

Choc financier et prix des matières premières

Olivier BIZIMANA

Direction des Études Économiques

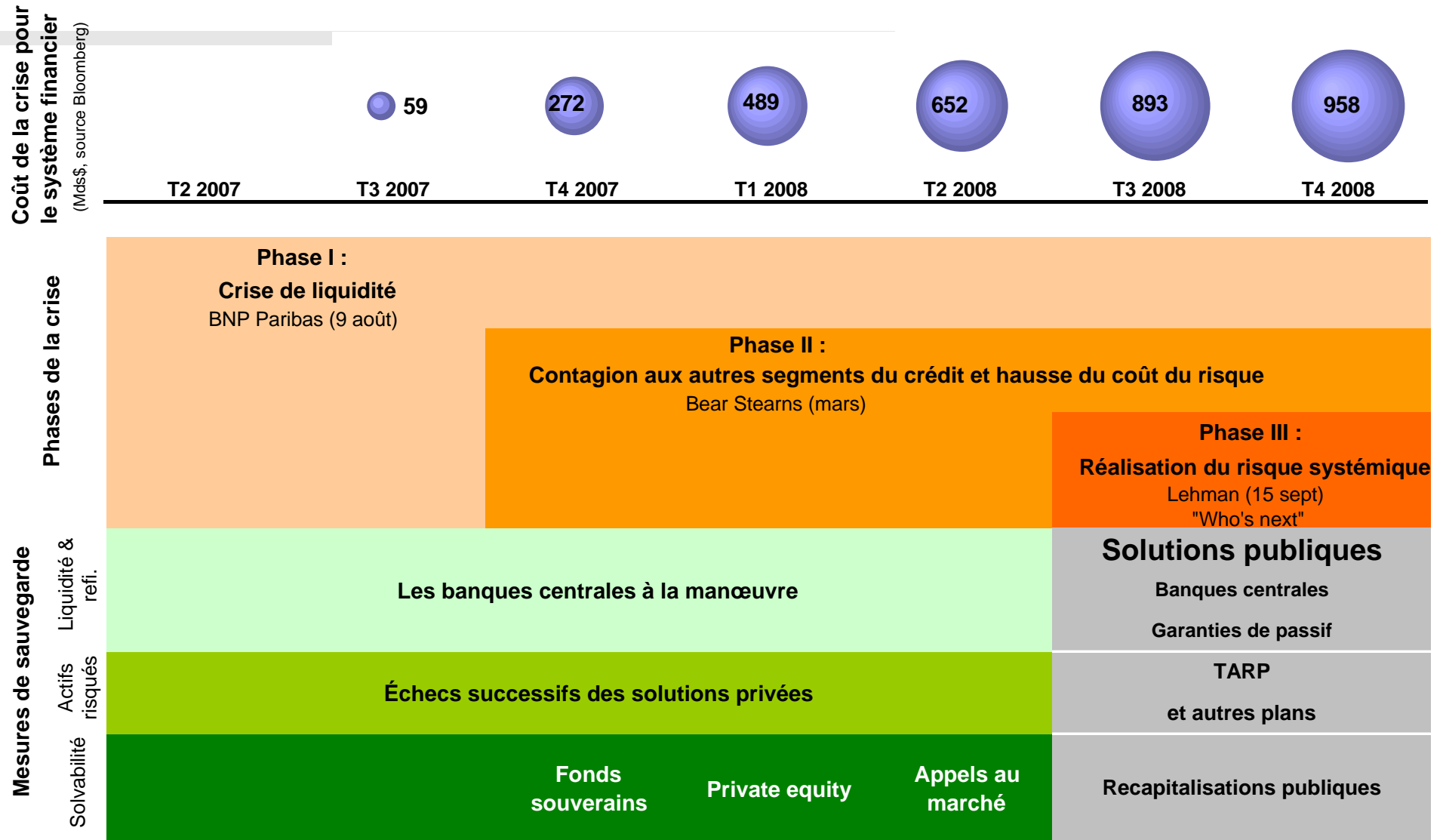
<http://kiosque-eco.credit-agricole.fr>

15 décembre 2008



CRÉDIT
AGRICOLE S.A.

