

Pétrole : le juste prix

L'effondrement du prix du baril de Brent (46,5 dollars à la fin mars 2009) depuis le pic de la mi-juillet 2008 (144 dollars) a été aussi impressionnant que la hausse intervenue au premier semestre 2008. Des fondamentaux plaidant pour une tendance de long terme haussière, des conditions de financement très accommodantes, une inertie de l'offre et une rouée des investisseurs sur les matières premières énergétiques, ont déterminé cette envolée.

L'inversion de tendance, initiée par une détérioration des perspectives de demande, s'est nourrie d'une privation rapide des ressources de financement du marché et d'une fuite des actifs risqués tels que les matières premières et a été renforcée par une capacité de production redressée en réponse tardive aux investissements passés.

Notre prévision surpondère le facteur de risque baissier lié à l'état de la demande par rapport au retour des facteurs ayant déterminé l'envolée en 2007. Le prix du pétrole, après une correction de la baisse excessive début 2009 se stabiliserait à 50 dollars en 2009 et 2010. Le risque lié à ce scénario est celui d'un retour des investisseurs sur un marché caractérisé par des fondamentaux haussiers de plus long terme, dont la demande serait alimentée par les vastes injections de liquidité et la recherche de rendements alternatifs aux actifs actions considérés encore trop risqués.

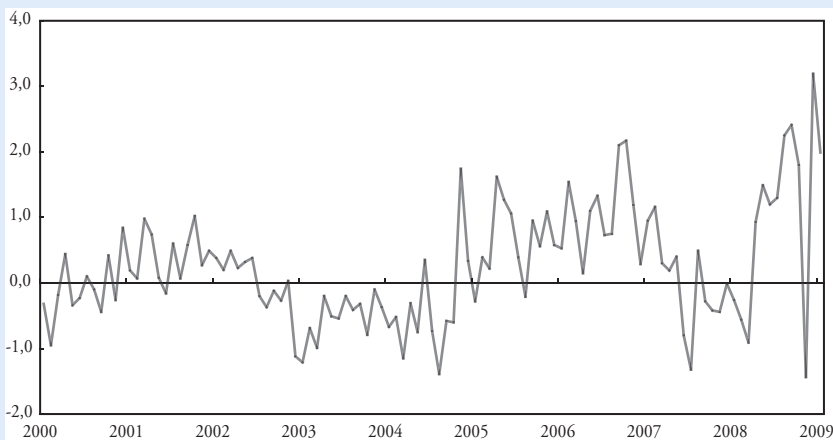
2008 : la baisse au miroir de la hausse

Le rebond non anticipé de la consommation mondiale de pétrole en 2004, tirée par l'activité soutenue en Asie avait réduit substantiellement les excès de capacité de production cumulées après la crise asiatique et la crise du millénaire. La Chine, l'Inde et les pays du Moyen-Orient ont contribué aux deux-tiers de la croissance de la consommation de pétrole depuis 2004. Le choc inflationniste a bien provoqué une baisse des revenus réels dans les pays industrialisés, avec une facture pétrolière qui est passée de 3% du revenu mondial, pour un baril à 60 dollars à 7,5% pour un baril à 150 dollars. Mais, en dépit de la hausse des prix la demande s'est maintenue très inélastique au prix dans les pays émergents du fait de l'existence de subventions. La consommation mondiale a donc crû à un rythme supérieur à la production jusqu'en 2007 (respectivement +1% en moyenne contre -0,7 % sur la période 2006-2007), malgré la baisse de la consommation des pays membres de l'OCDE. Avec une production non-OPEP qui progressait très lentement, "l'appel à l'OPEP" (*OPEC call*, la différence entre la consommation mondiale et la production non-OPEP), a crû de 4,4 mbj depuis 2003. La baisse de 1,7 mbj de production de l'OPEP entre la fin 2006 et le début 2007, a contribué au déséquilibre entre la demande et l'offre. La capacité excédentaire, concentrée principalement en Arabie Saoudite, a été réduite d'un tiers sur la période 2003-2008 par rapport à la période 1996-2003. Les stocks des États-Unis et des autres pays membres de l'OCDE, après être restés assez élevés courant 2006 et 2007 ont baissé fin 2007, touchant la bande inférieure de leur écart-type à la moyenne depuis 2004. L'investissement tardif en réponse à la demande accrue n'a pas eu d'effets immédiats sur l'offre, car il est absorbé à la hauteur de 70% par le maintien des capacités.

Sur ces déséquilibres entre l'offre et la demande se sont greffées en 2008 des interruptions de production en Iraq (500 000 bj en mars 2008) et au Nigeria (1,4 mbj en avril 2008) et le risque de ruptures dans l'approvisionnement de deux autres parmi les dix principaux producteurs, l'Iran et le Venezuela, contribuant aux tensions sur les prix. Pourtant, suite à la hausse de la production OPEP de 0,5 mbj décidée en novembre 2007 la production OPEP a progressé au rythme de +0,9% sur les trois premiers trimestres de 2008,

compensant la baisse de la production non OPEP, notamment en mer du Nord et permettant une croissance de la production mondiale de 0,2% en moyenne. Entre temps la baisse de la consommation OCDE s'est aussi consolidée (-2,2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres) tirant vers le bas la consommation mondiale (-0,8 %). En juin 2008, avant la flambée de l'été, les premiers signes d'un retournement du marché s'étaient manifestés avec une situation de *backwardation* (le prix à terme inférieur au prix spot). Mais la poursuite de la dépréciation du dollar et le ralentissement manifeste de l'économie américaine ont pu avoir fait jouer aux matières premières le rôle d'investissement alternatif consolidant ainsi des perspectives haussières jusqu'en septembre 2008.

