



ÉCOLE D'ÉCONOMIE
POUR DIRIGEANTS ET
FUTURS DIRIGEANTS.

TALKING POINTS

*Nouveau monde, nouveaux enjeux, nouvelle pensée
La baisse du prix des matières premières, un
virage dans la mondialisation?*

14 décembre 2015, Paris

Sommaire

Nouveau monde, le fait de la semaine:

La pétrole perd 12% de sa valeur la semaine dernière

Les pays de l'OPEP refusent de réduire leur production



Nouveaux enjeux, la question de la semaine:

La baisse du prix des matières premières, un virage dans la mondialisation?

Le pétrole a perdu les deux tiers de sa valeur depuis juin 2014. Ceci équivaut à un transfert de valeur d'environ 2% du PIB mondial au profit des consommateurs d'énergie, principalement occidentaux et chinois. C'est une bonne nouvelle.

Si elle se prolongeait, cette tendance constituerait aussi un tournant dans une mondialisation caractérisée par le financement des pays développés par les pays émergents. Les pays producteurs de matières premières sont en effet aujourd'hui vendeurs d'obligations d'Etat occidentales. Ce phénomène a été masqué pendant plusieurs années par les politiques non conventionnelles des banques centrales. La Fed s'engage pour la première fois depuis 2008 dans le retour à une politique « normale ». Elle devra utiliser toute sa crédibilité pour éviter une hausse des taux longs qui fragiliserait l'ensemble de l'économie mondiale.

Philippe Tibi



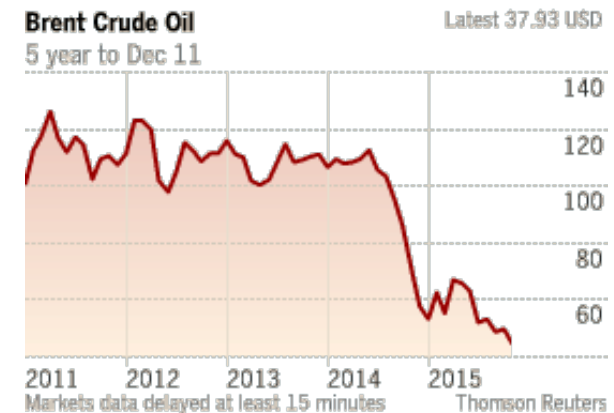


Nouvelle baisse du prix du pétrole

Actualité

Le prix du pétrole a encore chuté la semaine dernière (13% pour le Brent, 11% pour le West Texas Intermediate). Les pays de l'OPEP n'ont pu trouver un accord pour limiter leur production, l'Arabie saoudite, pays pivot du marché mondial demeure en effet résolue à maintenir ses parts de marché. Le pétrole a perdu les deux tiers de sa valeur depuis le début de sa spirale baissière en juin 2014. Il est aujourd'hui à un plus bas depuis 7 ans.

Illustration



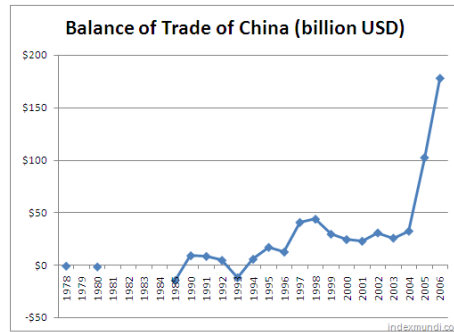
La baisse récente des prix du pétrole reflète le refus des pays de l'OPEP de réduire leur production. La première vague de baisse des prix (juin 2014) n'a que faiblement réduit la production non-OPEP. Le marché attend l'arrivée du pétrole iranien.