Un peu d'histoire : une crise financière particulièrement longue



Choc financier, prix des matières premières & bulle spéculative

Crise financière: phase I (T2 – T3 2007)

➤ Crise de liquidité (subprime)

- ✓ Récession immobilière aux US
- ✓ Croissance dynamique dans le Rdm

Crise financière: phase II (T4 2007 – T2 2008)

➤ Contagion aux autres segments du crédit et hausse du coût du risque

- ✓ Assouplissement monétaire aux US, attentisme dans le Rdm
- ✓ Baisse du dollar, chute des bourses
- ✓ Amplification de la hausse des matières premières
- ✓ Hausse de l'inflation mondiale, craintes de spirale inflationniste...

Crise financière: phase III (T3 2008 - ...)

➤ Matérialisation du risque systémique

- ✓ Détérioration des perspectives de croissance mondiale, chute des bourses
- ✓ Ventes de detresses, « Home bias », regain de volatilité sur les marchés
- ✓ Appréciation du dollar, chute des cours des matières premières
- ✓ Baisse de l'inflation, assouplissement monétaire mondial...

Anticipations

↑ de la demande

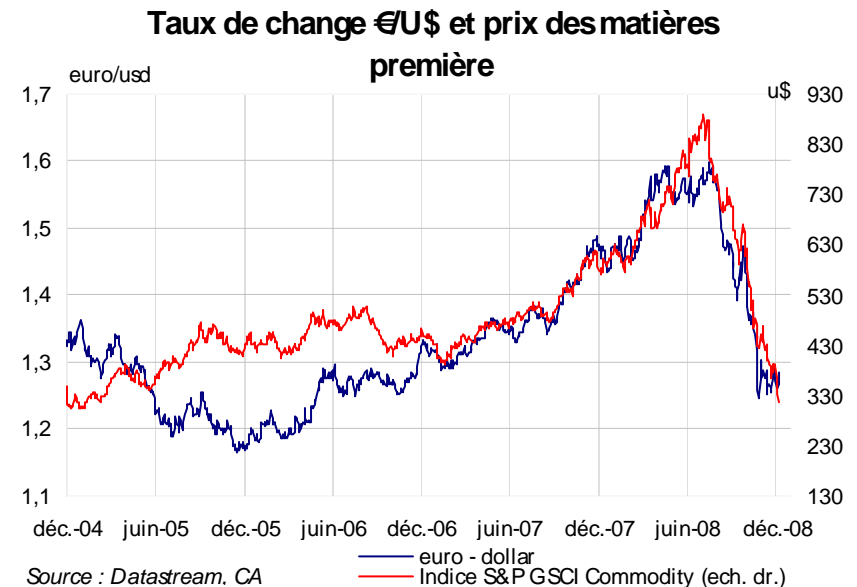
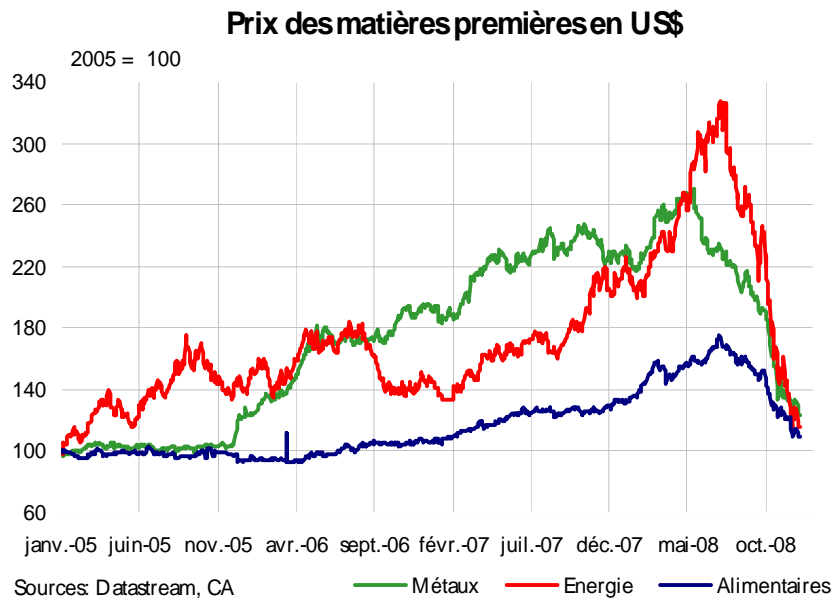
↑ de la demande

