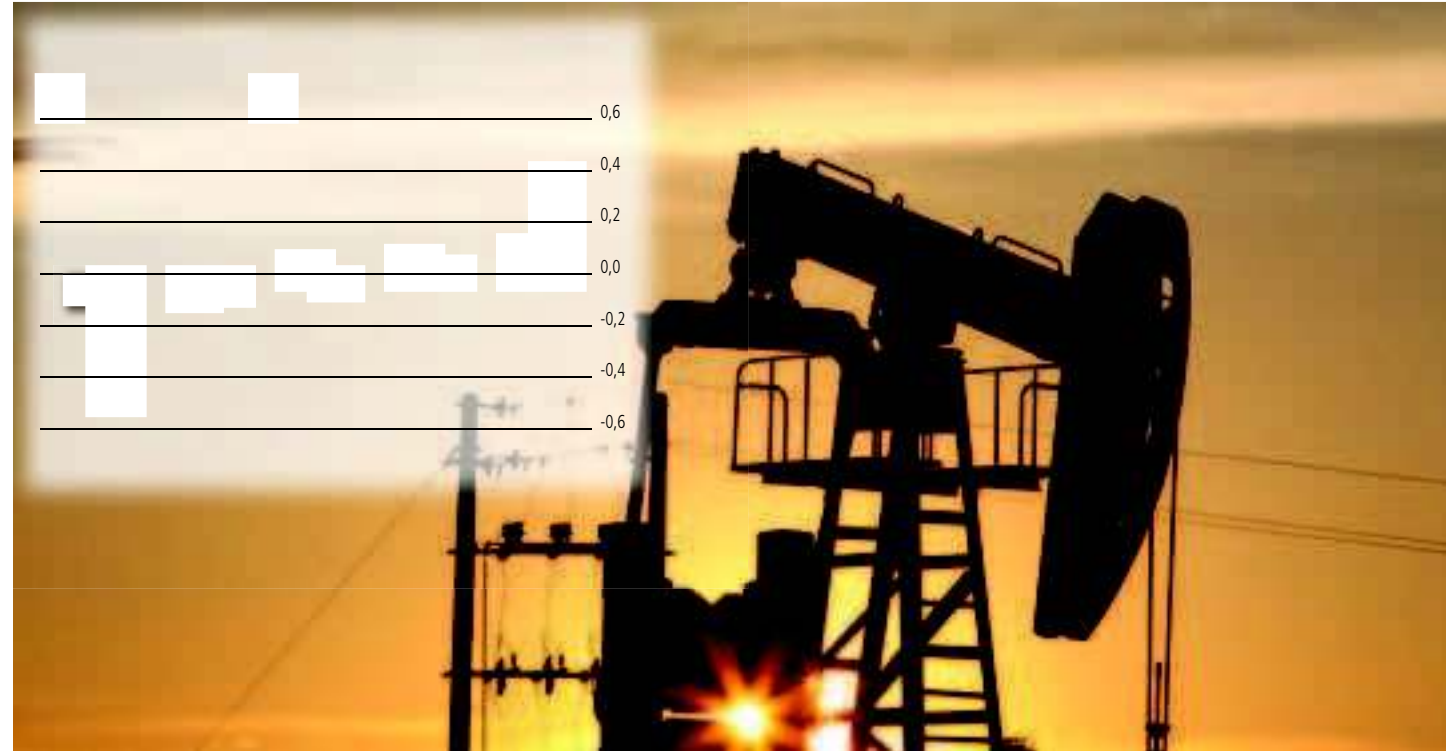


Le stress financier est-il susceptible de se propager aux matières premières?

Le secteur apparaissant historiquement comme le plus «réceptif» aux contre-performances boursières est celui des métaux de base.

La relative immunité dont avait fait preuve la sphère des matières premières face à l'extension de la crise des prêts hypothécaires US à risque («subprime») et la hausse concomitante de l'aversion des investisseurs pour les actifs à risque étaient-elle exagérées? C'est la question que l'on peut se poser en observant, notamment, le net décrochage des prix du pétrole qui évoluent désormais près de sept dollars en dessous de leurs sommets de la semaine dernière (lire ci-contre). Faut-il, dès lors, redouter un phénomène de contagion à l'ensemble du secteur dont l'un des indices génériques, le S&P GSCI, s'avère relativement stable depuis début février avec un return (en euro) de quasi 11% par rapport à ses planchers de mi-janvier?

Certes, le Fonds monétaire international (FMI) a relevé la semaine dernière ses perspectives de croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial de 0,3 point à 5,2% pour 2007 et pour 2008. Ce qui est plutôt positif pour les ressources naturelles dont la demande dispose d'une forte corrélation positive avec la progression du PIB global (elle augmente lorsque la croissance se renforce). En dépit de l'indéniable ralentissement de l'activité américaine, le dynamisme chinois, indien et russe a permis au PIB mondial de croître de plus de 4,8% au cours des quatre dernières années. Ce qui fait de la période l'une des plus vigoureuses de l'histoire! Néanmoins, on ne peut nier qu'une amplification de l'aversion au risque sur les marchés de la dette et



des actions est porteuse de dangers pour les produits de base.

