

Pétrole : vers un prix d'équilibre ?

Depuis le début de l'année 2009, les cours du pétrole ont témoigné d'une volatilité exacerbée. Après l'effondrement spectaculaire du prix du baril entre juillet et décembre 2008, passé de 140 à 33 dollars, la reprise a été très soutenue au premier semestre 2009, les prix remontant fortement pour avoisiner les 70 dollars le baril en septembre 2009. Cette remontée des cours s'explique par plusieurs facteurs : la réduction concertée de la production par l'OPEP pour enrayer la baisse des cours, une reprise timide de la croissance dans les pays émergents d'Asie, la faiblesse persistante du dollar, et enfin le retour de la confiance qui a permis de restaurer la liquidité sur le marché des actifs pétroliers.

Dans notre scénario prévisionnel, nous retenons l'hypothèse d'une légère reprise de la demande mondiale dès le second semestre 2009, grâce aux pays non membres de l'OCDE (essentiellement les pays asiatiques), et d'une stagnation de l'offre à court terme. À moyen terme, la politique serait plus accommodante, l'OPEP ayant annoncé le 10 septembre dernier le maintien de ses quotas, mais réitéré sa volonté de ne pas étouffer la reprise. En conséquence, la hausse progressive des cours devrait se poursuivre au second semestre 2009 et début 2010 pour se stabiliser autour de 80 dollars le baril. La réalisation de ce scénario dépendra de l'intensité de la reprise de la croissance, mais également de l'attitude des producteurs, qui pourraient profiter de l'envolée des cours pour augmenter unilatéralement leur niveau de production.

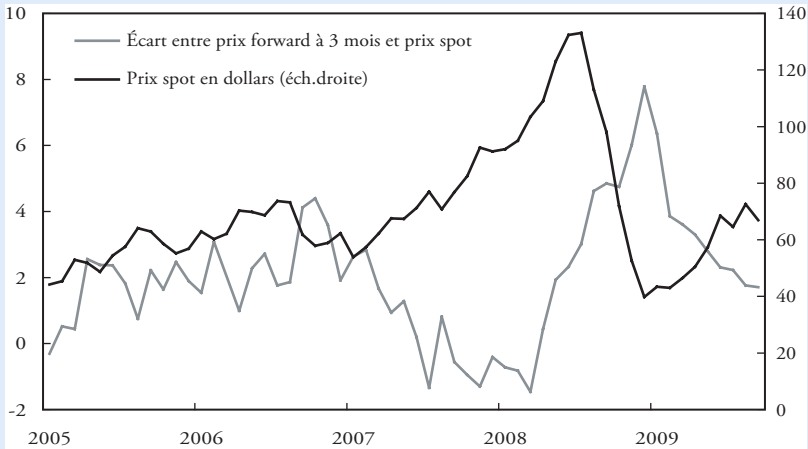
Premier semestre 2009 : un doublement des prix du pétrole

La hausse des cours au premier semestre 2009 s'est effectuée graduellement depuis janvier 2009, suivant une tendance de 8 % par mois. Elle s'est produite dans un contexte où seuls les pays émergents d'Asie connaissent une reprise, les autres pays s'enfonçant dans la récession ou commençant à renouer avec la croissance.

Cette hausse s'explique par la diminution de l'offre des pays de l'OPEP qui ont pris la décision de réduire les quotas de 4,2 Mbj supplémentaires en décembre 2008, afin d'enrayer la baisse des cours. C'est l'Arabie Saoudite qui a produit les plus gros efforts, en respectant son quota à plus de 90 %, ainsi que les Émirats arabes unis et le Koweït. En février 2009, 79 % de la baisse de production, soit 3,3 Mbj, a été réalisée, permettant une reprise de la hausse des cours. La faiblesse conjoncturelle du dollar contribue également à la hausse des cours : entre décembre 2008 et août 2009, le dollar s'est déprécié de 7,7 % par rapport à l'euro. En outre, un début de reprise de la part des pays asiatiques (la Chine et les autres pays asiatiques enregistrent une croissance respective de 4,3 % et 1,8 % du PIB dès le second trimestre 2009) accroît la demande mondiale, et se répercute sur les prix. Notons que les stocks américains n'ont cessé de croître depuis début 2008, et se situent à un niveau particulièrement élevé. En outre, comme le montre le graphique, la structure par termes des prix du pétrole est toujours en « contango » (les contrats futures s'échangent au-dessus du prix *spot*), ce qui indique que les investisseurs anticipent encore une hausse des prix, même

si le différentiel entre prix *spot* et prix *forward* tend à se réduire depuis le pic de décembre 2008 (7,78 dollars d'écart entre prix *spot* et prix *forward* à 3 mois).

