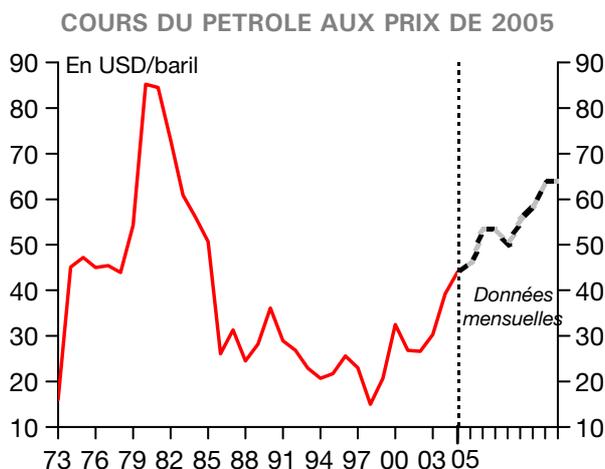


Le 20 septembre 2005

Un choc pétrolier très différent dans ses origines et ses conséquences économiques

Le choc n'est plus du côté de l'offre

Malgré quelques pauses, la tendance haussière des cours du pétrole ne se dément pratiquement pas depuis le début 2004. Sur l'ensemble de la période, les cours ont ainsi été multipliés par un peu plus de deux pour ressortir en moyenne à 64 USD/baril en août.

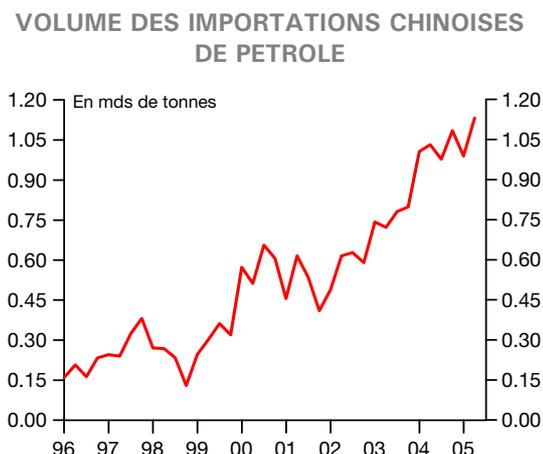
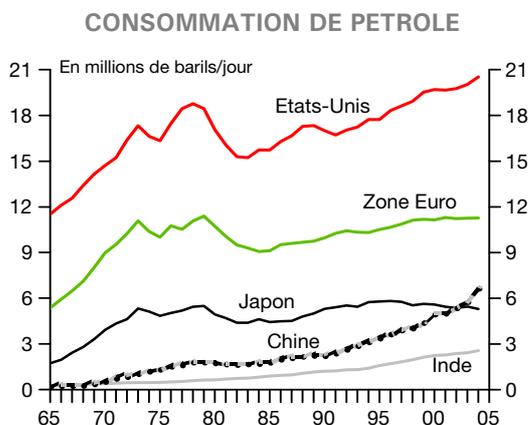


Selon un calcul tenant compte de l'inflation, les cours du pétrole ressortent aujourd'hui largement au dessus des 18 USD/baril enregistrés en moyenne sur la période 1986-1999. Ils restent aussi largement inférieurs aux 85 USD/baril, cours recalculé pour le choc pétrolier de 1979-1980 (33 USD réellement observés en 1980).

Plusieurs facteurs sont à l'origine de la hausse actuelle :

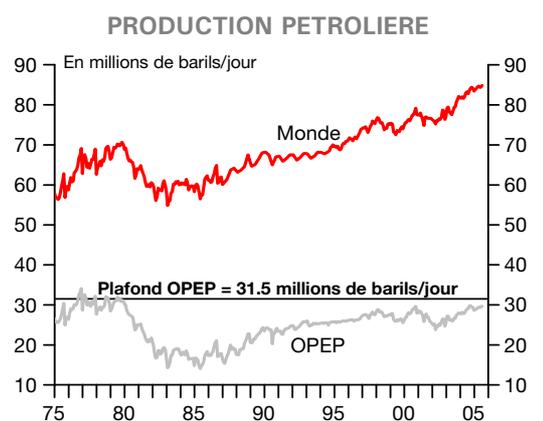
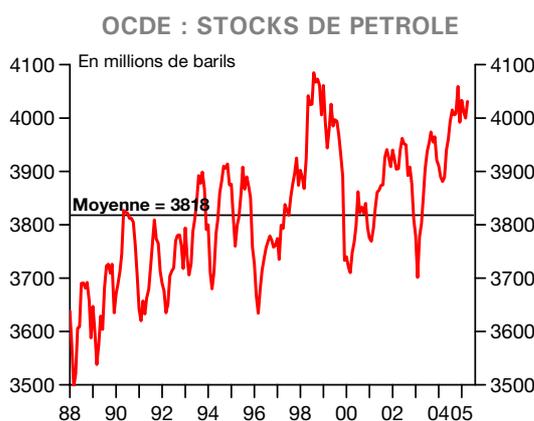
- La forte hausse de la demande mondiale de pétrole (+6.5% depuis 2000) conjointement à la **montée en puissance de nouveaux consommateurs sans recul de la consommation des pays développés**. En effet, bien qu'en ralentissement depuis 2000 (+0.5% par an) la consommation des pays de l'OCDE a, en moyenne, progressé de 1.2% par an depuis 1990.