MÉTAUX INDUSTRIELS PLUS EXPOSÉS

Michael Lewis, le responsable de la recherche sur matières premières auprès de la Deutsche Bank, évoque, tout d'abord, la forte corrélation entre le S&P 500 et certaines matières premières. Lorsque l'on compare l'évolution du benchmark US avec celle des 5 indices sous-sectoriels du S&P GSCI relatifs à l'énergie, les métaux précieux et industriels, les denrées agricoles, et le bétail, on constate que ce sont les

métaux non ferreux qui s'avèrent être les plus dépendants de la performance des actions US (voir graphique). Leur degré de corrélation s'élève à 40% au cours des cinq dernières années. A l'inverse, l'énergie est le secteur le moins corrélé avec le S&P 500 avec une corrélation négative de -48%. En ce sens, on aura compris qu'en cas de perturbations prolongées sur les marchés financiers, l'énergie constitue l'un des placements les plus sûrs, alors qu'il serait particulièrement hasardeux d'adopter des positions longues sur les métaux industriels (surtout dans le cas du nickel et du plomb,

dont les cours sont particulièrement élevés). Leurs returns (en euro) font d'ailleurs état d'une contraction de 7,8% depuis leurs plus hauts de juillet (contre -7,5% pour l'énergie). Ce qui leur vaut d'avoir effacé 50% de leurs gains de l'année (contre 25% pour l'énergie). Pour les autres secteurs, dont les gains (en euro) 2007 sont quasi nuls, hormis pour le bétail (+8,65%), il n'y a pas de corrélation significative à signaler.

RÉCESSION US EN DÉCEMBRE?

Quant au possible effet de contagion du stress observé sur les mar-

chés financiers dans l'économie réelle, il convient, à l'instar de Michael Lewis, de rappeler le découplage observé ces dernières années entre la croissance des trois principaux pays industrialisés (G3) et la croissance mondiale : la corrélation entre la croissance du G3 et la croissance de la Chine et de l'Inde, les principaux moteurs de l'activité globale, n'était que de 20-30% entre 2000 et 2006.

En fait, poursuit Michael Lewis, le principal risque pour la croissance mondiale a trait aux Etats-Unis dont le cycle d'expansion économique (il en est à son 68^e mois) semble

Brusque décrochage du pétrole

Envolés les sommets de la fin juillet. Que ce soit sur l'Intercontinental Exchange de Londres ou le New York Mercantile Exchange, les barils Brent et WTI se rapprochent de la barre des 71 USD. En quelques séances, leur dépréciation avoisine les 8%. Mercredi dernier, l'annonce d'un recul surprise des réserves américaines de brut avait brusquement bondir le cours du WTI à 78,21 USD, un record absolu, mais la semaine s'était achevée en baisse après la publication vendredi d'indicateurs US peu convaincants. Des signes d'essoufflement – une progression du chômage et une baisse de l'indice ISM d'activité dans les services en juillet – sont venus s'ajouter à la débâcle du marché des crédits immobiliers à risque. Depuis le début de la semaine, la correction sur le marché du pétrole s'est amplifiée à

Londres comme à New York. Le marché craint désormais qu'un ralentissement de l'économie US n'affecte la demande énergétique du premier consommateur d'or noir. Par ailleurs, des tensions se sont dissipées avec la révision à la baisse vendredi, par la Colorado State University, du risque d'ouragans, passant de quatre ouragans importants prévus à trois. La période des ouragans, qui s'étend de juin à novembre, entre généralement dans sa phase la plus active en août, ce qui fait craindre pour les installations pétrolières du golfe du Mexique. La baisse a été accentuée par des liquidations des positions longues record détenues par les hedge funds sur les futures pétroliers. Mais cela ne saurait faire oublier que le déficit de l'offre de brut reste fondamentalement porteur pour les prix pétroliers. ◇

être de plus en plus mature. On sait, en effet, que depuis 1954 la durée du cycle de croissance US tend à être directement proportionnelle à celle du cycle de baisse des taux courts. Sachant que les USA ont quitté en novembre 2001 un court épisode de récession et que ce n'est que 32 mois plus tard, en juin 2004, que la Réserve fédérale (Fed) a commencé à abandonner son orientation monétaire accommodante, on peut en déduire que la prochaine récession US débiterait en décembre 2007. Ce qui veut dire qu'au stade actuel, l'économie réelle US apparaît comme de plus en plus

vulnérable aux attermoissements des marchés financiers.

En d'autres termes, la menace est grande que les investisseurs institutionnels, qui sont souvent tentés de prendre leurs bénéfices en fin d'année, réduisent brutalement d'ici là leur exposition aux matières premières en cas d'instabilité persistante sur les marchés financiers. Le risque est particulièrement criant dans les secteurs où les spéculateurs détiennent les positions relatives les plus longues sur les «futures» comme c'est le cas pour le platine, le palladium, ou le pétrole WTI. ◇ Luc Charlier