

# PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE

EMMANUEL GENTILHOMME

JOURNALISTE FINANCIER - CARTE DE PRESSE N° 93 670

## SOMMAIRE

### Vos Finances - La Lettre du Patrimoine

---

L'art, un placement comme un autre ?	Page 2
Les parkings, ultime placement immobilier ?	Page 4
Pour tout l'or du Luxembourg	Page 7
Devenez actionnaire d'une entreprise fantôme	Page 9

### La Chronique Agora - Essais

---

Le plomb, métal aux semelles de vent	Page 11
Sous l'empire du diamant	Page 14
Uranium : le « yellow cake » passe à l'orange	Page 17
Cuivre : l'étrange odyssée du métal rouge-orangé	Page 20
Inflation : la métamorphose du Léviathan	Page 23
Le Japon bat en retraite	Page 26

### Money.fr - Analyses – « Dossiers de la semaine »

---

Eramet : l'action du groupe métallurgique aurait-elle atteint un plafond ?	Page 29
GM & Ford : 500 milliards de dollars d'obligations dégradés à « junk »	Page 30
Recherche croissance, désespérément	Page 32
Ahold, un Enron européen	Page 34
Les entreprises du tabac face à la pression de l'Etat	Page 36

### *Sociétés*

---

Opéra : bénéfice en hausse de 15 % en 2004, mais dividende en baisse	Page 38
--	---------

### *Matières premières*

---

Or : nouveau record pour l'once de métal fin à Londres aujourd'hui	Page 39
Le pétrole repart à la hausse, les données publiées sont contradictoires	Page 40

### *Changes & taux*

---

La Chine repousse les demandes américaines de réévaluation accélérée du yuan	Page 41
La Chine toujours d'accord sur le principe d'une réévaluation du yuan, mais plus tard	Page 42
Silvio Berlusconi parle de revenir sur l'indépendance de la BCE	Page 44

### *Marchés d'actions*

---

La Bourse de Paris s'enfonce dans la déprime	Page 45
La Bourse de Moscou a pris 60 % depuis le premier janvier	Page 46

---

Note sur les éditeurs

Page 47

## L'art, un placement comme un autre ?

*Avril 2006*

*7.500 signes*

**Saviez-vous que l'art est un marché ? Aucun doute puisqu'il compte ses places de marché – maisons de ventes comme Drouot, 'auctioneers' comme Christie's, et maintenant un « courtier en ligne » : Artprice –, ses valeurs – enfin ses œuvres –, son premier et son second marché, et comme la Bourse, des indices reflétant l'évolution des cours. Indices qui relatent un krach à compter au début des années 90. Plus de doutes possibles !**

Numéro un mondial des bases de données sur ce créneau, Artprice.com se présente comme le « *Reuters de l'art* », du nom de la célèbre agence de presse britannique. De notre point de vue, Artprice serait plutôt une sorte de Boursorama du secteur, fournissant tout à la fois les données et les instruments de cotation en ligne.

L'art est multiforme chez Artprice, que ce soit dans la performance de son action en 2005 (+ 808% !), ou son siège social à Saint-Roman au Mont d'Or. Le domaine qui abrite les locaux d'Artprice a été rebaptisé par son PDG-plasticien « La Demeure du Chaos ». Nous vous invitons à vous faire votre idée sur la question en suivant ce lien : [www.demeureduchaos.org](http://www.demeureduchaos.org)

### L'ART, COMBIEN DE DIVISIONS ?

*BusinessWeek* a écrit récemment que les Etats-Unis et l'Europe comptent environ « 50 millions de consommateurs d'art ». C'en serait donc fini de l'art comme affaire d'initiés et d'inaccessibles esthètes ?

S'il n'est pas encore un marché de masse, l'art n'est plus un marché de niche. L'année passée, le marché mondial de l'art a compté 2.560.000 transactions totalisant un chiffre d'affaires de 32 milliards de dollars. Le marché de gré à gré, qu'Artprice appelle le « premier marché », où auteur & acheteur traitent directement, concentre 90% des transactions.

Puis vient le « deuxième marché », tenu par les intermédiaires, en premier lieu par les maisons de vente dont les plus importantes sont Christie's, Sotheby's et Bonhams. Leur part du « gâteau » compte 320.000 œuvres d'une valeur

de 4 milliards de dollars. Les œuvres les plus chères sont négociées par ces intermédiaires.

En second lieu, la place de marché « en ligne » Artprice.com. Au 31 juillet 2005, son catalogue comptait 26.700 œuvres capitalisant 521 millions de dollars. Pour l'année 2006, Artprice vise un catalogue de 210.000 œuvres d'une valeur de 2,8 milliards de dollars.

### MONSTRES SACRES & PAYS ANGLO-SAXONS

L'art ne se cantonne pas à la peinture, mais cette dernière représente les trois quarts du marché en valeur, et la moitié en volume. Aquarelles, sculptures, estampes et photographies – segment dont les prix ont monté le plus – sont également négociés, dans des proportions moindres.

Quelques peintres tiennent le haut du pavé en termes de prix et de notoriété. Selon Artprice, en 2005, le produit des ventes des dix premiers artistes atteint 576 millions de dollars, soit plus de 13% du « second marché ».

Comme en 2004, les trois peintres qui ont généré le plus de « chiffre d'affaires » sont le surréaliste Pablo Picasso (153 millions de dollars), le pape du « pop art » Andy Warhol (86,7 millions de dollars) et l'impressionniste Claude Monet (61,5 millions de dollars).

On trouve ensuite le vénitien Canaletto, égaré avant Mark Rothko, Marc Chagall, Willem de Kooning ou Jean-Michel Basquiat... Les artistes modernes, voire contemporains, sont bien représentés. Même si dans ce « top 10 », le britannique Lucian Freud – descendant de Sigmund – est le seul à être encore en vie.

### FRANCE, MERE DES ARTS... ?

Où se produisent les ventes ? En 2005, Etats-Unis et Royaume Uni rassemblent 71% du total en valeur. La France n'arrive qu'en troisième position, avec 7%, contre 9,3% en 2003. Mais en nombre de transactions, c'est la France, « grenier à œuvres d'art », qui arrive première avec 18% des opérations – c. 19,4 % l'année

EMMANUEL GENTILHOMME  
précédente. Viennent ensuite les USA (16%) et le Royaume Uni (15%).

Le marché de l'art français n'est donc pas inactif, mais comme l'écrivait Artprice en décembre 2005, « depuis 2001, le marché des ventes publiques françaises de Fine Art ne sort pas de la crise. Les prix restent stables, les volumes échangés se sont contractés et sous la pression de la croissance anglo-saxonne, les parts de marché des maisons de ventes françaises ne cessent de s'amenuiser ».

Après le krach de la première moitié des années 90, les prix se sont redressés. Mais en France, l'heure est maintenant à la stagnation : les prix des œuvres d'art ont reculé de 2% en 2004, les volumes aussi, alors que les cours gagnaient 18,5% à New York et 14% à Londres et que les quantités offertes augmentaient... Si les indices Art Price londoniens et new-yorkais dépassent maintenant les records de 1990, ce n'est pas le cas celui de France.

Certes, l'effet de change défavorable entre euro et dollar n'arrange pas les choses. Quand même : en France, seules 3 œuvres ont dépassé le million d'euro l'année passée, contre près de 300 à New York. D'autant que « sur les 248 œuvres dont les estimations basses dépassaient 100.000 euros, 48% n'ont pas trouvé preneur ». A New York, le taux d'invendus pour ce même segment est de 21%...

### GRANDS PRIX VERSUS PETITS PRIX

Pour autant, gardons le sens des proportions : les œuvres estimées à plus de 100.000 euros ne représentent que 1,6% du marché en volume. Mieux : 86% des œuvres sont adjugées moins de 10.000 euros, et 44% moins de 1.000 euros. Artprice en déduit que la « Bourse de l'art » électronique qu'il propose s'attaque à un marché au « potentiel de croissance encore inexploité », le segment le plus travaillé restant celui des œuvres de grand prix.

Mais pour l'heure, les « petits prix » souffrent. Dans son document « *Tendances du marché de l'art 2004* », la société de Thierry Ehrmann écrit que « les hausses de prix exceptionnelles (...) ne

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE touchent que le haut du panier ». Sans compter que « sur le secteur des œuvres achetées moins de 5.000 dollars, soit 77,2% des transactions, les cotes sont aujourd'hui 33% en dessous de leur niveau de 1990. Ensuite, la hausse des prix reste davantage cantonnée aux Etats-Unis, dont le marché est stimulé par la faiblesse du billet vert ». Le marché français des œuvres « abordables » n'a pas encore récupéré de la frénésie des années 90.

### QUAND DEMOCRATISATION RIME AVEC SPECULATION

Dans *L'Expansion* de février dernier, l'historien de l'art Jean Clair, commissaire de l'exposition « Mélancolie » au Grand Palais, à Paris, apporte à sa manière la confirmation de la « démocratisation » du marché de l'art : « il n'y a plus guère d'œuvres de haute qualité disponibles. D'autre part, le collectionneur cultivé semble avoir disparu. On a souvent affaire à des acheteurs sans grande culture qui veulent afficher un "statut social" sur leurs murs et changent leur "collection" comme on change de mobilier. Ce n'est pas du goût, c'est un défilé d'engouements ».

Acerbe, il poursuit : « Quand ces gens sont intelligents, ils comprennent qu'ils peuvent spéculer (...). D'où ce phénomène d'achats et de vente à un rythme de plus en plus accéléré. Si le marché est vide et l'offre limitée, il y a, en revanche, beaucoup de liquidités financières qui cherchent à s'investir à tout prix ».

Finalement, l'œuvre d'art est-elle réservée à François Pinault ? Certes, l'art n'est pas une classe d'actif comme les autres. Dans un patrimoine, l'œuvre trouve sa place en tant qu'élément de diversification d'une fortune qui a déjà fait le tour des placements classiques. Comme outil de défiscalisation également, l'œuvre d'art n'entrant pas dans le calcul d'assiette de l'ISF. Le tout dans une optique de long terme.

Il n'en reste pas moins qu'au départ, c'est l'affect qui doit relier un œuvre et son propriétaire. On n'en demande pas tant aux actions.

## Les parkings, ultime placement immobilier ?

Novembre 2005

8.500 signes

**De moins en moins attrayant, le marché immobilier ? A y regarder de près, la pierre comporte quelques niches dignes d'intérêt. L'une d'entre elles, les places de parking, peut constituer un bel investissement. Retour sur le marché de la « micro-pierre ».**

Pour le citoyen, trouver une place pour garer sa voiture en bas de chez lui peut relever du casse-tête. Non seulement les places sont rares, mais elles deviennent chères lorsqu'il faut contenter l'horodateur qui va avec. Et même cela ne garantit pas que la voiture qui s'y endort se réveille au même endroit – ou dans le même état – le lendemain. C'est précisément ce qui donne à la place de parking privatif un côté pratique, mais peut aussi en faire un placement de choix.

### L'AUTOMOBILE MENACEE EN CENTRE-VILLE ?

Passons d'abord en revue les principales objections. Là où fleurissent les constructions neuves, les règles d'urbanisme rendent obligatoire la construction d'une certaine proportion de places de stationnement par appartement. Près des quartiers d'affaires, de l'hypercentre des métropoles ou des gares, on trouve souvent d'immenses parkings souterrains concédés à des spécialistes, comme Vinci Park, Sceta Park, etc... Alors, trop de parkings en ville ?

Dans certaines capitales d'Europe, comme Oslo et Londres, l'accès des voitures à l'hypercentre est filtré par un péage. En régions, les municipalités ont de plus en plus tendance à aménager leurs centres en quartiers piétons. Autant de facteurs qui, à terme, peuvent nuire à l'intérêt des places de parking. A moins que...

Pour le moment, à Paris, de tels projets ne sont pas à l'ordre du jour. Au contraire ! « Axes rouges », voies réservées aux bus, et construction d'un tramway circulaire sur les boulevards maréchaux provoquent la disparition de places de stationnement de surface, sans remettre en cause le trafic automobile. Voilà qui peut constituer un soutien au marché des parkings privatifs. En province, les quartiers piétons circonscrivent l'usage de la voiture, mais ne la bannissent pas. En outre, selon un professionnel du secteur, la demande de parkings reste

largement supérieure à l'offre, et aucun signe ne vient annoncer de retournement.

### UNE RENTABILITE APPRECIABLE

Aujourd'hui, le marché immobilier résidentiel se rapproche vraisemblablement de son plus haut. Même les biens de faible surface, comme les chambres de services où les studios, sont difficiles à trouver en deçà de 50.000 €, que ce soit à Paris comme à Lyon.

Alors que dans ces deux villes, pour le même prix, on peut trouver tout un lot de parkings souterrains : les premiers prix sont de l'ordre de 10.000 €, avec des pics à plus de 50.000 € pour l'hypercentre parisien. En moyenne, dans les grandes villes françaises, les places se vendent entre 10.000 et 20.000 €. A ces prix, l'investisseur parisien pourra dégager un rendement minimal de 5 % à Paris, avec une moyenne autour de 7-8 %. Un taux de retour difficile à trouver ailleurs dans la pierre en 2005.

Quelques ordres de grandeur, du moins là où l'information est disponible. Selon les notaires, 11.273 parkings ont été vendus en 2004 dans la région Ile-de-France (+ 4,1 % sur un an), soit 10 fois moins que les logements. Les trois quarts de ces ventes ont eu lieu à Paris et en Petite couronne, et leur montant moyen est de 16.000 € (+ 8 % sur un an).

A noter que les boxes, fermés par une porte, se négocient de l'ordre de 30 % plus cher que les simples emplacements réservés. Ils sont aussi plus difficiles à louer, les locataires rechignant à payer plus. Les parkings permettant l'accès aisé des véhicules 4x4 ou monospaces, alors que les normes de 1996 en vigueur se basent sur des véhicules plus petits, peuvent également justifier une différence de prix.

Nous vous déconseillons d'investir dans des places en concession sous bail emphytéotique. Le droit de propriété ne vaut que pour une durée limitée (99 ans au plus), et donc la valeur du bien diminue chaque année jusqu'à devenir nulle.

### COMMENT CHOISIR LE BON ENDROIT ?

Encore faut-il trouver le bon emplacement. Nous aimerions bien vous donner la règle d'or, mais elle n'existe pas. Si ce n'est que la qualité de l'investissement tient au processus de sélection, car le marché des parkings n'est pas aussi organisé que les autres segments de l'immobilier. Avant toute décision d'investissement, il faut donc se lancer dans une étude d'un "micro-marché" où les prix à l'achat comme à la location varient du simple au triple, suivant l'offre et la demande. Autant dire que repérer les lieux, chiner dans les agences et consulter les annonces de location est un préalable indispensable pour se faire une idée des prix... et du rendement.

L'idéal est de trouver une zone résidentielle composée majoritairement d'immeubles anciens, et bien sûr sans parkings. La proximité d'une zone d'activité ou d'un ensemble de bureaux constitue généralement un facteur défavorable, les emplacements de stationnement étant souvent prévus. De même, attention aux quartiers où se concentrent les immeubles neufs ou les terrains constructibles. A l'inverse, on guettera avec intérêt les projets urbains des municipalités, comme la création de rues piétonnes, où les extensions de transports en commun.

A Paris, il vaut mieux éviter l'hypercentre, trop cher pour être rentable, la bordure du périphérique, où les places sont souvent nombreuses, et les arrondissements du Nord, où la demande est rare. En revanche, du 9<sup>ème</sup> au 12<sup>ème</sup> Ouest, on trouve des biens procurant des rendements moyens de 6-7 %. En province, les villes de Strasbourg, Lyon, Bordeaux et Marseille sont autant de valeurs sûres, et cette liste n'est pas limitative.

#### GRANDE FLEXIBILITE REGLEMENTAIRE

Autre avantage du parking, les textes qui le réglementent lorsqu'il est loué isolément d'un logement. Bien sûr, toute location doit donner lieu à l'établissement d'un bail. Mais vous pouvez librement en fixer la durée (3 mois, 1 an, etc.), et le montant du dépôt de garantie – tout en restant raisonnable. Vous pouvez indexer annuellement votre loyer sur l'indice INSEE du coût de la construction, et surtout le réévaluer à votre guise lors du renouvellement de bail !

Attention cependant : le délai de résiliation du bail est très bref. Votre locataire peut donc partir rapidement, sachant que la durée moyenne de location d'un parking en milieu résidentiel est de 1 à 2 ans.

De plus, les impayés de loyers restent des plus rares pour ce type de bien. Quand bien même ce serait le cas, le parking échappe à la loi de 1989 sur la protection des locataires, ce qui permet au propriétaire de recouvrer l'usage de son bien au plus vite.

#### QUELS SONT LES COUTS GENERES PAR UN PARKING ?

Car il y en a, à commencer par les frais de notaires. Lors de l'achat, ces frais s'appliquent par tranches dégressives : pour un lot de 100.000 €, les frais seront de l'ordre de 7 %, quand ils seront de 15 % pour une place à 20.000 €. Il est donc plus intéressant d'acheter un lot qu'une seule unité. Et comme pour l'immobilier classique, ces frais sont plus faibles pour les parkings neufs que dans l'ancien.

Posséder un parking, c'est faire partie d'une copropriété. Bien évidemment, vous ne serez pas associé aux travaux propres à l'immeuble (toiture, ordures, etc.), mais uniquement aux charges relevant du parking (nettoyage, gardiennage, etc.). Compter, en moyenne, de l'ordre d'une centaine d'euros par an. Un élément important à prendre en compte : l'âge du moteur automatique commandant la porte d'entrée, qui a une durée de vie de 8 à 10 ans. Et celui de la machinerie d'ascenseur, dans le cas d'un parking automatisé.

En matière fiscale, la détention d'un parking assujettit son propriétaire à la taxe foncière, qui peut représenter jusqu'à deux mois de loyer, suivant la municipalité. S'il habite à moins d'un kilomètre dudit parking, son détenteur devra également régler la taxe d'habitation afférente au bien. Autant de paramètres à ne pas négliger lors de la prospection, sous peine de réduction significative du rendement. Enfin, les loyers sont imposables au titre du revenu foncier ou micro-foncier, s'ils n'excèdent pas 15.000 € l'an.

Dernier avantage : si la valeur des emplacements des emplacements de parkings ne progresse pas aussi vite que celles des appartements, elle n'en connaît pas moins une croissance régulière alimentée par leur relative rareté. En cas de revente, la transaction est généralement rapide. Surtout lorsque les candidats se sont inscrits sur des listes d'attente, ce qui arrive régulièrement là où les places sont rares, améliorant ainsi la liquidité du bien.

**QUELQUES ADRESSES DE SPECIALISTES...**

... POUR PARIS :

L'Agence du Parking  
42, rue Damremont  
75 018 Paris

Téléphone : 01 42 62 96 42

...POUR LA REGION PARISIENNE ET LA PROVINCE :

Carpark  
[www.carpark.fr](http://www.carpark.fr)  
e-mail : [carpark@carpark.fr](mailto:carpark@carpark.fr)

24, rue Paul Demange  
78 290 Croissy-sur-Seine

Téléphone : 01 39 76 46 54

## Pour tout l'or du Luxembourg

Juin 2005

4.700 signes

**De l'acquisition au stockage, posséder de l'or physique relève en France du parcours du combattant. Pour qui veut placer ainsi 5 à 10 % de son patrimoine, la conservation devient rapidement problématique, sauf à avoir recours à un intermédiaire. Mais pas n'importe lequel...**

### Un compte métal égaré en zone euro

Les banques suisses proposent couramment à leurs clients un "compte métal" : or, platine et argent sont enfermés dans des coffres et enregistrés au nom du client sur un compte à la manière de n'importe quel titre. Négoce, transport, conservation, assurances : pour peu qu'on lui fasse confiance, la banque s'occupe de tout.

