

139/140

# REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE  
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE  
FINANCIÈRE, N° 139/140  
3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> TRIMESTRES 2020

NUMÉRO  
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE  
ET L'ASSURANCE  
APRÈS LA COVID-19

**Risques**  
Les cahiers de l'assurance

# ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

---

## MEMBRES

---

*Membres* : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

---

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

---

*Président* : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

*Membres de droit* : Autorité des marchés financiers, Banque de France,  
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

*Membres administrateurs* : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

*Délégué général de l'Association* : Sylvain de Forges

*Trésorier de l'Association* : Olivier Bailly

---

## CONSEIL D'ORIENTATION

---

*Présidents d'honneur*

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

*Président* : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

*Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.*

# CRISE DE LA COVID-19, LE RETOUR DES RELIQUES BARBARES

*Philippe Chalmin (1)*

*Professeur, Université Paris-Dauphine*

*Président, CycloPe*

■ Le monde vient de subir le choc économique négatif le plus violent qu'il ait connu depuis les années 1930. Par le passé, de pareils soubresauts macroéconomiques prenaient une dimension encore plus spectaculaire sur les marchés de matières premières – et plus largement de commodités – qui exerçaient une fonction de révélateur de toutes les tensions en jeu, qu'elles soient géopolitiques ou économiques. Ainsi, en 1929, la déprime des marchés agricoles sur fond de surproduction mondiale a largement précédé le krach boursier. En 1974, l'ultime étincelle de la crise fut le premier choc pétrolier qui embrasa l'ensemble des marchés durant le reste de la décennie. En 2008, un choc majeur sur les marchés (avec notamment le prix record du pétrole à 147 dollars le baril) précéda de quelques semaines la crise des *subprimes*. Rien de tel en 2020. Les marchés ont bien sûr subi un choc de demande et cela dans un contexte plutôt marqué au coin de la surproduction : en avril-mai 2020, la plupart des marchandises ont touché des points bas (voire négatifs dans le cas exceptionnel du pétrole aux États-Unis) avant de rebondir grâce à la perspective de la reprise économique chinoise. Au total, les matières premières ont été peu affectées directement par la Covid-19 et les perspectives de l'automne 2020 ne tranchent pas vraiment sur celles déjà bien anciennes remontant à janvier 2020. Entre-temps, deux « reliques barbares » se sont illustrées, l'or grâce aux taux négatifs et le fer grâce à la demande chinoise : l'or et le fer qui ont fait presque oublier les frasques pétrolières.

■ RAW MATERIALS AND COMMODITY MARKETS DURING AND AFTER COVID: GOLD AND IRON RATHER THAN OIL

*The world has just experienced the most violent negative economic shock since the 1930s. In the past, such macro-economic disorders took on an even more spectacular dimension in the raw materials markets – and more broadly in the commodity markets – which acted as a revelation of all the tensions at play, whether geopolitical or economic. Thus, in 1929, the depression of agricultural markets against a backdrop of global overproduction largely preceded the stock market crash. In 1974, the final spark of the crisis was the first oil shock that set all the markets ablaze for the rest of the decade. In 2008, a major shock on the markets (with the record price of oil at \$147 a barrel) preceded the subprime crisis by a few weeks. Nothing like that in 2020. The markets have of course suffered a demand shock, and this in a rather marked context of overproduction: in April-May 2020, most commodities hit low points (even negative in the exceptional case of oil in the United States) before rebounding thanks to the prospect of the Chinese economic recovery. All in all, raw materials were little directly affected by Covid and the outlook for autumn 2020 does not really contrast with the longstanding outlook dating back to January 2020. In the meantime, two “barbaric relics” have stood out, gold thanks to negative rates and iron thanks to Chinese demand: gold and iron, which have almost made us forget the oil follies.*

