



## Les matières premières vont bénéficier de la volte-face du FMI

**Le FMI abandonne l'austérité et suggère des politiques budgétaires plus expansives. Nouveau paradigme pour les dépenses publiques. Perspectives positives pour les matières premières.**

### Points clés

- Le FMI abandonne l'austérité et suggère des politiques budgétaires plus expansives
- Les politiques monétaires ultra-accommodantes ont montré leurs limites selon le FMI
- L'heure est venue de procéder à une relance keynésienne par la hausse des dépenses publiques
- FMI, Etats-Unis et France à l'unisson
- L'Allemagne isolée devra prendre en compte ce changement de paradigme après le Brexit
- Les matières premières sont déjà influencées par un scénario économique moins pessimiste
- La Chine soutient la demande physique
- La chute du Capex pèsera sur l'offre
- Reprise du commerce mondial en cours
- Cycle des matières premières dopé par la relance budgétaire en 2017

prétexte suffisamment crédible pour justifier un changement de posture majeur et pour déculpabiliser les pouvoirs politiques désormais formatés et trop habitués à tenir un discours rigoriste en matière budgétaire à leurs populations.

**Exit l'austérité... bienvenue à la nouvelle doctrine fondée sur la relance budgétaire et l'investissement.**

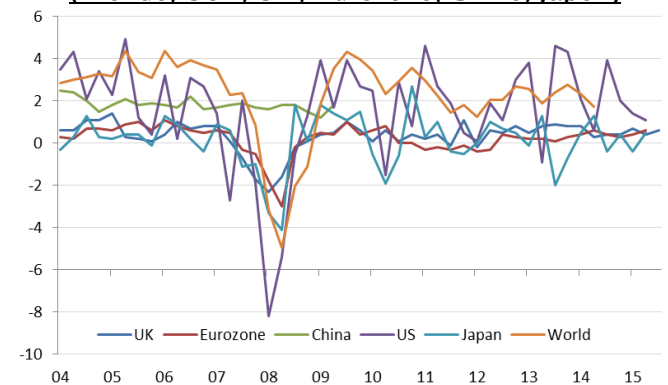
Le Brexit est de fait l'un des premiers arguments évoqués pour soutenir ce changement radical de politique, mais tout semble bon en fait pour justifier un tel changement de cap. Selon le FMI, les menaces pouvant peser sur la croissance mondiale semblent en effet être plus importantes aujourd'hui, même la montée du terrorisme est évoquée comme un facteur d'incertitude économique potentiel.

**Le FMI fait volte-face en recommandant des politiques budgétaires expansives qui soutiendront aussi la hausse des matières premières**

C'était une surprise pour beaucoup, mais le changement de cap est annoncé. Le FMI encourage maintenant ouvertement les gouvernements qui disposent de marges de manœuvre suffisantes à abandonner l'austérité au profit de la relance budgétaire.

Le 23 juillet, le Fonds Monétaire International (FMI) annonçait en effet sans états d'âme un changement plutôt radical de doctrine, quelques semaines seulement après le vote historique du Royaume-Uni, comme s'il n'attendait qu'un

**Taux de croissance du PIB  
(Monde, USA, UK, Eurozone, Chine, Japon)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais pourtant, la première économie mondiale nous semble bien en croissance comme l'atteste notamment la diminution de 10% à 4.7% de son taux de chômage, malgré un PIB encore en faible hausse de +1.1% au 1er trimestre. En Asie, les inquiétudes relevées en début d'année sur la santé de l'économie chinoise paraissent aujourd'hui clairement exagérées à la lumière des

dernières statistiques du PIB faisant état d'une croissance de +6.7% sur un an. En Europe, le Brexit pourrait bien avoir un effet négatif sur la dynamique économique, mais le FMI et la BCE n'évaluent pour l'instant qu'à 0.3% cet impact.

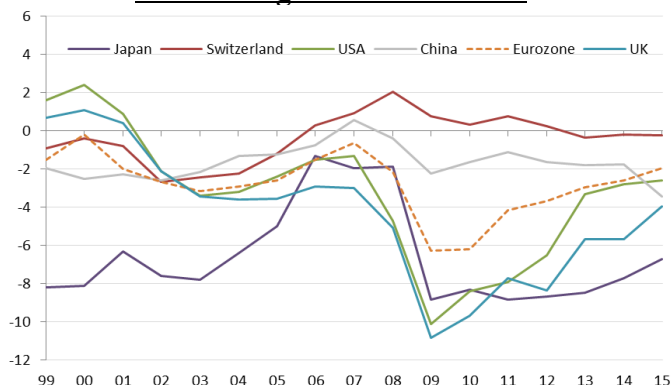
Le FMI nous semble donc aujourd'hui étonnamment trop prudent dans ses perspectives au sujet de la croissance mondiale. Celles-ci ont d'ailleurs été révisées légèrement à la baisse il y a quelques semaines à +3.1% pour 2016 et +3.4% pour 2017. C'est en effet sur la base d'une analyse un peu moins optimiste de la conjoncture mondiale que l'institution veut motiver certains pays à doper leurs dépenses publiques pour soutenir la croissance. Il faut tout de même relever que ces prévisions de croissance sont proches de la croissance moyenne des vingt dernières années.

