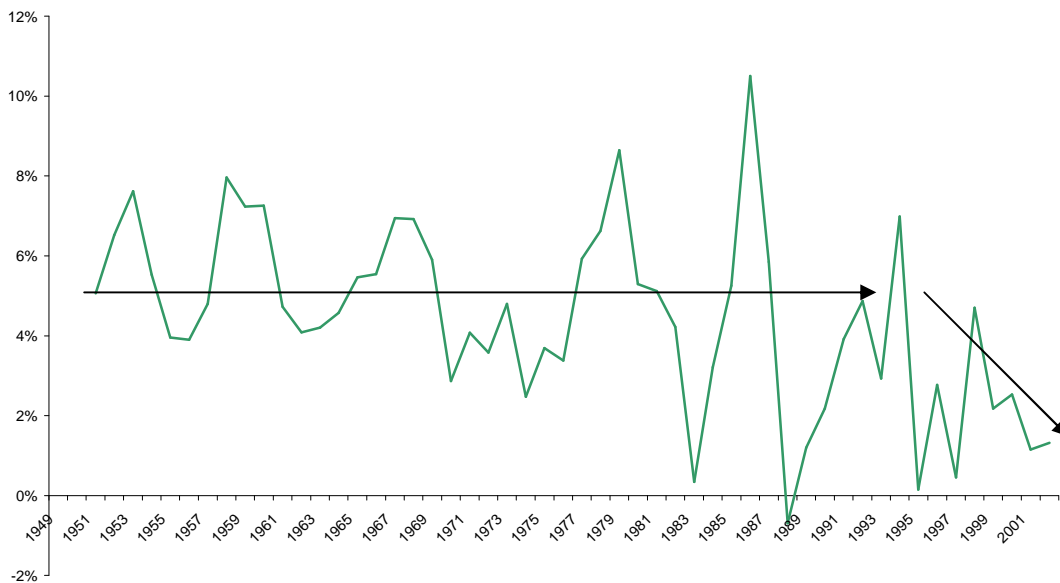
En conséquence de cet appauvrissement des sols, nous constatons que depuis le début de la décennie, le rendement à l'hectare stagne et ce pour de nombreuses matières premières agricoles.

Surface agricole totale aux USA (cultivée + jachère en 1000 acres)



Les prix élevés de l'énergie pèsent aussi sur la production, puisque près de 40% des coûts d'une exploitation agricole en dépendent (carburants, engrais dérivés du pétrole, pesticides,..). Les coûts de production sont donc en nette hausse, et avec des matières premières agricoles à des niveaux encore historiquement bas, les marges sont sous pression et les producteurs marginaux en difficulté.

Productivité des fermes (moyenne sur 3 ans de la croissance annuelle aux USA)

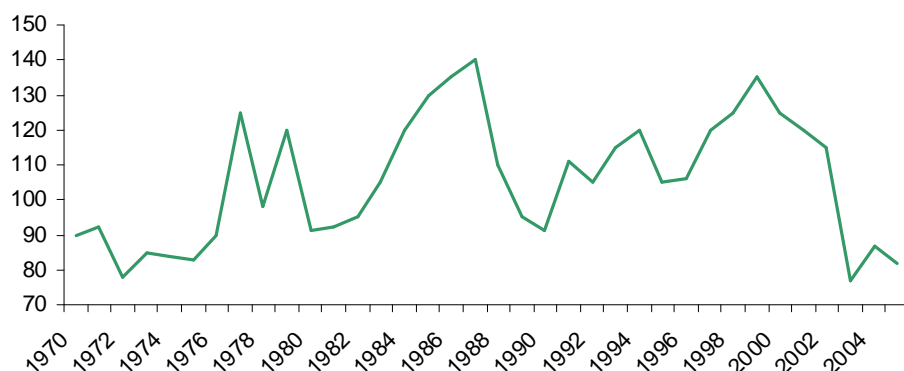


D'autres tendances comme les perturbations météorologiques, la pollution des sols, les contaminations des pousses, mais aussi la réduction des terres arables favorisée par l'urbanisation et la désertification, affectent l'offre, notamment en Chine et en Inde.

- **Des stocks en forte diminution**

Les stocks jouent un rôle « d'amortisseur » pour les matières premières en cas de perturbation de la production. On remarque que depuis quelques années, l'équilibre entre l'offre et la demande est de plus en plus précaire. En conséquence, les stocks diminuent régulièrement depuis 1999 pour le blé, 2000 pour le maïs, 2002 pour le sucre, et 1995 pour le café. Seules des récoltes exceptionnelles comme en 2004 et 2005 et les déstockages ont permis au prix de se maintenir à des niveaux historiquement bas.

Stocks de blé (en jours de consommation)



- **L'eau : un facteur de soutien à terme des prix agricoles**

L'eau est souvent la donnée oubliée de l'agriculture. Si les problèmes de pénurie d'eau à venir sont bien présents dans les esprits, on omet de dire que le secteur agricole en est le plus gros consommateur sur la planète. Dans les régions à cultures irriguées l'agriculture utilise jusqu'à 70% de la consommation d'eau. De plus, les pays qui croissent fortement et qui s'urbanisent vont en utiliser des quantités de plus en plus importantes à des fins résidentielles ou industrielles. A titre d'exemple, 1000 tonnes d'eau sont nécessaires pour produire une tonne de maïs, 40% de la production de nourritures vient aujourd'hui des sols irrigués. L'agriculture est donc étroitement liée aux problèmes de l'eau ce qui soutiendra les prix agricoles.

- **L'impact de la canicule sur les récoltes de céréales**

La persistance de températures élevées de part et d'autre de la planète a conduit l'International Grains Council (IGC) à réviser à la baisse ses prévisions de volumes récoltés pour les principales céréales. Ainsi, la production mondiale de blé pour la saison 2006/2007 n'atteindrait plus que 596 millions de tonnes (contre une prévision initiale de 605 millions et 615 millions de tonne l'an dernier).

Selon l'IGC, l'Union Européenne sera la zone la plus affectée par le phénomène de canicule, ce qui explique que le contrat blé Liffe-Euronext se maintienne très proche de son plus haut niveau des 2 dernières années.

L'hémisphère sud connaît la même problématique : le principal exportateur céréalier d'Australie AWB, vient de réviser à la baisse – à 18/20 millions de tonnes contre 23/25 millions de tonnes initialement prévus – ses anticipations de production sur l'année 2006/2007.

- **Conclusion**

L'accroissement de la population mondiale et des besoins en nourriture et en éthanol soutient la demande de produits agricoles, alors que l'offre souffre du manque d'investissements et de l'appauvrissement des sols.

Dès lors que l'offre de matières premières agricoles tend à diminuer, que la demande tend à augmenter inexorablement, que les stocks mondiaux sont bas, peut-on vraiment penser que les cours vont baisser en tendance ?.....