## Des perspectives mitigées avant la Covid-19

**A**u début de janvier 2020, alors qu'à Wuhan la Covid-19 faisait probablement ses premières victimes, l'exercice de prévision auquel se livraient la plupart des analystes de marché de la planète ne tranchait pas par son originalité. Un peu partout, l'heure était aux surproductions et aux excédents. Ainsi le 8 janvier 2020, nous écrivions <sup>(2)</sup> : « Ainsi, sauf aléas climatiques, sanitaires et géopolitiques, les marchés de commodités devraient globalement rester déprimés en 2020. » L'indicateur CycloPex-Rexecode des prix des matières premières, qui avait perdu 8 % en 2019, aurait encore perdu 2 % en 2020. Les principaux aléas évoqués étaient d'ordre géopolitique, les matières premières se trouvant en première ligne de la plupart des fronts ouverts par l'irascible Donald Trump : le pétrole pour l'Iran et le Venezuela, le soja pour la Chine, le vin pour la France, sans oublier les métaux stratégiques et la viande de porc affectée par la peste porcine africaine en Chine. Cela étant, le 15 janvier 2020, les Etats-Unis et la Chine avaient signé une sorte de paix des braves, un accord dit de « phase 1 » dans lequel la Chine s'engageait à un rattrapage quelque peu démesuré de son excédent commercial avec les Etats-Unis. Le texte avait été négocié en décembre, mais au moment de la signature solennelle à la Maison Blanche, les Chinois disposaient d'une information qu'ignorait la partie américaine : dès le 7 janvier, le comité permanent du bureau politique (le saint des saints autour de Xi Jinping) avait tenu une réunion entière autour de l'épidémie de Wuhan. Les dirigeants chinois savaient alors à quoi s'en tenir et ce que serait la « force majeure » qui les empêcherait de tenir leurs engagements. La preuve, à la fin de juillet 2020, sur 36,5 Md\$ de promesses d'importations de produits agricoles américains, la Chine n'en avait réalisé que 8,5 Md\$.

Les tensions pétrolières étaient aussi à leur comble avec la frappe « yéméno-iranienne » sur le cœur des installations pétrolières d'Aramco en septembre 2019, puis avec la mort du général iranien Qassem Soleimani

tué à Bagdad par un drone américain au début de janvier 2020. Cela étant, dans l'un et l'autre cas, qui, en d'autres temps, eussent déclenché un nouveau choc pétrolier, les marchés étaient restés d'une sagesse exemplaire à peine au-delà des 70 dollars le baril.

Non, vraiment, rien en février 2020 ne transpirait sur les marchés de la vague qui allait submerger l'économie mondiale. La seule inquiétude venait de Chine avec la prolongation des vacances du Nouvel An chinois. Ces dernières années, la Chine a pris une telle importance en tant que premier consommateur – et en général importateur – de matières premières et secondaires à l'état brut ou semi-transformé que les marchés mondiaux sont pratiquement à l'arrêt durant les deux semaines qui entourent le Nouvel An. En 2020, alors que s'ouvrait l'année du cochon, l'arrêt a été beaucoup plus long.

## Les effets de la Covid-19

### ■ Un choc de demande

Au plus fort de la crise, entre mars et mai 2020, la demande mondiale en énergie et matières premières industrielles a globalement diminué d'au moins 30 %. Ainsi pour le pétrole dont la demande était en temps normal de l'ordre de 100 millions de barils/jour (mbj), elle était tombée en avril, d'après les chiffres de l'Agence internationale de l'énergie à 77 mbj. Par contre, pour les produits alimentaires de base, la baisse de la demande a été peu marquée. Tel n'a pas été le cas pour certains produits plus festifs ou événementiels, des vins aux fruits secs, sans parler même des fleurs : 70 % des roses produites au Kenya pour l'exportation ont dû être détruites faute de demande (et aussi d'avions pour les transporter). Le confinement a aussi perturbé les habitudes de consommation : le monde de l'habillement a perdu au moins une « saison » (l'été 2020) et cela s'est répercuté sur la demande de matières premières textiles comme le coton. La baisse de la consommation de bière a eu un impact notable sur la demande d'orges de brasserie.

La baisse de la demande a commencé par la Chine, mais au fond elle a duré assez peu et dès le mois de mai, le rythme d'importations chinoises était redevenu presque normal. Sur le premier semestre 2020, les importations chinoises de pétrole ont augmenté de 9,9 %, celles de gaz naturel de 3,3 %, celles de cuivre de 25 %, de minerai de fer de 9,6 %... et pour des raisons liées à l'épidémie de 142 % pour la viande porcine ! Premier pays occidental à être touché, puis confiné, l'Italie a drastiquement réduit ses importations de laine ou de cuir. Par la suite, la baisse de la demande s'est généralisée à tous les pays avancés, mais aussi émergents : l'Inde a ainsi diminué de manière sensible ses importations de charbon.

Au début de l'automne, à l'exception de la Chine, aucun pays n'avait retrouvé son niveau de production industrielle d'avant la crise : la demande mondiale de pétrole restait de 5 à 7 mbj inférieure à celle de 2019, plombée par la véritable panne que subissait le transport aérien.

Au total, la baisse de la demande au début de l'été était estimée pour 2020 à 11 % pour le coton, 9 % pour le pétrole, 6 % pour l'acier, 5 % pour le cuivre, 4 % pour le gaz naturel, 3 % pour l'huile de palme.

