



PÉTROLE

Le choc n'effraie plus

Les tensions géopolitiques maintiennent les cours à des niveaux élevés, non justifiés par les fondamentaux.

www.agefi.fr/actualite-eclairages

PAR JÉRÉMIE MARAIS
ET GUY MARCHAL

La hausse des cours du pétrole au premier trimestre n'a pas perturbé outre mesure les marchés financiers. Les

inclinaiisons sont demeurées optimistes après les injections massives de liquidités à trois ans (LTRO) de la Banque centrale européenne, et le soutien franc et massif à l'activité aux Etats-Unis avec une politique monétaire dite d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale et une politique budgétaire géné-

reuse de la part de l'administration Obama.

Le retour récent à la réalité de la crise est surtout imputable au déplacement des préoccupations sur les dettes souveraines européennes de la Grèce vers l'Espagne et à quelques données conjoncturelles un peu moins bonnes qu'attendu outre-Atlantique. De la menace d'un conflit entre Israël et l'Iran, des tensions dans la région du détroit d'Ormuz où passe près de 20 % du pétrole produit dans le monde, les marchés ne semblent rien retenir



Forage au large de Rio de Janeiro.

« La hausse actuelle du prix du pétrole est gérable à la fois pour les marchés financiers et la croissance mondiale jusqu'à 150 dollars le baril »

Andrew Garthwaite,
stratégiste chez Credit Suisse

pour l'instant : aucune prime de risque pour ce motif n'est véritablement perceptible dans les marchés actions et obligataires.

Pourtant les cours du brut restent suspendus au règlement des tensions entre les Occidentaux et l'Iran, deuxième producteur de l'Opep avec 3,58 millions de barils/jour (mb/j) en 2011. Le Brent est monté jusqu'à 126 dollars le baril mi-mars, en hausse de 18 % par rapport au début de l'année, avant de retomber à 119 dollars mi-avril, après que les discussions avec l'Iran sur son programme nucléaire ont repris. Les prix restent toutefois élevés, notamment exprimés en euros et en livres sterling (*voir le graphique*). Leurs répercussions sont visibles dans la vie de tous les jours en Europe : l'essence a atteint un record de 1,67 euro le litre (+8 % depuis début janvier) et le gazole 1,52 euro (+4 %). Aux Etats-Unis, les prix à la pompe s'ap-

prochent du seuil psychologique de 4 dollars le gallon.

Le G20 et le Fonds monétaire international (FMI) ont mis en garde contre le risque que font peser les cours élevés du pétrole sur la reprise de l'économie mondiale. Ali al-Naimi, le ministre du Pétrole de l'Arabie Saoudite, s'est même fendu d'une tribune dans le Financial Times pour dire que son pays aimerait des prix moins élevés, et qu'il pouvait produire jusqu'à 2,5 mb/j supplémentaires (par rapport aux 10 mb/j produits actuellement). En janvier, il avait souhaité que le baril revienne autour de 100 dollars. De leur côté, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France envisagent de puiser dans leurs stocks stratégiques, mais l'Allemagne et l'Italie y sont opposées.

Sanctions contre l'Iran

En cas d'aggravation des tensions avec l'Iran, le Brent pourrait large-

Prévenir et rassurer



Christine Lagarde,
directrice générale du FMI

« Il y aurait clairement un choc pour les économies en cas de rupture des exportations de pétrole de l'Iran, cela pousserait les prix à la hausse »

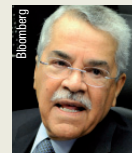
New Dehli, 20 mars



François Fillon,
Premier ministre français

« Il y a aujourd'hui de bonnes perspectives pour que les Etats-Unis et l'Europe s'accordent sur l'utilisation des stocks stratégiques de pétrole »

France Inter, 29 mars 2012



Ali al-Naimi, ministre du Pétrole de l'Arabie Saoudite

« L'approvisionnement en pétrole n'est pas un problème, et n'en a pas été un dans le passé récent. Il n'y a rien de rationnel au fait que les prix restent à ces niveaux élevés »