↓ de la demande

Dynamique du dollar & prix des matières premières

➤ **Phase II:** la dépréciation du dollar, résultant de la crise financière et des baisses des taux de la Fed, a contribué à l'augmentation du prix des matières premières:

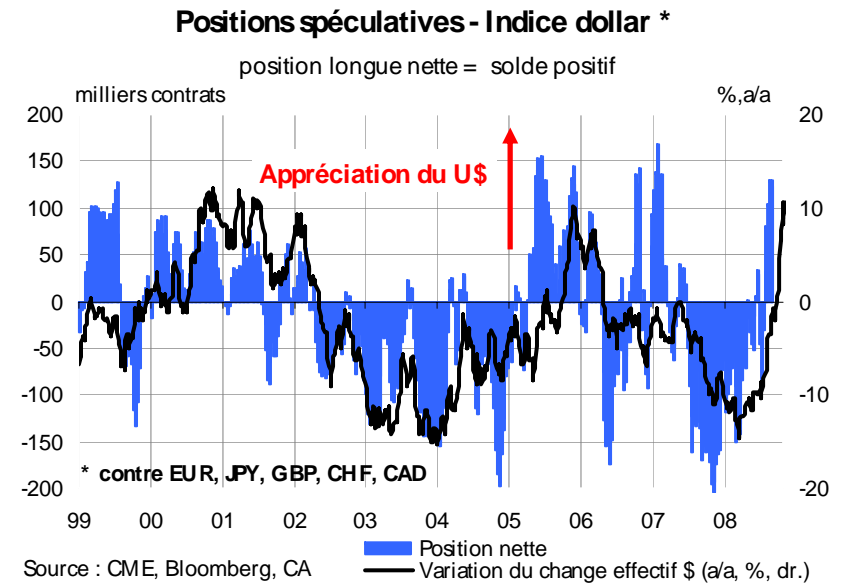
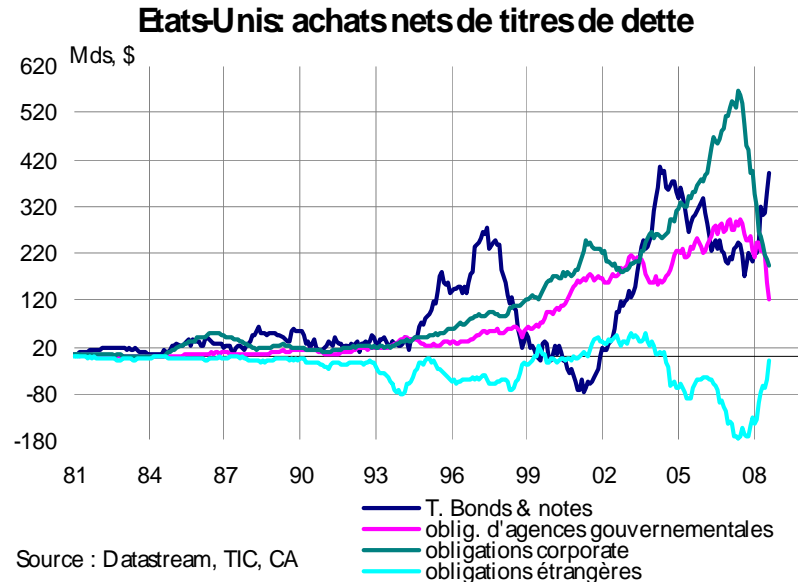
- ✓ Stimulation du pouvoir d'achat des consommateurs (pays hors zone dollar);
- ✓ Réduction des revenus en monnaies locales des pays producteurs;
- ✓ Diminution du rendement en monnaie étrangère des actifs financiers en dollar (matières premières actifs de substitution);
- ✓ Actif de couverture contre le risque inflationniste (hausse du coût des intrants et donc de l'inflation).