Du côté de l'offre, la Covid-19 n'a eu qu'une importance limitée en termes de production : quelques mines – surtout en Amérique latine – ont dû réduire leur activité. Certaines productions agricoles ont souffert de l'absence de travailleurs saisonniers du fait des quarantaines : en Malaisie, des plantations d'huile de palme ont dû recourir à des prisonniers de droit commun faute de main-d'œuvre immigrée en provenance du Bangladesh ou d'Indonésie. Tout cela n'a pas pesé bien lourd dans les grands équilibres de marchés marqués en général par d'importants excédents.

## ■ Des marchés excédentaires

Avant la Covid-19, les « fondamentaux » de la plupart des marchés étaient donc excédentaires, et cela malgré l'accumulation des tensions géopolitiques : le

marché du pétrole était excédentaire de 1 à 2 mbj et cela malgré les embargos américains qui éliminaient pratiquement le Venezuela et l'Iran de la scène internationale et malgré le chaos qui régnait en Libye. Parmi les métaux, même ceux qui profitaient de la demande pour les véhicules électriques comme le cobalt, le lithium et, dans une moindre mesure, le nickel souffraient d'excédents récurrents (au point d'amener le numéro un mondial du cobalt, Glencore, à fermer sa principale mine en République démocratique du Congo).

Sur le plan agricole, les conditions climatiques étaient presque optimales et le sont restées pendant tout le printemps 2020. Le monde s'acheminait vers des productions record de céréales, d'oléagineux de sucre, mais aussi de café et de cacao. Finalement, on eut seulement à déplorer un peu de sécheresse en Argentine, en Ukraine et en France, quelques tempêtes aux Etats-Unis et en Chine. La mousson en Inde aura été excellente permettant une augmentation de 14 % des emblavements. La seule ombre au tableau reste donc la peste porcine africaine en Chine, mais aussi dans le reste de l'Asie et même un peu en Europe avec quelques cas en septembre dans l'Est de l'Allemagne.

On ne s'étonnera donc pas que dans le contexte déprimé des mois de mars et d'avril, les grands marchés de commodités aient connu une évolution assez comparable à celles des Bourses de valeur, avec un décrochement des prix de l'ordre de 10 % à 30 % selon les produits. Un produit toutefois a connu une histoire plus complexe, plus spectaculaire aussi, en partie « hors Covid-19 ». Il s'agit bien sûr du pétrole.

## ■ Quand le prix du pétrole était négatif

Un soir donc, à la clôture du contrat à terme de New York, le baril de pétrole brut américain, le West Texas Intermediate, termina en négatif : il fallait payer 37,63 dollars pour pouvoir livrer un baril de pétrole au point de livraison du marché, à Cushing dans l'Oklahoma. C'était le 20 avril 2020. La nouvelle fit le tour du monde et suscita l'incompréhension. En

réalité, il s'agissait là d'une manipulation technique, d'un « étranglement » mené par quelques opérateurs contrôlant les capacités de stockage de Cushing et empêchant les spéculateurs qui étaient restés en position dans les derniers jours du contrat de prendre livraison de leur pétrole faute de stockage. A ce petit jeu, des fonds d'investissement, surtout chinois, auraient perdu plus de 3 Md\$. Au-delà de ce qui reste une anecdote, la réalité des marchés physiques était marquée par une véritable abondance pétrolière et des prix au cœur des zones de production, comme le Texas, inférieurs à 10 dollars le baril. Au plus bas, le baril de Brent toucha un plancher de 16,50 dollars le 21 avril 2020. La Covid-19 était passée par là, mais... pas que !

Au début de mars 2020 en effet, l'Arabie saoudite déclencha un premier séisme en dénonçant les accords Opep+ <sup>(3)</sup> avec la Russie qui avaient permis dans une certaine mesure de limiter les excédents pétroliers, alors que la production américaine de pétrole de schiste ne cessait d'augmenter. Le prince héritier d'Arabie saoudite, Mohammed Ben Salmane (MBS), avait en 2019 mis tout son orgueil dans la mise sur le marché d'un faible pourcentage de la compagnie pétrolière nationale, Aramco. Il avait même rêvé d'une capitalisation boursière de 2 000 Md\$ (ce qu'Apple réalisa durant l'été 2020). Mais pour tenir le cours de bourse d'Aramco (et aussi pour financer les rêves plutôt dispendieux de MBS), il fallait maintenir le prix du baril au-dessus de 60 dollars. L'Arabie saoudite proposa donc à la fin de février 2020 de réduire encore un peu plus le quota de production de l'Opep+. La Russie refusa tout net estimant à juste raison que c'était là faire un cadeau aux producteurs américains. La discussion s'envenima et MBS décida alors de claquer la porte, de pomper et d'exporter tout le pétrole possible. L'Arabie saoudite ayant les coûts de production les plus faibles au monde et disposant quand même de substantielles réserves financières, cette stratégie de la terre brûlée aurait pu, en d'autres temps, donner quelques résultats. Mais malheureusement, il y eut la Covid-19 et un peu partout à partir du milieu de mars 2020, le grand confinement des économies occidentales. La