### Le FMI, la France et les Etats-Unis à l'unisson

Le FMI s'adresse en particulier à quelques pays du G20, dont les marges de manœuvre budgétaires sont plus importantes, comme l'Allemagne, les Etats-Unis, le Canada, l'Australie ou la Chine.

En Europe, l'institution espère très certainement faire prendre conscience à l'Allemagne qu'elle a une responsabilité politique accrue après le Brexit. Plus que jamais, elle doit assumer un rôle important pour maintenir et sauvegarder l'équilibre européen, alors que la déception grandit un peu partout en Europe et que les effets négatifs d'une austérité excessive menacent la cohésion de l'Union Européenne. Le revirement de position du FMI apparaît aujourd'hui comme un changement dans l'équilibre des forces en Europe. L'austérité budgétaire prônée auparavant par le FMI et historiquement chère à l'Allemagne n'est désormais plus un dogme immuable en Europe. L'Allemagne risque de se trouver un peu isolée désormais à vouloir défendre une ligne budgétaire trop restrictive.

### Déficit budgétaire en % du PIB

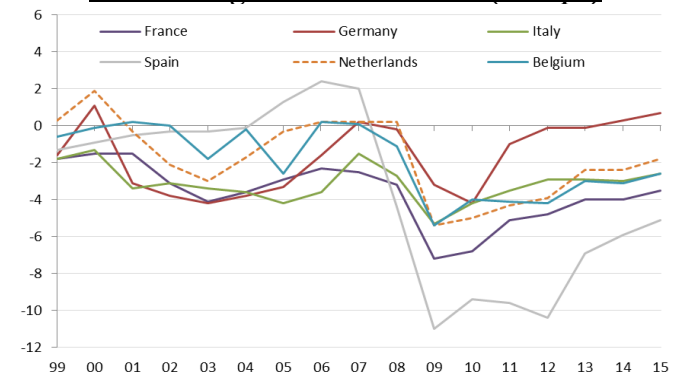


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'Allemagne a pourtant aussi un intérêt économique évident à assurer une relance conjoncturelle dans la zone euro, car celle-ci profitera très certainement à son industrie.

Le FMI espère donc certainement que l'Allemagne assouplira en particulier sa position sur cette question budgétaire en soutenant un programme de relance par l'investissement et le développement des infrastructures.

### Déficit budgétaire en % du PIB (Europe)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Aux Etats-Unis, Hillary Clinton promettait déjà 500 milliards d'investissements dans les infrastructures dans son programme politique et précédait ainsi la proposition du FMI. En Chine, le premier ministre avait accepté en février d'accroître le déficit budgétaire via de nouvelles dépenses d'infrastructure. Le Japon et l'Europe proposeront donc certainement un plan de relance de même nature adapté à leurs situations respectives dans les prochains mois.

### La relance budgétaire prendra le relais des taux d'intérêt négatifs

Nous avons d'ailleurs déjà suggéré à plusieurs reprises dans notre appréciation de la situation économique mondiale que les politiques monétaires ultra-accommodantes ont eu une certaine efficacité, en particulier aux Etats-Unis. Toutefois, à l'heure où la plupart des taux d'intérêt sont en territoire négatif, leur pertinence dans la zone euro ou au Japon en particulier, peine à s'affirmer.

**La situation exige maintenant de recourir à une forme plus conventionnelle de soutien économique et à réhabiliter une relance de type keynésienne par la hausse temporaire des déficits publics.**

Le moment est donc bien choisi par le FMI pour suggérer une nouvelle stratégie plus volontariste et directement ciblée sur les secteurs économiques créateurs d'emploi et de richesse. Ses suggestions trouveront un écho favorable auprès de nombreux gouvernements, en particulier en

