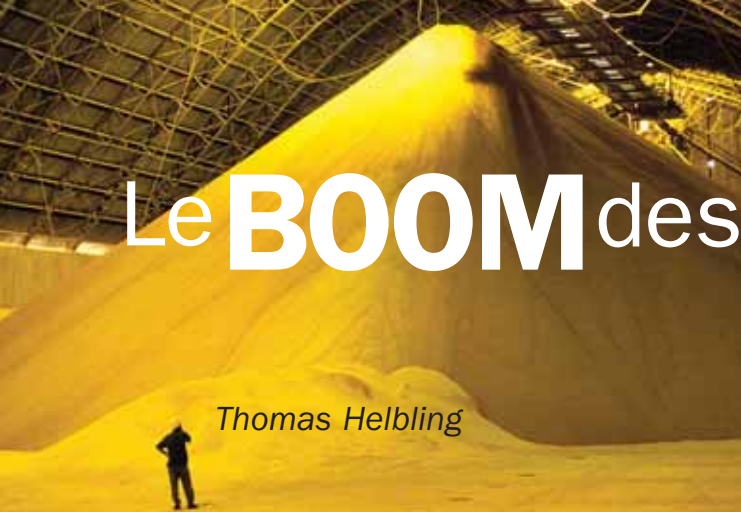


Le BOOM des



Thomas Helbling

produits de base

La crise économique mondiale a beaucoup moins touché les cours des produits de base que les récessions antérieures. Les perspectives à long terme sont toutefois incertaines

L'ENVOLEE des cours des produits de base a été un trait marquant de l'expansion mondiale de 2003 à la mi-2008 (graphique 1). Avec l'éclatement de la crise financière et le début de la Grande Récession, les cours se sont effondrés et la fin du boom semblait imminente. En fait, ils ont rebondi au début de la reprise et, à la fin de 2010, beaucoup étaient proches ou au-dessus de leurs maximums d'avant la crise. À l'exception du pétrole, dont les cours sont tributaires de la montée des risques géopolitiques sur l'offre, les produits de base ont connu une baisse de régime avec le ralentissement de l'économie mondiale en 2011.

Le récent fléchissement est peut-être simplement dû à l'état de la conjoncture mondiale, mais il incite à se demander si c'est le moment de réévaluer les perspectives des marchés. Les projections de prix sont peu utiles, car souvent incapables d'anticiper le sens ou la durée des variations. Cet article examine l'évolution des marchés de produits de base depuis la crise financière mondiale en s'inspirant d'études récentes sur les origines de la flambée des cours, qui mettent en lumière les interactions des chocs sur la demande et l'offre et de la faiblesse des stocks (Carter et Smith, 2011). La question se pose de savoir si la crise financière mondiale a modifié ces interactions et de quelle manière.

Les facteurs de demande

Sur le plan de la demande, l'accélération inattendue et durable de la croissance des pays émergents et en développement a fortement contribué à la hausse des prix des produits de base du début des années 2000. Ces pays dépendent généralement beaucoup plus des produits de base, d'où une poussée de la demande mondiale même si la demande était en repli dans les pays avancés. Le taux de croissance moyen de la demande mondiale de nombreux produits a été nettement plus élevé dans les années 2000 que dans les années 80 ou 90.

La crise financière mondiale et la Grande Récession n'ont que peu freiné l'essor des pays émergents et des pays en développement, dont le PIB réel et l'activité industrielle ont vite retrouvé les tendances antérieures, alors que les pays avancés stagnaient. Des mesures de relance macroéconomique ont accéléré ce redressement, surtout en Chine, où elles ont entraîné des investissements à forte intensité de produits de base qui expliquent une grande part de la reprise des marchés. Le dynamisme de la reprise des pays émergents a suscité dès la mi-2009 un regain de la demande de produits de base, et les prix ont rebondi.

Ainsi, la demande mondiale de métaux de base a dépassé au premier trimestre de 2010 les maximums d'avant la crise (graphique 2). La demande de pétrole a augmenté de quelque 3¼ % la même année, un taux proche du précédent pic de 2004.