consommation s'effondra de 20 mbj au moins, alors même que les producteurs augmentaient leur offre de plus de 3 mbj. Les prix s'effondrèrent bien en deçà de la zone de confort des pétroliers américains. Cela incita Donald Trump à intervenir et à faire l'intermédiaire entre Poutine et MBS. Il en résulta, le 10 avril 2020, un accord de réduction de production de l'Opep+ de 9,7 mbj à compter du mois de mai 2020. Dans un premier temps les marchés ne réagirent pas tant les stocks accumulés un peu partout (y compris du stockage flottant) étaient importants. C'est alors que se produisit l'incident du prix négatif.

Par la suite, l'Arabie saoudite, probablement sous la pression américaine, augmenta de manière unilatérale ses engagements de coupure de production. Avec une légère reprise de la consommation, le marché du pétrole se rééquilibra grâce aux sacrifices des producteurs. Le prix remonta pour terminer l'automne autour de 40 dollars le baril, un prix qui semble devoir être un plafond pour les mois à venir tant les stocks demeurent importants et que des pans entiers de la demande comme l'aviation restent fragiles. Et encore, doit-on signaler que ce cours de 40 dollars qui correspond au coût de production marginal des pétroles de schiste américains et qui est inférieur au point d'équilibre fiscal (*fiscal breakeven*) de pratiquement tous les producteurs n'est possible qu'avec la mise hors marché de deux pays qui furent longtemps parmi les plus importants producteurs mondiaux, l'Iran et le Venezuela (membres fondateurs de l'Opep, il y a soixante ans).

Ainsi la Covid-19 a aggravé les tourments pétroliers sans en être pour autant responsable. Mais si le pétrole a monopolisé l'attention, les évolutions des marchés du gaz naturel ont été aussi fort instructives.

## ■ Gaz naturel et charbon : les nouveaux équilibres énergétiques

En effet, pendant que le pétrole faisait la une de l'actualité, les deux autres grandes énergies fossiles connaissaient des conjonctures difficiles pour des

raisons cependant bien différentes. Pour le charbon, dont les échanges sont relativement limités par rapport à une production largement autoconsommée en Chine et en Inde, la baisse des importations asiatiques (de 454 millions de tonnes à 421 mt au cours des sept premiers mois de 2020 par rapport à 2019 pour les quatre grands importateurs asiatiques, Chine, Inde, Japon et Corée du Sud) a provoqué une baisse des prix de 32 % de janvier à juillet 2020 pour passer en dessous de la barre des 50 dollars la tonne (fob Australie). Ce pourrait être le signe d'une désaffection pour le charbon, mais malheureusement, on peut craindre qu'à de tels prix, le charbon ne reste longtemps la source d'énergie la moins chère pour produire de l'électricité. Faute de prix du carbone suffisamment élevé (malgré la hausse récente des prix européens) et surtout de prix universels, la compétitivité du charbon reste malheureusement intacte.

Toutefois, les évolutions récentes, un peu amplifiées par la Covid-19, ont renforcé la position du gaz naturel. L'effondrement des prix a été en effet spectaculaire. Il n'existe pas à proprement parler de prix mondial du gaz naturel. La cotation du marché de New York donne un prix américain au carrefour de gazoducs, le Henry Hub. Le gaz y est coté à l'état gazeux en dollars, le million de *british thermal unit* (mbtu) (on peut grossièrement multiplier par six le prix du baril de pétrole en dollars pour avoir l'équivalent). Le marché européen dispose de plusieurs cotations, mais la plus représentative est le TTF néerlandais. Enfin, en Asie, l'agence Platt's fournit le « Japan Korea Marker », mais cette fois-ci pour du gaz naturel liquéfié, sachant que la chaîne du gaz naturel liquéfié (GNL) – liquéfaction, transport, regazéification – coûte 3 dollars au moins le mbtu. C'est en fait le prix du GNL en Asie qui est devenu la référence la plus pertinente des tendances du marché. Alors qu'au moment de la catastrophe de Fukushima, le GNL avait atteint les 20 dollars le mbtu, on était à l'automne 2019, en un moment qui correspond à un pic de la demande, à peine au-dessus de 6 dollars, ce qui permettait quand même de rentabiliser les exportations américaines. Au début de mai 2020, le marché spot était tombé à 1,85 dollar. Sur les marchés continentaux, le Henry