Financial Times, 28 mars 2012

ment dépasser son record de 2008 (147 dollars), s'accordent les analystes. Parmi eux, certains n'hésitent pas, dans un tel cas de figure, à anticiper un brut entre 160 et 200 dollars le baril. Les sanctions financières des Etats-Unis et l'embargo de l'Union européenne sur le pétrole iranien, qui entrent pleinement en vigueur en juillet, mettent déjà le marché sous pression, forçant plusieurs pays à trouver d'autres sources d'approvisionnement. La production iranienne a diminué de 250.000 b/j entre fin 2011 et mars, et pourrait s'effondrer de 700.000 b/j supplémentaires d'ici à l'été, selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE). De plus, d'autres zones de production ont connu des ►

Les analystes n'excluent pas le scénario du pire

perturbations au premier trimestre (mer du Nord, Nigéria, Soudan du Sud, Syrie et Yémen), entraînant une perte de 1,1 mb/j. Mais les économistes, sur la foi des fondamentaux et des anticipations du marché, n'envisagent pas de dérapage des cours, au contraire. Le consensus désigne un niveau de prix moyen pour le Brent autour de 110 dollars en 2012. Du reste, les cours ont reculé depuis début avril.

Reconstitution des stocks

Le marché est en surplus puisque l'Opep a produit 31,43 mb/j en mars, bien plus que le niveau nécessaire pour satisfaire la demande (30,1 mb/j au premier trimestre), selon l'AIE. L'effort de l'Arabie Saoudite et le retour de la production libyenne ont plus que compensé les pertes de

production d'autres pays. Résultat, les stocks des pays de l'OCDE, au-dessous de leur moyenne des cinq dernières années depuis neuf mois, ont commencé à se reconstituer. Qui plus est, la demande devrait baisser au deuxième trimestre, période de maintenance des raffineries, avant de progresser à nouveau au second semestre. « Dans ce contexte, l'un des scénarios envisagés est celui d'un prix du Brent retombant à 100 dollars le baril, voire plus bas si les tensions avec l'Iran s'apaisent », prévoit Thomas Jaboeuf, analyste chez GDF Suez Trading. Le recul des cours est néanmoins délimité par un plancher. Ils pourraient difficilement passer au-dessous du niveau nécessaire à l'équilibre des finances publiques des pays de l'Opep, soit 91 dollars le baril cette année, précisent les analystes de Natixis (ce seuil est de 150 dollars pour l'Iran).

Bien sûr, les analystes n'excluent pas le scénario géopolitique du pire. « La hausse actuelle du prix du pétrole est gérable à la fois pour les marchés financiers et la croissance

LES MONEY MANAGERS ONT RÉDUIT LEUR POSITION ACHETEUSE NETTE

de 28.544 contrats (futures et options) sur le Brent depuis fin mars, et de 80.205 contrats sur le WTI depuis fin février.

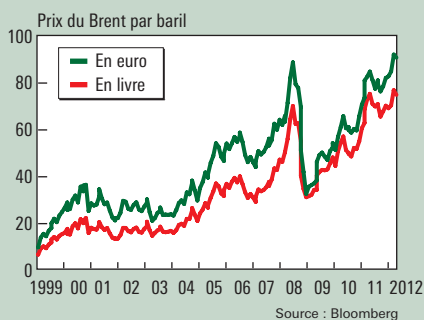
Sources : Intercontinental-Exchange, Commodity Futures Trading Commission

mondiale jusqu'à 150 dollars le baril », estime Andrew Garthwaite, stratège chez Credit Suisse. Pour lui, l'évolution des cours et la rapidité de cette évolution importent plus que le niveau pour en saisir l'impact sur la croissance. A 150 dollars, explique l'économiste, le cours du brut « aurait un impact significatif sur l'inflation et le revenu disponible réel ». Au-delà, ajoute-t-il, ce serait un retour en récession sur le modèle de triste mémoire de la hausse de 2007-2008 (de 70 à 140 dollars en un an). Un modèle du FMI indique qu'une progression de 10 % des prix obère la croissance mondiale de 0,10 point de pourcentage la première année et de 0,15 la seconde.