On peut en conclure que la crise financière mondiale n'a pas changé fondamentalement l'orientation de la demande de produits de base. Dans les principaux pays émergents, le revenu par habitant est encore à un niveau où cette demande augmente parallèlement au revenu. Outre, les facteurs conjoncturels, des facteurs structurels à long terme déterminent la demande dans ces pays, ce qui explique la durée inhabituelle de la montée actuelle des cours (Radetzki, 2006).

La réaction de l'offre

Il faut bien distinguer les *chocs sur l'offre* (perturbations inattendues de la production) et la *réaction de l'offre* à une demande accrue.

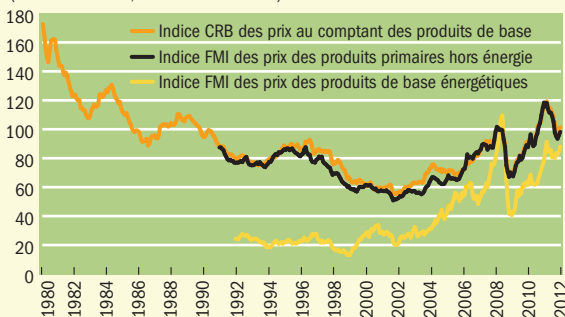
Les chocs sur l'offre ont grandement contribué à certaines poussées récentes des prix des produits de base, notamment ceux des principales céréales en 2010 et en 2006-07. L'envolée des prix alimentaires au second semestre de 2010 a été déclenchée par des problèmes d'offre d'origine climatique : sécheresse et incendies en Russie, en Ukraine et au Kazakhstan, puis inondations en Asie.

Graphique 1

Une évolution en dents de scie

Les prix des produits de base ont augmenté régulièrement jusqu'à la fin de la dernière décennie et l'éclatement de la crise économique mondiale, ont chuté, puis se sont redressés.

(2008 : T2 = 100, en dollars constants)



Sources : FMI, base de données du Système des produits de base primaires; Haver Analytics.

La réaction des prix mondiaux à une perturbation de l'offre dépend de l'ampleur du recul de la production, mais aussi du niveau des stocks qui peuvent servir d'amortisseurs. Pendant la dernière décennie, l'interaction de la faiblesse initiale des stocks et des perturbations de l'offre a largement concouru à la poussée des prix alimentaires. Plus les stocks sont bas par rapport à la consommation, plus ceux qui les détiennent sont réticents à vendre, quel que soit le prix. Pour l'alimentation, le ratio stocks/consommation a nettement baissé durant la dernière décennie. En 2008, où les prix ont culminé, les stocks étaient aussi bas que lors de la flambée des prix des denrées et des produits de base de 1973-74. De bonnes récoltes fin 2008, puis en 2009 et 2011, ont permis une certaine reconstitution des stocks, mais ils restent relativement faibles à cause de la vigueur persistante de la demande. Comme la disponibilité et le prix du crédit influent sur le coût des stocks, il semblerait logique d'imputer en partie le bas niveau des stocks d'alimentation à la crise financière. Mais il n'y a pas de preuve formelle. En fait, les stocks étaient bas quand la crise s'est déclenchée. De plus, les conditions financières ne semblent pas avoir généré l'accumulation de stocks de métaux de base ou de pétrole brut. Les stocks de ces produits cycliques ont rapidement augmenté au début de la Grande Récession, la demande ayant baissé plus vite que l'offre, et les prix au comptant ayant chuté. Mais la situation a vite changé avec les mesures de relance et quand les opérateurs du marché ont paru vouloir absorber le surcroît d'offre.