Hub était à 1,40 dollar et le TTF européen à peine au-dessus de 1 dollar ! Il y avait là certes la conséquence de la baisse de la demande (-4 % sur l'ensemble de 2020), mais surtout l'arrivée massive de nouvelles capacités de GNL à bas coût en Australie, au Qatar, aux Etats-Unis et bientôt au Mozambique. A l'approche de l'automne 2020, les prix se sont raffermis (5 dollars en Asie, 4,50 dollars en Europe), mais par sa disponibilité, le gaz naturel a incontestablement marqué des points comme la grande énergie de transition du XXI<sup>e</sup> siècle. Le développement du GNL explique aussi la plus grande fermeté allemande vis-à-vis de la Russie dans l'affaire du gazoduc Nord Stream II dont les derniers kilomètres seront bien difficiles à poser ! Enfin, n'oublions pas que, pour certains pays, le gaz joue un rôle plus important que le pétrole dans leurs recettes d'exportation : c'est le cas de l'Algérie, du Qatar, dans une moindre mesure de la Russie et des Etats-Unis. Et en 2020, la rente gazière a bien souffert. Mais les errances pétrolières ont aussi perturbé les marchés agricoles.

## ■ Pas de crise alimentaire, au contraire !

Dans les premiers jours de la crise économique provoquée par la pandémie de Covid-19, nombre d'analystes, filant la comparaison avec 2008, ont évoqué la menace d'une crise alimentaire (en réalité la flambée des prix agricoles avait alors précédé de plusieurs mois la crise financière). Il n'en fut rien en 2020 et l'abondance fut au rendez-vous. Le décrochage des prix agricoles mondiaux fut toutefois limité à l'exception justement des produits ayant une forte sensibilité énergétique du fait de leur transformation en biocarburants : le maïs, le sucre et l'huile de palme dont les prix au plus bas étaient 24 %, 30 % et 36 % respectivement inférieurs à leurs cotations du début de janvier 2020, mais cela sur des marchés – répétons-le – marqués au coin d'excédents liés un peu partout à d'excellentes récoltes et à de bonnes perspectives pour 2020.

Dans les premiers jours de la crise, on a pu constater des comportements au fond assez identiques entre les

ménages se ruant sur les linéaires de leurs supermarchés et ceux de certains pays importateurs désireux de couvrir leurs besoins (souvent en prévision du ramadan). Cela put donner une impression de pénurie d'autant plus que quelques exportateurs (Russie, Vietnam, Thaïlande, etc.) limitèrent leurs exportations pour protéger leur marché national. D'autres pays (Inde, Brésil) souffrirent de problèmes logistiques liés au confinement. Tout cela ne dura guère et le monde n'a souffert en 2020 d'aucune pénurie alimentaire.

Durant l'été, grâce à quelques doutes climatiques et surtout à l'importance des achats chinois (soja, maïs, viandes, etc.), les prix agricoles mondiaux ont légèrement rebondi tout en restant inférieurs à leurs niveaux de la fin de 2019 à la notable exception du soja. Au-delà des grains et des produits animaux, il faut souligner la situation difficile des marchés des principaux produits tropicaux avec des excédents de café Arabica, de cacao, de sucre et même de thé (dans ce dernier cas, la situation de l'Iran, l'un des principaux importateurs mondiaux, n'arrange rien).

## ■ Mais des crises industrielles !

L'industrie mondiale a été touchée de plein fouet par la pandémie de Covid-19. Nombre d'établissements industriels ont dû fermer ou au moins réduire leur activité. Première touchée, la Chine, l'atelier du monde, a prolongé les vacances du Nouvel An chinois et a réduit ses importations de métaux tout comme de matières premières agricoles. Cela étant, la reprise d'activité en Chine a été sensible dès le mois de mai 2020 et les marchés des métaux ont très vite « acheté » la reprise chinoise. Entre le début de l'année et leur point le plus bas en mars, les six grands métaux non ferreux cotés sur le London Metal Exchange ont perdu 15 % de leur valeur. Ils en ont récupéré depuis (à la fin de septembre) 22 % et le cuivre, le nickel et le zinc se trouvaient alors au-dessus de leurs niveaux de janvier 2020. La Covid-19 était bien oubliée !

Mais deux produits aux antipodes l'un de l'autre ont tenu le haut du pavé, alors même que la Covid-19 faisait encore rage : l'or et le fer !