Conclusion

Comme tous les marchés de matières premières, le pétrole réagit violemment à des modifications marginales de l'offre et de la **demande**. Cette dernière **continue de croître** avec le PIB mondial. **Le marché subit surtout un choc de l'offre**. La première vague de baisse des prix répondait à l'ambition (pour l'instant déçue) de « casser » la production des **huiles de schiste** aux Etats-Unis. Le marché réagit aujourd'hui à la perspective du **retour du brut iranien**, dès la levée des sanctions.

Le prix du pétrole répond à la fois à la variation des capacités de production et aux tensions géopolitiques. La chute des prix n'est donc pas éternelle. Le maintien des conditions actuelles sur une longue période pourrait surtout questionner un des paradigmes de la mondialisation moderne: l'accumulation de réserves financières en Chine et chez les pays producteurs de matières premières et leur recyclage sur les marchés de capitaux internationaux. **Assistons nous à un virage dans la mondialisation?**

Les 3 révolutions de la mondialisation



Accumulation de réserves dans les pays émergents



Fig2: Réserves de change pays émergents

Extension de la dette des pays développés

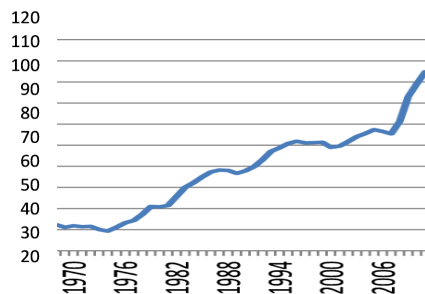


Fig3: Dette de l'OCDE (1970-2010) en % PIB

La mondialisation moderne est le produit de trois révolutions:

- ① **Le nouvel ordre politique** intègre la quasi-totalité du monde dans les échanges de marchandises. Spécialement la Chine, mais aussi l'Europe de l'Est et l'Amérique latine.
- ② **Les nouvelles technologies** de l'information permettent de choisir les territoires où les produits seront conçus, produits et commercialisés selon des critères liés aux coûts et à la disponibilité des talents.
- ③ Les progrès logistiques et la **baisse des coûts de transport** rendent économiquement acceptables les productions lointaines.

Le début du 21^{ème} siècle est donc le théâtre de **phénomènes extraordinaires**. L'intégration de la Chine dans l'OMC est concomitante avec la hausse brutale de ses excédents commerciaux, en particulier avec les Etats-Unis (fig 1). Son industrialisation et son urbanisation exercent une forte demande en énergie et en matières premières (cuivre et autres métaux, sans oublier les produits agricoles).

Les prix du pétrole et de l'ensemble des matières premières enregistrent des hausses sensibles. Les réserves financières de la Chine et des grands pays producteurs (pays du Golfe, Russie, Brésil, etc) augmentent rapidement et considérablement pour se situer aujourd'hui à environ 9000 Mds \$ (fig2). Ces réserves sont réinvesties dans les économies occidentales, principalement dans des obligations d'Etat, ce qui facilite le creusement de la dette grâce à des taux d'intérêt maintenus à des niveaux très bas par cet afflux de liquidités (fig3).

Vue sous cette perspective ultra-simplifiée, la mondialisation est donc caractérisée par:

- ① Le développement économique des pays émergents
- ② Le prix élevé des matières premières
- ③ Le financement des pays développés par les pays émergents

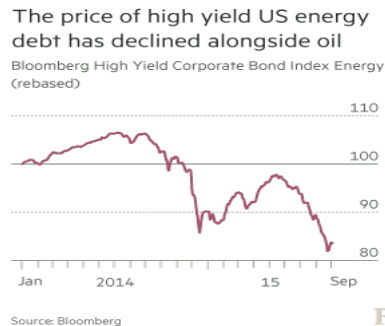


Un transfert de valeur vers les pays industrialisés

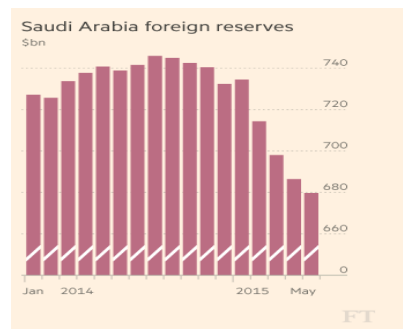
Baisse de l'ensemble des matières premières