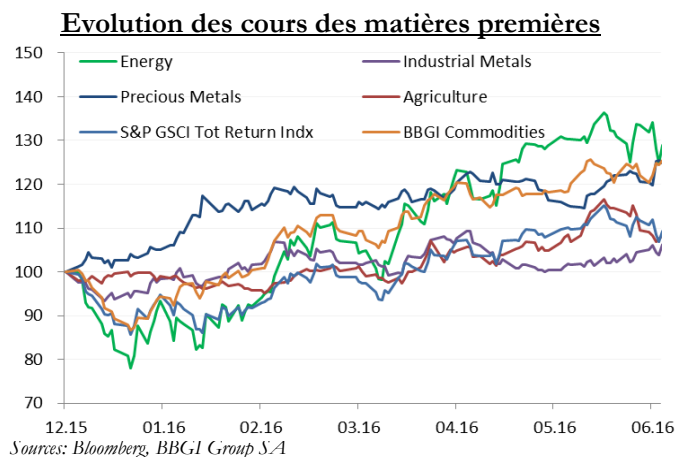
Europe où les risques de contagion de l'exemple britannique sont bien présents. Rien d'étonnant que Paris et Washington aient déjà appuyé la proposition du FMI et que l'Allemagne marque son opposition. Cette dernière changera probablement progressivement sa position lorsqu'elle réalisera que les dépenses budgétaires suggérées pourraient être potentiellement aussi très favorables à son industrie.

Les Etats-Unis avaient laissé leur déficit budgétaire chuter à -10% de leur PIB en 2009, il n'est désormais plus que de -2.5% en 2015. Dans la zone euro, le déficit public agrégé n'est que de -1.8% du PIB. Clairement, la crise financière a permis des réformes structurelles dans les Etats du sud de l'Europe, mais la situation en Allemagne est restée tout à fait unique en la matière. La rigueur budgétaire allemande s'est en effet très nettement affirmée pendant toute la crise par un affaissement à peine marqué entre 2009 et 2010 de son ratio, avant que celui-ci ne soit rapidement corrigé et ne revienne à l'équilibre dès 2012.

L'Allemagne dispose de la plus forte marge de manœuvre pour une relance budgétaire globale et s'il est encore un peu tôt pour espérer une inflexion radicale de l'Allemagne, le pragmatisme devrait finalement s'imposer. Au soir du Brexit, le ministre des finances allemand n'était ainsi pas opposé à la définition d'un budget pour la zone euro et de plus d'investissements pour surmonter la crise. Prudent, il suggérerait plus d'intégration avant de pouvoir y parvenir. Mais la relance par l'investissement semble bien être à nouveau à l'ordre du jour pour doper la confiance.

### Les matières premières sont déjà influencées par un scénario moins pessimiste

Le rebond massif des cours des matières premières depuis la mi-février reflète sans doute en partie un réajustement des anticipations de croissance moins pessimistes.

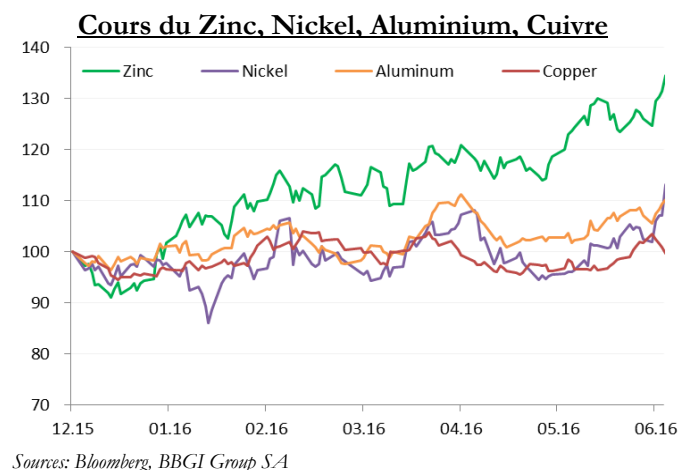


La hausse des cours du brut, consécutive à la baisse de la production américaine d'environ 1.2 millions de barils/jour, explique aussi l'amélioration du sentiment pour les matières premières, mais tous les secteurs bénéficient du retour des investisseurs en 2016.

À l'exception du maïs (-7%), du cacao et du blé (-11%), toutes les matières premières surperforment l'indice des actions mondiales (+3.9%) et la plupart enregistrent des hausses comprises entre +12% (café) et +42% (argent).

### La Chine soutient la demande physique de matières premières

La hausse des importations chinoises contribue aussi à améliorer le sentiment positif sur les matières premières liées à la croissance économique. Les importations de pétrole brut en volume sont toujours en hausse et se maintiennent au-dessus de 30.6mb/mois. Du côté des métaux industriels, les importations chinoises de nickel et de zinc se portent bien et sont soutenues par les dépenses d'infrastructure. Les importations de zinc ont plus que doublé au cours du semestre alors que la production chinoise restait stable. Les cours du zinc sont maintenant soutenus également par la contraction de l'offre de capacité d'exploitation (estimée à 1.5 million de tonnes) et par une baisse des inventaires. Les importations de nickel en Chine ont aussi bondi de près de 200%, alors que les Philippines prévoient une diminution de leur production. En juin, les importations chinoises de cuivre ont progressé de +20% sur un an. Les cours du cuivre sont en retard sur ceux du zinc et du nickel et pourraient bien bénéficier plus nettement en seconde partie d'année de l'amélioration du sentiment des investisseurs. Les inventaires semblent cependant encore élevés, ce qui pourrait freiner cette tendance. Les cours de l'acier ont aussi progressé en raison des réductions de capacité en Chine. Finalement, la surproduction d'aluminium ne semble pas limiter la hausse des cours qui reste toutefois faible en comparaison.