Ce produit n'existe pas en France, et la Suisse, en dépit de ses avantages fiscaux, reste étrangère à l'Union européenne. Tout aussi limitrophe, un autre pays dispose d'une longue expérience en la matière. Le français y fait partie des langues des affaires, et s'il partage la monnaie et le corpus juridique européens, cet Etat n'en cultive pas moins un secret bancaire protecteur d'une industrie financière pesant 25 % de son PIB. Vous aurez reconnu le grand-duché de Luxembourg.

Contrairement à une idée reçue et selon Bertrand Michaud, avocat fiscaliste auprès du cabinet parisien Lefèvre Pelletier, "la détention d'or au Luxembourg par un résident français ne présente aucun intérêt fiscal, puisque les prélèvements applicables sont les mêmes que si les biens étaient situés en France". En effet, la taxe française sur les métaux précieux vaut pour toute l'UE, et les comptes étrangers entrent dans le calcul de l'assiette de l'ISF. Enfin, vous êtes tenu d'informer le fisc de l'existence et de l'usage de comptes à l'étranger au moment de votre déclaration de revenu.

### Profiter de l'Europe de la banque

C'est sur l'aspect pratique que la détention d'or au Luxembourg fait toute la différence. D'abord car ce pays fait partie de la zone euro : pas de commission de change lors des transferts interbancaires par lesquels vous alimenterez vos comptes locaux. Et selon le droit européen, un

virement vers la zone euro ne peut coûter plus cher qu'un virement domestique.

Ensuite, il vous faudra ouvrir un compte à vue et un compte métal, parfois appelé "compte-or", tous deux couverts par le secret bancaire. Si la plupart des banques grand-ducales vous demanderont de prendre rendez-vous, la BCEE permet l'ouverture de compte par correspondance depuis son site Internet. Afin de constituer le dossier, munissez-vous d'une copie certifiée conforme à la mairie d'une carte d'identité, d'un justificatif de domicile ainsi que de relevés de comptes attestant de l'origine des fonds.

En général, la passation d'ordres se fait "à l'ancienne" : par appel téléphonique d'un conseiller et/ou par courrier, selon l'établissement, le tout en langue française. A noter : la BCEE vous permet de rédiger et de transmettre votre ordre par courrier électronique grâce à l'e-mail sécurisé inclus dans son service internet S-Net.

Le principe général qui régit les commissions afférentes au compte métal est le suivant : un taux fixe assorti d'un minimum forfaitaire, le tout majoré d'une TVA à 15%. Cela vaut pour l'achat, la vente et la conservation. A l'achat, la commission est en moyenne de 0,25 % du montant avec un forfait de 25 euros au mieux. Notons qu'à la vente, la Kredietbank facture un forfait minimal de 62 euros, mais la plupart des banques appliquent les mêmes tarifs dans les deux sens.

Les droits de garde facturés sont du même ordre que le ceux d'un compte titres français. A la Kredietbank par exemple, la conservation de métal est facturée 0,15 % du montant annuel de la ligne avec un minimum de 25 euros HT. A la BCEE, pour les comptes où sont déposés des pièces, les frais sont de 0,25 % avec un minimum 26,4 euros HT euros l'an. Bonne affaire à la BCEE : aucun frais de garde n'est facturé pour les comptes libellés en "grammes", où les commissions d'achat sont de 0,25 % du montant sans minimum forfaitaire. A noter qu'au Luxembourg, les frais appelés "arrêtés de compte" dans le jargon bancaire local, sont prélevés de manière trimestrielle.

Quels produits sont proposés ? Or, argent, voire platine et palladium, que ce soit sous forme de fractions : vous achetez alors des "grammes" d'un lingot détenu par votre banque qui en fait une sorte d'OPCVM, par l'intermédiaire d'un compte libellé en grammes de métal. Ou sous forme de barres et surtout de pièces, une des plus courantes étant le Krugerrand sud-africain, pièce

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE internationalement reconnue contenant une once d'or.

N'hésitez pas à demander à votre conseiller de vous détailler le fonctionnement du compte métal, il varie légèrement selon l'établissement choisi.

## QUELQUES BANQUES REPEREES POUR VOUS

**Banque et Caisse d'épargne de l'Etat** (détenue par l'Etat luxembourgeois)

[www.bcee.lu](http://www.bcee.lu) / [info@bcee.lu](mailto:info@bcee.lu)

(Ouverture de compte à distance : coin inférieur droit de la page d'accueil, "Devenez client")

1, place de Metz

L-2954 Luxembourg

Tél. depuis la France : 00 352 4015 1

**Kredietbank SA Luxembourg** (contrôlée par le bancassureur belge KBC)

[www.kbl.lu](http://www.kbl.lu) / [info@kbl-bank.com](mailto:info@kbl-bank.com)

Agence Siège

43, boulevard Royal

L-2955 Luxembourg

Tél. : 00 352 4797 2020

**Banque de Luxembourg** (détenue par le Crédit mutuel)

[www.bdl.lu](http://www.bdl.lu) / [banque.de.luxembourg@bdl.lu](mailto:banque.de.luxembourg@bdl.lu)

BP 2221

L-1022 Luxembourg

Tél. : 00 352 2620 2660

## CE QUE DIT LE DROIT FRANCAIS

[www.legifrance.com](http://www.legifrance.com) / Rubrique Codes / CGI

*Sur le régime fiscal des métaux précieux :*

- articles **298 sexdecies A et suivants** du CGI sur le régime juridique de l'"or d'investissement"
- articles **150 V bis et suivants** pour la fiscalité à la vente des métaux précieux
- article **L 136-1** du Code de la Sécurité sociale pour la CRDS
- article **885 A** du CGI sur l'applicabilité de l'ISF aux biens à l'étranger
- ordonnance n°**2004-281 du 25 mars 2004** sur la cession des métaux détenus hors de France en Union européenne (formulaire Cerfa numéro 2091 à remettre au fisc dans les 30 jours suivant la cession)

*Sur la taxation spécifique à la vente des bijoux, antiquités et "or de collection" :*

- articles **150 UA** et **150 V sexies** du CGI pour le principe
- article **74 S bis** et **74 S ter** de l'annexe II du CGI
- article **150 VC** sur l'abattement de plus-value de 10 % l'an à partir de la troisième année de détention

*Sur la déclaration des comptes à l'étranger :*

- article **1649 A** du CGI pour le principe
- articles **344 A** et **344 B de l'annexe III** pour les modalités



**Devenez actionnaire d'une entreprise fantôme***Décembre 2004**8.500 signes*

**Nulle part ailleurs vous ne trouverez de tels conseils : nous ne sommes pas peu fiers de conseiller à l'achat l'action la Banque du Cochinchine (nominative) à partir de 300 euros, ou encore la Société française du Dahomey sous 60 euros. Pas question ici de PER, de cash flow actualisés ou de positionnement sur les marchés émergents. Et pour cause : même s'ils trouvent toujours preneur, ces titres sont souvent tout ce qui reste des entreprises correspondantes. Retour sur une autre manière de se constituer un portefeuille d'actions, sur le mode de la collection.**

#### BOURSE ELECTRONIQUE & DISPARITION DES TITRES PAPIERS

A la fin des années 1970, le gouvernement français entreprend de moderniser le système financier, à commencer par la Bourse de Paris qui n'avait guère changé en cent ans. Les transactions boursières s'effectuaient alors à la criée au Palais Brongniart par l'intermédiaire exclusif d'officiers ministériels détenteurs d'une charge quasi-héréditaire, les agents de change. Première conséquence de l'avènement de l'ordinateur : la fin des fixings de mi-séance. Ainsi l'acronyme CAC, s'il est toujours composé des quarante premières capitalisations françaises, change-t-il de signification. De "cote des agents de change", il devient "cotation assistée en continu".

Parallèlement, les titres cotés sont "dématérialisés" et deviennent une simple ligne sur un écran. Dans un souci d'intégration des systèmes informatiques et... afin que les propriétaires soient fiscalement identifiables, tous les titres doivent être pris en compte sur les registres des intermédiaires financiers. C'était déjà le cas pour les trois quarts des obligations, et près de neuf actions sur dix. Les porteurs de titres papiers non enregistrés ont eu cinq ans pour se faire connaître. Puis de par la loi, les banques ont cédé les droits associés aux titres non présentés. Les 120 millions d'euros retirés des ventes seront conservés jusqu'en 2015 par la Caisse des Dépôts et Consignations, puis les sommes non réclamées reviendront à l'Etat. Ainsi disparaissent les titres-papier tels qu'on les

connaissait depuis les premiers temps du capitalisme.

#### AUX ORIGINES DE LA SCRIPOPHILIE

Et pourtant, le fait de collectionner les titres financiers - ou "scripophilie" - n'a pas attendu les années 80 pour exister. Cette pratique est presque aussi ancienne que les titres eux-mêmes. Pour preuve, des actions du XVIIIème siècle ont toujours du succès aujourd'hui, par exemple celles de la Compagnie des Indes ou celle du Canal de Richelieu en Provence, alors qu'aucune de ces deux entreprises n'a atteint le XIXème siècle. Initialement, la scripophilie portait sur des titres de sociétés disparues, et ses quelques adeptes étaient pour la plupart des professionnels du secteur : banquiers, agents de change. Voire des petits porteurs malheureux.

En effet, la faillite est la première raison pour laquelle des titres se retrouvent sur le marché 'gris' où chinent les collectionneurs. Les quantités industrielles d'emprunts russes qui peinent à trouver preneur l'illustrent bien. L'annulation, le remboursement du capital, les fusions et tout simplement la réimpression des titres ont également alimenté les brocantes.

L'âge d'or des titres papier coïncidera avec le capitalisme conquérant de la Seconde révolution industrielle, grosso modo entre le milieu du XIXème siècle et le début des années 1930. Le recours massif à l'épargne individuelle incitait alors nombre de sociétés à se doter d'actions polychromes très décorées. C'est l'époque des courants Art nouveau & Art déco, pain béni des collectionneurs. L'illustration de titres a connu de grands noms : par exemple l'artiste tchèque Alfons Mucha, qui a laissé sa marque dans le style léger et fleuri de l'Art nouveau. Auteur de nombreuses affiches de publicité, il décorera également des titres, dont celui de la holding de grands magasins Paris-France. Les titres illustrés par Mucha sont signés, ce qui est synonyme d'une valeur d'échange de plusieurs centaines d'euros. Quelques autres noms d'illustrateurs reconnus : Lucien Métivet, Maurice Neumont, Gustave Fraipont, Leonetto Cappiello, et même Marcel Duchamp, apôtre du mouvement dada.

De même, l'exploitation commerciale des empires coloniaux provoque l'apparition de titres aux raisons sociales & décorations exotiques. Par exemple la Société d'exploitation de Phu Qoc, du nom d'une île indochinoise du golfe de Thaïlande, où la Compagnie générale des plantations de l'Ogooué, au Gabon.

A partir des années 20, de très nombreuses actions seront émises et illustrées selon le nouveau canon du moment, celui de l'Art déco et de ses représentations géométriques abstraites. C'est l'époque, par exemple, de la SA André Citroën et de son double chevron.

Puis l'arrivée de la crise boursière en Europe, au début des années 30, donnera un brusque coup d'arrêt aux émissions d'actions. Les titres postérieurs à la Seconde guerre mondiale et deux des marchés étrangers ont généralement peu d'intérêt : trop nombreux, monochromes, nombre d'entre eux n'ont rien à envier à une quittance de loyer...

#### PETIT LEXIQUE DU SCRIPOPHILE AVERTI

Le titre financier comprend invariablement les éléments permettant de l'identifier (raison sociale, numéro, nombre de titres émis, capital, signatures), ainsi que des coupons à détacher pour percevoir rente ou dividende.

En France, il en existe quatre espèces. D'abord les actions au porteur, plus rarement nominatives, dont la définition n'a guère changé aujourd'hui. On trouve également des actions de jouissance, catégorie qui n'existe plus aujourd'hui : certaines sociétés prospères remboursaient leur capital à sa valeur nominale. Les actionnaires ainsi "remboursés" conservaient cependant un droit à percevoir les dividendes grâce à ces titres de substitution. Les parts de bénéficiaires, ou parts de fondateurs, furent créées à l'origine pour certains des collaborateurs du canal de Suez, dont l'apport à l'entreprise se prêtait mal à une estimation en capital. Ces titres ne donnaient droit qu'à une fraction des bénéfices. Il est impossible d'en créer de nouveaux depuis 1966. Restent les titres de dette que sont les obligations, publiques ou privées.

Nostalgie, centres d'intérêts personnels & passion de beaux objets : autant de motivations qui ne sont pas étrangères au scripophile. Posséder des titres anciens, c'est d'abord mettre le doigt sur l'histoire économique et l'aventure humaine de temps révolus, bien souvent oubliés. Pas toujours, comme viennent le prouver les obligations de l'Humanité, les actions de la Société du Petit Figaro, ou encore celles de l'orfèvrerie Christofle et des chemins de fer Paris-Orléans. Certains vieux papiers sentent encore le souffre, comme les actions de la Compagnie universelle du Canal interocéanique de Panama ou de la banque Oustric.

Le collectionneur en herbe sera bien avisé de choisir un thème précis, suivant ses affinités, et de bâtir sa collection autour : que ce soit la banque, les compagnies minières, les colonies d'Afrique équatoriale, les chemins de fer ou les casinos, les vieux papiers ne manquent pas.

Il n'existe évidemment pas de cote officielle pour les titres d'occasion, et un même titre peut s'échanger à des prix variables. Mais dans l'ensemble, les critères de valeur sont les suivants – et ils sont cumulatifs. D'abord l'ancienneté du titre, qui va du XVIIIème siècle au début des années 1930. Puis son état de conservation. Aussi résistants les papiers filigranés soient-ils, mieux vaut éviter les titres pliés ou écornés, bien que le manque de coupons ne soit pas pénalisant. La rareté joue également : on considère qu'un titre est rare lorsqu'il en a été tiré moins de 5.000 exemplaires, mais cela ne suffit pas à justifier un prix élevé. Enfin, la richesse des illustrations du titre et leur auteur entrent en ligne de compte.

Progressivement, la scripophilie sort du bois. L'attrait des objets (de plus en plus) anciens n'explique pas à lui seul cet engouement. Selon un professionnel du secteur – car il en existe, par exemple le magasin spécialisé Numistoria, près de la place de la Bourse, à Paris –, Internet a sensiblement contribué à accroître la notoriété de la scripophilie, notamment grâce aux catalogues en ligne. Même sur le site d'enchères eBay, on trouve une rubrique Actions Titres plutôt fournie. Voilà qui devrait contribuer à soutenir la demande face à une offre figée, et donc les cours des titres de ces entreprises fantômes...

## Le plomb, métal aux semelles de vent

*26 et 27 septembre 2005 9.000 signes*

**Encore un métal, cher lecteur, même si vu le temps de ces derniers jours il n'est plus guère de circonstance : nous allons aujourd'hui et demain étudier le cas singulier d'un pesant métal à la mauvaise réputation : le plomb.**

"IL PORTE UN JOLI NOM, SATURNE, MAIS C'EST UN DIEU FORT INQUIETANT..."

Le plomb n'est pas tout jeune : c'était du moins l'opinion des maîtres alchimistes, qui le tenaient pour le plus ancien métal qui soit. Ils l'avaient associé à Saturne (Cronos, en grec), turbulent dieu du temps, "morne et taciturne", si on en croit Georges Brassens. Mais c'est aussi une lointaine planète qu'on pensait jusqu'au XVIIIème siècle être l'extrémité du système solaire. Dans la symbolique antique, Saturne était perçu comme une porte permettant la transformation de l'homme ancien en un nouveau. D'ici à tenter de le transmuter en or...

Le plomb est connu depuis longtemps : il est cité plusieurs fois dans la Bible, voir par exemple Exode, 15, 10. Si l'étymologie indogermanique se rapporterait à son éclat, le latin *plumbum* (lourd) évoque sa forte masse volumique de 11 tonnes au mètre cube, dépassée cependant par l'uranium, l'or et le platine. Des monnaies de plomb furent frappées en Egypte cinq mille ans avant notre ère, ainsi que des conduites d'eau en Mésopotamie vers 4000 AC, bien avant les Romains. Ces derniers l'utilisaient aussi pour étanchéifier leurs termes, en tant que cosmétique ainsi que comme additif pour le vin sous forme de "sucre de plomb", produit avec du vinaigre distillé. Ce ne fut pas sans conséquence sur la santé de nombre de romains : outre des troubles rénaux, les maladies causées par l'ingestion de plomb - le saturnisme - touchent aussi l'intestin et le système nerveux. La démence de certains empereurs en atteste...

### DU MINERAI AU LINGOT

C'est un métal grégaire : rares sont les filons ne contenant que du plomb. Très souvent, les minerais où l'on en trouve contiennent d'autres métaux comme le zinc, l'argent et le cuivre. Produire du plomb prend du temps : après broyage, il faut d'abord griller le minerai à 1000 °C pour le désulfurer. Puis il est aggloméré

avec du coke, un dérivé de charbon très calorifique, et réduit dans un haut-fourneau, un peu comme le fer. Le métal en fusion qui en sort doit encore être débarrassé de ses impuretés, généralement à chaud par traitement pyrométallurgique. Au terme du processus, le plomb doux est coulé dans des ligots de 45 kilos appelés saumons.

Dressons rapidement son portrait-robot : il s'agit d'un métal lourd, malléable, toxique pour les être vivants, d'une couleur blanc-bleue lorsqu'il vient d'être fondu. L'oxydation de l'air le rend gris. Piètre conducteur électrique, il est en revanche extrêmement résistant à la corrosion.

### GEOGRAPHIE DU METAL GRIS

Selon le Groupe d'études international sur le zinc et le plomb (dont l'acronyme anglais est **ILZSG**), l'extraction de minerai de plomb se concentre autour de l'Océan Pacifique. Sur les 3 millions de tonnes (Mt) de plomb extraits en 2004, l'Asie en produisait plus du tiers, un peu moins pour les Amériques et le cinquième pour l'Océanie. L'Europe (7 %) et l'Afrique (3,5 %) figurent en queue de peloton. Les premiers pays mineurs de plomb sont l'Australie, la Chine, les Etats-Unis et Pérou.

La transformation du minerai en métal participe de la même logique pacifique : 42 % de la production des 6,8 Mt de métal revient à l'Asie, Chine en tête, suivie par les Amériques avec près de 30 %, et l'Europe (23 %).

*Quid* de la consommation (7,04 Mt en 2004) ? Sans surprise, les industries d'Asie en absorbent 40 %, et les Amériques autant que l'Europe, à hauteur de 28,5 % chacun.

Globalement, l'Asie est la zone géographique où la croissance de la production et de la consommation sont les plus marquées. Dans les autres secteurs, la tendance est au maintien des positions.