Évolution du prix *spot* et du différentiel entre prix *spot* et *forward*



Source : datastream, calculs de l'auteur.

2009-2010 : Poursuite de la hausse des cours puis stabilisation

La croissance de la demande est modérée, et repose sur l'Asie et les pays émergents. Les perspectives de croissance pour 2009 sont basses : la demande de pétrole en provenance des pays de l'OCDE stagnerait, passant de 45,6 Mbj en 2009 à 45,8 Mbj en 2010, le taux de croissance de l'intensité pétrolière étant estimé à $-0,8\%$ pour 2010. Les États-Unis devraient connaître une baisse de leur consommation de $-4,2\%$ au cours de l'année 2009, l'Union européenne (UE) de $-4,1\%$, et le Japon de $-11,6\%$. Au total, nous prévoyons une baisse de la demande de $-4,2\%$ pour les pays de l'OCDE, et une hausse de $1,1\%$ pour les pays non OCDE au cours de l'année 2009. En 2010, l'essentiel de la demande serait encore une fois le fait des pays en développement : leur demande passerait de 38,8 Mbj au dernier trimestre 2008 à 40,6 Mbj au dernier trimestre 2010, soit une hausse attendue de $2,3\%$ pour 2009 et de $2,5\%$ pour 2010. La demande se raffermirait donc grâce au potentiel des pays non OCDE (notamment l'Inde, le Moyen-Orient et la Chine), dont la consommation croîtrait de $4,4\%$ en 2010 (contre $0,5\%$ au sein des pays de l'OCDE). La Chine et les autres grands pays émergents consomment en effet désormais 60% de la production de l'OPEP. Les deux facteurs susceptibles d'exercer des pressions à la hausse sur les prix sont donc la croissance chinoise d'une part (la croissance du PIB chinois devrait avoisiner les 9% en 2010), et le redressement de la consommation américaine qui devrait s'amplifier.

La production devrait croître faiblement, passant de 83,9 Mbj à 85,5 Mbj fin 2010. Cette hausse s'expliquerait essentiellement par une production accrue des pays non OPEP, et notamment la Russie. Lors de la conférence de l'OPEP à Vienne, le 9 septembre 2009, le comité restreint de l'OPEP a décidé le maintien des volumes de production (24,84 Mbj)

pour ne pas freiner la reprise de l'économie mondiale, et empêcher la rechute de l'économie mondiale. Il a appelé les pays membres à un meilleur respect de leurs quotas (actuellement respectés à 68 %, l'organisation souhaiterait monter ce pourcentage à 75 %). Cela étant, si le cours de pétrole se maintient à ses niveaux actuels, la hausse de l'offre non OPEP pourrait s'amplifier. La Russie profite actuellement de la baisse de production décidée par l'OPEP pour accroître sensiblement sa part de marché. Des augmentations de l'offre en provenance du Brésil, de l'Asie, de Russie et de la mer Caspienne, devraient compenser les diminutions pour l'OCDE. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production de l'OPEP (hors Irak, Angola et Équateur) est resté stable au premier semestre 2009, passant de 86,9 % à 88,2 % entre janvier et août 2009.

Les stocks atteignent des niveaux record. Au second trimestre 2009, les stocks de l'OCDE (commerciaux et stratégiques) atteignent quatre-vingt-dix jours de demande, soit le plus haut niveau depuis 1992, ceux des États-Unis s'établissant à quatre-vingt-dix jours de demande, plus haut niveau depuis 1995. Les stocks des États-Unis ont connu une hausse ininterrompue de 15 % d'août 2008 à août 2009, passant de quatre-vingts à quatre-vingt-douze jours de demande.