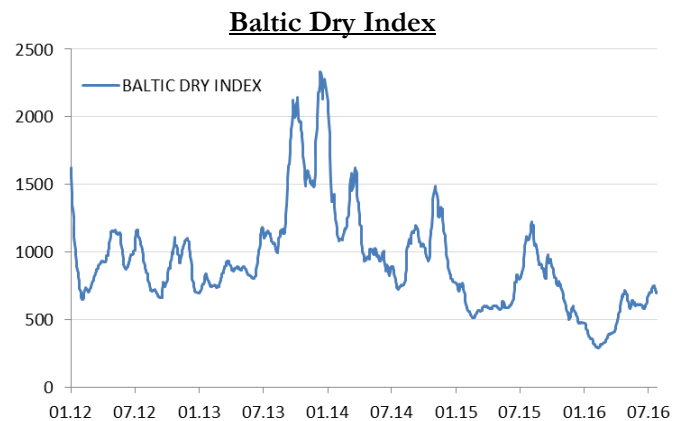
## La chute du capex et les réductions de capacités de production créent les conditions du rééquilibrage du marché

Dans le marché de l'or par exemple, la production indique une stagnation de l'activité des sociétés minières suite à l'affaissement des cours de l'or de ces dernières années. Ces dernières se concentrent toujours sur une rationalisation de leurs processus de production, cherchent à diminuer les coûts en concentrant la production sur les mines les plus rentables et en laissant de côté l'exploitation de leurs actifs moins performants. Les projets de nouvelles exploitations diminuent également et la baisse du capex observée ces dernières années provoquera certainement un prochain déséquilibre dans le marché. Les rationalisations entreprises semblent porter leurs fruits si l'on considère que le coût de production moyen (« all in sustaining costs ») se situe désormais à environ 850\$ l'once. Dans le secteur de l'énergie, la production diminue fortement aux Etats-Unis alors que la demande mondiale est attendue en hausse par l'IAIE. On estime à près de 100 milliards de dollars par an les investissements reportés par les sociétés pétrolières en raison de la chute des cours du brut. Mais la chute des investissements n'est pas un facteur spécifique à ces deux secteurs, elle s'est en fait étendue à la plupart des segments de l'énergie et des matériaux avec la chute des prix. **En 2017, le rééquilibrage opéré ces dernières années pourrait conduire à une insuffisance de l'offre.**

## Reprise du commerce mondial... hausse du Baltic Dry Index

Le Baltic Dry Index reflète l'évolution des coûts du transport maritime de matières premières « sèches » telles que les métaux industriels, les céréales ou le charbon. Il est considéré comme un indicateur de l'évolution du commerce international et de la conjoncture économique. Celui-ci a bondi de près de +155% depuis la mi-février et de +58% depuis le début de l'année. S'il reste toutefois très loin des niveaux de 2008, son comportement récent montre plutôt une reprise du commerce mondial, encore pour l'instant tirée par la demande asiatique, notamment chinoise de

minerai de fer et de charbon, et par une hausse du transport de matières premières agricoles.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Cycle des matières premières dopé par la relance budgétaire

La reprise économique en cours s'affirme en 2016 et sera soutenue par des courbes de taux d'intérêt plus basses qu'escompté en début d'année dans toutes les régions et en particulier aux Etats-Unis. Les risques évoqués par le FMI ou la Réserve Fédérale pour justifier leurs changements de politiques nous semblent surestimés, alors que les anticipations inflationnistes progressent en partie grâce à la hausse des cours du brut. Cela contribuera sans doute à constituer un environnement plus favorable pour une accélération de la croissance en 2017, qui se trouvera alors dopée par la relance budgétaire prônée par le FMI. Des taux d'intérêt toujours bas et une reprise même limitée de l'inflation permettront aux taux d'intérêt réels de passer en territoire négatif et de créer des conditions de financement encore plus favorables qu'elles ne le sont aujourd'hui, soutenant ainsi la dynamique de croissance économique.

## Conclusion

**Les matières premières bénéficieront déjà d'une meilleure conjoncture au second semestre 2016, mais elles profiteront très probablement ensuite plus durablement des effets conjoncturels positifs issus d'un nouveau contexte politique et budgétaire favorable et de taux d'intérêt réels négatifs.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante* : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch