

Seule certitude pour 2010 : l'instabilité

Par rapport aux niveaux très déprimés du début de 2009, de très nombreux produits ont vu, en 2009, leurs prix doubler et s'approcher à nouveau des sommets qu'ils avaient atteints au printemps 2008. Du côté de l'offre, 2009 a été marquée par les efforts des producteurs pour ajuster leurs exportations. Mais tout cela n'aurait pas suffi, s'il n'y avait eu la Chine, sa reprise économique et ses besoins d'importer...

par Philippe CHALMIN*

Les marchés mondiaux de matières premières et de commodités ont terminé l'année 2009 en fanfare, affichant des prix records pour des produits aussi différents que le sucre, le cacao ou le thé. Si l'on y ajoute le jus d'orange congelé, cela fait presque trente ans qu'un petit déjeuner n'avait coûté aussi cher sur la base des prix internationaux !

Mais tout aussi impressionnant est le rebond des prix des métaux et de l'énergie, des 80 dollars le baril de pétrole aux 7 500 dollars la tonne de cuivre, sans oublier le plomb et, pour les produits agricoles, le caoutchouc et même le coton. Par rapport aux niveaux très déprimés du début de 2009, de très nombreux produits ont vu leurs prix doubler et s'approcher à nouveau des sommets qu'ils avaient atteints au printemps 2008. La descente aux enfers du deuxième semestre 2008 serait ainsi quasi oubliée, à quelques exceptions notables près, comme les céréales ou l'acier.

L'image est assez différente si l'on raisonne – ce qui a plus de sens, du point de vue économique, tant pour les producteurs que pour les consommateurs – en termes de moyennes annuelles : l'année 2009 s'inscrit alors en retrait d'un bon tiers par rapport à 2008, avec une baisse de 37 % pour le pétrole, de 25 % pour le cuivre, de 35 % pour l'aluminium... Les seuls produits à s'inscrire en positif sont le sucre (+35 %), le thé (+33 %), le cacao (+11 %) et aussi, tout de même, l'or (+11 %). Quelle que soit la manière dont on calcule, le sucre a été la vedette incontestable de l'année 2009 et la chute la plus forte a été celle du fret maritime (l'indicateur *Baltic Dry Index*, basé sur le vrac sec), qui a perdu 59 % de sa valeur, malgré une légère reprise en fin d'année, tout au moins pour les plus gros navires (notamment ceux qui approvisionnent la Chine en minerai de fer et en charbon).

2009 n'est donc pas parvenue à effacer une année 2008 qui restera dans les annales en raison de son profil extraordinaire : une véritable bulle, au premier trimestre (alors que l'économie américaine était déjà en récession), puis, au lendemain de la clôture des Jeux olympiques de Pékin, un véritable plongeon, que la crise financière a transformé en débâcle. Au début de 2009, la plupart des marchés avaient retrouvé leurs niveaux du début de 2007, voire, pour les plus

touchés (comme le fret maritime ou le pétrole) ceux de 2004. Dans un contexte de récession économique mondiale, nul n'imaginait qu'un quelconque rebond eût été possible. Au contraire, même : on assistait à un mouvement massif de déstockage de la part des entreprises, en panne à la fois de débouchés et de liquidités. Or, entre décembre 2008 et décembre 2009, en moyennes mensuelles, les prix des matières premières (mesurés par l'indice « Cyclope ») se sont appréciés de 70 % en US dollars, avec des records à plus de 130 %, pour le plomb et le cuivre. Cette performance, assez comparable somme toute à celle des bourses de valeurs, contraste avec l'atonie de la reprise économique mondiale, en particulier aux Etats-Unis et en Europe, d'où une certaine impression que les marchés, victimes d'une euphorie excessive, ont « suracheté » la reprise. En fait, on pourrait résumer *grosso modo* la conjoncture des marchés en 2009 à deux facteurs majeurs – la Chine et le dollar –, l'ensemble étant enveloppé par un bouillonnement spéculatif.

Une conjoncture plus « chinoise » que jamais

On ne répétera jamais assez que le facteur majeur de la formation des prix des matières premières demeure le rapport entre l'offre et la demande sur le marché physique. Du côté de l'offre, 2009 a été marquée par les efforts des producteurs pour ajuster leurs exportations : les membres de l'Opep sont parvenus, tout au moins pendant quelques mois, à tenir leurs engagements de réduction de quotas à hauteur de 5 millions de barils/jour. Il en va de même en ce qui concerne les producteurs de caoutchouc. La plupart des compagnies minières, ainsi que les sidérurgistes, ont drastiquement réduit leurs productions, jusqu'à 50 % des capacités installées, en ce qui concerne l'acier, dans le monde occidental ! A cela, il faut ajouter des problèmes climatiques (sécheresse en Afrique orientale, pour le thé, en Inde, pour le sucre), des maladies (pour le cacao, en Côte d'Ivoire), et des gelées (pour les oranges, en Floride). Ces aléas n'ont pas toujours joué dans le même sens : ainsi, au contraire, d'excellentes récoltes, un peu partout dans le monde, ont

pesé sur les marchés céréaliers. Enfin, la scène géopolitique a apporté son lot habituel de troubles (notamment au Nigeria) et de grèves (au Canada et au Chili).