Il ne vous aura pas échappé, cher lecteur, que la consommation de plomb est plus de deux fois supérieure à l'extraction minière. Car du fait de sa toxicité en tant que déchet, 60 % du plomb mondialement consommé provient du recyclage,

un taux qui atteint les 90 à 95 % dans certains pays d'Europe où les Etats-Unis, notamment pour les batteries. Aucun autre métal ne parvient à afficher un taux de recyclage si élevé.

Vous aurez également remarqué que le monde a consommé en 2004 un peu plus de plomb qu'il n'en a produit. Régulé par l'utilisation des stocks, ce déficit de 236.000 tonnes l'année passée est un puissant soutien pour les prix.

### QUE FAIT-ON DU PLOMB ?

L'utilisation du plomb pour la fabrication des peintures et des canalisations est maintenant interdite en Occident. Aujourd'hui, la fabrication de batteries d'accumulateurs absorbe 75 % de la consommation. Les véhicules automobiles sont les premiers concernés, mais pas les seuls : il faut aussi compter avec les ondulateurs pour ordinateurs, les bornes d'appel d'urgence des autoroutes, etc.

Il sert également de protection contre les rayonnements, qu'il s'agisse de ceux des matières radioactives ou des rayons X des appareils de radiologie, des écrans d'ordinateur, ou pour réduire le bruit des machines dans les bateaux. Ces usages consomment 12 à 14 % du plomb transformé. On estime aussi que 6 à 8 % de la production termine sous forme de munitions. La construction et l'industrie, par exemple électrique, l'utilisent toujours (5-6 %), par exemple pour les faîtages des toits.

Qui se charge de la production du minerai de plomb ? Des groupes dont ce n'est jamais la seule activité. Sans surprise, c'est le géant minier australo-britannique **BHP Billiton** qui arrive à la première place, avec environ 240.000 tonnes par an, soit moins de 4 % du total mondial (mais 8 % de la production minière). Viennent ensuite des producteurs comme les canadiens **Teck Cominco** et **Noranda** (racheté cette année par son compatriote **Falconbridge**), les américains **Asarco** (filiale de **Grupo Mexico**) et **Doe Run**, le suédois **Boliden**... Mais il ne faut pas oublier les raffineurs, qui transforment le minerai et recyclent les produits contenant du plomb, et ils sont encore plus nombreux... Sans compter les groupes chinois et russes, plutôt avarés d'informations. Bref, retenons que la production de plomb, à la différence de nombre d'autres métaux, est toujours dispersée entre une myriade d'acteurs. Et ce en dépit d'un mouvement de concentration bien amorcé.

Ces dernières années, les cours du plomb flambent : après une hausse de près de 50 % en 2004, année durant laquelle les 1000\$ ont été dépassés pour la première fois depuis 1980, le plomb cote en septembre 2005 de l'ordre 900\$ la tonne sur le London Metal Exchange (LME). Il n'en a pas toujours été ainsi : durant les années 90, les cours stagnaient autour de 500\$. Puis ils ont brusquement grimpé à près de 1000\$ fin 2002-début 2003. Et depuis, comme sur plateau, ils n'en redescendent plus. D'autant que les stocks de plomb du LME restent au plus bas de quinze ans, et ne parviennent pas à se reconstituer.

En dépit d'une demande en hausse constante, le plomb a connu des heures difficiles : entre 1990 et 2002, et hormis une brève amélioration en 1995-1996, la production de métal gris dépassait la demande. L'ouverture des anciens pays du Bloc de l'Est a rendu intenable les surcapacités de production de l'Europe de l'Ouest. La faillite retentissante du fondeur **Metaleurop** (groupe suisse **Glencore**), présent dans le plomb, n'est pas un cas isolé. Le raffineur de métaux de base allemand **Sudamin MHD**, propriété du fonds américain Safeguard et présent dans le plomb, est actuellement dans une situation financière des plus délicates. Les moindres contraintes environnementales des pays de l'Est puis l'arrivée des pays d'Asie, comme la Chine, ne leur laissent guère de chance.

### EN GUISE DE PERSPECTIVES...

Les prévisionnistes ne sont pas d'accord sur l'orientation que suit le marché. Selon l'ILZSG, après le déficit record constaté en 2004, l'année 2005 devrait se solder par un déficit réduit à 100.000 tonnes. Les experts en métaux base de la Société Générale ne sont pas de cet avis : selon eux, les prix élevés devraient faire réapparaître des "stocks cachés" d'ici la fin de l'année. Ils s'attendent d'ailleurs au retour du marché du plomb à l'excédent en 2005.

Facteur clé dans un tel contexte, l'évolution des stocks de plomb du LME ne semble pas guidée par une tendance précise : 52.000 tonnes en janvier, 31.000 en juin, 64.000 en août, puis 47.000 aujourd'hui.

A plus long terme, le progrès technique pourrait remettre en cause la dominance du plomb sur les batteries. Une société française basée à Rosny-sous-Bois, **SCPS Group**, a fait savoir en début d'année qu'elle avait mis au point une batterie

EMMANUEL GENTILHOMME

nickel-zinc dont les performances sont comparables avec celles des batteries plomb-acide. Certes, son coût de revient est de l'ordre de 200 €, soit deux fois plus qu'une batterie au

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE  
plomb, selon *L'Usine Nouvelle* du 17 février dernier. Mais aux yeux de nombre de consommateurs, l'avantage écologique pourrait bien l'emporter. A suivre...

## Sous l'empire du diamant

18 et 19 juillet 2005

9.000 signes

**Histoire de nous distraire des métaux, jetons aujourd'hui un œil sur un élément minéral des plus connus : le diamant. Si la racine grecque du terme signifie « indomptable », et la racine hindoue, paraît-il, « foudre », cette pierre n'a plus aujourd'hui rien de sauvage.**

### AUX PREMIERS TEMPS...

Constitué d'atomes de carbone cristallisés en cube, le diamant est le minéral le plus dur qui soit : 10 sur 10 sur l'échelle de Mohs. Son haut indice de réfraction a la particularité de disperser en arc-en-ciel la lumière qui le frappe, ce qui lui donne cet éclat si particulier.

Un peu de géologie : le carbone peut devenir diamant lorsqu'il est mis sous pression et chauffé à haute température. Des conditions que l'on retrouve dans certaines remontées magmatiques, ce que explique que les sources dites « primaires » de diamant soient des colonnes de lave, les « pipes – en anglais, 'tuyaux' – kimberlitiques ». Avec le temps, l'érosion de ces 'tuyaux' dissémine leur contenu à la surface pour former les sources « secondaires », ou « placers », par exemple dans le lit des rivières.

Les premiers diamants connus provenaient d'Inde, avant que le Brésil n'apporte un peu de concurrence au XVIII<sup>ème</sup> siècle. Cependant, c'est la découverte des riches gisements d'Afrique du Sud, dans les années 1860, qui permet de passer de la livre à la tonne en tant qu'unité de compte de la production.

Depuis 1953, on sait fabriquer des diamants artificiels. Même si les techniques ne cessent de se perfectionner, la gemme synthétique est d'abord destinée à l'industrie et reste marginale.

### ABREGÉ GEOECONOMIQUE DU CAILLOU TRANSPARENT

Voici quelques ordres de grandeur. En valeur – le dollar américain –, et en volume – le poids se mesurant en carats, à raison de 5 carats pour un gramme.

Depuis 150 ans, la carte du monde diamantifère est centrée sur l'Afrique, d'où provient plus de

60 % d'une production minière dont la valeur était de 11,2 milliards de dollars en 2004, selon les estimations de De Beers. Le Botswana est le premier pays producteur, avec 26 % du total. L'Afrique du Sud n'est plus qu'au quatrième rang (11,6 %), suivie par l'Angola (11 %), la Namibie, l'ex-Zaïre...

Les deuxième et troisième places sont occupées par des nouveaux venus : la Russie (18 %) et le Canada (12,5 %). L'Australie n'arrive qu'en fin de cortège, avec 3 % du total en valeur mais plus de 20 % en volume, car elle produit surtout des diamants industriels.

En 2003, selon le gemmologiste Bruno Pozzera, la production mondiale en volume était de 150 millions de carats bruts (ou 30 tonnes), contre 110 millions en 2001 et une quarantaine au début des années 80. En moyenne, il faut concasser, laver et trier une tonne de minerai pour extraire un carat de diamant, et un carat minier brut vaut une centaine de dollars. Alors qu'en joaillerie, un carat taillé de la plus belle eau peut grimper à 15.000 \$.

Quelques groupes concentrent plus des deux tiers de l'extraction. Selon le Bureau de recherches géologiques et minières (BRGM), **De Beers** et ses co-entreprises africaines (Botswana, Namibie, Tanzanie) consolidaient 33 % des carats extraits en 2003, la minière généraliste australo-britannique **Rio Tinto** 22 %, la compagnie publique russe **Alrosa** 18 % et **BHP Billiton**, concurrente directe de Rio, 3 %. L'exploitation artisanale des petits prospecteurs, concentrée sur les « placers », représentait 23 % de l'ensemble.

Passons aux débouchés. En volume, les trois quarts des diamants - les plus beaux et les plus chers - sont destinés à la joaillerie et à l'investissement, le solde partant vers l'industrie, notamment les semi-conducteurs, la mécanique et... les lapidaires qui taillent les gemmes. Selon De Beers, le marché mondial de la pierre taillée pèse plus de 50 milliards de dollars. Les Etats-Unis en représentent 56 %, suivis par le Japon (17 %), l'Europe (14 %), l'Asie pacifique et le Moyen Orient (7 % chacun).

## L'ENFANCE D'UN CHEF

Contrairement à ce que laisse penser son étymologie, le diamant est aujourd'hui domestiqué. Constitué voilà plus d'un siècle, un cartel domine le secteur, au point que se pencher sur le marché du diamant revient à décrire le système De Beers. "L'Empire", selon le géographe Roger Brunet.

Après la ruée des petits prospecteurs sud-africains, l'homme d'affaires britannique Cecil J. Rhodes crée la **De Beers Mining Company** en 1880. Soutenu par Pretoria, De Beers dévore nombre de ses concurrents, puis met en place la clé de voûte du système : un syndicat de distribution aux diamantaires afin de réguler la brutale surabondance de pierres.

Ernest Oppenheimer, fondateur du groupe minier **Anglo American Company of South Africa**, met la main sur De Beers en 1926. La famille Oppenheimer, la plus riche d'Afrique du Sud, contrôle toujours Anglo et De Beers.

## LE CLAN DES SUD-AFRICAINS

Si De Beers a perdu son quasi-monopole de la production, l'Empire tient toujours grâce au deuxième stade de la chaîne de valeur : la distribution aux diamantaires. La division des ventes de De Beers, la Diamond Trading Company (DTC), commercialise les gemmes du groupe, une partie de celle d'Alrosa et celle de nombre de petits producteurs. Soit environ 60% des gemmes extraites – contre 85 % dans les années 80. Voilà pour l'achat.

Côté vente, De Beers agréé quelques dizaines de diamantaires des plus importants, les « sightholders ». Toutes les cinq semaines, à Londres et à Johannesburg, le groupe organise pour eux seuls des ventes de lots de diamants, les « vues » (« sights »), dont il a déterminé la composition et le prix. Alors qu'il ne peut négocier, le « sightholder » n'a le droit de revendre qu'à des tailleurs, par exemple à Anvers, où sont traités la moitié des diamants taillés. Sous peine d'éviction.

## MONOPOLE, CARTEL... ET MAINTENANT ?

Il s'agit sans nul doute d'un cartel. Menacé, il doit sa longévité à sa capacité d'adaptation. De Beers renoncé à sa coûteuse politique de régulation par les stocks. Il a su amener à lui de nouveaux producteurs, et il tente de marginaliser ceux qui ne jouent pas son jeu. De Beers est à

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE l'origine du « processus de Kimberley », un accord qui garantit la traçabilité des diamants entre 20 Etats des plus riches. Une bonne manière de lutter contre l'offre des « diamants de la guerre » du Congo ou du marché noir brésilien, tout en soignant son image. Autres nouveautés remarquées : De Beers a créé sa propre marque de diamants, Forevermark, et a créé une joint-venture avec le numéro un mondial du luxe LVMH. Il se fraie un chemin vers la distribution, où les marges sont les plus élevées. D'ailleurs, De Beers a fusionné DTC avec son service marketing.

Car la concurrence commence à faire du bruit. Les régulateurs se montrent incisifs, notamment la Commission européenne. Et Rio Tinto commercialise seul sa production, de même que BHP Billiton et Alrosa pour une partie de ses carats. En outre, l'Israélien d'origine ouzbèke **Lev Leviev**, fondateur d'un immense groupe allant des mines aux tailleries de diamants dans des pays émergents (Russie, Arménie, Angola), semble plus menaçant : les Etats apprécient de devenir tailleurs de leurs propres pierres, De Beers ne pouvant lutter sur ce segment dont il est absent.

A terme, ces mouvements centrifuges pourraient conduire à la création d'un ou deux clans supplémentaires. Car aucun intervenant n'a intérêt à abattre le système, ce qui menacerait le niveau élevé des prix. En effet, une telle organisation ne pourrait tenir par la contrainte. Les diamantaires y trouvent leur compte grâce aux prix élevés ainsi garantis, alors que la production ne cesse d'augmenter. Tout est là : le diamant se vend mieux aux particuliers lorsqu'il est cher, donc lorsqu'il génère de copieuses marges pour tous les intermédiaires. Paradoxe ?

## QUAND LE MARKETING BRILLE DE MILLE FEUX

Non seulement De Beers a su maîtriser l'offre, mais il a fait de même avec la demande. Simple constat : le diamant est devenu *le* caillou dominant. Selon Roger Brunet, il représente 85 % du marché mondial des gemmes, le solde revenant aux autres pierres (émeraudes, rubis..., 12 %) et aux perles (3 %). Une telle situation ne doit rien au hasard.

Le groupe a bâti de toutes pièces l'image contemporaine du diamant, peu connu du grand public en 1900, afin de la placer au sommet de la hiérarchie des pierres précieuses. A partir de 1939, De Beers fait appel au publicitaire Ayer pour se développer aux Etats-Unis. Les ventes

EMMANUEL GENTILHOMME

s'envolent en trois ans, et la méthode sera étendue au monde entier.

On doit à l'agence le fameux slogan « Un diamant est éternel » (1947), maintenant intégré au logo de De Beers, ainsi que le remplacement par un diamant de la pierre ornant la traditionnelle bague de fiançailles. Les opérations de promotion en tout genre n'ont jamais cessé – campagnes publicitaires axées sur les jeunes actifs, évènements, et surtout « branding » dans les films et le milieu du cinéma. Le groupe y consacre annuellement environ 200 millions de dollars, coordonnés avec les 270 millions qu'ajoutent les groupes de luxe. Une paille.

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE

En un demi-siècle, le Sud-africain a ainsi fabriqué ce que nous croyons être notre représentation symbolique du diamant : un gage unique à haute valeur sentimentale, synonyme de glamour, d'éternité, de pouvoir, de réussite. Bref, des sentiments hors de prix. En conséquence, peu importe son coût pour le client. Et le marché de seconde main s'en trouve découragé : comment revendre une preuve d'affection ?

N'était-ce pas la meilleure manière de soutenir le prix d'une pierre produite dans des quantités toujours plus grandes, et de surcroît presque indestructible ? Saluons le tour de force, à défaut du tour de passe-passe, et le groupe qui a mis au point ce système unique en son genre.



Uranium :

**Le 'yellow cake' passe à l'orange**

25 et 26 avril 2005

9.000 signes

**Nous nous penchons aujourd'hui sur un élément à la réputation sulfureuse : l'uranium. Plus on change de métal, et plus c'est la même chose : là encore, les prix atteignent des sommets, et là encore, la Chine n'y est pas pour rien...**

FICHE SIGNALÉTIQUE DU NUMÉRO D'ECROU "92"

L'uranium est bel et bien un métal : son numéro-matricule atomique est 92. Raffiné, il est d'une couleur blanc-argenté. Faiblement radioactif, plus mou que l'acier, il est lourd puisque 50 % plus dense que le plomb. Malléable et ductile, il s'oxyde à l'air libre, autant de caractéristiques qui confirment son rang dans la famille des métaux.

Jeune, il est né en 1789, quand l'Allemand Martin Klaproth découvrit le pechblende, un minerai contenant un métal inconnu : il le baptisa uranium en hommage à la récente découverte de la planète Uranus, qui elle-même doit son nom à Ouranos, personnification mythologique du firmament. L'uranium servira d'abord de pigment de coloration pour verres et faïences.

ITINÉRAIRE D'UN CRIMINEL DE HAUTE VOLÉE

Henri Becquerel établira sa radioactivité en 1896. Pierre et Marie Curie travailleront avec lui sur les radiations, ce qui leur vaudra à tous le prix Nobel de physique 1903. Puis l'Allemand Otto Hahn -- prix Nobel de chimie... 1944 ! -- découvrira le principe de la fission de l'atome d'uranium 235, qui délivre tant d'énergie.

Les travaux de Hahn serviront de base au "projet Manhattan" de l'américain Robert Oppenheimer, qui donnera naissance aux premières bombes du genre, dont le Japon a gardé un mauvais souvenir. Voilà l'antécédent qui fera de notre métal un délinquant juvénile. A partir de 1945, l'uranium sera exclusivement consacré à la course aux armements entre Est et Ouest. Puis les chocs pétroliers des années 1970 inciteront à la diversification des dépendances énergétiques :

soutenu par les pouvoirs publics, l'électronucléaire civil connaîtra un essor fulgurant. Une sorte de libération conditionnelle.

DU MINÉRAI AU COMBUSTIBLE

Cinq cent fois moins rare que l'or, l'uranium est présent un peu partout – jusque dans l'eau de mer ! – dans des proportions très variables. En moyenne, les minerais exploités en contiennent 1%. Depuis des mines à ciel ouvert ou des galeries souterraines, le minerai est ramené à la surface où il est concassé et traité chimiquement. On en extrait un concentré jaune appelé "yellow cake", dont la teneur en oxyde d'uranium est de l'ordre de 75%. Ironie du sort, il est alors stocké dans les barils standard... utilisés par l'industrie pétrolière.

Mais ce concentré ne contient que 0,7% de l'isotope 235 de l'uranium, celui qui permet la fission, le solde étant de l'U238. Une telle proportion est insuffisante pour faire fonctionner les réacteurs actuels, qui en demandent de 3,5% à 5%. Après conversion, il faut enrichir l'uranium. Selon les données d'Ux Consulting, France et Etats-Unis détiennent chacun 20% des capacités de conversion et d'enrichissement. Héritage de l'ère soviétique, la Russie en détient à elle seule 40%, dont une bonne part est inutilisée, donc disponible.

Quelques ordres de grandeur : il faut en moyenne 20.000 tonnes de minerai pour produire 230 tonnes de concentré, qui lui-même ne donnera que 27 tonnes d'uranium 235 enrichi, la différence entre les deux derniers donnant de l'U238 dit "appauvri".