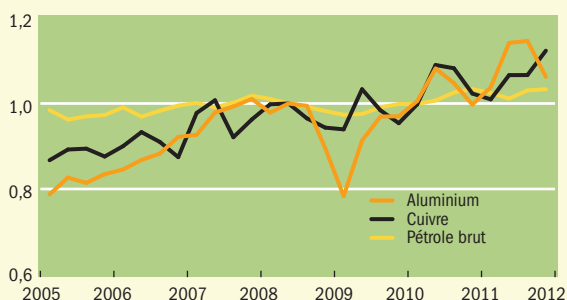
La réaction lente des producteurs à la hausse inattendue de la demande est un autre facteur du renchérissement des produits de base, avant et après la crise. Le coût élevé de la mise en valeur des gisements a aussi joué un rôle. Les investissements dans les mines et les hydrocarbures ont connu un vif essor, en raison de l'absence des contraintes de financement pesant sur de nombreux autres emprunteurs. Toutefois, la mise en service de nouvelles capacités a été lente pour deux raisons : d'abord, les délais croissants entre l'exploration et l'exploitation dans ces secteurs; ensuite, les obstacles structurels tels que les politiques de certains pays qui restreignent exploration et investissements.

Graphique 2

Un redressement rapide

La demande de métaux de base et de pétrole a rebondi peu après le point bas de la récession à la fin de 2008.

(consommation de produits de base, 2008 : T2 = 1)



Sources : Agence internationale de l'énergie; World Bureau of Metal Statistics.

Les réactions de l'offre sont les plus aigües dans le cas du pétrole, comme au milieu des années 2000. Les capacités augmentent lentement, car les nouveaux gisements et les progrès de l'extraction compensent à peine la baisse de la production dans les principaux gisements mis en exploitation entre les années 50 et 70. L'augmentation de l'offre tient principalement à des projets de coût élevé. Aux États-Unis, la forte hausse de la production de pétrole plus difficile à extraire montre que les progrès techniques peuvent encore générer de nouvelles sources d'offre. Celles-ci sont toutefois modestes dans l'ensemble et peu susceptibles d'accroître la production mondiale de pétrole à brève échéance.

La renaissance du secteur des produits de base après le marasme des années 80 et 90 n'a pas été interrompue par la crise financière mondiale, la Grande Récession, ni la reprise cahotante qui a suivi. Deux de ses principaux facteurs perdurent : la croissance accélérée des pays émergents et en développement ainsi que les contraintes sur l'offre.

De nouvelles forces

Mais cela ne signifie pas que les modalités de cette renaissance resteront les mêmes. D'autres forces jouent. Dans les pays émergents et en développement, les sources de croissance changent. En Chine, par exemple, le dernier plan quinquennal s'efforce de substituer la consommation à l'investissement comme base de la croissance. Cela modifierait probablement la nature des besoins chinois en produits de base. De manière plus précise, vu la baisse de la part du BTP dans l'économie, la demande de produits de base utilisés dans ce secteur va sans doute ralentir. En même temps, l'économie mondiale s'adapte à la cherté des produits de base. L'innovation et la recherche de substituts moins coûteux finiront par réduire la demande et augmenter l'offre. Ainsi, on relance l'exploitation des gisements de pétrole laissés en réserve, car la montée des prix la rentabilise de nouveau. Le bas prix du gaz naturel aux États-Unis (grâce à la révolution du gaz de schiste) incitera à l'utiliser davantage, peut-être même comme carburant pour les véhicules. Néanmoins, l'ajustement à l'enrichissement est graduel et il a peu de chances de faire baisser rapidement les cours des produits de base.

Les fondamentaux semblent intacts, mais les perspectives de croissance mondiale restent très incertaines, et non pas seulement à cause des perspectives relativement faibles des pays avancés et de leur vulnérabilité exceptionnellement élevée. Ces risques pèsent certes sur la demande extérieure des pays émergents, mais l'expansion de ces derniers se heurte aussi à des contraintes internes de capacité et, parfois, à un essor rapide, pour ne pas dire exubérant du crédit. ■

Thomas Helbling est Chef de division au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Carter, Colin A., and Aaron Smith, 2011, "Commodity Booms and Busts," *Annual Review of Resource Economics*, Vol. 3, No. 1, p. 87-118.
- Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, p. 56-64.