Graphique : Écart-type à la moyenne de long terme de l'écart entre le prix *forward* à 3mois et le prix spot



Source : Global Insight, Calculs de l'auteur.

Entre temps l'impact de l'investissement tardif dans l'amont pétrolier sur la production en 2008 a rapidement induit une remontée des stocks (+3,2 jours de demande dans l'OCDE en fin d'année 2008 par rapport à 2007) face au flechissement de la demande. Les fondamentaux ont vite primé dans la formation des prix et le prix du Brent en fin d'année a baissé de 74% par rapport au pic de juillet. La fuite des spéculateurs d'un actif devenu risqué a renforcé la baisse.

Début 2009 : aversion au risque et fondamentaux baissiers

Afin d'enrayer la chute des prix l'OPEP a décidé en décembre 2008 d'étendre la réduction de production décidée en novembre 2008 (1,5 mbj) jusqu'à 4,2 mbj dès janvier 2009. Au mois de février 2009, 79% de la baisse de production, soit 3,3 mbj, aurait été réalisée, permettant au prix du baril de Brent de retrouver la cible de court terme de 50 dollars à la fin mars 2009 et d'atteindre son pic depuis quatre mois. Le prix s'est stabilisé fin mars à sa moyenne de la période 2004-2006. Si l'année 2009 a commencé avec le risque potentiel de baisses additionnelles, la discipline d'application des quotas de l'OPEP instaure vraisemblablement un plancher au cours du pétrole, mais les craintes de baisse du dollar sont

aussi un facteur au soutien des prix. Bien que la situation de *contango* (prix à terme supérieur au prix spot) se soit partiellement résorbée courant mars, elle perdure bien supérieure à sa moyenne de long terme, ce qui indique que les investisseurs anticipent encore une hausse des prix. Or, ceci peut paraître surprenant compte tenu des perspectives économiques très sombres, mais cette situation traduit principalement les anticipations de baisse de l'offre, notamment des 0,9 mbj à venir de la production OPEP.

Avec la fin du processus de rééquilibrage de l'offre dans les mois prochains et la dégradation des perspectives de croissance, les fondamentaux physiques joueraient en faveur d'une stabilisation du prix du pétrole à 50 dollars. Fin 2008, les stocks commerciaux de l'OCDE correspondaient à 57 jours de demande, le plus haut niveau depuis 1999 et le taux d'utilisation des capacités de l'OPEP est descendu à 88,2 % en février 2009 du pic de 98 % de l'été 2008. Ces facteurs limiteraient la volatilité du prix face à des éléments plus spéculatifs (anticipation d'une dépréciation du dollar, reprise des positions longues et successives prises de bénéfices sur le marché action) qui pourraient pousser les anticipations à la hausse.

2009-2010 : inertie de la demande, ensuite de l'offre

Notre prévision table sur l'absence d'un raffermissement des prix à l'horizon 2010. Le redémarrage de l'économie mondiale au deuxième semestre 2010 serait insuffisant à absorber l'excédent de capacité.

La consommation mondiale baisserait de 1,8 % (-1,6 mbj) en 2009 pour redémarrer à un rythme de 0,2 % (+0,2 mbj) en 2010. La baisse de l'intensité pétrolière (-0,3 % en 2009 et -1,3 % en 2010) serait moins importante qu'en 2008 (-3,7%), les économies réalisables butant sur des dépenses incompressibles et trouvant une faible incitation dans le niveau faible des prix. Pour 2009, la production baisserait de 4,2 % (-3,6 mbj) pour redémarrer en 2010 au rythme de 1 % (+0,8 mbj) permettant une légère décélération du déstockage. Pour 2009, la baisse proviendrait entièrement de la zone OPEP suite à l'effort décidé fin 2008. L'appauvrissement des pays producteurs et l'annonce de baisses des projets d'investissement, devenus moins rentables et plus difficiles à financer, se traduira par un redémarrage de la production à un rythme peu soutenu. En 2010, la production de l'OPEP augmenterait légèrement (+0,9 % soit +0,3 mbj) tout comme la production non OPEP (+1,0 % soit +1,1 mbj).

Tableau : Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	85,6	86,2	85,2	86,5	85,7	84,6	83,7	83,4	83,8	84,3	84,8	85,2	85,9	84,3	84,5
En taux de croissance ¹													0,0	-1,8	0,2
PIB mondial ¹													3,5	-1,5	1,5
Intensité pétrolière ¹													-3,7	-0,3	-1,3
Production mondiale	85,4	85,7	85,7	85,1	82,0	81,7	81,6	82,0	82,3	82,5	82,8	83,0	85,5	81,9	82,7
Dont : OPEP ²	33,4	33,6	33,6	32,8	29,6	29,4	29,4	29,5	29,6	29,7	29,8	29,9	33,3	29,4	29,7
Non OPEP	52,0	52,1	52,1	52,4	52,5	52,4	52,3	52,6	52,7	52,9	53,0	53,2	52,1	52,4	53,0
Variations de stocks	-0,2	-0,5	0,5	-1,3	-3,6	-2,8	-2,0	-1,3	-1,5	-1,7	-2,0	-2,1	-0,4	-2,4	-1,8
Dont OCDE	0,3	-0,4	0,4	0,2	0,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,2	0,1
Prix du pétrole Brent ³	96,8	121,5	114,7	56,0	44,3	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	97,2	48,6	50,0
Prix des matières premières industrielles ¹	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	0,5	3,1	3,6	1,7	3,4	1,1	0,5	-16,3	-0,4	6,8
Taux de change 1 € = ... \$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,47	1,26	1,25

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 avril 2009.