Risque systémique, « safe havens » & dollar

➤ Phase III: l'approfondissement de la crise financière s'est traduit par des flux favorables au dollar:

- ✓ Valeur refuge en période d'incertitude.
- ✓ Le deleveraging et les pertes sur les marchés boursiers ont contraint les investisseurs institutionnels/fonds de pension à racheter du dollar pour couvrir leurs positions courtes ou pour rembourser leurs dettes libellées en dollar.
- ✓ Rapatriement des fonds désinvestis sur les marchés risqués (« Home bias »).

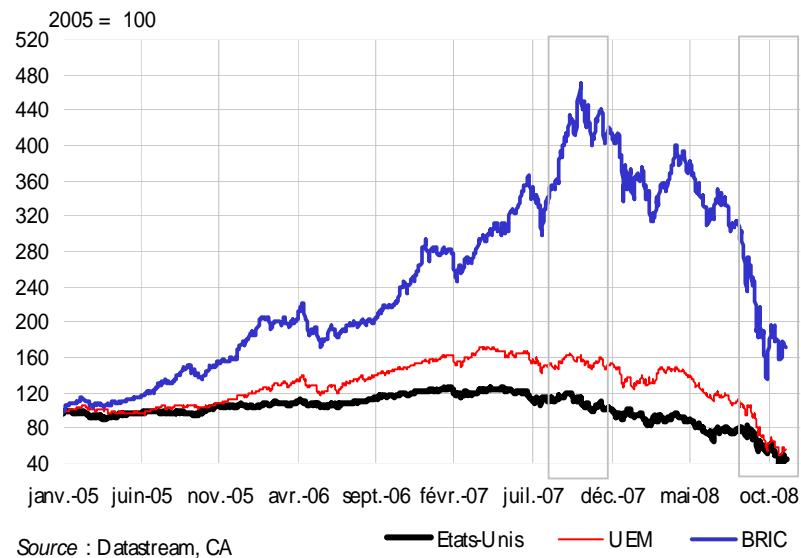


Anticipations, bulle spéculative & prix des matières premières

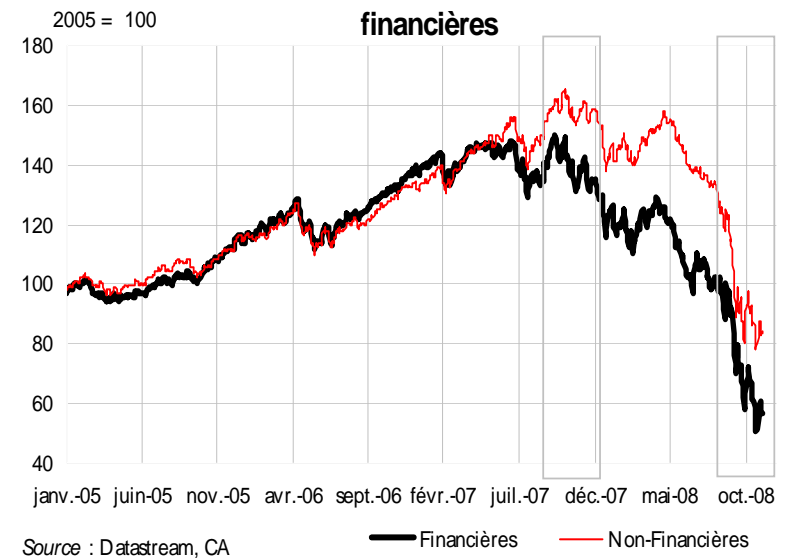
➤ L'illusion du découplage

- ✓ **Phase II**: baisse des valeurs financières aux US (épicerie de la crise)...résistance en Europe et hausse dans les émergents
- ✓ **Phase III**: les banques d'abord puis contagion généralisée début octobre : anticipations de récession, contagion psychologique et mécanique (ex. hedge funds)...
- ✓ ...le reste du monde suit