CES BAINES EXOTIQUES D'OU LE MÉTAL EST EXTRAIT

Comme nombre de matières premières, la production d'uranium est "trustée" : dix mines gérées par quatre entreprises cotées en Bourse rassemblent les deux tiers de la production mondiale : 35 800 tonnes en 2003, en légère baisse depuis deux ans. Les deux premiers producteurs sont des mineurs spécialisés : le canadien **Cameco** (20% de parts de marché en

2004, selon Morgan Stanley), suivi par une filiale du français **Areva**, la Cogema (18%). Viennent ensuite deux mineurs généralistes australo-britanniques : **Rio Tinto** (11%), ainsi que **BHP Billiton** depuis qu'il a racheté le titulaire des plus grandes réserves, **WMC** (9%), au printemps 2005.

En termes géographiques, avec le tiers du total mondial, le Canada est le premier producteur grâce aux gisements du Saskatchewan, où la richesse des minerais dépasse les 10%. Mais les plus grandes réserves identifiées se situent en Australie, deuxième producteur mondial, suivie par le Canada, le Kazakhstan, la Namibie...

Selon l'Agence pour l'énergie atomique de l'OCDE, le monde disposait en 2002 de 2 millions de tonnes de réserves à un coût d'extraction inférieur à 20 dollars la livre, soit 30 ans de consommation. En montant à 40 dollars, on double également les réserves : à technologie et consommation constantes, il est possible de tenir 60 ans. Au moins, car les cours ont dernièrement découragé la prospection et la découverte de nouvelles mines. Et que les technologies nucléaires se perfectionnent.

#### UN MARCHÉ DESEQUILIBRE... OU LE COURS A DOUBLE EN 2 ANS

L'uranium n'est pas sans rappeler l'or, où les banques centrales cassent un marché que l'offre des seules sociétés aurifères ne pourrait alimenter. Car en 2003, 66 000 tonnes d'uranium ont été consommées, mais les mines n'en ont produit que... 54% !

D'où vient la différence ? Voilà trente ans, la demande était telle que la livre d'uranium atteignit un pic vers 45 dollars en 1978 (cours spot d'Ux Consulting). Puis les accidents survenus dans la centrale américaine de Three Miles Island en 1979 et à Tchernobyl en 1986 entraînent la révision en baisse des ambitions nucléaires. Le cours n'aura alors de cesse de décliner : d'abord dans les années 80 sous l'effet de stocks surdimensionnés, puis avec la chute du Rideau de fer, qui abaisse la livre à 6,90 dollars en 1993. Du milieu des années 80 jusqu'en 2003, le cours moyen sera de 10 dollars.

Ces stocks qui encombrant le marché sont d'abord civils, car les deux blocs en avaient engrangé bien plus que nécessaire, en cas de coup dur. Et surtout militaires, car l'uranium des armes atomiques, enrichi non à 5% mais à 90%, est devenu aussi inutile qu'abondant. En 1993, pour une durée de 20 ans, l'accord américano-russe dit "Des mégatonnes aux mégawatts"

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE ("Megatons to megawatts") a prévu la mise en vente d'uranium militaire converti : c'est aujourd'hui la seconde source de combustible pour les centrales. Elle reste difficile à quantifier, du fait du secret militaire.

Et il faut compter avec le "marché de l'occasion" : on peut effectivement enrichir une grande partie de l'U238 "appauvri" ou du combustible usagé. Autre résultat de la combustion nucléaire, le plutonium peut être transformé en MOX et réutilisé.

Depuis mars 2003 où il cotait 10,10 dollars, le prix de l'uranium n'a jamais reculé d'un mois sur l'autre. Début avril 2005, nous en étions arrivés à 23,20 dollars, un record depuis 1984 ! Quelle en est la cause ? Un indice : selon le Massachusetts Institute of Technology (MIT), les stocks civils ont fondu de 50% depuis 1983, et la Russie a décidé en 2003 de limiter la cession des siens pour garantir ses propres besoins.

#### AVIS DE CONSTRUCTION DE CENTRES DE DETENTION ATOMIQUES

Non seulement l'offre se réduit, mais la demande s'apprête à repartir. La World Nuclear Association (WNA) nous apprend qu'en 2004, 16% de l'électricité mondiale a été produite par 440 centrales nucléaires. Les Etats-Unis possèdent le plus grand parc (103 centrales produisant 20% de l'électricité du pays), suivis par la France (59 centrales, 78%), le Japon (54 centrales, 25%), et la Russie (31 centrales, 17%). Par grandes zones géographiques, l'Union européenne élargie concentre 160 centrales, l'Amérique du Nord 120, l'Asie 83 et l'ex-URSS 49. Mais ni l'Inde ni la Chine n'atteignent les 20 unités.

Les prévisions permettent de voir venir un retour en force du nucléaire qui explique la hausse des cours, ainsi que le déplacement de son centre de gravité vers l'Asie. Selon des données WNA de mars 2005, 140 centrales pourraient voir le jour ces prochaines années. En se limitant aux plus importants projets, on constate que sur les 24 centrales en construction, 9 se situent en Inde, 4 en Chine et 4 en Russie. De plus, 40 mises en service sont déjà budgétées : 12 au Japon, 8 en Chine, 8 en Corée du Sud. Enfin, 73 centrales sont à l'état de projet, dont 24 en Inde, 19 en Chine et 8 en Russie.

La pollution causée par le charbon et l'envolée des prix du pétrole jouent en faveur de l'uranium, estompant la problématique des déchets. Fin 2004, Goldman Sachs voyait la

EMMANUEL GENTILHOMME

livre d'uranium à 26 dollars en 2005, et la National Bank Financial à 27 dollars. Cité par l'International Herald Tribune du 15 janvier, Quinton George, de la société d'investissement Trinity, déclarait que le prix de l'uranium devrait doubler d'ici deux ans grâce à la demande chinoise. Alors que de mines fermées voilà vingt ans réouvrent leurs portes dans le Colorado, le

PRESS BOOK FINANCE & PATRIMOINE  
Nuclear Energy Institute de Washington pronostiquait fin mars que la demande de métal excèderait l'offre en 2013, année d'expiration de l'accord "Megatons to megawatts".

Si vous cherchiez un métal baissier, cher lecteur, évitez aussi l'uranium...

Cuivre :

**L'étrange odyssée du métal rouge-orangé**

25 et 26 octobre août 2004

9.300 signes

**Le cours d'un des métaux les plus traités au monde vient d'atteindre son plus haut niveau en 15 ans : comme nombre de matières premières, le cuivre s'est paré de couleurs que l'or ne renierait pas. Voilà qui nous donne l'occasion de découvrir une ressource peu connue. Vous aimez les voyages ? Parfait ! Alors tâchons d'y voir plus clair en nous offrant un tour du monde cuprifère.**

ET POUR QUELQUES DOLLARS DE PLUS...

Commençons par traverser la Manche pour consulter les prix sur le London Metal Exchange (LME), l'un des principaux marchés des métaux avec New York et Shanghai. Le contrat sur le cuivre à 3 mois, qui sert de référence, culminait à 3.133 dollars la tonne le lundi 11 octobre. Certes, les 3.000 dollars sont régulièrement touchés depuis avril, mais il n'en reste pas moins qu'au début de l'année, la tonne cotait 2.327 dollars. Le cuivre a donc gagné plus de 30 % depuis janvier 2004. Et 95 % depuis janvier 2003.

Même les stocks des entrepôts agréés par les différents marchés, destinés à assurer leur liquidité, ont fondu d'au moins 30 % depuis janvier. Les réserves de métal orangé sont les plus éprouvées (- 80 % pour le LME !) : mises bout à bout, elles totalisent 182.000 tonnes. Or la voracité d'adolescent de l'économie mondiale en demande quotidiennement plus de 45.000 ! Moralité : les réserves actuelles permettent de tenir... 4 jours. Pas un de plus.

L'INSATIABLE APPETIT DE L'OGRE CHINOIS

Escale suivante : la Chine. Selon le bulletin de juin de la Banque de France, *"la demande mondiale (...) serait tirée par la Chine, devenue le premier pays consommateur de cuivre, et dans une moindre mesure, par les Etats-Unis"*. Précisant que les stocks de marché *"se situent à des niveaux historiquement faibles"*, la banque estime qu'*"au total, le déficit de l'offre pourrait atteindre 600.000 tonnes en 2004"*. Pour une demande estimée à 16,5 millions de tonnes par Barclays Capital, en hausse de 6,6 % sur un an.

Voilà de quoi rendre les cours sensibles à la moindre rumeur de grève de mineurs péruviens.

Se taillant la part du dragon, l'Asie reçoit 50 % de la production cuprifère mondiale. La Chine, qui en absorbe de plus en plus, compte pour 20 % à elle seule. L'Europe géographique en consomme un gros quart, et les Etats-Unis 15 à 20 %.

D'où vient cette fringale de l'Empire du Milieu ? C'est bien simple : des millions de personnes se ruent continuellement vers les villes-champignons chinoises. Il faut un logement et un emploi à ces travailleurs forcenés. Corollaire de la forte croissance, la demande de cuivre chinoise a grimpé de 15 % en 2003. En effet, ce métal est un excellent conducteur, ce qui en fait la matière idéale pour les câbles, les équipements électriques et électroniques, si souvent *made in China*. Il est aussi très prisé dans la construction, tout spécialement pour les tuyauteries et le matériel de chauffe. Voilà d'ailleurs comment terminent les trois quarts du cuivre de par le monde.

LE PANTHEON DU SECTEUR

Faisons un crochet par la Méditerranée. Le cuivre tire son nom de l'île de Chypre d'où il est extrait depuis des millénaires : *kypros*, en grec, dérive du terme qui aurait donné "cyprès". Le cuivre fut de toute première importance dans l'histoire de l'humanité, puisqu'en le mêlant à l'étain, on obtient du bronze. Plus tard, l'alchimie mythologique des Grecs l'associera à Vénus, la planète rouge.

Les choses ont bien changé aujourd'hui : si le continent africain n'en extrait presque pas, 40 % de la production mondiale provient des Amériques, tout spécialement au Sud. Puis viennent l'Asie (31 %), et l'Europe (21 %). Mais qui s'en charge ?

Parmi les grandes valeurs européennes du secteur, citons les britanniques d'origine coloniale **BHP Billiton** (7 % de la production en 2003, selon le bureau d'études londonien CRU) et **Rio Tinto** (6,5 %), puis le polonais **KGHM**

(3,4 %), le russe **Norilsk Nickel** (3,1 %) et le suisse **Xstrata** (2,8 %). A part, le sud-africain **Anglo American** (4,7 %), surtout connu pour ses mines d'or.

Au Nouveau monde, l'américain **Phelps Dodge** (7,2 %) est suivi par le mexicain **Grupo Mexico** (4,8 %), et le groupe US **Freeport McMoRan** (3,2 %). Réunies, ces entreprises assurent près de la moitié de la production mondiale.

#### UN MASTODONTE FILIFORME : LE CHILI

Cap sur les Andes. Désormais, le pays du cuivre n'est plus une île méditerranéenne, mais un long ruban montagneux baigné par l'Océan pacifique : le Chili. En 1999, 35 % de la production mondiale en provenait, quand le tiers des réserves y serait enseveli.

D'ailleurs, toutes les sociétés citées sont surclassées par la **Codelco**, acronyme espagnol de 'Compagnie nationale du cuivre du Chili'. Numéro un mondial du secteur, cette société d'Etat a produit 12 % de tout le cuivre extrait en 2003. Et cela ne représente que le tiers de la production chilienne !

La Codelco est une relique de la 'chilienisation' de l'industrie du cuivre lancée dès les années 50 par Santiago face aux intérêts étrangers, notamment américains. C'est l'époque de la création des mines d'Etat et du Ministère du Cuivre, ce qui en dit long sur l'intérêt stratégique du métal dont le pays tire toujours 40 % de ses recettes d'exportation. La société naît officiellement d'une loi de 1971. Mais *de facto* c'est en 1976, après le coup d'Etat militaire du général pro-américain Pinochet dont elle est une des causes, que la Codelco verra le jour. Alors que le "caudillo" était entouré d'économistes arrivés tout droit de l'université libérale de Chicago, quel paradoxe !

#### COMMENT TRANSFORMER UN LINGOT DE CUIVRE EN BLINDAGE D'ACIER

Pas du tout : c'est d'alchimie dont il s'agit. En Amérique latine, l'armée chilienne est réputée pour la modernité de ses équipements. En 2000, elle recevait toujours le cinquième du budget de l'Etat. Sans compter... une contribution de la Codelco : de par une loi de 1954, le groupe public doit affecter 10 % des bénéfices tirés du cuivre à l'achat de matériel militaire.

En 1987, la junte au pouvoir a étendu ces 10 % à la totalité des bénéfices d'une Codelco impliquée depuis lors dans l'extraction d'or, de molybdène, de nitrates, etc. Une hausse assortie d'un "fixe" minimal : 189 millions de dollars 1987... à actualiser de l'inflation. En moyenne, durant la décennie 1990, la Codelco a versé chaque année 400 millions de dollars qui ont financé l'achat d'avions de combat Harrier britanniques puis de F-16 américains, et même quelques sous-marins français Scorpène. Sans compter les soupçons de malversations impliquant militaires & cadres de la société, pour lesquels des procès sont en cours. Malgré tout, l'actuelle ministre de la Défense Michelle Bachelet, une socialiste dont le général de père a été torturé à mort par le régime précédent, n'entend pas revenir sur cet écot cupro-militaire. Terre de contrastes...

#### ANTOFAGASTA, UN MORCEAU DE CHILI DELOCALISE A LA CITY

Notre voyage se termine là où il avait commencé. Parmi les sociétés minières privées du Chili, on en trouve une que la demande chinoise a propulsé au printemps dernier parmi les 100 premières capitalisations de l'indice boursier londonien FTSE 100 : **Antofagasta Plc**, que les courtiers pressés surnomment "Fags".

La particularité d'Antofagasta est d'exercer son activité au Chili et au Pérou, alors qu'à l'instar de sa place de cotation, son siège social n'a jamais quitté Londres. Constituée en 1888, elle s'occupait alors des chemins de fer entre le Nord du Chili et la Bolivie. Fags vole son nom au plus important port de la moitié supérieure du pays, la région du désert d'Atacama où se concentrent les gisements miniers "*low cost*" à ciel ouvert.

Terminus des voies ferrées desservant fonderies & zones d'extraction, Antofagasta est aussi un terminal portuaire où les cargos vraquiers prennent le relais des wagons tombereaux. Il suffisait de relier les deux.

En 1980, la famille d'industriels chiliens Luksic, d'origine dalmate, acquiert 65 % de la société ferroviaire valorisée à 100 millions de sterling, et la lance dans l'adduction d'eau et surtout les mines de cuivre. Aujourd'hui, Antofagasta fait partie des 15 premiers producteurs mondiaux. Selon le magazine américain Forbes, leur fortune classe les Luksic au 140<sup>ème</sup> rang mondial en 2004, alors qu'ils n'étaient 'que' 387<sup>ème</sup> en 2001. C'est la première fortune du Chili. Pas

étonnant : valorisée plus de 2 milliards de sterlings au 31 décembre 2003, Fags représente, à elle seule, 5,1 % du PIB chilien (en données Banque mondiale). Alors qu'en France cette proportion correspondrait à Sanofi-Aventis, deuxième capitalisation de la cote parisienne peu suspecte d'être une entreprise familiale. Terre de contrastes, définitivement.

#### RENDEZ-VOUS EN 2005

Les records du cuivre se suivent et ne ressemblent pas. Du 11 au 15 octobre, la tonne passe de 3.100 à 2.800 dollars, soit la plus forte

baisse hebdomadaire depuis 5 ans ! La faute à BHP Billiton, dont le président déclare que l'offre pourrait bien dépasser la demande à partir du deuxième semestre 2005. Et l'ONG International Copper Study Group d'ajouter que la consommation chinoise de cuivre aurait chuté de plus de 20 % en juillet 2004 par rapport à juillet 2003. Les ventes de fonds spéculatifs, très présents sur les matières premières, pèsent sur les cours. Serait-ce le signe d'un retournement de tendance ? Pas si sûr. BHP Billiton a aussi qualifié de *"très saines les perspectives du prix du cuivre pour 2005"*...

## La métamorphose du Léviathan

ou comment l'inflation, chassée par la porte, joue maintenant les passe-murailles

9 et 10 août 2004

10.300 signes

**C'est officiel, cher lecteur : la Bête est de retour. Elle rôde de nouveau autour de votre pouvoir d'achat. "L'enflure est le résultat de l'inflation", nous apprend le très documenté dictionnaire Littré. Ce que les manuels d'économie traduisent par une définition plus austère : "hausse continue et auto-entretenu du niveau général des prix". Pour autant, il ne s'agit pas d'une simple répétition du scénario des années 1970.**

REGAIN DE L'INFLATION  
TRADITIONNELLE

*"Le taux d'inflation annuel de la zone euro a diminué de 2,5% en mai à 2,4% en juin 2004",* claironnait l'institut statistique Eurostat le 16 juillet dernier. Avant d'ajouter : *"un an auparavant, il s'élevait à 1,9%".* Comment expliquer cette progression ? En partie par la hausse du prix du pétrole, même s'il n'est pas seul facteur. Sur un an, *"les carburants ont eu le plus fort impact à la hausse sur le taux global (0,28 point de pourcentage), devant le tabac (0,27)",* indique le communiqué.

Quid des Etats-Unis ? En juin, les prix ont augmenté de 0,3 % (en rythme annuel), ce qui porte l'inflation US sur douze mois à 3,3 %. Pas de doute possible : en Europe comme aux Etats-Unis, la hausse des prix prend de la vitesse.

Dans un tel contexte, il n'est guère étonnant que les banquiers centraux se montrent soucieux. D'abord la Banque centrale européenne, et son objectif officiel d'inflation de 2 % l'an. Le 2 juillet, Otmar Issing, l'économiste en chef de la BCE, s'est déclaré *"très préoccupé par la montée des anticipations d'inflation". "Il nous faut en tenir compte",* a-t-il indiqué, avant d'annoncer qu'une étude approfondie sur le sujet était en cours.

Le communiqué de la Fed américaine accompagnant la hausse de taux à 1,25 %, en juin dernier, mentionnait également le phénomène : *"bien que les données de l'inflation soient quelque peu élevées, une partie de la hausse de ces récents mois semble due à des*

*facteurs passagers".* Ce qui sous-entend que ces derniers finiront par s'évaporer. Au cas où, la Fed ajoute que *"si nécessaire, [...], [elle] répondra aux changements de perspectives économiques".* On n'est pas plus prudent.

LE BARIL, CURIEUX VOLATIL

Et avec raison. *"Hors éléments volatils"* - grosso modo, hors pétrole -, la hausse des prix est ramenée à 1,9 %. La seule hausse des prix de l'énergie représente donc 1,4 point, soit plus de 40 % de l'inflation américaine de ces douze derniers mois. En zone euro, baisse du dollar aidant, le baril ne représente que 0,2 point d'une inflation de 2,4 %, soit 8 % de l'ensemble seulement.

Volatil, ce baril jaugeant 42 gallons (159 litres) ? Sans doute, mais plutôt vers le haut. Le brut léger US a atteint en ce début de mois d'août un nouveau record de plus de 20 ans en dépassant les 44 dollars. Selon la compagnie britannique BP, depuis le premier janvier 2004, le coût moyen du baril est de 37,4 \$ aux Etats-Unis, fait inouï depuis 1980 ; contre 31,06 \$ (indice WTI) en 2003, et 26,16 \$ en 2002... Manifestement, notre volatile s'est trouvé un courant ascensionnel qu'il n'entend pas quitter, renforçant une inflation "centrale" déjà respectable.