Pour l'or, la chose peut se comprendre. La « relique barbare » que Keynes voulait enterrer définitivement a fait preuve au fil des décennies d'une étonnante résilience. L'or est resté une valeur de fond de portefeuille... ou de coffre-fort ! Ces dernières années, l'investissement en or est devenu plus facile avec le développement des ETF (*exchange-traded fund*)<sup>(4)</sup>, de l'or « papier », mais s'appuyant sur de véritables stocks. Mais surtout, avec des taux négatifs, l'achat d'or est devenu une alternative crédible à celui de bons du Trésor suisses ou allemands. Et puis, on sait que l'or garde un symbole de valeur refuge en période géopolitique troublée. Enfin, en Chine et en Inde, l'or garde la faveur des petits épargnants méfiants – souvent avec raison – à l'égard de leur système bancaire. La saison des mariages en Inde est un moment essentiel du calendrier aurifère surtout si la mousson est bonne, et cette année, elle a été excellente !

Tous ces éléments ont joué en 2020 et l'or a brisé ce qui longtemps s'était dérobé en d'autres périodes haussières, la barre des 2 000 dollars l'once. Les achats des ETF (899 tonnes entre janvier et juillet 2020 pour atteindre un stock total de 3 785 tonnes d'une valeur alors de 239 Md\$) ont été l'élément déterminant. Après avoir culminé à 2 050 dollars, le marché a repris son souffle et à la fin de septembre, l'once d'or oscillait entre 1 850 dollars et 1 950 dollars.

Dans son sillage, l'or a entraîné l'argent dont le prix a doublé, de 12 dollars à 24 dollars l'once entre le creux de mars et la fin de septembre 2020. Mais l'argent a une vraie dimension industrielle et profite de l'essor des nouvelles technologies. C'est aussi le cas dans une moindre mesure des platinoïdes, le palladium plus que le platine et puis surtout le rhodium, le métal le plus cher de tous à près de 15 000 dollars l'once, tous utilisés dans l'industrie automobile pour les pots catalytiques.

A l'inverse, signalons la forte chute de la demande de diamants. Le confinement est quand même passé par là ! Les deux acteurs majeurs du secteur, le Sud-Africain De Beers et le Russe Alrosa, ont été contraints de baisser leurs prix.

Si la flambée de l'or peut se comprendre, que dire de celle du minerai de fer, alors même que dans le monde occidental la production d'acier diminuait et que fermaient des hauts fourneaux : certes, mais pas en Chine ! La production d'acier en Chine a légèrement diminué en février-mars 2020 avant une nette reprise et de nouveaux records. La Chine produit plus de la moitié de l'acier mondial et importe l'essentiel de son minerai de fer sur de gigantesques navires (plus de 300 000 tonnes pour les plus importants) d'Australie et du Brésil. La cotation mondiale de référence du minerai de fer est « cf port chinois » (souvent Qingdao) et il y a même à Tianjin un marché à terme portant sur un contrat de minerai de fer (en yuan). A l'été 2018, le minerai de fer était tombé à peine au-dessus de 60 dollars la tonne. En janvier 2019, à la suite d'un accident dans une mine au Brésil, il avait culminé à plus de 120 dollars la tonne et par la suite, y compris au début de la pandémie, il était resté dans la zone des 80 dollars à 90 dollars. En août 2020, la tonne de minerai était revenue au-dessus de 120 dollars, un prix remarquable quand on sait que les producteurs australiens dans la région de Pilbara (Rio Tinto, BHP, Fortescue) ont des coûts de production probablement inférieurs à 30 dollars ! La raison de cette hausse est bien sûr à chercher en Chine qui, sur les huit premiers mois de 2020, a produit 689 millions de tonnes d'acier (+3,7 %) et en août un record de 94,85 mt (+8,4 %). En Chine, tout le monde a parié sur l'impact des mesures de relance décidées par le gouvernement pour permettre à l'Empire du milieu d'être le premier à sortir de la crise. Et en Chine, qui dit relance, dit grands travaux et donc acier, ce qui entraîne les importations de minerai de fer (près de 550 mt au premier semestre, soit une hausse de 9,6 % par rapport à 2019).

L'impact chinois joua aussi sur les métaux non ferreux : sur les huit premiers mois de 2020, la production chinoise des dix métaux non ferreux majeurs a été de 40 mt (+3,3 %), dont 24,3 mt d'aluminium (+23 %), là aussi plus de la moitié de la production mondiale. Ceci s'est traduit par une augmentation des importations de minerais, de demi-produits et même de métaux, ce qui explique le rebond des cota-

tions au London Metal Exchange (LME). En effet, le LME (propriété de la Bourse de Hong Kong, elle-même contrôlée par des banques publiques chinoises) reste le marché le plus liquide et le plus actif et il attire des « investisseurs » (c'est-à-dire des spéculateurs) à la recherche de corrélation entre le prix des métaux et l'économie réelle : ne parle-t-on pas de manière un peu exagérée de « Dr Copper » ?