Bourses mondiales: valeurs financières



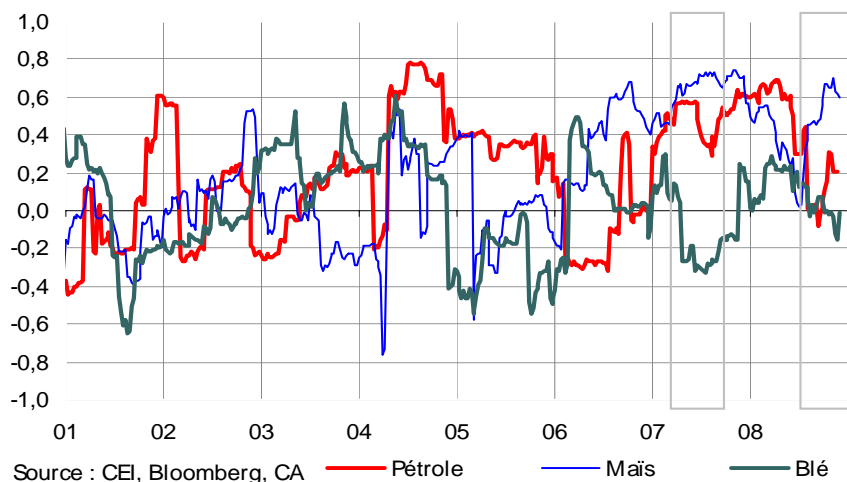
Bourses mondiales: valeurs financières & non financières



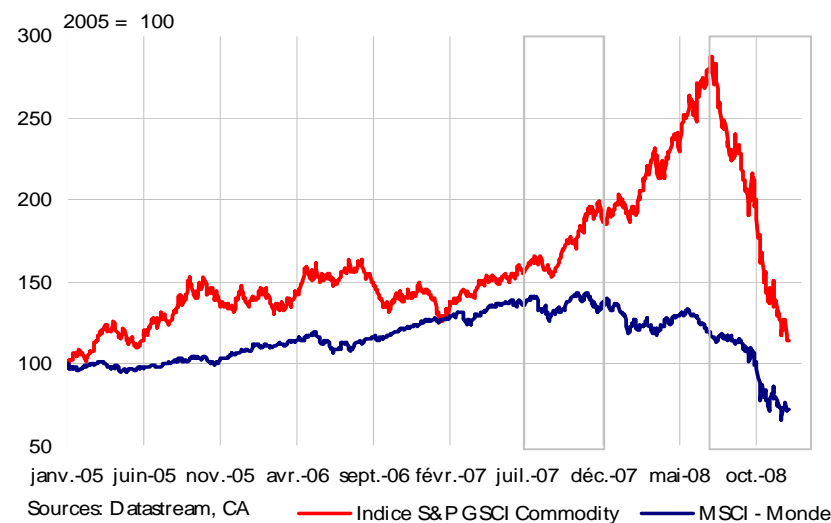
Anticipations, bulle spéculative & prix des matières premières

- Une corrélation positive entre les évolutions des positions nettes non commerciales (positions spéculatives) et les cours de la plupart des matières premières.
- Les «Index Traders» ont potentiellement contribué à amplifier la hausse des cours:
 - ✓ Les décisions de placement sont motivées par des considérations d'allocations d'actifs (faible élasticité au prix);
 - ✓ Les marchés des contrats à terme sur les matières premières représentent une faible part des marchés financiers ⇔ des mouvements importants de fonds ont donc un impact plus fort sur les prix ;
 - ✓ La stratégie de ces investisseurs consiste à acheter des contrats futurs et à renouveler continûment leurs positions.
- Le retournement des marchés boursiers a été le principal facteur ayant poussé les investisseurs, institutionnels notamment, à la recherche de rendements élevés à se tourner vers les marchés à termes des matières premières plus attractifs (**Phase II**).
- Crise systémique ⇔ débouclage des positions risquées (**Phase III**).