LE TEMPS DES MUTANTS

L'inflation classique est de retour, mais il ne s'agit là que de la queue du Léviathan, monstre biblique légendaire. Pascal Blanqué, économiste en chef du Crédit agricole, estime dans une étude récente\* que non contente d'être revenue, l'inflation a surtout muté.

Revenons d'abord sur la définition même de l'inflation. Jusqu'à présent, nous avons considéré, comme le sens commun des économistes, qu'elle se confondait avec l'indice des prix à la consommation, c'est-à-dire la variation du prix d'un panier de biens et de services dont la définition ne peut s'affranchir de l'arbitraire. Mais ce panier, marqué par

l'histoire, oublie une partie des dépenses des ménages. Celles liées au logement, prises en compte sous forme de loyers, perdent en pertinence maintenant que les propriétaires sont majoritaires. Et l'indice néglige complètement les prix, ou plutôt les cours des actifs financiers.

Voilà qui est gênant alors que les prix s'agitent en tout sens. Certains montent (matières premières, actions, services), d'autres baissent (valeur du dollar, coût du travail par les délocalisations), causant ce que Pascal Blanqué appelle la *"déformation des prix relatifs"*. Ce qui pourrait bien expliquer les mises en garde successives de la Fed contre la déflation, plus contre l'inflation au cours des derniers mois.

En fait, les deux phénomènes se produisent simultanément sur des segments différents, brossant un tableau un tantinet confus. In fine, on constate cependant une augmentation globale des prix, *"dans laquelle le prix des actifs financiers tient un rôle durablement important"*. Et notre économiste d'enfoncer le clou : *"[L'inflation] est une des marques de fabrique du régime des prix dans lequel nous nous trouvons depuis le milieu des années 1990 (...) Sans changement de nature (monétaire), l'inflation a changé de visage. C'est plus sûrement dans l'amont de la chaîne des prix (matières premières) et, surtout, dans les prix de certains actifs financiers (immobilier) que la bête mutante s'est réfugiée"*.

Ce ne sont pas les cours du nickel, de l'action eBay ou les prix des appartements qui prouvent le contraire... Mais pourquoi l'inflation s'est-elle étendue ? Peut-être bien car *"les marchés de biens et de services ne sont pas les seuls où peuvent se déverser les encaisses monétaires non désirées : les actifs financiers sont des réceptacles potentiels"*.

Il fait beau temps que les dépenses de l'*homo œconomicus* ne sont plus cantonnées aux rayons des supermarchés, terrain de jeu de l'inflation classique : l'écrasement des taux d'intérêts permet aussi d'assécher le marché immobilier à coups de crédits de plus en plus longs, tout comme les baisses d'impôts donnent l'occasion de revenir sur des actions "technos" aux PER délirants. Un tel afflux d'argent ne peut que tirer les prix vers le haut, cette logique inflationniste étant transmise - et financée - hors des Etats-Unis par les rachats de dette américaine des banques centrales d'Asie.

## CREDIBILITE ET TRANQUILITE PARADOXALE

Victorieuses de l'inflation "classique" des années 80 au terme d'une lutte de longue haleine, les banques centrales ne sont pas pour rien dans ce qui arrive aujourd'hui. *"Une appréciation excessive du prix des actifs financiers n'est pas considérée comme de l'inflation, [mais] une baisse excessive est par contre assimilée à de la déflation réclamant une baisse des taux"*, écrit Pascal Blanqué. Greenspan l'Asymétrique réagit en cas de krach boursier, pas en cas de bulle. Ce qui revient à favoriser cette dernière.

Les banques centrales ont pour objectif commun, quoiqu'à des degrés divers, de lutter contre l'inflation. Mais elles n'ont de "mandat" et d'outils – les taux – que pour appréhender l'inflation classique, ce que faute de mieux elles continuent de faire. Il n'est de toute façon pas sûr que les banquiers centraux aient la légitimité nécessaire pour limiter la hausse du prix de votre appartement ou s'attaquer aux marchés des matières premières. Ni même qu'ils y parviennent sans l'aide du pouvoir politique et l'assentiment de l'opinion publique. Quoique préoccupante pour notre avenir à tous, l'inflation financière n'est l'objet d'aucun débat.

*"Les banques centrales se laissent progressivement enfermer dans une crédibilité et une tranquillité paradoxale"*, écrit l'économiste. Paradoxe de crédibilité dans leur rôle de gardien de la stabilité des "prix". Paradoxe de tranquillité, car la modération de l'inflation "classique" ne présage en rien de celle de l'inflation "non conventionnelle" ; d'autant que les politiques monétaires de ces dernières années sont de nature à la décupler, elle qui n'est pas quantifiable.

Car plus qu'une marque de fabrique, cette inflation new age est une nécessité impérieuse pour l'économie actuelle : les actifs surévalués et l'effet de richesse qui s'ensuit permettent de soutenir une spirale vertigineuse d'endettements et de déficits en tous genres, improbable socle de cette croissance vantée jusqu'à plus soif. Bref, de faire comme si ces bulles, masquant des déséquilibres anciens en aggravation constante, étaient une manière d'y apporter une solution. Alors qu'elles n'ont qu'un rôle d'anesthésique : gare aux douleurs en salle de réveil.



"NE NOUS SOUMETTEZ PAS A LA TENTATION"... DU DIABLE

Le slogan de la banque pour laquelle il travaille n'est-il pas *"le bon sens en action"* ? Pascal Blanqué écrit que *"comme la progression des prix des actions ne peut s'affranchir durablement de celle des bénéfices, l'évolution des prix de l'immobilier ne peut longtemps ignorer celle des revenus"*. Un choc, ou plutôt une combinaison de chocs, pourrait *"soudainement mettre à nu le déséquilibre en dégonflant la surévaluation"*.

Selon notre économiste, la *"tentation du diable"* serait que les banques centrales soutiennent la bulle des actifs, pilier de la *"croissance forte"*, par des taux durablement bas, voire des interventions directes sur les marchés. A défaut d'alternative, la Fed a entamé le relèvement de ses taux d'intérêts. Tout doucement, l'endettement actuel étant si important qu'une hausse de quelques points de base représente des sommes faramineuses. *"Il faut souhaiter qu'il ne soit pas trop tard"*, écrit notre analyste à ce sujet. *"L'économie mondiale ne se trouve peut-être qu'à une ou deux bulles de la véritable*

*déflation"*. Mais cela ressemble étrangement à notre Grand Marché Baissier ! Diantre. La Chronique Agora n'aurait donc pas le monopole du scepticisme ?

Enfin, Pascal Blanqué serait bien tenté d'exhorter les banques centrales à exercer pleinement leurs responsabilités, et à s'inscrire de nouveau dans une stratégie de rupture, comme tel fut le cas à la fin des années 1970 contre l'inflation classique. Sans illusion. *"Les conditions ne sont pas aujourd'hui réunies. Et le louvoisement de la Réserve fédérale (...) ne fait que reporter les véritables choix et l'heure d'incontournables arbitrages"*, conclut-il sa note de recherche.

Certes, il s'agit d'une opinion que nombre d'analystes bancaires ne partagent pas. Avouons, cher lecteur, qu'elle nous séduit, autant qu'elle nous donne l'envie de prendre des nouvelles du métal jaune...

\* : Banques centrales et inflation financière : l'heure des choix, Département des Etudes économiques, Crédit agricole SA, 14 mai 2004

## Le Japon bat en retraite

30 juin, 1<sup>er</sup> et 2 juillet 2004

10.700 signes

**"Nenkin" : notre talent relatif pour les langues étrangères ne nous permet pas, cher lecteur, de vous tracer l'idéogramme correspondant, mais c'est ainsi qu'au Japon on désigne la retraite. Original dans son organisation, le système nippon de retraite fait face aujourd'hui à de nombreux problèmes, dont le plus connu est le vieillissement de la population. Ce n'est pourtant pas le plus menaçant.**

Commençons par planter le décor.

### 1. Le "Kiso Nenkin" : le plan de retraite universel

Le Kiso Nenkin est le premier pilier du système nippon, auquel tout résident au Japon doit être inscrit entre 20 et 64 ans. Il est alimenté par une cotisation forfaitaire uniforme payée à parité par l'employé et son employeur – ou à défaut l'Etat. Au terme de 40 annuités (pour l'instant...), cette cotisation ouvre droit à une rente viagère identique pour tout le monde.

Avec ses 20 millions de pensionnés et 70 millions de cotisants, ce système est autant une retraite de type "assurantielle" qu'une politique sociale. En conséquence, l'Etat l'abonde à hauteur du tiers de ses besoins de financement. Pratiquement, le Kiso Nenkin est un système d'assurance-retraite par répartition fondé sur la solidarité entre les générations. Jusque-là, à quelques variantes près, voilà ressemble fort aux systèmes européens.

### 2. Les systèmes complémentaires obligatoires

Et le parallèle continue ! Organisé par branches professionnelles, ce deuxième pilier constitue le pendant de nos régimes obligatoires ARRCO-AGIRC. Sa logique est contributive : pour les salariés, soit l'écrasante majorité des cotisants, la tranche complémentaire appelée "Kosei Nenkin" est alimentée par un prélèvement de 13,58 % sur les salaires, partagé à parité entre patron et salarié. La fonction publique, très développée au Japon, bénéficie de régimes spéciaux ("Kyosai Nenkin").

Les conditions de liquidation sont les mêmes que celle du régime précédent. Mais bien sûr, les prestations servies dépendent des cotisations. Il s'agit également d'un système par répartition, mais d'une répartition *prévoyante* : à la différence du régime français, toutes les cotisations ne sont pas, ou plutôt n'ont pas été redistribuées. Durant les années fastes, des réserves importantes ont été constituées et placées sur les marchés de capitaux par le Ministère de la Santé.

### 3. Les fonds de pensions

Facultatif, ce troisième étage est un système de capitalisation pure. Il peut s'agir de fonds individuels souscrits spontanément auprès de banques, d'assureurs-vie, ou encore de fonds de pensions surcomplémentaires des entreprises ("Kigyo Nenkin"), le plus souvent les grands groupes. Environ 13 millions de Japonais sont affiliés à l'une des 1800 fonds de pension du pays.

### 4. Le pécule

Le pécule est une tradition japonaise fort ancienne et toujours vivace. Versé par l'entreprise au moment du départ en retraite, il n'est pas encadré juridiquement, donc à la discrétion de l'employeur. Mais il n'est pas négligeable pour autant : en 2002, le montant moyen du pécule versé par les grandes entreprises était de 27 millions de yens (environ 200.000 euros).

Comme les autres systèmes de retraites conçus après-guerre, celui du Japon est confronté à un nombre impressionnant d'obstacles.

### LE JAPON CONFRONTE A UNE "MAREE GRISE"

La pression démographique est sans doute la plus connue des difficultés des nenkin. Les projections de divers organismes statistiques nippons permettent de s'en faire une idée : en 1975, 8 actifs finançaient 1 pensionné. Ce ratio

est passé à 3,6 pour 1 en 2000, et sera de 1,9 pour 1 en 2025. Dans dix ans, le quart de la population nipponne aura plus de 65 ans, l'âge à partir duquel les pensions seront alors liquidées.

De surcroît, l'espérance de vie des japonais – souvent attribuée à l'alimentation, notamment au miso, un condiment à base de soja – est la plus longue au monde : 78 ans pour les hommes, 85 pour les femmes. Ces chiffres sont inférieurs de trois ans en France.

#### PREMIERS CORRECTIFS : CEINTURE DE RIGUEUR

Bref, le Japon se fait vieux, plus vieux que les autres pays, et à un rythme plus rapide que dans les autres pays développés. Voilà une lourde menace pour la partie du système basé sur la répartition. D'où une série de mesures prises par le gouvernement nippon, qui ne sont pas sans rappeler ce qui se pratique en Europe. En plus vigoureux. Grosso modo, afin de tendre l'équilibre financier, les prestations sont revues à la baisse. Et les cotisations à la hausse.

Balayons rapidement les principaux "correctifs". Relèvement progressif de l'âge de départ en retraite à 65 ans ; indexation des pensions sur les prix, alors que ceux-ci ont tendance à baisser dans l'Archipel, alors que les revenus, eux, montent. Le taux de remplacement (le rapport pension / dernier salaire) continuera à baisser : de l'ordre de 59 % en 2004, il passera à 50 % d'ici 2020. Pour le moment, le gouvernement Koizumi considère ce seuil comme 'infranchissable'. Pour le moment. Autre joyeuseté : les retraités nippons sont fortement incités à trouver un "petit boulot" d'appoint.

Enfin, parallèlement au débouclage des réserves, le taux moyen de cotisation sera progressivement – et sérieusement – relevé : de 14,5 % en 1994 à plus de 18 % en 2017, puis à plus de 22 % en 2025 ! Les entreprises prendront à leur charge la moitié de la hausse, et l'Etat l'autre moitié de cette hausse, a fait savoir le gouvernement. Qui portera du tiers à la moitié sa participation au financement du "Kiso Nenkin".

Et pourtant, les commentateurs sont unanimes : ces réformes politiques ont, comme dans d'autres pays que cache mal le sceau de l'anonymat, bien du mal à apporter une solution durable aux problèmes rencontrés. Ne serait-ce

qu'en raison du poids croissant de l'électorat aux cheveux gris.

"ICI, TOKYO. L'EAU ENVAHIT LA RIZIERE. JE REPETE..."

Conférencier et professeur d'économie à l'université d'Hitotsubashi (Grand Tokyo), Noriyuki Takayama utilise l'image des "digues" pour décrire les retraites nipponnes. Face à un vieillissement prononcé, le Japon pensait disposer d'un atout : l'importance de ses réserves et des systèmes de capitalisation, dont les performances financières auraient dû atténuer la pression démographique. Bien vu. Mais c'est exactement l'inverse qui s'est produit : au lieu de contenir la "marée grise" de départs massifs en retraite, la digue des capitalisations s'est tout simplement effondrée.

Commençons par les réserves gérées par le Ministère de la Santé : en 2003, elles représentaient 147.000 milliards de yens, soit près de 1.100 milliards d'euros. Une fortune qui commence tout juste à être utilisée. Mais ce capital, qui dans les années 60 aurait permis de verser les pensions pendant 30 ans, ne constituera plus qu'une avance de 3,7 années en 2025, selon les projections de BNP Paribas. C'est dire l'importance des besoins de financement futurs !

Quid des systèmes de capitalisation ? Revenons une quinzaine d'années en arrière : en quelques semestres, la puissante économie de l'Empire du Soleil levant vire au jaune pâle, asphyxiée par un endettement privé colossal – de son côté, la dette publique nipponne ne cessera de croître et devrait atteindre cette année près de... 150 % du PIB, selon le Crédit agricole. Le compteur de la croissance chute à 0, la Banque du Japon faisant de même avec ses taux d'intérêt afin de faciliter le désendettement des entreprises.

Il nous est difficile d'imaginer ce que représente la décennie 90 pour les épargnants nippons et leurs institutions financières. Sans forcer le trait, cher lecteur, on peut parler de véritable carnage.

Les fonds de retraite étaient, à cette date, majoritairement investis en obligations locales (c'est toujours le cas des deux tiers des réserves). Voilà un placement qui offre une certaine sécurité en termes de valeur. Mais pas en rendement : au début des années 90, les taux

à dix ans sont passés de 8 à 1 %. Autant dire que les rapports réels sont devenus négatifs.

En réaction, à partir de 1995, les gérants de fonds nippons se sont tournés davantage vers les actions – surtout japonaises –, dont la pondération passa alors de 20 à 50 % des portefeuilles-retraite. Or Kabuto Sho, la Bourse de Tokyo, tient depuis dix ans une sévère gueule de bois : parti de près de 40.000 points en 1990, l'indice Nikkei cotaït aux alentours de 20.000 points en 1995. Aujourd'hui, il évolue autour de... 11.600 points.

Une telle destruction de valeur donne le tournis. Sur les cinq dernières années, les rendements des fonds de retraite sont donc négatifs, de l'ordre de 2,2 % l'an. Incapable d'honorer les engagements contractuels de performance, plus d'un fonds de pension sur dix sera dissout entre 1996 et 2002. Il en va de même pour les fonds d'entreprises qui avait reçu délégation de l'Etat pour gérer les deux étages obligatoires du "nenkin" : près de 40 % d'entre eux ont rendu leur tablier un an après en avoir reçu la possibilité.

En conséquence, l'ensemble du système de retraite nippon est "sous-capitalisé" : il ne dispose pas de fonds suffisants pour faire face à ses engagements. Toujours selon BNP Paribas, au 31 mars 2003, les actifs détenus par les fonds ne couvraient que 45 % de leurs obligations futures. A cette date, le déficit était estimé à 43.900 milliards de yens (soit 320 milliards d'euros), en hausse de 4.000 milliards sur un an.

Pour éviter que leur situation ne s'aggrave, les institutions de prévoyance proposent maintenant

des produits à cotisation définie, mais à prestation indéfinie : la charge du risque lié au placement de son épargne-retraite pèse alors sur le cotisant, et plus sur son employeur ou l'institution financière sélectionnée. Bref, l'avenir n'est plus garanti par contrat.

#### LE BUDGET DE L'ETAT NIPPON EN PREMIERE LIGNE

Pour faire face à ses engagements croissants, l'Etat n'a d'autre choix que d'accroître ses ressources fiscales : le gouvernement n'en finit pas de plancher sur une augmentation de la TVA, dont le taux actuel est de 5 %. Sans compter que les projections gouvernementales sur les retraites se basent sur des prévisions de croissance que la majorité des économistes taxe d'exagérément optimistes.

Et que dire de la dette publique du Japon, deuxième PIB mondial, que l'agence de notation crédit Standard & Poor's a déclassé en 2002 au-dessous de celle du... Botswana (sic !). Voilà qui appelle également un surcroît de recettes. Alors que la croissance fait mine de repartir, la hausse prévisible des prélèvements fiscaux - et sociaux pour les entreprises - risque fort d'obérer l'économie de l'archipel.

Les futurs retraités nippons couleront sans doute des jours moins paisibles que ceux de la génération actuelle. Mais relativement aux actifs qui le seront encore dans 20 ans et aux entreprises, gageons que leur situation restera plus qu'enviable...

## RUBRIQUE « ANALYSE »

**Eramet : l'action du groupe métallurgique aurait-elle atteint un plafond ?**

9 septembre 2005

16:52

9.260 signes

**Le groupe minier et métallurgique français Eramet (mnémorique : ERA) a publié cette semaine des résultats semestriels en forte hausse, mais a fait part de prévisions moins optimistes à l'avenir. Retour sur une action au beau parcours haussier quasi-continu depuis deux ans, le titre ayant gagné près de 260 % sur les 24 derniers mois... A un peu plus de 90 euros, l'action aurait-elle épuisé son potentiel ?**

**BONS SEMESTRIELS, L'AVENIR PLUS INCERTAIN**

Cette semaine, Eramet, spécialisé dans le manganèse, le nickel et les aciers spéciaux, a publié des comptes semestriels faisant état d'un bénéfice net de 196 millions d'euros, en hausse de 55,6% sur un an

Les trois activités du groupe ont dans un bel ensemble contribué à ce résultat. Le bénéfice opérationnel courant de la branche Nickel est en hausse de 5,4% à 155 millions d'euros.

