

■ Frédéric Reynes

## Pétrole : accalmie incertaine \*

En hausse quasi ininterrompue depuis 2007, le cours du pétrole s'est apaisé pendant l'été. Après avoir culminé à 144,1 dollars le 3 juillet, le prix du baril de Brent a fortement chuté et est passé sous la barre psychologique des 100 dollars le 9 septembre. Au cours de la seconde moitié de ce mois, les évolutions du prix ont été très volatiles, perturbées par les craintes sur l'issue de la crise financière.

La détente estivale des cours a été favorisée par plusieurs éléments conjoints : la fin de la saison des ouragans, la baisse du dollar, une demande mondiale moins dynamique que prévu qui a permis l'augmentation des stocks et, enfin, l'effondrement des perspectives de croissance. Supposant un impact modéré de la crise financière sur la sphère réelle, nous anticipons une remontée du cours à 100 dollars dès 2009 qui reflète la stabilisation du taux de change euro/dollar à l'horizon de notre prévision, et le rééquilibrage entre l'offre et la demande à la suite de l'ajustement de la production de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole). Sous ces hypothèses, la hausse en euro du prix du pétrole serait de 153 % entre 2001 et 2009 contre 310 % pour celle exprimée en dollar.

### Une envolée des cours au premier semestre 2008...

Le premier semestre 2008 a poursuivi la tendance haussière de l'année 2007, où le cours était passé de 53,9 à 91,2 dollars entre janvier et décembre (graphique). Cette hausse quasi ininterrompue de dix-huit mois a été favorisée par l'insuffisance de l'offre et l'appréciation de l'euro. Elle a été amplifiée par le comportement de certains fonds spéculatifs qui, échaudés par la crise des *subprimes*, ont été attirés par les valeurs montantes telles que les matières premières.

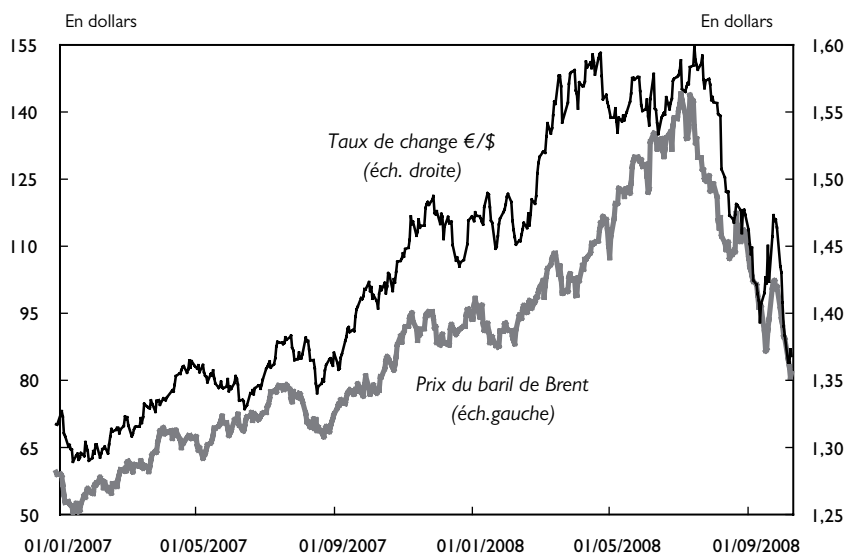
En 2007, la consommation mondiale a progressé de 1,1 % alors que la production a stagné. Ceci s'est traduit par une dégradation des stocks commerciaux dans les pays de l'OCDE de 0,2 million de barils par jours (mbj), soit 0,4 jour de demande, alors qu'ils progressaient en moyenne de 0,3 mbj par an depuis 2003. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande a eu d'autant plus d'impact sur les prix qu'il a été rapidement interprété comme durable : dans le contexte de l'épuisement des réserves, il fait régulièrement ressurgir les craintes de l'incapacité prochaine de l'offre à suivre une demande dynamique tirée par les pays émergents.