Inquiétude sur la dette du « shale oil »



Les pays pétroliers puisent dans leurs réserves financières



Ce modèle est **significativement altéré** par la baisse du prix des matières premières, entamée depuis 4 ans pour l'ensemble du secteur. Cette baisse remet en effet en cause ce cycle d'accumulation d'excédents commerciaux recyclés dans le financement des pays industriels.

Cette situation peut s'analyser selon une double optique: positivement, car il s'agit d'un **transfert de valeur** vers les pays occidentaux et la Chine. Négativement, s'il s'agit d'un **choc systémique** sur les flux financiers mondiaux.

Au premier degré, La baisse du prix du pétrole est en effet un transfert de richesse des pays producteurs vers les consommateurs, ménages ou entreprises. Un transfert considérable, de l'ordre de 2% du PIB mondial, ce qui représente par exemple 20% du profit de l'ensemble des entreprises.

En sens inverse, elle exerce aussi une pression négative sur les cours des actifs financiers, pour plusieurs raisons:

- ① Les secteurs « énergie » et « ressources » constituent près de 11% de l'indice MSCI World. Ils baissent tous deux d'environ 15% depuis le début de l'année. Cela exerce une **influence mécanique sur les indices** et crée un halo de suspicion sur le secteur financier (20% du MSCI).
- ② En effet, les producteurs de « shale oil » ont été financés par le système bancaire américain, pour plusieurs centaines de milliards \$. **L'objectif de la politique de baisse agressive des prix menée par l'Arabie Saoudite est de provoquer leur faillite.** Ce scénario de fragilisation du système financier suscite aujourd'hui de nouvelles inquiétudes après les troubles de cet été, avec un marché des obligations énergétiques *high yield* très éprouvé.
- ③ L'ensemble des pays pétroliers émergents ont augmenté leurs dépenses budgétaires au fur et à mesure de la hausse des prix de l'or noir. La Russie et l'Arabie Saoudite ont besoin en 2015 d'un **baril à 100 \$** (68 \$ en 2012 dans le cas de l'Arabie)) pour **équilibrer leur budget**. Ils puisent donc dans leurs réserves financières pour assurer le maintien du niveau de vie des populations. Cette stratégie crée de nouveaux risques pour le système financier international. Quels sont-ils?



Le retournement des flux financiers internationaux

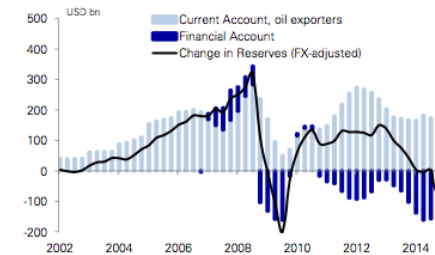
Baisse des réserves

Extension des risques politiques

Volte-face des flux financiers émergents

La Chine aussi

Figure 11: Even before the oil price drop, large financial outflows were straining oil reserves

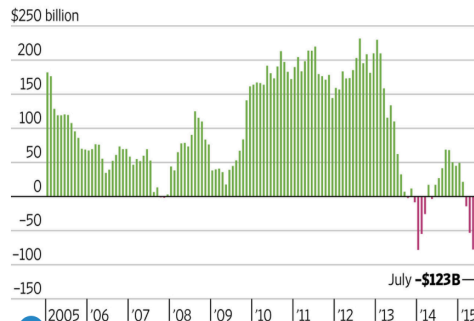


Source: Deutsche Bank, IMF, Haver Analytics, CEIC

Fig 1. Source Deutsche Bank

The Tide Turns

Net foreign official purchases of U.S. Treasury notes and bonds, 12-month rolling sums



Source: Deutsche Bank

THE WALL STREET JOURNAL

Fig 2. Source WSJ

Comme le montre ce graphique de la Deutsche Bank (fig 1), le stress des réserves des pays pétroliers avait commencé avant la chute du prix du baril, pour deux raisons: **hausse** continue des **dépenses budgétaires** (+10% par an en Arabie) et vente de dollars **pour défendre des devises** arrimées à la monnaie américaine. Cette tendance se transforme aujourd'hui en une baisse nette de ces réserves.