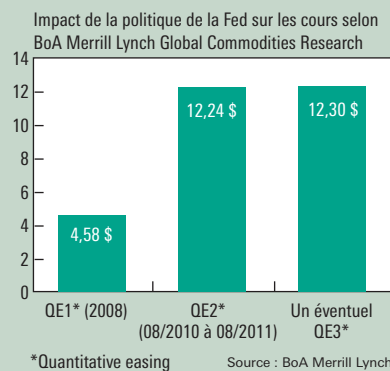
Canaux de transmission

Les analystes de JPMorgan décèlent deux canaux classiques de transmission des cours du brut sur l'activité économique (voir le tableau). Le premier est l'impact direct par le pouvoir d'achat et les dépenses de consommation. Le second prend le chemin de l'appétit pour le risque des

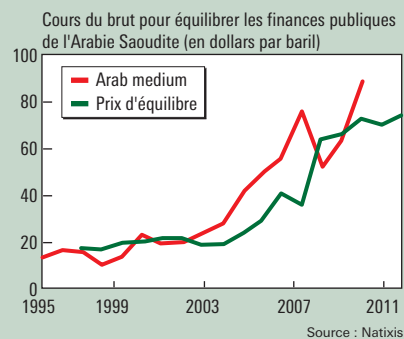
Plus hauts historiques



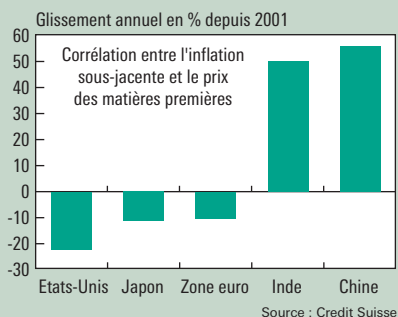
Liquidité et pétrole



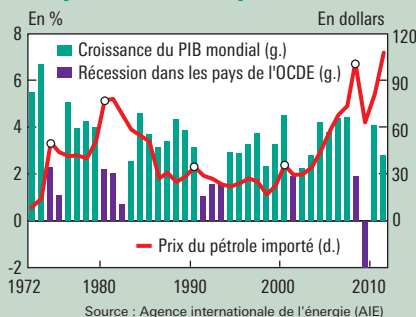
Le "bon" prix



Où se trouvent les effets de second tour ?



Chaque récession est précédée d'un pic des cours



Choc d'offre : les dégâts éventuels

En mns barils/jour	Prix du pétrole	Croissance du PIB en %*		
		Pays développés	Pays émergents	Monde
1,0 mbj	-26,1	0,46	0,68	0,52
0,5 mbj	-13,0	0,23	0,34	0,26
-0,5 mbj	13,0	-0,23	-0,34	-0,26
-1,0 mbj	26,1	-0,46	-0,68	-0,52

*Impact en année pleine

Source : JPMorgan

investisseurs et de la confiance des ménages et des milieux d'affaires.

Mais un troisième canal, positif cette fois pour les pays occidentaux, est en train d'apparaître. Le schéma habituel d'une hausse des cours grevant la demande dans les pays consommateurs et accroissant l'épargne dans les pays exportateurs, est aujourd'hui remis en cause. Certes, l'épargne génère toujours des flux de capitaux qui viennent s'investir sur les marchés financiers et dans les entreprises des pays industrialisés. Mais une part importante des revenus supplémentaires tirés d'une hausse du brut est désormais dépensée en produit importés par les pays producteurs. Dans une note d'analyse, Patrick Artus, chef économiste chez Natixis, a fait ses calculs. Aujourd'hui « *quand la zone euro importe 1 de pétrole, elle réexporte 0,60. Et quand les Etats-Unis importent 1 de pétrole, ils réexportent 0,50. L'effet sur la croissance de la hausse du prix du pétrole ne doit pas être exagéré* ». Ce qui minore d'autant l'impact d'une hausse du brut sur l'activité économique.

Une nouvelle donne

De surcroît, « *il n'existe pas un seuil de douleur unique* », explique Dominique Barbet, économiste chez BNP Paribas. *L'impact varie d'une zone monétaire à une autre et cet impact est aujourd'hui plus important en zone euro.* » Car si le baril exprimé en billets verts est encore loin de son sommet de l'été 2008, libellé en euros, il est déjà au-dessus de ce pic. Une autre modification d'importance pour le marché pétrolier est l'évolution de la consommation outre-Atlantique. « *Depuis 2008, l'économie américaine a changé. Elle est devenue autosuffisante en hydrocarbures (gaz et pétrole) et vient de dégager un excédent commercial sur ce poste pour la première fois depuis 1949. Symbole de ce changement, les oléoducs de Cushing sont en train d'inverser les flux et de les diriger vers le Golfe du Mexique* », commente Dominique Barbet. Au cours des douze derniers mois, les

GOLDMAN SACHS ESTIME QUE L'ÉCART DE PRIX entre le WTI et le Brent va se réduire de moitié d'ici à juin.