Avec le ralentissement de l'économie mondiale et le redressement de l'offre, cet effet n'a vraisemblablement pas joué au premier semestre 2008. La production corrigée des variations saisonnières a progressé de 0,5 % par trimestre contre 0,2 % pour la consommation grâce notamment à la hausse de la production des pays de l'OPEP de 0,5 mbj décidée fin 2007. Cette dernière a permis de compenser la baisse de la production dans les pays non OPEP, en particulier au Mexique et en mer du Nord.

\* Cette fiche a été établie sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale », le prix du baril de Brent au 4<sup>e</sup> trimestre 2008 serait de 80 dollars. Il augmenterait de 5 dollars par trimestre en 2009, à la suite de la baisse de la production des pays de l'OPEP en novembre.

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar est le deuxième facteur de la hausse du prix du pétrole. La faiblesse du dollar contribue à un pétrole cher par deux canaux. Le premier est indirect dans la mesure où il passe par le comportement de l'OPEP qui est amené à revoir à la hausse sa cible de prix lorsque le dollar baisse en l'indexant sur un panier de monnaies. En effet, la dépréciation du dollar par rapport aux autres monnaies correspond à une perte de pouvoir d'achat pour les pays exportateurs puisque ils n'achètent pas toutes leurs importations en dollar.

Prix du pétrole et taux de change euro/dollar



Source : Datastream.

Le deuxième canal est direct et provient des transferts de placement consécutifs à la dépréciation du dollar. Dans le contexte du ralentissement américain et de la hausse généralisée du prix des matières premières, des placements dans ces produits sont un moyen de se couvrir contre les futures baisses anticipées du dollar. À la vue de la corrélation au jour le jour observée entre le taux de change euro/dollar et le cours du Brent (graphique), ce deuxième canal semble avoir eu un rôle important en 2007 et 2008.

### ... suivie par une accalmie estivale

Le milieu de l'été a été marqué par un retournement de ces facteurs haussiers. Ainsi en juillet et en août, le cours du Brent a perdu en moyenne un dollar par jour. Ce retournement est dû principalement aux révisions à la baisse des prévisions de la croissance mondiale et à l'appréciation du dollar. La fin de la saison des ouragans, qui n'avaient que faiblement perturbé la production, a aussi contribué à ce replis, car elle a levé les craintes de voir l'offre perturbée par cet aléa climatique (voir « Pétrole : avis de tempête », *Revue de l'OFCE* n° 103,

pp. 104-107). Par ailleurs, la baisse des cours a été amplifiée par le retrait des fonds spéculatifs du marché des matières premières. Il s'agit du mécanisme inverse de celui observé en 2007 et au premier semestre 2008 où l'augmentation des positions nettes des spéculateurs sur le marché des *futures* avait accentué la tendance haussière (voir « Inflation : prix au piège », *Revue de l'OFCE*, n° 105, pp. 260-64).

Pour enrayer la baisse, l'OPEP a réagi le 10 septembre par une baisse de sa production de 0,52 mbj. Le reste du mois, le cours du baril a subi les rebondissements de la crise financière. Il a perdu 11,5 % en deux jours pour atteindre 86,6 dollars à l'annonce de la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre. Il s'est redressé de 15 dollars les jours suivant avec l'annonce du plan Paulson. Le cours a reperdu plus de 30 dollars en octobre, entraîné par l'appréciation du dollar consécutive aux incertitudes concernant l'importance de la crise financière en Europe.

L'incertitude sur l'issue de la crise financière s'est même traduite par des différences de volatilité selon les places financières. Au cours de la séance du 22 septembre, le cours du WTI à la bourse de New-York s'est envolé de 16 dollars avant de s'effondrer du même montant le lendemain. Le fait que cette séance était la dernière permettant d'acheter des contrats pour la livraison d'octobre ne suffit pas à expliquer une telle volatilité puisque les prix sur les autres places n'ont pas connu un tel soubresaut.