Le résultat d'exploitation de l'activité Manganèse décolle de 39% sur un an à 172 millions d'euros, dans un contexte de production mondiale d'acier toujours en forte hausse au cours des six premiers mois de l'année. Pour autant, relève Eramet, l'offre d'alliages de manganèse reste excédentaire au 1er semestre.

Enfin, la division Alliages d'aciers poursuit son redressement avec un bénéfice opérationnel de 25 millions d'euros contre une perte de 1 million un an plus tôt.

Cependant, les prévisions pour le semestre à venir sont plus prudentes : Eramet s'attend à des performances "significativement inférieures au premier" semestre pour le reste de l'année. Dans un avis financier, Eramet indique que "le résultat opérationnel courant de l'année 2005 devrait s'établir à un niveau très élevé tout en étant inférieur à celui, exceptionnel de 2004". Le PDG d'Eramet Jacques Bacardats avait annoncé

en juin à l'AFP qu'"en termes de résultats, 2005 sera une très bonne année, mais va souffrir de la comparaison avec 2004, une année exceptionnelle".

Eramet avait dégagé en 2004 un bénéfice net de 342 millions d'euros contre une perte nette de 107 millions en 2003, grâce notamment à la hausse des prix du nickel et du manganèse.

**FIDEURAM MODERE SON CONSEIL**

A la suite de cette publication, le courtier parisien Fideuram Wagny se veut plus prudent quant à ses attentes pour les années 2005 et 2006 pour Eramet. Fideuram a réduit sa valorisation à 100 euros et conseille dorénavant le titre à "conserver", contre "achat" précédemment. Le courtier indique, sans surprise, qu'il suivra particulièrement l'évolution du marché chinois, dont l'appétit de matières premières a alimenté la forte hausse des cours.

En outre, après avoir été multiplié par trois entre 2002 et début 2004, le cours du nickel tend à se stabiliser. Et les stocks des grands marchés des métaux se sont remplumés ces derniers mois.

**PLUS D'INTERET SPECULATIF ?**

A défaut de perspectives tonitruantes, l'aspect spéculatif du titre aurait pu compenser, alors que nombre de sociétés minières "junior" ou de second rang suscitent la convoitise des grands du panthéon minier. A ce titre, Eramet peut constituer une cible.

D'ailleurs, tout le long du mois d'août, des rumeurs de négociations avec le géant minier brésilien Companhia Vale do Rio Doce (CRVD), un des principaux producteurs mondiaux de minerai de fer, ont circulé sur le marché. Au point que le Wall Street Journal du 26 août affirmait que des négociations étaient en cours entre les deux groupes, pour un montant de 2 milliards d'euros - la capitalisation du groupe est pour l'heure de 2,35 milliards. Un démenti a fait retomber le soufflé depuis.

Il est cependant vrai que la reconstitution du capital d'Eramet est l'objet de conjectures. Car le groupe nucléaire français Areva (mnémonique : CEI), dont le capital sera vraisemblablement ouvert dans les mois qui viennent, est suspecté de vouloir céder les 26 % historiques qu'il détient d'Eramet pour financer son recentrage sur son métier de base.

Areva, qui a repris les parts de l'établissement public Erap en 1999, fait partie d'un pacte d'actionnaires qui le lie à la famille Duval, détentrice de 37,2 % du capital. Ce pacte arrive à son terme vers la mi 2006, ce qui alimente les débats. Areva a d'ailleurs confirmé qu'il est *"régulièrement approché à ce sujet"*, mais rétorque que la cession de ses parts *"n'est pas à l'ordre du jour"*.

#### ERAMET, UN DOSSIER SENSIBLE POUR LE POUVOIR

En outre, le dossier ne manque pas de sel politique : premier employeur de Nouvelle-Calédonie, Eramet est aussi le seul producteur français de nickel et de manganèse. D'ailleurs, au côté d'Areva, la province de Nouvelle-Calédonie détient 5,14 % du capital du groupe. Et François Loos, ministre chargé du dossier, a indiqué qu'Eramet faisait partie des secteurs "stratégiques" désignés par le gouvernement au lendemain de la pseudo-OPA de PepsiCo sur Danone. Danone qui lui, ne figure pas sur cette

fameuse liste déjà contestée par la Commission européenne. Mais il semble pour l'instant interdit à quelque investisseur étranger que ce soit de prendre le contrôle d'Eramet. Exit, donc, l'idée d'une OPA hostile.

#### DU CANADA AU KONIAMBO

Mais ce n'est pas tout. Le PDG d'Eramet, Jacques Bacardats, a pris soin d'ailleurs de démentir toute rumeur d'OPA, au début du mois d'août. Tout en insistant sur le caractère stratégique de l'extraction du nickel sur le "Caillou". Et d'ajouter qu'avant la construction de l'usine de transformation prévue dans le Nord de l'île, à Koniambo, le capital du groupe ne saurait connaître de modification.

Car le mineur canadien Falconbridge, associé à SMSP, société concurrente d'Eramet rachetée par la province du Nord "autonomiste" de l'île à Jacques Lafleur en 1990, a jusqu'à la fin de l'année pour confirmer son engagement à construire cette fameuse usine de Koniambo, soit un engagement de près de 2 milliards d'euros. Sinon, Eramet récupérera aussi les gisements du Nord, que les réserves de minerai de ses autres sites se fatiguent. Or le canadien retarde sans cesse sa décision.

L'avenir de l'action Eramet passe-t-il par Koniambo ? A suivre d'ici la fin de l'année 2005...

## GM & Ford : 500 milliards de dollars d'obligations dégradés à 'junk'

6 mai 2005

08:02

9.260 signes

**Avis de grand frais sur le marché obligataire américain. Jeudi soir à Wall Street, les actions des constructeurs automobiles General Motors et Ford ont chuté de 4 à 5 % en fin de séance : l'agence de notation crédit Standard & Poor's a décidé d'abaisser l'appréciation de leur endettement obligataire à celui de créance pourrie, 'junk bond' en jargon boursier. Alors que les dettes cumulées de ces deux entreprises représentent 500 milliards de dollars, soit 10 % des obligations privées négociées sur le marché américain.**

Dans son communiqué, S&P's indique que *"la dégradation [de la dette de GM] au niveau spéculatif reflète notre conclusion que les stratégies du management n'ont pas réussi à redresser les désavantages compétitifs de GM. La plus immédiate de nos préoccupations porte sur le fait que les sport utility vehicles [SUV, 4x4 de loisirs, ndlr] de GM, ne seront plus aussi rentables qu'ils l'étaient ces dernières années"*.

Le rally provoqué la veille sur l'action GM (+18 %), causé par l'augmentation de la participation de Kirk Kerkorian, ancien actionnaire de Chrysler maintenant magnat des casinos à Vegas, est en partie effacé. S&P's note que cette prise de position dans le capital représente *"un facteur d'incertitude de plus"*, mais *"pas du tout d'un facteur affectant la présente notation"*.

### LE DEBUT DE LA FIN POUR LE SECTEUR AUTO US ?

Selon Sean Egan, dirigeant de l'agence de notation indépendante Egan Jones Rating interrogé par le site boursier américain The Street.com, *"c'est le début de la fin pour l'industrie automobile américaine, comme nombre de personnes s'y attendaient. (...) D'ici deux ans, nous pourrions bien voir des licenciements massifs et la banqueroute d'un, voir des deux constructeurs en question, ainsi que la restructuration massive du secteur automobile américain dans son ensemble"*. Les

taux des obligations de GM remontant vers 8 à 9 %, il est désormais difficile à l'entreprise de se refinancer par l'endettement. Alors qu'elle a dernièrement lancé un avertissement sur ses résultats 2005...

*"Ces évènements pourraient accélérer le processus. Le coût du crédit [fonction du niveau de risque déterminé par les notes des agences de notation, ndlr] va augmenter de manière significative pour Ford et GM. Cela pèsera sur leurs capacités à soutenir leurs fournisseurs [les équipementiers auto comme Delphi, anciennes filiales des constructeurs, ndlr], alors que ces derniers sont déjà en petite forme"*.

Notons que la dégradation à 'junk' se matérialise par le passage des obligations de la catégorie 'investment grade' à 'speculative grade'. Dans ce cas précis, l'abaissement des notes touche l'endettement de Ford et GM ainsi que celui de leurs filiales de crédit automobile, source de la grande majorité du bénéfice net des groupes. Et S&P's reste pessimiste : tous ces abaissements sont assortis d'une mise sous surveillance avec implication négative.

### ATTENTION A L'EFFET DE CONTAGION

Nombre de traders s'attendaient à cette rétrogradation, mais la plupart d'entre eux ne pensaient pas la voir arriver si vite. *"Il s'agit là d'une part très importante du marché obligataire ; abaissés à une telle notation, nombre de compagnies d'assurance, de fonds de pensions ne pourront plus détenir ces 'bonds' en portefeuille, leurs politiques d'investissement interdisant la possession de 'junks'"*, commente pour Hugh Johnson, de First Albany. *"Une pression vendeuse va maintenant s'exercer sur ces obligations, ce qui pourrait affecter le reste du marché de la dette et augmenter le coût du crédit pour nombre de sociétés"*, précise-t-il.

Et de prévenir : *"tout cela a pu être anticipé, mais face à un mouvement d'une telle ampleur, des remous sont inévitables"*.

## Recherche croissance, désespérement

18 août 2003

11:19

6.800 signes

**Depuis que la bulle Internet a commencé à se dégonfler, en 2001, les investisseurs mettent tous leurs espoirs dans le fameux « retour à une croissance forte », cette Arlésienne qui justifie la reprise des grands indices boursiers mondiaux, alors que le CAC flirte ce vendredi avec les 3300 points, un niveau encore jamais atteint en 2003. Essayons d'y voir un peu plus clair et de quantifier ces attentes.**

Au-delà de l'interprétation de statistiques prises isolément, comment les conjoncturistes voient-ils l'économie française à deux ans ? Pour anticiper, les investisseurs se basent sur des prévisions du type de celles utilisées ci-dessous, qui proviennent des modèles économiques du département Etudes du Crédit agricole. Sa dernière étude date de juillet.

### 2003-2004 : une période d'ajustement

Commençons par la zone euro. Après une croissance de 0,8 % en 2002, le PIB global de l'Euroland devrait progresser de 0,6 % seulement en 2003, les crises géopolitiques et la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro venant renforcer les faiblesses structurelles de l'économie du Vieux continent, et tout spécialement celles de l'Allemagne. Pour 2004, le Crédit agricole s'attend à une progression de 1,6 % du PIB des Onze, une prévision bien modeste qui ne peut, en l'état, être qualifiée de croissance forte.

Quid de la France, qui avait bénéficié ces dernières années d'un supplément de croissance par rapport à la moyenne européenne ? La dernière année de croissance forte du PIB français remonte à 2000, où un taux de 4,2 % fut atteint, avant de chuter de moitié à 2,1 % en 2001 puis 1,2 % en 2002. En 2003, la croissance attendue n'est plus que de 0,8 %, un chiffre qui pourrait être de nouveau abaissé si les statistiques européennes publiées ces dernières semaines ne se redressent pas rapidement. Par la suite, la progression du PIB français devrait se limiter à 1,6 % en 2004. La France revient ainsi dans la moyenne européenne, alors que

l'Allemagne reste en dessous... et la tire vers le bas.

Mais les statistiques les plus prisées par les marchés de capitaux, même ceux d'Europe, sont celles qui proviennent des Etats-Unis. Aux Etats-Unis, le PIB a cru de 2,4 % en 2002 et devrait réduire sa vitesse à + 1,8 % en 2003. Parallèlement, la croissance potentielle du PIB US (notion combinant les taux d'intérêts et l'accroissement démographique) se situe à 3,5 %. C'est à partir de ce seuil qu'on peut parler de croissance forte. Et en 2004, le Crédit agricole s'attend à une progression de 2,4 % seulement. Notons que ce dernier chiffre n'est pas partagé par la Fed, dont les prévisions de croissance du PIB US de l'année prochaine tournent autour de 4,5 %. Mais elles ont été vigoureusement contestées par des économistes américains.

Le Japon ne semble guère en état de constituer un relais pour le reste du monde : son PIB ne devrait gagner que 0,8 et 0,9 % en 2003 et 2004, après + 0,1 % en 2002.

Pour ces régions économiques, 2003 devrait constituer une année de bas de cycle. Mais pas pour autant une marche solide sur laquelle l'économie pourrait s'appuyer pour retrouver une croissance durablement forte. Parmi les constantes, toutes ces régions devraient voir leur taux de chômage progresser continûment, quoique légèrement, de 2002 à 2004. Dans aucune de ces zones l'inflation ne devrait faire son retour : les prévisions tablent sur une baisse de 2003 à 2004, en Europe comme outre-Atlantique. Et l'accélération de l'activité économique dépendra d'abord des ménages, qui sont exposés à un chômage en hausse et au renchérissement du coût de leur dette, depuis la brusque remontée des taux longs (+ 130 points de base environ, soit 1,3 point de pourcentage), en juin-juillet.



## Le retour d'une croissance « forte et durable » ?

« Une reprise qui s'annonce sans éclat », écrivent les analystes du Crédit agricole à propos de la conjoncture française de 2003 et 2004. Le ton de la publication tranche avec l'optimisme affiché par nombre des courtiers des marchés américains. Et pour cause : les dernières publications macroéconomiques d'Europe et d'Amérique sont très contrastées. Actuellement, la reprise est bien moins visible dans la zone euro que dans la zone dollar.

« Il faudra que les entreprises prennent le relais des ménages comme moteur de la croissance pour espérer une amélioration. Un pari encore fragile en 2003, mais qui devrait se concrétiser progressivement à partir de 2004. Compte tenu du contexte extérieur et de la nature de la crise (du côté de l'offre), la reprise s'annonce donc modérée, ce qui devrait être également le maître-mot sur les marchés financiers ». La banque se montre relativement optimiste quant aux entreprises, estimant que l'ajustement de leurs comptes mené depuis plusieurs trimestres devrait porter ses fruits et favoriser le regain de l'investissement productif, très progressivement, à compter de cette année.

Toujours en France, le Crédit agricole s'attend donc à un retour de la « croissance modérément forte » en 2005 (+ 2,4 % attendus) ou 2006 (+ 2,8 %) plus qu'en 2004 (+ 1,6 %). Les analystes estiment d'ailleurs que « les effets de l'appréciation de l'euro [seront] estompés fin 2004, et surtout en 2005 et 2006 ». Le dollar devrait céder légèrement du terrain face à l'euro en 2004, avant de se reprendre grâce à la

croissance américaine. Mais en tout état de cause, les 4,2 % de l'année 2000 restent loin.

## Et les perspectives financières ?

Les marchés financiers évoluent théoriquement de concert avec la conjoncture économique. Logiquement, le Crédit agricole s'attend à un « retour à la normale, sans plus », sur les marchés de capitaux. « A partir de points particulièrement bas atteints début 2003, un redressement des marchés financiers est attendu, et déjà partiellement observé sur les actions traditionnellement en avance sur le cycle. Quant aux taux longs, ils ont commencé à s'éloigner des niveaux (jusqu'à 3,5 % pour l'OAT à 10 ans) qui correspondaient à des scénarii de récession et/ou déflation. Mais de façon générale, la modération de nos hypothèses de croissance et d'inflation pour 2003 et 2004 ne laisse pas envisager de rebond violent. La normalisation sera longue et il faut donc s'habituer à des performances financières compatibles avec leurs moyennes de long terme (7/8 % par an en moyenne pour les actions, entre 4 et 5,3 % pour les taux longs », écrivent ses analystes, qui estiment que les taux courts de la BCE passeront de 2 % actuellement à 4 % fin 2006.

Certes, il ne s'agit que de l'opinion d'une équipe d'analystes. D'autres banques se montrent plus optimistes. Mais ces chiffres ont au moins le mérite de souligner la divergence de conjoncture entre l'Europe et les Etats-Unis, contrairement à ce que la corrélation étroite observée sur les marchés boursiers de part et d'autre de l'Atlantique semble indiquer.

## Ahold, un Enron européen

28 février 2003

17:30

8.000 signes

« Comment traduit-on "Enron" en néerlandais ? *Ahold* ». Ce bon mot d'un courtier londonien a fait le tour de l'Europe en quelques heures. Jusqu'à présent, les trucages de bilans, la collusion des cabinets d'audits et des banques d'affaires semblaient cantonnés aux Etats-Unis. L'effondrement du néerlandais Ahold, en début de semaine, prouve que l'Océan atlantique n'a pu protéger le Vieux continent d'une « maladie » venue d'Amérique du Nord.

### Comment diagnostiquer une « Enronite »

Quels sont les actes mis en cause dans des scandales comme Enron, WorldCom, Adelphia ou Qwest ? Des éléments du bilan, comme le bénéfice net, ont été « gonflés » par des entorses aux règles de la comptabilité. L'éventail de ces pratiques répréhensibles est infini : des imputations comptables déplacées, ou encore des engagements financiers ne figurant pas dans le bilan de l'entreprise mais n'en grevant pas moins ses comptes. Puisque les cabinets d'audit chargés de certifier la sincérité des comptes étaient de la partie, de même que les banques d'affaires teneuses des titres, les actionnaires ont acheté des titres pour ce qu'ils n'étaient.

Prenons l'exemple du géant américain **General Electric**, première capitalisation boursière mondiale. Les dirigeants de GE ont financé leur politique de croissance externe des cinq dernières années par l'endettement. Par un tour de passe-passe financier, ils avaient transformé les lignes de crédits de long terme correspondantes, qui coûtent entre 5 à 7 % par an, en lignes de crédit de court terme, qui ne coûtent à GE que 2 et 4 % l'an. Dans de telles conditions, il est aisé d'afficher des résultats nettement meilleurs qu'ils ne le sont véritablement.

Or la valeur d'une société cotée dépend étroitement de ces éléments. Au cours des années passées, les valorisations boursières de nombre d'entreprises étaient artificiellement surélevées. Qu'en déduit-on ? Evidemment, que les cours des actions concernées étaient

surévalués. Que les valeurs en questions ont donc été « surachetées » ; et que nombre d'entre elles risquent fort de ne jamais revenir aux plus hauts de septembre 2000, tant les bilans étaient faussés et la période exubérante.

### Le premier cas en Europe

En début de semaine, le marché a appris que le groupe de distribution néerlandais **Ahold** s'était livré à des trucages comptables des bilans de ses deux derniers exercices. A Amsterdam, l'action s'est effondrée lundi de plus de 63 % à 3,59 euros. Après un plus bas à 2,39 euros atteint mercredi, le titre est revenu ce vendredi à 3,55 euros. Ahold n'a pas perdu que sa valeur, mais aussi et surtout la confiance des investisseurs, qui sera longue à reconquérir.

La chute est rude pour le néerlandais, désigné « Distributeur de l'année 2001 ». C'est la première fois qu'une société européenne, et non des moindres, est ainsi mise en cause. Présent dans 24 pays au travers de 8.500 supermarchés, Ahold sert 35 millions de consommateurs. Son chiffre d'affaires 2001 est de 66,6 milliards d'euros. En poste depuis 10 ans et précédemment à la tête de Royal Dutch Shell, le président **Cees van der Hoeven** a démissionné immédiatement, ainsi que son directeur financier, **Michael Beurs**.