ENTRETIEN AVEC...

Olivier Gasnier, économiste chez GDF Suez Trading



« *Cette fois, l'impact sera aussi négatif en zone euro qu'aux Etats-Unis* »

Les cours du pétrole atteignent des niveaux élevés. Faut-il craindre des conséquences négatives pour la croissance économique aux Etats-Unis et en Europe ?

Il faut relativiser le récent emballement des prix du baril et le comparer aux mouvements de hausse de 2007-2008 et de début 2011. Que constatons-nous ? Que la vague actuelle est d'une ampleur bien moindre que les deux précédentes au point de se demander si les deux dernières hausses doivent être distinguées. J'ai tendance à croire qu'elles participent de la même et unique vague. En 2012, pour arriver à un prix de 125 dollars le baril, il a fallu une hausse d'environ 15 dollars. Pour parvenir à un niveau analogue début 2011 pendant le printemps arabe, les prix avaient bondi de 45 dollars. Quant à l'envolée de 2008 jusqu'à 140 dollars, elle a nécessité une hausse de plus 60 dollars, étalée, qui plus est, sur un an. Il ressort de ce constat que l'impact de la hausse des cours sur la croissance économique mondiale sera cette année bien moindre qu'au cours des deux premiers épisodes, si cette hausse ne s'amplifie pas bien entendu.

La hausse du brut affecte-t-elle les différentes zones économiques de la même façon ?

Non, et dans le cas présent, il faut noter un changement. Si, auparavant, les conséquences se faisaient davantage sentir aux Etats-Unis qu'en Europe, cette fois, cela devrait être le contraire ; l'impact sera au moins aussi négatif en zone euro qu'outre-Atlantique. La raison tient au taux de change euro-dollar. Pendant l'épisode de 2008, l'euro contre dollar était passé de 1,35 à 1,60, atténuant du même coup la hausse des cours du brut. Début 2011, il s'était apprécié de nouveau ; de 1,27 à 1,45. En revanche dernièrement, il s'est déprécié de 1,38 à 1,32, renchérissant la facture pétrolière. Ce qui signifie qu'en 2008, la hausse des prix était de 62 dollars, soit 33 euros. Depuis la fin 2011, elle est de 16 dollars, soit 15 euros. Il existe par ailleurs un autre sujet de préoccupation : beaucoup plus en aval, il faudra regarder l'impact des cours sur le comportement des entreprises pour voir s'ils sont susceptibles de le modifier durablement. Le risque serait que les entreprises réduisent leurs investissements à la suite d'une compression trop forte de leurs marges.

importations de pétrole aux Etats-Unis ont diminué de 7 %.

Pour l'heure, les cours du brut ont trouvé comme en 2008 une voie de passage dans les indices de prix (IPC) globaux (*headline*) sans toutefois se matérialiser dans les indices de l'inflation sous-jacente (*core inflation* hors prix énergétiques) par des effets dits de second tour avec des hausses des salaires compensatoires. Comme disent les économistes anglosaxons, il n'existe pas de phénomène de « *pass through* » (transformation de la hausse des cours en véritable inflation) dans les pays industrialisés. « *Dans le monde actuel moins cartéisé, moins syndicalisé, plus mondialisé, les hausses du pétrole se manifestent par des chocs de prix relatifs et non pas par une inflation généra-*

lisée », expliquent les économistes de Credit Suisse. C'est d'autant plus vrai si les économies sont en dessous du seuil moyen de leurs capacités de production. La hausse des coûts de l'énergie joue alors le rôle d'un impôt sur la croissance et est donc déflationniste si les salaires ne s'ajustent pas à cette hausse. C'est ce que certains désignent non sans humour comme « *l'inflation déflationniste* ».

Reste que le monde bouge. « *Dans les pays émergents, la hausse du pétrole génère bel et bien de l'inflation avec une adaptation des salaires*, indique Dominique Barbet. *Ces pays qui étaient pourvoyeurs au cours de la décennie 2000 de désinflation dans les pays occidentaux, n'exportent plus cette désinflation.* » ■