Mais tout cela n'aurait pas suffi s'il n'y avait eu la Chine, sa reprise économique et ses besoins d'importer. Qu'il s'agisse de pétrole, de métaux ou de soja, la Chine n'a cessé d'augmenter ses importations, bien souvent au-delà même de ses besoins les plus immédiats, en profitant de la faiblesse des prix mondiaux pour reconstituer ses réserves stratégiques tant de pétrole que de métaux non ferreux, au travers du désormais célèbre *State Reserve Bureau* (SRB). Dans bien des cas, la stratégie chinoise a été difficile à comprendre, ces achats ayant été réalisés de manière brutale et ayant provoqué d'importantes hausses de prix, notamment pour le minerai de fer ou le charbon, le cuivre ou le nickel et, bien sûr, le fret maritime, notamment en ce qui concerne les vraquiers-minéraliers géants (les *Capesizes*). Il est probable qu'une partie de ces achats a revêtu un caractère spéculatif de la part d'entreprises soucieuses de couvrir leur risque face à l'affaiblissement du dollar (et donc du yen) et qui, ne pouvant détenir de positions sur les marchés monétaires du fait du contrôle des changes, se sont en quelque sorte « arbitrés » avec des stocks physiques de produits cotés en dollar : cela a été certainement le cas pour le nickel et le cuivre (et peut-être, même, pour le minerai de fer).

La Chine est donc devenue le principal importateur mondial de matières premières et on a vu les entreprises et l'État chinois avancer leurs pions dans de très nombreux pays producteurs au moyen d'achats, lorsque cela était possible (Australie), de partenariats (Amérique latine) et d'investissements (Afrique, Asie centrale et même Russie). La Chine a aussi limité tant ses exportations (en jouant sur les taxes à l'exportation) que ses quotas, au point de soulever les protestations de ses partenaires occidentaux acheteurs de terres rares ou de charbon à coke.

A terme, la dépendance des marchés mondiaux vis-à-vis de la Chine et de son comportement à la fois conjoncturel et stratégique a de quoi inquiéter. Le moindre retrait chinois des marchés, comme cela avait été le cas en ce qui concernait le soja, en 2004, ou pour les vieux papiers (entre autres), en 2008, pourrait avoir des conséquences démesurées et provoquer un véritable effondrement des cours des matières premières.

Au fond, malgré (ou à cause de) l'ampleur de ses besoins, en 2010, c'est la Chine qui détient la véritable « arme » des matières premières, à savoir qu'elle est cet acheteur solvable de dernier recours capable par une simple décision (plus ou moins rationnelle) de changer la face des marchés.

Le retour de l'étalon matières premières

Exprimé en euros, le cours du dollar a connu de fortes amplitudes (entre 1,25 dollar et 1,55 dollar pour un euro, tout au long de l'année 2009). Nombre de responsables

politiques et monétaires, inquiets de cette volatilité, ont même souhaité inventer quelque nouvel étalon (voire une véritable monnaie mondiale). Bien entendu, nous en sommes fort loin. Mais, sur les marchés de matières premières, le paramètre monétaire est devenu essentiel et, tout au long de 2009, la baisse du dollar a accompagné la hausse des matières premières (à la notable exception des dernières semaines de l'année). Pour beaucoup d'investisseurs, l'or a ainsi retrouvé son caractère de refuge ultime ; c'est en l'occurrence la principale cause de la hausse continue qui a propulsé l'once de métal jaune au-dessus des 1 200 dollars. Mais on peut estimer qu'il en a été de même pour beaucoup d'autres produits (notamment pour le pétrole et les métaux), qui ont profité d'arbitrages monétaires opérés par des investisseurs financiers qui se sont rués (à hauteur de 60 milliards de dollars supplémentaires) sur cette nouvelle classe d'actifs, au travers de produits comme les indices ou les *trackers* (ou *Exchange Traded Funds* – ETF) (1). L'augmentation des volumes spéculatifs a été un des événements marquants de 2009 ; elle a suscité maintes controverses, ainsi que des mises en garde émanant des autorités de marché, notamment de la *U.S. Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) (2), aux Etats-Unis. C'est là un débat assez traditionnel et on peut mettre en évidence le comportement tout aussi volatil de nombre de marchés allant du riz à l'acier et même aux produits laitiers (pour lesquels il n'existe pas de produits dérivés, et donc de support pour la spéculation financière). Néanmoins, à la fin de 2009, on peut penser que les fonds spéculatifs ont contribué à cette espèce d'euphorie qui a régné sur les marchés.

Au final, pourtant, ce sont les échanges physiques qui, au final, auront raison. Et au rebours de l'enthousiasme actuel, c'est la prudence qui s'impose pour l'année 2010. Les marchés ont « acheté » la reprise bien avant que celle-ci n'ait été une réalité et ils se trouvent aujourd'hui dans une position, bien inconfortable, de dépendance vis-à-vis d'un débouché chinois beaucoup plus aléatoire qu'on ne le pense généralement, à l'horizon 2011. Dans nombre de secteurs, les surcapacités sont manifestes et, paradoxalement, c'est précisément là où l'investissement serait le plus nécessaire, à savoir l'agriculture au sens le plus large, que les marchés – des céréales, en particulier – sont restés les plus déprimés.

Une seule certitude, en conclusion, celle de l'instabilité et d'une volatilité extrême, à l'image des marchés financiers. Plus que jamais, « la hausse est à craindre, mais la baisse est à redouter ». Voilà qui est bien peu rassurant, pour 2010 !

Notes

* CCE, professeur associé à Paris-Dauphine, membre du Conseil d'analyse économique, président de Cyclope.

(1) Un *tracker* est un fonds indicel coté (*Exchange Traded Fund*).

(2) *The U.S. Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) est l'autorité américaine de régulation des marchés des matières premières.