Ceci pose deux séries de problèmes au système financier international:

① **La montée des risques politiques:** les réserves des grands pays pétroliers leur permettent en théorie de « tenir » plusieurs années. Leurs populations seront-elles aussi patientes? Le récent changement de majorité au Venezuela montre les conséquences politiques d'un violent stress économique.

② **Le retournement du modèle financier de la mondialisation:** Les pays producteurs de matières premières étaient acheteurs nets de titres financiers occidentaux, pour des montants de l'ordre de 2000 milliards \$ par an selon Barclays (1). Ils sont devenus vendeurs, soit par diminution de leurs réserves, soit par liquidation des positions de leurs fonds souverains auprès des grands *asset managers* internationaux (le fonds saoudien a ainsi vendu pour 50-70 Mds \$ depuis le début de l'année).

Ce retournement a été **masqué par** les achats de titres effectués par les banques centrales occidentales dans le cadre du **Quantitative Easing** (Près de 4000 milliards \$ au total aux USA, près de 4500 milliards \$ pour les programmes en cours au Japon et en Europe). Par ailleurs, la Chine n'est plus un acheteur systématique d'obligations d'Etat américaines. Elle en devient vendeuse (fig2), soit pour ajuster sa parité de change, soit pour acquérir des actifs industriels en Occident (ce qui neutralise alors l'impact de change).

Les conséquences de ces changements peuvent être importantes.

(1): <http://ftalphaville.ft.com/2015/10/07/2141691/on-the-actual-reality-of-no-more-petrodollars/>

La FED sur le fil du rasoir

Avant la crise financière, l'accumulation des réserves de la Chine et des pays émergents a eu des effets vertueux sur les taux d'intérêt occidentaux. Selon les travaux académiques, elle a exercé une pression baissière, de l'ordre de 1 à 2%.

Pendant la crise financière, les programmes de Quantitative Easing ont eu des effets semblables, d'autant plus qu'une reprise anémique n'exerçait aucune tension sur les taux des obligations d'Etat.

La sortie de crise aux Etats-Unis crée donc une situation très délicate pour la FED. L'économie mondiale est sans doute trop fragile pour supporter une hausse sensible des taux longs, pourtant appelée par le retournement des flux pétroliers ainsi que par la fin du QE et le plein-emploi aux Etats-Unis.

Le maintien du statu quo doit donc compter sur deux facteurs:

- ① La prolongation annoncée des QE japonais et européen
- ② La crédibilité de la FED lorsqu'elle justifiera (ce mercredi?) la hausse annoncée des taux courts et sa volonté de ne pas la voir influencer le niveau des taux longs (qui sont déterminés par le marché).

Que surveiller?

➤ Plus que jamais il faudra donc surveiller le discours des banques centrales. Malgré leurs limites, elles fixent un horizon à des investisseurs désorientés par les contours atypiques de l'économie post-crise.

➤ L'évolution des cours du pétrole et ses déterminants peu prévisibles: les faillites des opérateurs alternatifs américains et les crises géopolitiques ou les tensions politiques domestiques dans les pays producteurs.

➤ La croissance chinoise et la rapidité de la mise en place des réformes. La croissance traditionnelle était gourmande en énergie et acheteuse d'obligations américaines. Le « rêve chinois » est orienté vers les services et l'acquisition de titres de propriété d'entreprises étrangères.