Que s'est-il passé exactement ? Deux filiales sont mises en cause : **US Foodservice**, aux Etats-Unis (59 % du CA d'Ahold 2001), et **Disco**, en Argentine (7 % du CA 2001 a été réalisé en Amérique latine).

US Foodservice est accusé d'avoir « gonflé » ses résultats opérationnels 2001 et 2002 de l'ordre de 500 millions de dollars. La méthode : comptabiliser une partie de la croissance externe dans la croissance organique, ne pas déduire les coûts de restructuration de la valeur des sociétés acquises – par endettement –, et surévaluer le résultat d'exploitation par des éléments exceptionnels, des profits immobiliers le plus souvent. Disco est accusé de malversations

comptables faisant suite au rachat par Ahold des intérêts minoritaires dans la société argentine.

### Ahold au coin

En conséquence, Ahold devra retraiter et republier les comptes des années en question. Le groupe a déjà averti que son bénéfice 2002 risque d'être significativement inférieur aux prévisions en raison de cette affaire. C'est le troisième « *profit warning* » du groupe en sept mois, son secteur d'activité connaissant en outre des difficultés.

La contraction de la capitalisation boursière du groupe alourdit d'autant le poids relatif de la dette, qui, elle, ne se dévalorise pas. Avec 12 milliards d'euros d'endettement pour une capitalisation ramenée à 3,3 milliards, le pouvoir des créanciers prime celui des actionnaires.

En janvier, les ratios d'endettement du groupe avaient déjà conduit l'agence de notation crédit **Moody's Investor Service** à réviser ses notes en baisse de deux crans. Cette semaine, **Standard & Poor's** a déclassé au rang de « créance pourrie » la dette du groupe. La situation des liquidités, déjà délicate avant cette affaire, est sous surveillance. Des cessions d'actifs, sans doute d'actifs stratégiques, paraissent difficilement évitables.

Comme pour Enron, le cabinet d'audit de la société, **Deloitte & Touche Tohmatsu**, est mis en cause. La Securities & Exchange Commission, la COB américaine, et Euronext ont ouvert une enquête portant notamment sur l'information financière diffusée par le groupe. Conciliant, le parquet d'Amsterdam a fait savoir qu'il ne disposait pas de suffisamment d'éléments pour ouvrir une procédure pénale.

### L'Enronite, une maladie contagieuse

L'impact de ce genre de révélations est d'autant plus important que les sociétés concernées sont des *majors* de leur secteur. Au sommet de sa gloire, Enron était la septième compagnie américaine par son chiffre d'affaires. Rival d'**AOL Time Warner**, le **Vivendi Universal** de Jean-Marie Messier fut le deuxième groupe mondial de communication. Le cas **Ahold** s'inscrit dans la même logique : le groupe néerlandais est le numéro trois mondial de la distribution, derrière l'américain **Wal Mart**, premier chiffre d'affaires du globe, et le français **Carrefour**.

Au plus haut de la bulle Internet, les fortes valorisations des sociétés technologiques ont tiré vers le haut l'ensemble des actions. Et ce d'autant plus que les analystes financiers, qui dépendent souvent de grands groupes bancaires, étaient impliqués dans l'affaire – de gré ou de force. Les sociétés cotées clientes d'une banque d'affaires bénéficiaient le plus souvent de recommandations d'achat de la part des équipes d'analystes appartenant au même groupe financier. Un facteur supplémentaire poussant les investisseurs à l'achat pour de mauvaises raisons. La logique de cette dérive est simple : par exemple, chez l'américain **Citigroup**, numéro un bancaire mondial, les carrières et les salaires des analystes étaient en grande partie du ressort des cadres supérieurs de la banque d'affaires. La boucle est bouclée.

Historiquement, cette crise est beaucoup plus grave que les krachs boursiers précédents, provoqués par des déséquilibres structurels ou des bulles localisées sur certains secteurs. L'affaire Enron a remis en question le fondement-même du système financier mondial : la confiance légitime du public dans les comptes des entreprises cotées.

### Et maintenant ?

La défiance des actionnaires grugés par de grandes compagnies s'est étendue à l'ensemble du marché. Les valeurs européennes de la distribution n'ont pas été les plus touchées par la chute d'Ahold. Sur les trois premières séances de la semaine, l'indice paneuropéen EuroStoxx 50 de la distribution a perdu 4,3 % quand l'indice généraliste EuroStoxx 50 reculait de 4,7 %. Ce sont les valeurs très endettées et/ou en manque de cash flow qui ont le plus souffert de cette nouvelle : en France, citons **Alstom**, **Suez** ou **Vivendi Environnement**.

Les actionnaires d'Ahold se retrouvent en première ligne. Des provisions pour dépréciation d'actif sont à prévoir. Fin 2001\*, près de 30 % des actionnaires du groupe étaient néerlandais (les plus importants : **Fortis**, **ING Group**, **Aegon**), 19 % nord-américains, 15 % britanniques (dont **CGNU**) et seulement 3 % français (dont **Axa**, exposée à hauteur de 70 millions d'euros).

\* source : communication Ahold, décembre 2001

## Les entreprises du tabac face à la pression de l'Etat

6 décembre 2002

16:44

7.300 signes

Le projet de loi de financement de la Sécurité sociale du 2 décembre dernier propose d'augmenter de 17,7 % les taxes pesant sur le tabac au 1<sup>er</sup> janvier 2003. Parallèlement, l'Union européenne a de nouveau restreint le type de supports publicitaires auxquels les cigarettiers peuvent recourir : à compter de 2005, la presse écrite, les ondes radio, Internet et les manifestations ayant un impact international (prix de Formule 1...) ne pourront plus vanter les mérites du tabac.

Tout à la fois enjeu de santé publique, activité économique et ressource fiscale, la manufacture de tabac reste un secteur bien portant.

### Le marché du tabac en France

Le tabac est un produit de grande consommation. La France compte environ 13 millions de fumeurs quotidiens, qui représentent 28,7 % de la population majeure. Avec des ventes de 14 milliards d'euros en 2001, les 33.000 buralistes constituent le premier réseau de commerce de proximité de France.

**Une forte demande.** Un peu moins d'un homme sur trois est un fumeur, contre environ une femme sur quatre. Les fumeurs de 15 à 18 ans sont de plus en plus nombreux : plus d'un garçon sur quatre est concerné. Cette proportion a tendance à augmenter, ce qui n'est pas le cas chez les filles, où elle s'est stabilisée à une sur cinq. Chez les majeurs, la tranche d'âge qui consomme le plus est celle des 18/34 ans (environ 38 % d'entre eux) suivie par celle des 35/44 ans (30 %).

Les **catégories socioprofessionnelles** sont d'autant plus concernées qu'elles sont modestes : près d'un ouvrier sur deux, le tiers des chômeurs, et plus du quart des employés, la catégorie la plus nombreuse de la population française. Pour ces CSP, la proportion de fumeurs enregistre une légère décroissance. Les cadres, avec 22,4 % de fumeurs, affichent un des taux les plus bas, ainsi que celui dont la diminution est la plus rapide.

La demande de cigarettes, qui représente 91 % des ventes de tabacs, a tendance à décroître : en France, 87,7 milliards d'unités ont été vendues en 1980, chiffre qui a culminé à 97,1 milliards d'unités en 1992, année record de consommation, avant de redescendre à 82,5 milliards en 2001. En volume, les ventes de tabac diminuent régulièrement depuis 1992 (-10 % de 1992 à 2000), alors que les ventes en valeur suivent la tendance inverse (+85 % sur la même période), principalement à cause de la hausse de la taxation.

**Une offre concentrée.** Rares sont les secteurs d'activité où la concentration internationale est aussi poussée que dans les tabacs manufacturés, ce qui contraste d'autant plus avec l'éclatement des producteurs de tabac brut. Les fusions se poursuivent toujours : c'est pour cette raison que le français **Seita** et l'espagnol **Tabacalera** ont donné naissance à **Altadis** en 1999. De même, **British American Tobacco**, numéro 2 mondial derrière **Philip Morris**, a racheté le fabricant de papier à rouler **Rizla** en 1997 et le cigarettier allemand **Reemtsma** en mai 2002, au nez et à la barbe d'Altadis.

En France aussi, la répartition des parts de marché de la cigarette en donne la mesure :

- L'américain **Philip Morris** tient **39 % de parts de marché**. Parmi ses marques, on trouve Marlboro, numéro 1 des ventes (29,5 % de parts de marché), et Philip Morris (numéro 7, 4,2 %) ;
- Le franco-espagnol **Altadis** détient **29 %** des parts de marché avec des marques comme Gauloises et Gitanes (brunes, numéros 2 et 3, avec 15,5 % des parts ; blondes, 6,9 %) ;
- L'anglo-saxon **British American Tobacco (BAT)** détient **17 %** des parts de marché et s'illustre avec des marques comme Winfield (numéro 4), Peter Stuyvesant et Lucky Strike ;
- Le nippon **Japan Tobacco International (JTI)** réalise **8,7 %** des ventes avec des marques comme Camel (numéro 6) et Winston (numéro 8).

## Le rôle de l'Etat

**Un intermédiaire de poids.** Si anciens monopoles des tabacs ont certes disparu, tel n'est pas le cas des taxes sur les tabacs, dont le poids augmente plus vite que l'inflation : la hausse moyenne annuelle, qui était de 5 % ces dernières années, est passée à 9 % début 2001 et sera de 17,7 % au 1<sup>er</sup> janvier 2003. Le montant des taxes sur le tabac est révisé deux fois par an, en janvier et en juillet.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2002, le **prix du paquet** de cigarettes moyen était de **3,60 euros**, selon la répartition suivante :

- 2,73 euros de taxes, soit **76 % du prix**, dont 59 points sont assis sur le consommateur au titre du droit spécifique à la consommation et 17 points au titre de la TVA ;
- 0,576 euro reviennent au fabricant, soit **16 % du prix** ;
- 0,288 euro reviennent au buraliste, soit **8 % du prix**.

En 2001, ces taxes ont rapporté **10,41 milliards d'euros à l'Etat**. Cette somme représentait 4,1 % des recettes fiscales 2001 de l'Etat et environ le cinquième du produit de l'impôt sur le revenu.

**Une politique de santé publique aux effets limités.** Frappant des hommes dans plus de neuf cas sur dix, 60.000 décès sont provoqués chaque année par des maladies liées à la consommation de tabac. Ce chiffre devrait passer à 165.000 morts à l'horizon 2025, dont près d'un quart seront des femmes. Les pouvoirs publics ont donc mis en place des filières spécifiques de soins, mené des actions de prévention et augmenté fortement la taxation des tabacs, dans une optique dissuasive.

Depuis 1980, pour une progression de près de 300 % des recettes fiscales, la consommation s'est réduite de 2,5 %. En outre, la hausse des prix suscite l'intérêt des contrebandiers : depuis l'année 2000, les saisies des Douanes dépassent les 200 tonnes annuelles, un niveau jamais atteint jusqu'alors.

L'augmentation des taxes reste indolore pour les fabricants de cigarettes, qui la répercutent toujours un peu plus sur le prix de détail : en 2001, pour 9 % de hausse des taxes, Altadis a augmenté ses tarifs de 10 %.

## Comportements des fumeurs & compétitivité des cigarettiers

**La fin des brunes.** Le type de cigarettes consommé a radicalement changé en 20 ans. En 1980, 70 % des cigarettes vendues en France étaient des « brunes », proportion qui a chuté à 30 % en 1992 et à 15 % aujourd'hui. Les tranches d'âges qui consomment des « brunes » sont aussi les plus âgées, les jeunes préférant désormais les tabacs blonds. C'est Altadis qui souffre le plus de la désaffection rapide des « brunes », qui était son créneau favori jusqu'à l'arrivée après la Guerre des premiers tabacs blonds américains. Alors que les « blondes » sont maintenant plébiscitées par les jeunes fumeurs, le groupe se recentre progressivement sur ce segment.

**Diversification des gammes.** L'offre de tabac profite autant du nombre de produits proposés que de leur diversité. Par exemple, le jeune fumeur achète en majorité des **cigarettes de marque** situées dans le milieu et le haut de gamme (Marlboro, Camel, Peter Stuyvesant). La qualité du produit vendu dans les différentes gammes varie beaucoup moins que son prix : acheter des Marlboro Light fait plus « branché » que des Gauloises blondes. Les Marlboro sont donc plus chères, alors que le produit est pratiquement le même. Sur ce segment aussi, l'image des produits Philip Morris est sensiblement meilleure que celle d'Altadis. Parallèlement, le renchérissement du tabac a poussé les fumeurs les plus modestes (qui sont aussi les plus nombreux) vers les **cigarettes bas de gamme en grands paquets**, comme ceux de 30 cigarettes qui ont assuré le succès des Winfield et des Golden American.

Sources : INSEE, Centre d'information et de documentation sur le tabac (CDIT, organisme professionnel), Ministère des Finances / Direction du Budget, Ministère de la Santé, intermédiaires.

**Opéra : bénéfice en hausse de 15 % en 2004**

3 mars 2005

11:45

1.546 signes

**L'action du groupe strasbourgeois de construction d'immeubles résidentiels Opéra Construction (mnémorique : OPCO), qui compte parmi les nombreuses belles performances du compartiment small caps ("C") de l'Eurolist depuis le premier janvier (+ 56 % !), a publié ses résultats 2004. Au fixing de 10 heures, l'action OPCO prend 2,48 % à 21,11 euros. Merci à la faiblesse des taux, à la pénurie de logements neufs, ainsi et peut-être surtout à la loi de Robien sur l'investissement locatif !**

Sur l'exercice passé, le résultat net part du groupe prend 15,7 % à 3,82 millions d'euros, alors que le résultat d'exploitation prend 4 % à 6 millions d'euros. Le REX représente cette année encore le dixième des ventes.

Les réservations enregistrées en 2004 atteignent 73,7 millions d'euros, en hausse de 5,7 % sur un an. A fin décembre 2004, les réservations se montaient à 33,7 millions d'euros, soit 6 mois de chiffre d'affaires.

**MAINTIEN DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION, MAIS CAPITAL DOUBLE**

Par ailleurs, l'endettement du groupe, en baisse depuis 2001 et déjà faible en 2003, est nul en 2004. Le "gearing" (ratio endettement financier/fonds propres) était de 0,39 en 2003, il est de 0 en 2004.

L'assemblée générale d'Opéra, prévue pour le 2 juin 2005, se prononcera sur une de dividende net de 0,47 euro, en chute apparente de 41 % par rapport aux 0,80 de l'année précédente. Mais entre temps, le capital de l'entreprise a été doublé de un à deux millions de titres. Ce qui conduit finalement à un maintien de la politique de redistribution.

Rappelons que le fondateur d'Opéra, Claude Danner, détient 80 % des parts et qu'hors investisseurs institutionnels, le flottant est inférieur à 5 %.

## Or : nouveau record pour l'once de métal fin à Londres aujourd'hui

10 octobre 2005

18:34

3.030 signes

**S'il est un marché qui accumule les records en ce moment, c'est bien celui de l'or. Discrètement, le métal fin ne cesse de voir sa valeur monter dans toutes les monnaies, en dollars d'abord, et depuis quelques mois en euros. Qu'on en juge : lors du premier fixing de la journée sur le marché international de Londres, référence en la matière, l'once\* cotait 393,81 euros et 477,50 dollars US. Du jamais vu depuis que la création de l'euro ! Depuis le premier janvier 2005, l'once d'or a gagné 22,5 % en euros – soit davantage que l'indice CAC 40 sur la même période –, et seulement 10,6 % en dollars US.**

Des performances relatives à tempérer par un recul de l'euro de 11 % contre le dollar américain depuis le début de l'année. Mais quelque soit la devise dans laquelle est libellée, l'once d'or n'avait jamais valu aussi cher depuis 1987.

La demande d'or, dont l'usage principal reste la joaillerie, reste soutenue : elle a augmenté de plus de 20 % au premier semestre 2005, selon le Conseil mondial de l'Or, en grande partie grâce à la très forte progression de la demande d'or d'investissement. Et ce en dépit de l'accord qui permet à 14 banques centrales des pays d'Europe – zone euro, Suisse et Royaume-Uni –, qui détiennent officiellement 13000 tonnes de métal jaune (et 8000 pour la seule Fed des Etats-Unis), de céder jusqu'à 500 tonnes par an. Les banques centrales européennes ont déjà épuisé leur quota de 2005 et ne pourront donc plus céder de métal d'ici la fin de l'année, ce qui peut soutenir la hausse des cours.

Car ces ventes influent grandement sur le marché : selon l'organisme statistique britannique GFMS, les mines n'ont produit en 2004 que 2464 tonnes d'or (t), alors 3494 t ont été consommées. Les 1030 t qui séparent ces deux chiffres proviennent du recyclage d'or et des ventes des banques centrales, sans qui le marché serait fortement déséquilibré. Notons cependant qu'en 2004, cela n'a pas empêché la demande d'or d'excéder l'offre de 152 t.

### QUELLES PERSPECTIVES DE COURT TERME ?

Bien sûr, l'arrivée de fonds d'investissement n'est pas étrangère à la montée rapide des cours, ce qui ne permet pas d'écarter une consolidation dans les semaines qui viennent, si certains d'entre eux étaient tentés de prendre leurs bénéfices.

D'ailleurs, selon une note de recherche publiée ce matin par la Standard Bank de Londres, banque internationale présente dans le négoce des métaux, *"l'or n'en approche pas moins de niveaux auxquels il peut être considéré comme 'suracheté'"*.

Pour l'heure, selon le site spécialisé TheBullionDesk.com, les 480 dollars sont dans la ligne de mire des gestionnaires de fonds. Mais toujours selon ce site, toute baisse du métal jaune constituerait une opportunité de renforcer ses positions, non de vendre. D'ailleurs, sur le Nymex américain, le contrat à terme sur l'once d'or livrable en décembre 2008 se négocie à 545 dollars, près de 15 % au-dessus du cours au jour le jour, dit 'spot', inférieur pour l'heure à 475 dollars.

### LES COURS DE L'OR DU LUNDI 10 OCTOBRE 2005

Marché de Londres (LBMA), cours de l'après midi : 392,37 € / 473,20 \$

Marché spot de New York (Nymex) : 474,60 \$

Marché de Paris (CPR Or) : Napoléon 71,5 €, lingot : 12500 €

\* une once 'troy' d'or = 31,103 grammes

**Le pétrole repart à la hausse, les données publiées sont contradictoires***8 décembre 2004**16:25**2.000 signes*

**Ce n'est pas la première fois et ce n'est sans doute pas la dernière que les statistiques des stocks de produits pétroliers américains sont contradictoires. A noter que la contradiction suit constamment la même direction : les statistiques fédérales sont toujours plus optimistes que celles des professionnels du secteur... La transparence a encore frappé, et le marché s'en trouve désorienté. Ainsi le baril de brut du Nymex, qui était sous les 41 dollars après les chiffres officiels, repasse-t-il à 42,4 dollars (+ 2,27 %), quand le Brent londonien reprend 1,19 % à 37,36 dollars après les estimations contradictoires de l'API. Ce qui n'est rien par rapport aux cours des distillats, qui s'envolent dans des proportions bien supérieures !**

Ainsi donc, selon l'Agence d'information sur l'énergie (AIE) des Etats-Unis, les stocks de produits distillés ont grimpé de 1,4 million de barils (mb) à 119,3 mb au cours de la semaine achevée le 3 décembre. De leur côté, les stocks de pétrole brut ont gagné 600000 barils à 293,4

millions de barils, tandis que les stocks d'essence ont augmenté de 2,4 mb à 208,1 mb.