La faiblesse du dollar contribue à un pétrole cher par le biais de deux canaux. D'une part, un dollar faible incite l'OPEP à revoir à la hausse sa cible de prix en l'indexant sur un panier de monnaies plus large. D'autre part, le dollar faible favorise les mouvements de transferts de placement et les mouvements spéculatifs, c'est-à-dire que les matières premières, notamment le pétrole, apparaissent comme des valeurs refuges par rapport au dollar. Des placements en produits pétroliers sont en effet un moyen de se couvrir contre de futures baisses anticipées du dollar. Dans nos prévisions, nous faisons l'hypothèse d'une poursuite de la dépréciation du dollar par rapport à l'euro au second semestre 2009, puis d'une stabilisation autour de la parité 1 euro = 1,30 dollar.

Une hausse maîtrisée plutôt qu'une envolée des prix

Dans ce contexte, une envolée des cours paraît peu crédible. Il paraît fortement improbable que le scénario de l'été 2008, avec un pétrole à plus de 120 dollars le baril, se reproduise. D'une part, en dépit d'une demande croissante de la part des pays en développement, la demande en provenance des pays développés devrait rester durablement atone. D'autre part, les pays producteurs souhaitent ne pas freiner la reprise de l'économie mondiale, et disposent de marges de manœuvre pour augmenter leur production si la tension sur les prix devenait trop forte. En outre, le niveau record des stocks plaide pour une modération des tensions sur le marché du pétrole.

Le prix du pétrole atteindrait progressivement le seuil des 80 dollars le baril. Les marchés s'attendent à une hausse des cours à moyen terme, les contrats à terme se négociant début septembre 2009 au-dessus des 70 dollars. La production et la consommation de pétrole devraient s'équilibrer en 2009, puis la croissance de la demande en provenance des pays émergents conduirait à un léger excédent de demande par rapport à l'offre, d'où des prix qui se maintiendraient à des niveaux élevés. À moyen terme, la faiblesse des investissements entre fin 2008 et mi-2009 demeure néanmoins préoccupante. Quelque 170 milliards de dollars d'investissements ont été reportés ou annulés dans le secteur pétrolier, amputant la production future d'or noir à hauteur de 6,2 millions de barils par jour d'ici 2011, selon l'AIE.

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	82,2	83,8	85,5	85,6	83,2	86,9	88,0	86,2	85,9	84,3	86,1
En taux de croissance ¹													0,0	-1,9	2,2
PIB mondial ¹													2,6	-1,2	3,0
Intensité pétrolière ¹													-3,6	-0,7	-0,8
Production mondiale	85,5	85,7	85,6	85,1	84,1	83,9	84,5	84,7	85,3	85,4	85,7	85,8	85,5	84,3	85,5
<i>Dont</i> : OPEP ²	35,9	36,0	35,9	35,1	33,4	33,7	34,1	34,4	34,3	34,6	34,3	34,7	35,7	33,9	34,5
Non OPEP	49,6	49,7	49,7	50,0	50,8	50,2	50,4	50,3	51,0	50,8	51,4	51,1	49,7	50,4	51,1
Variations de stocks	-0,1	-0,5	0,4	-1,3	2,0	0,1	-1,0	-0,9	1,1	-1,6	-3,0	-1,0	-0,4	0,0	-1,1
<i>Dont</i> OCDE	-0,7	-1,2	-0,1	2,4	3,8	4,1	2,2	1,2	-0,8	-0,1	0,4	0,0	0,1	2,8	-0,1
Prix du pétrole Brent ³	96,8	122,0	114,7	54,8	44,3	58,8	68,0	75,0	80,0	80,0	80,0	80,0	97,0	61,5	80,0
Prix des matières premières industrielles ¹	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	10,5	17,1	5,4	1,0	2,0	0,5	0,5	5,4	-26,2	17,8
Taux de change 1 € = ... \$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,36	1,43	1,40	1,37	1,33	1,30	1,30	1,47	1,37	1,33

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 2009.