Parmi les matières premières agricoles et forestières, on retrouve la même évolution et le même rebond avec un peu comme pour l'or et le fer un produit exceptionnel et inattendu : le bois d'œuvre (*lumber*) pour la construction aux Etats-Unis. Là aussi, il s'agit d'un marché essentiellement nord-américain qui reflète la place qu'occupe le bois dans la construction de maisons aux Etats-Unis. Après avoir fortement chuté en mars, le confinement arrêtant nombre de chantiers, les prix à Chicago ont bondi de 77 % pour atteindre un niveau record historique. La raison en est simple : anticipant une baisse de la demande, les exploitations forestières américaines et canadiennes avaient réduit leur activité. Mais au contraire, le bâtiment a profité de l'importance du premier plan de relance américain (3 000 Md\$) et la demande s'est envolée. Il ne s'agit là que d'un marché régional (l'Amérique-du-Nord) même si par le biais des importations la hausse s'est un peu transmise en Europe et en Asie.

L'industrie textile a été une des grandes victimes de la crise perdant au moins une « saison » et un pays majeur du monde de la mode (habillement et chaussures) touché parmi les premiers : l'Italie dont la demande en laine et en cuir s'est effondrée pendant plusieurs mois. Pour le coton, le marché est excédentaire avec des stocks représentant un an de consommation. Cela étant, l'importance des achats chinois de coton américain en septembre (au-delà même de la réalité de leurs besoins) a contribué à soutenir les cours sur le marché de New York. La situation reste plus difficile pour la laine, les relations entre la Chine et l'Australie étant particulièrement tendues : on anticipe une baisse moyenne des prix de la laine australienne de 17 % pour la campagne 2020-2021.

## ■ Un impact globalement limité

Étant donné l'ampleur du recul économique provoqué par la pandémie de Covid-19 (et sans même parler d'une éventuelle – mais probable – deuxième phase en Europe), il faut convenir que son impact sur les marchés de matières premières et de commodités a été assez limité, surtout si l'on prend en compte le fait que le pétrole a suivi sa propre histoire et que pour de très nombreux marchés – agricoles en particulier –, les tensions géopolitiques sont rapidement revenues au premier plan. Ce n'est au fond pas étonnant sur le plan alimentaire (il faut bien manger, même si les modèles ont pu changer avec l'arrêt de la restauration hors foyer), mais cela reste un peu surprenant sur le plan industriel et énergétique. Deux facteurs en fait ont joué. Le premier est d'ordre monétaire : la Covid-19 a en effet enfin provoqué une baisse du dollar américain, ce qui apparaît assez logique au vu de la politique de la FED (Federal Reserve) en matière de taux et des déficits publics liés au plan de relance. Historiquement, les cours des matières premières sont liés aux évolutions du dollar par une corrélation inverse qui se vérifie tout particulièrement dans les moments de rupture (juillet 2008 en fut ainsi un superbe exemple). Cela est lié au comportement des investisseurs pour lesquels les commodités peuvent être un véhicule d'arbitrage monétaire. La chute du dollar en 2020 se retrouve donc dans la hausse des matières premières à partir d'avril.

L'autre facteur – le plus important – est bien sûr chinois. En deux décennies, la Chine est devenue le véritable pivot des marchés mondiaux, importateur, transformateur, consommateur. Ce fut le cas à l'origine dans le domaine industriel, mais la Chine est devenue le premier importateur mondial de pétrole, mais aussi de charbon et le sera demain de gaz naturel. Et même dans le domaine alimentaire, malgré ses objectifs affichés d'autosuffisance, la Chine est aujourd'hui le véritable détenteur de l'« arme alimentaire », celle du principal importateur solvable que courtisent des producteurs ployant sous le fardeau de leurs excédents. Or les marchés ont d'autant plus « acheté » la reprise chinoise que les chiffres de l'économie « réelle » l'ont confirmé, qu'il s'agisse de la production (on l'a vu

pour l'acier et les métaux), des importations, mais aussi de la consommation. Les seuls marchés à avoir vraiment souffert et dont les perspectives restent médiocres sont ceux pour lesquels la Chine ne joue qu'un rôle secondaire comme le café et le cacao !

## Les marchés dans l'après-Covid

Peut-on déjà penser un après-Covid ? Sur les questions sociétales et économiques, ce serait là bien ambitieux. Mais en ce qui concerne les marchés mondiaux de matières premières et de commodités, on peut avancer non des certitudes, mais quelques pistes.