En revanche, l'association professionnelle American Petroleum Institute (API) estime que les stocks de produits distillés ont reculé de 1,2 million de barils à 120,8 millions de barils, tout en confirmant la reconstitution des stocks de brut (586000 barils de mieux) et d'essence (2,6 millions de barils).

LE GALLON DE FUEL DECOLLE DE 4,6 % !

Manifestement, le marché choisit de croire davantage les statistiques de l'API que celles de l'administration fédérale. Si l'essence est cruciale en été lors des départs en vacances (tout spécialement en juillet, où les cours ont atteint des pics historiques cette année), à cette période de l'année, c'est le fuel de chauffage qui est le plus demandé : ce n'est pas un hasard si le gallon au prix de gros décolle ce soir de... 4,61 % à 1,28 dollar, quand l'essence ne prend que 1,68 % à 1,10 dollar. Des chiffres en tout cas supérieurs à ceux du baril de brut.



## La Chine repousse les demandes américaines de réévaluation accélérée du yuan

13 octobre 2005 15 :15

2.121signes

**Le ministre chinois des Finances Jin Renqing a opposé une fin de non-recevoir à peine voilée aux Etats-Unis en déclarant que son pays libéraliserait son système de changes à son propre rythme et conformément à ses propres intérêts. "Utiliser la réévaluation du renminbi (ou yuan) pour corriger les déséquilibres mondiaux, en particulier ceux de certains pays, est impossible, et ce n'est pas non plus nécessaire", a-t-il déclaré à la presse avant la réunion des ministres des Finances et des banquiers centraux du G20, qui aura lieu ce week-end près de Pékin.**

*"En ce qui concerne sa monnaie, la Chine progressera pas à pas vers son objectif, mais nous ne nous laisserons pas guider par d'autres peuples."*

La Chine, qui a réévalué le yuan de 2,1% le 21 juillet et a renoncé à son système de parité fixe par rapport au dollar, réforme son système de changes en tenant compte de ses propres intérêts, a-t-il poursuivi. *"Le gouvernement chinois a clairement indiqué qu'il mènerait une économie de marché et laisserait par conséquent le marché jouer un rôle plus important dans la détermination des taux de change", a-t-il dit.*

Mais il a aussitôt ajouté : *"Quelles qu'elles soient, nos décisions ne seront pas fondées sur les déficits commerciaux avec certains pays, mais sur la balance commerciale totale de la Chine avec le reste du monde."*

En écho à ces propos, le porte-parole du ministère des Finances Kong Quan a déclaré à la presse que la réforme du yuan incombait à la Chine. *"La question des taux de change relève de la souveraineté nationale. La Chine effectuera ses réformes (financières et monétaires) à son propre rythme et de la manière qu'elle estimera la plus appropriée et la plus favorable à la fois pour l'économie mondiale et pour l'économie de la Chine", a-t-il déclaré.*

Ces deux interventions constituent une réponse sans ambiguïté aux nombreuses interventions du secrétaire américain au Trésor John Snow. Celui-ci exhorte la Chine à laisser le yuan s'apprécier plus rapidement afin de réduire l'énorme déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine, qui a atteint 162 milliards de dollars l'année dernière.

## La Chine toujours d'accord sur le principe d'une réévaluation du yuan, mais plus tard

25 janvier 2005 16 :07

5.700 signes

**Tout le monde s'y met, mais rien n'y fait. Comme tout pays qui se respecte, la Chine considère sa politique monétaire de la Chine comme un élément de sa souveraineté économique, qu'on se le dise et répète. Voire qu'on se le tienne pour dit. C'est en substance ce que Pékin semble répondre aux insistantes demandes des occidentaux habitant de part et d'autre de l'Atlantique.**

### EXIGENCES AMERICAINES

La première à mener la charge contre la parité fixe yuan-dollar fut l'administration présidentielle des Etats-Unis, qui a ces derniers mois exercé une pression vigoureuse sur les officiels chinois. Washington estime que la parité qui fixe la valeur du dollar US à 8,28 yuans donne aux produits chinois un avantage inéquitable à l'exportation. En effet, la baisse de valeur relative du dollar depuis deux ans ne produit donc aucun effet sur le commerce américano-chinois, à la différence de celui provenant des autres zones monétaires (dollars canadien et australien, euro, ...). C'est l'effet contraire de celui que les Etats-Unis cherchent à donner au dollar en le laissant de facto tomber, même s'ils prétendent officiellement soutenir le dollar fort. "Faites ce que je dis, pas ce que je fais".

Unique résultat : la Chine a verbalement approuvé la perspective d'une cotation sur les marchés du yuan, et donc de son flottement. Mais elle n'a jamais donné de date et indique depuis, pratiquement à chaque communiqué, que le moment n'est pas encore venu. Et que rien en presse.

### MISES EN GARDE EUROPEENNES

Depuis le début de l'année 2005, l'Europe est également montée au créneau, par la voix de la Banque centrale européenne plus que des gouvernants. L'établissement de Francfort affirme que la zone euro ne doit pas être la seule à supporter la dévalorisation du dollar. Elle vise ainsi les politiques de changes des banques

centrales asiatiques, qui subventionnent de fait leur économie d'exportation en achetant bien plus de dollars US que ne le permet leur excédent commercial. De facto, les pays asiatiques soutiennent artificiellement leur devise par rapport au dollar afin de maintenir leurs parts de marché ; un peu sur le registre du Japon et de la Chine, grands acheteurs de T Bonds américains dont la frénésie s'est dernièrement renforcée. Bien au-delà de ce que permet leurs entrées en devises.

Revenant à la charge en fin de semaine dernière, la BCE a estimé qu'agir ainsi expose les banques en question à de lourdes pertes de change qui plomberaient leurs capacités de régulation. Décidément, la banque semble considérer que *"too big to fall"* ("trop important pour s'effondrer") n'est pas un dicton pertinent, même pour le dollar américain.

### LITANIE CHINOISE

Au lendemain de la critique européenne, et pour ne pas changer, ce 25 janvier, Pékin a répété sa nouvelle antienne : *"la Chine ne dispose pas des conditions pour ajuster le taux de change du renminbi* ["devise du peuple" en chinois, nom officiel du yuan, NDLR] *à l'heure actuelle"*, a déclaré à Reuters Li Deshui, un responsable du bureau national de la statistique siégeant au conseil de politique monétaire de la banque centrale chinoise.

*"Pouvons-nous réunir de telles conditions en un ou deux jours ?"*, a-t-il continué. *"Cela nécessite un processus. Nous avons besoin d'un plan qui soit bon et faisable, et la formulation d'un tel plan prend aussi du temps"*. Notons que les marchés de changes et de produits dérivés bruisaient de rumeurs ces dernières semaines, des traders conseillant d'acheter des yuans en prévision d'une prochaine libre cotation de la devise, qui à cette occasion devrait mécaniquement se réévaluer face au dollar US.

## PROCHAINE ETAPE : LE G7, LES 4 & 5 FEVRIER

Le prochain rendez-vous international où il sera vraisemblablement question de la politique asiatique de changes est fixé au 4 et 5 février, dates auxquelles ministres des Finances et banquiers centraux du G7 devraient l'évoquer. Ou du moins en parler entre eux.

## LES BANQUES CENTRALES VOTENT AVEC LEURS RESERVES

Mais le yuan est-il le premier problème du marché des changes ? C'est plutôt la monnaie de réserve internationale qu'est le dollar américain qui se retrouve malmené. Chaque jour un peu plus. Pour preuve, ce lundi 24 janvier, une étude réalisée auprès de 65 banquiers centraux a été publiée par la société spécialisée londonienne Central Banking Publications. Selon les résultats, 70 % des gestionnaires déclarent avoir accru leurs positions en euros entre septembre et décembre 2004, principalement au détriment du dollar US. La BCE n'est donc pas la seule à prendre très au sérieux l'érosion rapide du dollar.

*"L'affaiblissement du dollar devrait inciter beaucoup de banques centrales à réduire davantage la part de leurs réserves libellée en dollars : cela pourrait même se traduire par le*

*fait que certaines banques centrales seront des vendeurs nets de dollars",* indique la société. *"Il y a donc un changement net d'attitude des banquiers centraux depuis la dernière étude du genre, qui remonte à novembre 2002",* poursuit Central Banking.

Ce qui est inquiétant, car ce sont les banques centrales asiatiques qui épongent désormais la majorité des émissions de dette publique américaine. Et non plus les investisseurs privés, dont le sentiment à l'égard des obligations d'Etat US est plus que baissier. Certes, pour le moment, les actions et obligations privées restent attirantes. Quoi qu'il en soit, *"les banques centrales continuent certes à financer le déficit des comptes courants des Etats-Unis, mais les Etats-Unis ne peuvent plus compter autant que par le passé sur cette source de financement",* a souligné Central Banking Publications.

Et de conclure : *"la diversification au détriment du dollar a lieu plus rapidement que ce qui était anticipé il y a deux ans".*

\* Renminbi : nom officiel de la devise chinoise, qui signifie « devise du peuple ». Mais l'unité de compte couramment usitée se nomme « yuan », qui se divise en « jiao » (1/10<sup>ème</sup> de yuan) et en « fen » (1/100<sup>ème</sup> de yuan).

## Silvio Berlusconi parle de revenir sur l'indépendance de la BCE

8 juin 2004

16 :39

2.000 signes

**Le président du Conseil italien Silvio Berlusconi a renouvelé aujourd'hui sa charge contre la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). De nouveau, il l'a illustré d'arguments dénotant d'une rare maîtrise de la macro-économie. "Nous n'avons cessé de demander à la BCE de réexaminer ses taux pour réduire la parité euro-dollar", déclare le magnat des médias italiens dans le magazine Gente. "Si cela ne se produit pas, je pense qu'il nous faudra avoir en vue un comité politique composé de représentants des gouvernements qui travaille avec la BCE", a-t-il déclaré.**

Silvio Berlusconi plaide pour une baisse de l'euro face au dollar US afin de faciliter les exportations européennes ; le tissu de PME exportatrices du Nord de l'Italie et leur proximité avec le pouvoir de Rome n'est certainement pas indifférent à ces prises de positions. Les patronats des différents pays de la zone euro tiennent régulièrement des discours similaires, notamment en France. Surtout en Italie, où l'avènement de l'euro a mis fin à la culture des dévaluations compétitives, qui étaient monnaie courante du temps de la lire.

Le 25 mai, il s'était déjà fait remarquer par une déclaration navrante à ce sujet, en évoquant dans

des termes dithyrambiques la hausse de l'euro face au dollar. *"Je suis un Européen convaincu, mais je ne crains pas de dire que ceux qui tiennent les rênes de la monnaie unique font des choses complètement erronées"*, disait-il alors à Milan. *"Nos stratégies de l'économie européenne"*, disait-il en substance, ont maintenu l'euro à une valeur trop élevée *"d'une manière inconcevable et inconsiderée"*, argumentait-il, pestant contre la valeur *"excessive"* de l'euro.

Sauf que ce n'est pas l'euro qui monte face au dollar, comme le sous-tend ce raisonnement, mais le dollar qui, relativement, descend. Car la masse de billets verts en circulation augmente à un rythme très rapide, ce qui n'est possible que grâce à... la politique monétaire accommodante de la Fed, dont les taux courts maintenus à un niveau historiquement bas (1 % contre 2 % pour la BCE) inondent les marchés de dollars, en en diluant la valeur en devises étrangères. En effet, la parité euro-dollar est loin d'être la seule en cause : le dollar américain a également baissé contre les dollars australien et canadien, le rand sud-africain, etc... Parfois même dans des proportions plus marquées qu'avec la monnaie unique européenne !

Ce qui est loin, très loin d'être équivalent.

## La Bourse de Paris s'enfonce dans la déprime

Ven. 26 août 2004

17:51

3.850 signes

**Et de cinq ! Toutes les séances de la semaine se seront soldées par une performance négative, l'indice CAC 40 terminant ce vendredi sur une baisse de 0,82 % à 4342 points, dans un volume de 2,7 milliards d'euros. C'est également le plus bas de la séance. Toutes les séances se seront soldées par des pertes cette semaine : - 3,23 % sur cinq jours ! Côté EuroStoxx 50, la baisse du jour est de 1,02 % à 3225 points.**

Le baril de brut reste proche de son nouveau record de 68 dollars atteint en début de semaine, à 67,20 dollars ce soir.

Passons en revue les nouvelles statistiques de la journée. Selon la BCE et en données provisoires, la croissance de la masse monétaire mesurée par l'agrégat M3 s'est accélérée en juillet à 7,9 % sur douze mois, après une expansion révisée pour juin de 7,5% à 7,6%. La demande de crédits immobiliers n'y est pas pour rien. La prévision moyenne de économistes était d'une expansion annuelle nettement moins rapide, à 7,3 %. Mais attention : l'objectif de hausse de l'agrégat M3 fixé par la BCE est de 4,5 %, et il est aussi officiel que l'objectif d'inflation de 2 % l'an. Voilà qui ne plaide pas en faveur d'une détente des taux courts européens...

Pour ne rien arranger, l'indice de confiance du consommateur calculé par l'université du Michigan s'enfonce en août à un peu plus, à 89,1 points en données définitives, contre 92,7 en première estimation et 96,5 en juillet. Les économistes attendaient en moyenne un indice à 92,7 points.

Puis le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, a soufflé le chaud et le froid dans un discours très attendu pour le symposium de la Fed à Jackson Hole, dans le Wyoming. Il a souligné la capacité de l'économie américaine à résister à la hausse du cours du pétrole, qui vole de records en records.

Il est aussi revenu sur la hausse de pouvoir d'achat permise par l'appréciation d'actifs tels que les actions et les investissements

immobiliers, pour les relativiser. *"Une telle augmentation de la valeur de marché est trop souvent considérée comme structurelle et permanente"*, a-t-il déclaré.

Puis Alan Greenspan a également tenu des propos inhabituels pour un président de banque centrale. *"Nos prévisions et donc notre politique sont de plus en plus menées par les variations des prix des actifs"*. Jusqu'à présent, l'inflation était l'indicateur central, et la Fed ne réagissait qu'en cas de krachs, boursiers ou immobiliers. Jamais les bulles ne l'avaient effrayé. Mais les choses changent : les prix des classes d'actifs (actions, obligations, immobilier) déterminent désormais la politique monétaire. Dont acte.

Car des prix excessifs sont source de déséquilibres : *"Une partie des déséquilibres économiques de l'Amérique, en particulier l'important déficit courant et le boom de l'immobilier, peuvent être rectifiés par des ajustements sur les prix, les taux d'intérêt et les taux de change plutôt que par des changements plus violents sur la production, les revenus et l'emploi"*. Peut-on être plus clair ?

L'immobilier en prend pour son grade... Sachant que les ménages américains ont l'habitude, une fois que le bien immobilier qu'ils ont acheté à crédit a vu sa valeur augmenter, d'aller à la banque et de demander un prêt hypothécaire de plus (*'second mortgage'*) d'un montant égal à la différence de prix constatée. Puis ils utilisent cet argent obtenu par ce qu'on appelle *"l'extraction de valeur"* (*'value extraction'*) pour des dépenses courantes, 4x4, écran plasma ou tout simplement les fin de mois. Ce qui soutient la consommation des ménages américains, qui représente les deux tiers de la croissance du PIB.

Bref, des dépenses de court terme financées par une ressource – et une dette – de long terme. Cela n'a rien d'équilibré, et n'est absolument pas pérenne. Alan Greenspan, qui s'est longtemps félicité de la contribution de la *"value extraction"* à la croissance, avertit maintenant que cela pourrait ne pas durer. A suivre...

## La Bourse de Moscou a pris 60 % depuis le premier janvier

11 octobre 2005

15:37

2.200 signes

**En Bourse, les bonnes affaires ne sont pas le privilège de l'Ouest ! Ainsi l'agence officielle russe RIA Novosti indique que l'indice RTS (pour 'Russian Trading System') du marché d'actions de Moscou libellé en dollars US a progressé de l'ordre de 60 % depuis le premier janvier, et cote actuellement 994 points. A comparer a l'indice EuroStoxx 50 des grandes valeurs de la zone euro, qui gagne de l'ordre de 15 % sur la même période.**

Selon RIA Novosti, *"au troisième trimestre, l'indice RTS s'est envolé de 40% accusant le rythme de croissance le plus élevé parmi les 79 principaux indices boursiers du monde surveillés par l'agence Bloomberg. Récemment, il a franchi la barre des 1000 points. Selon le vice-premier ministre Alexandre Joukov, la capitalisation boursière de l'ensemble des entreprises industrielles russes a atteint 410 milliards de dollars".* Et l'agence d'ajouter : *"sans l'affaire Yukos, le RTS aurait pu accéder plus tôt à la barre des mille points".*

A titre comparatif, celle de la Bourse de Paris était en septembre de 1300 milliards d'euros environ.

Certes, les valeurs des secteurs pétrolier et gazier contribuent pour un part notable de cette hausse, d'autant que l'ouverture du capital du monopole gazier russe Gazprom se profile, et l'affaire Yukos semblant se faire oublier.

Les officiels russes se félicitent également de la stabilité macroéconomique du pays, et du remboursement anticipé par la Russie de sa dette au Club de Paris. Le risque politique, souvent évoqué au moment de l'affaire Yukos, devient moins inquiétant aux yeux des investisseurs étrangers.

La hausse des indices boursiers russes repose en partie sur la demande étrangère de titres, ce qui prouve que le pays reste attractif pour les investisseurs étrangers, que ce soit en termes de sécurité des affaires comme en termes de perspectives macroéconomiques.

L'agence regrette enfin que le marché d'actions russe reste peu prisé par la population, qui préfère capitaliser ses économies sur des livrets bancaires et ne connaît pas grand' chose au fonctionnement d'un marché de valeurs. Alors pourtant que les levées de fonds devraient continuer à croître bon train en Russie.

---

### → Qui sont les éditeurs ?



*La Chronique Agora* est l'édition française du Daily Reckoning américain, un courriel quotidien au ton enlevé et "contrarien" publié par les Publications Agora, que leur fondateur William Bonner dirige depuis la France.

*Vos Finances - La Lettre du Patrimoine* est l'une des lettres patrimoniales éditées par Agora.



Money.fr : spécialisé dans l'hébergement de services en ligne, **Jet Multimédia** est contrôlé par 9 Telecom (groupe Louis-Dreyfus & Cie). En février 2001, Jet a racheté à DI Group (quotidien *La Tribune*) **Victoire Multimédia**, une filiale chargée de la vente de flux de cotations et d'un flux éditorial boursier réalisé par une équipe de journalistes financiers. Money.fr est le site-vitrine des contenus financiers de Jet Multimédia, qui sont également diffusés sur France 2 Bourse.