Positions spéculatives et prix spot
(corrélations glissantes des variations hebdomadaires sur 24 semaines)



Matières premières et marchés actions



Anticipations, bulle spéculative & prix des matières premières

➤ Les évolutions des cours s'expliquent-elles par la spéculation?

✓ Pour quasiment toutes les matières premières retenues, les mouvements des positions spéculatives suivent les fluctuations des cours. En d'autres termes, c'est la hausse (baisse) des prix qui influence la spéculation sur les marchés des matières premières, et pas le contraire.

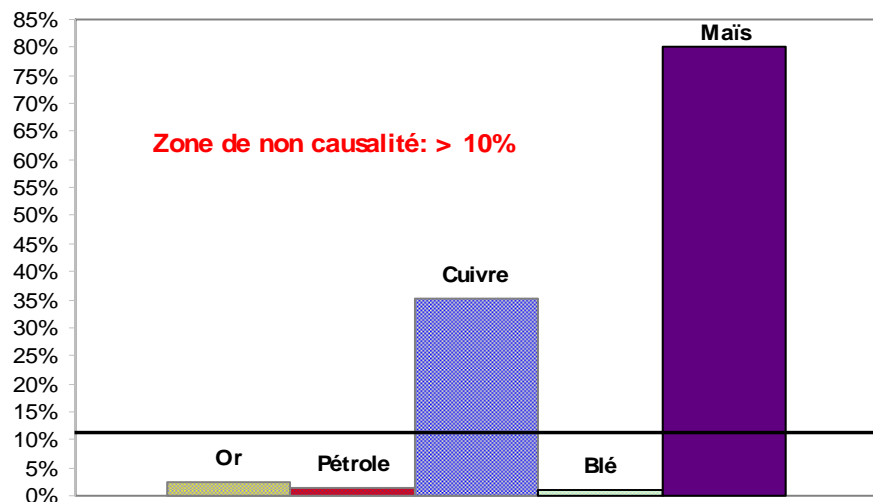
➤ Le pétrole fait figure d'exception: on constate une double causalité sur la période récente:

✓ Les spéculateurs parient sur des cours qui montent, et ces derniers montent davantage du fait de la spéculation (**Phase II**).

✓ La baisse des prix est amplifiée par le débouclage des positions spéculatives (**Phase III**).

Causalité des cours vers les positions spéculatives

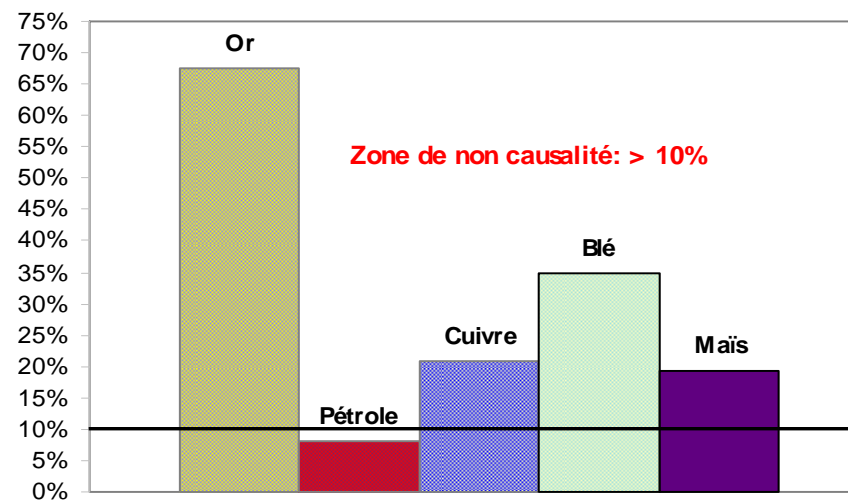
(période d'estimation: 1/03/2005 - 2/04/2008)



Source : Bloomberg, estimations CA

Causalité des positions spéculatives vers les cours

(période d'estimation: 1/03/2005 - 2/04/2008)



Source : Bloomberg, estimations CA