La première concerne l'accélération de la transition énergétique, ce qui peut apparaître paradoxal étant donné la baisse générale des prix des énergies fossiles à laquelle on a assisté. Mais c'est que la Covid-19 a amplifié des tendances déjà à l'œuvre en matière d'énergies renouvelables et de décarbonation. Peut-être avons-nous assisté au *peakoil* non pas comme autrefois on le craignait en termes de production, mais en ce qui concerne la demande : il est de moins en moins certain que le niveau des 100 mbj sera franchi et s'il l'est, ce pourrait n'être que de manière temporaire. Dans la hiérarchie des énergies fossiles, la baisse des prix favorise désormais le gaz naturel qui sera le « chaînon manquant » avant le développement de la deuxième génération d'énergies renouvelables à l'image de l'hydrogène. Mais pour l'instant, c'est le gaz naturel qui tient la corde : CMA-CGM vient de lancer le premier une série de porte-conteneurs géants fonctionnant au GNL. Le gaz naturel est déjà au cœur de nombre de tensions géopolitiques, que ce soit en Méditerranée orientale ou autour de l'achèvement du gazoduc Nord Stream II, sans oublier les projets transafricains du Nigeria au Maroc.

La période de la Covid-19 a été aussi marquée par une extrême volatilité des marchés. En soi, cela n'est pas nouveau et il faut rappeler que c'est pour gérer

cette instabilité historique que furent « inventés » au XIX<sup>e</sup> siècle les premiers marchés à terme d'abord pour les produits agricoles, puis pour les métaux. Ce furent les modèles sur lesquels se développèrent dans les années 1970 les marchés à terme financiers (*financial futures*) et plus largement ce que nous connaissons aujourd'hui sous le terme générique de marchés dérivés dont les matières premières ne constituent plus qu'un compartiment mineur. Aucun des efforts de stabilisation ou de cartellisation des dernières décennies n'a vraiment abouti et la période de la Covid-19 n'a pas échappé à cette règle. La volatilité de ces derniers mois a augmenté les risques sur les marchés. Si les grandes maisons de *trading* ont pu en profiter, on a constaté une plus forte « mortalité » sur des places comme Singapour. Cela a entraîné le retrait d'un certain nombre de banques qui jusque-là assuraient le financement de ces opérations (*commodity trade finance*) et cela ne manquera pas d'avoir des conséquences sur l'activité du négoce international.

Mais au-delà, la période de la Covid-19 a cruellement illustré ce que l'on peut qualifier de « malédiction des matières premières ». Trop de pays dans le monde dépendent encore, pour l'essentiel, de leurs ressources, de l'exportation de l'une ou l'autre des matières premières, à commencer bien sûr par l'énergie et les métaux. Comment imaginer un processus de développement sur le long terme, alors même que les prix mondiaux peuvent varier du simple au double comme cela a été le cas en 2020 ? La Covid-19 a fragilisé des filières entières et il faudra savoir en tirer les leçons. Que dire d'ailleurs aussi de son impact sur les matières « secondaires » issues de la récupération et du recyclage où les prix négatifs aux origines ont été souvent la règle !

L'après-Covid restera enfin encore marqué de conflits géopolitiques dans lesquels les matières premières continueront à occuper la première place. La Chine sort de la crise avec une place encore renforcée par son poids sur les marchés et la place que commencent à occuper ses marchés à terme avec toutefois le bémol de leur cotation en yuan. Mais que dire aussi du pétrole avec le Venezuela et l'Iran, du gaz naturel déjà évoqué, de nombre de métaux stratégiques (ceux justement de la transition énergétique), des produits agricoles mêmes à l'image de la viande porcine, du soja ou même de l'orge. De ce point de vue, rien n'a vraiment changé depuis ce que Marx et Engels avaient écrit dans leur *Manifeste* : « Les matières premières sont une question de vie ou de mort pour les nations civilisées dont les industries travaillent non plus des matières premières indigènes, mais des matières premières appartenant aux régions les plus lointaines et dont les produits sont consommés à la fois dans les pays d'origine et dans toutes les parties du monde. » Marx avait vu juste, mais il n'est pas certain qu'il pensait alors à la Chine !

#### Notes

1. Cet article a été rédigé le 1<sup>er</sup> octobre 2020.
2. Lettre de *CyclOpe*, janvier 2020.
3. *Organisation des pays exportateurs de pétrole + Russie*.
4. *Fonds négocié en Bourse*.



# R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

\*\*

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobe, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

# L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

## Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

## Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

## Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII<sup>e</sup> siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

## Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

## L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise

de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

## Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

## Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie

de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise

de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence

des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

## Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

## Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489