Dès le début de 2009, nous anticipons une remontée des cours à 100 dollars, traduisant un effet neutre à l'horizon de notre prévision des principaux déterminants du prix du pétrole : absence de tension géopolitique, stabilité du taux de change euro/dollar et équilibre entre l'offre et la demande rendu possible par le ralentissement mondial et la baisse des quotas de production de l'OPEP de 1,5 mbj à partir du 1<sup>er</sup> novembre. La consommation mondiale croîtrait de 0,4 % (+ 0,4 mbj) en 2008 et de 0,8 % (+ 0,7 mbj) en 2009 soit à un rythme bien inférieur à celui observé lors des quatre années précédentes (+ 2,2 % en moyenne). La baisse de l'intensité pétrolière (- 3,3 % en 2008 et - 2,3 % en 2009) serait moins importante qu'en 2007 (- 3,8 %), les économies réalisables butant sur des dépenses incompressibles (voir « Pétrole : flambées en réserve », *Revue de l'OFCE*, n° 101, pp. 94-97). Elle resterait néanmoins importante du fait du niveau élevé des prix. Pour 2008 et 2009, la production augmenterait respectivement de 2 % (+ 1,7 mbj) et de 1,3 % (+ 1,1 mbj) permettant une légère reformation des stocks. Cette évolution contraste avec la quasi-stagnation des deux années précédentes. Pour 2008, la hausse proviendrait à près de 90 % de la zone OPEP à la suite de l'effort décidé fin 2007. En 2009, la production de l'OPEP baisserait légèrement (- 2 % soit - 0,7 mbj) mais serait compensée par un redémarrage de la production non OPEP (+ 3,3 % soit + 1,7 mbj). Les augmentations de capacité au Brésil, au Canada, aux États-Unis, dans les pays de l'ex-URSS, au Soudan et au Vietnam dépasseraient les baisses de production en Colombie, en Europe, en Inde et au Mexique.

Une baisse du cours du pétrole dans les mois avenir est possible en cas de dégradation plus forte de la demande due notamment à un impact plus important de la crise financière. Mais un effondrement durable des cours en-dessous de 80 dollars se traduirait par une nouvelle baisse des quotas de production de l'OPEP le 17 décembre qui provoquerait une remontée du prix jusqu'à 100 dollars en 2009.

## Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2007				2008				2009				2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	85,0	86,2	86,2	86,6	85,1	86,9	87,1	86,5	86,5	86,8	87,3	87,8	86,0	86,4	87,1
En taux de croissance <sup>1</sup>													1,1	0,4	0,8
PIB mondial <sup>1</sup>													4,9	3,7	3,1
Intensité pétrolière <sup>1</sup>													-3,8	-3,3	-2,3
Production mondiale	84,3	84,5	84,4	85,3	85,7	86,1	86,6	87,0	87,1	87,4	87,6	87,8	84,6	86,3	87,4
Dont : OPEP <sup>2</sup>	33,0	33,1	32,9	33,6	34,4	34,6	34,8	34,2	33,8	33,8	33,8	33,8	33,1	34,5	33,8
Non OPEP	51,2	51,5	51,5	51,7	51,3	51,5	51,8	52,8	53,3	53,6	53,8	54,0	51,5	51,9	53,6
Variations de stocks	-0,7	-1,7	-1,8	-1,3	0,6	-0,7	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,3	0,0	-1,4	0,0	0,4
Dont OCDE	-0,3	-0,6	0,2	-0,3	0,4	-1,0	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Prix du pétrole Brent <sup>3</sup>	57,8	68,7	74,9	88,8	96,8	121,5	114,7	95,0	100,0	100,0	100,0	100,0	72,5	108,3	100,0
Prix des matières premières industrielles <sup>1</sup>	4,1	8,7	-4,4	-2,1	15,2	5,4	-3,1	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	1,6	3,9	-1,0
Taux de change 1 € = ... \$	1,31	1,35	1,37	1,45	1,50	1,56	1,50	1,35	1,40	1,40	1,40	1,40	1,37	1,48	1,40

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. Hors Angola et Équateur. Bien que ces deux pays soient membres de l'OPEP depuis 2007, ils ne sont soumis à aucune contrainte de quota.

3. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE octobre 2008.

PÉTROLE : ACCALMIE INCERTAINE ■