Pour sa part, la consommation des Etats Unis, dont : « le mode de vie n'est pas négociable » (G. Bush, 1992), a même progressé un peu plus rapidement que la moyenne OCDE depuis 2000 (+1% par an). Les Etats-Unis restent et de loin le principal consommateur de pétrole (25% du total mondial).



De son côté, la consommation chinoise a connu une très nette accélération ces dernières années. Alors qu'elle ne représentait que 3.4% de la consommation mondiale de pétrole en 1990, son poids atteignait 8.3% en 2004. Consommant plus qu'elle ne produit depuis 1993, la Chine est donc intervenue de plus en plus sur les marchés internationaux. Le décalage production/consommation s'est ainsi accéléré depuis 2000, jusqu'à atteindre 3.2 millions barils/jour en 2004, soit l'équivalent de 6.6% des exportations mondiales de pétrole. **Depuis 1990, le poids de l'ensemble Chine/Inde a presque été multiplié par deux pour aujourd'hui avoisiner 11.5% de la demande mondiale** pour une population cependant huit fois plus importante que celle des Etats-Unis. Par soucis d'exhaustivité signalons que sur les 7 premiers mois de l'année, les importations chinoises de pétrole se sont néanmoins nettement ralenties (+6% contre +40% un an auparavant).

■ La **reconstitution des stocks dans les pays de l'OCDE** a également contribué à entretenir la demande. Après avoir atteint un point bas début 2003, les stocks de pétrole ont régulièrement progressé jusqu'à repasser au dessus de leur moyenne de long terme et finalement enregistré une hausse d'environ 9% depuis. Si l'Europe a connu des évolutions similaires, **les stocks américains ont progressé d'environ 15% depuis le début 2003.**

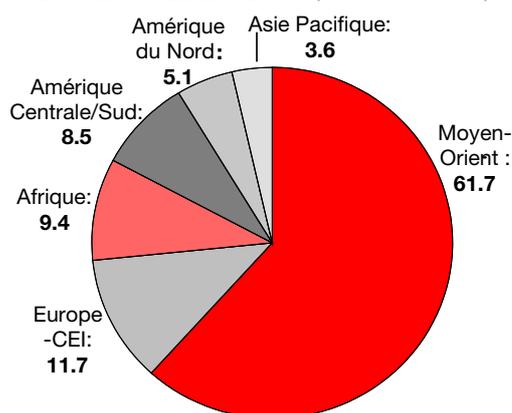


■ L'offre de pétrole a progressé (+7% depuis 2000), mais les capacités disponibles de production sont de plus en plus limitées. Depuis le mois de mars, ce sont en effet plus de 84 millions de barils/jour qui sont produits (84.9 millions en août), soit des niveaux jamais

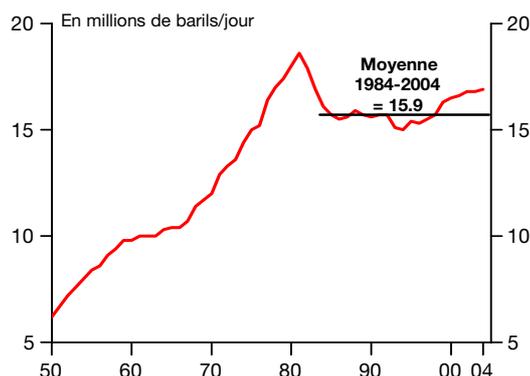
atteints auparavant. La production, qui avoisinait les 76.7 millions de barils/jour entre 2000 et 2002, s'est donc progressivement accrue pour répondre à la demande. Au 2^{ème} trimestre, l'offre de pétrole excédait ainsi la demande d'environ 2.7 millions de barils/jour. A elle seule, la production de l'OPEP (Irak comprise) atteignait alors 29.7 millions de barils/jour en août, niveau inconnu depuis la fin des années 1970. Cependant, compte tenu d'une capacité maximale de production qui avoisine les 31.5 millions de barils/jour (soit un surplus disponible de seulement 2 millions de barils/jour contre presque 6 millions de barils/jour en 2002), les marges de manœuvre se sont très nettement réduites.

■ Depuis maintenant quatre ans, les marchés pétroliers ont intégré une inexorable **montée des incertitudes géopolitiques**. Qu'il s'agisse de la complication des rapports américano-saoudiens, des suites de l'intervention militaire en Irak ou de l'accroissement des tensions avec l'Iran (reprise du programme nucléaire), les incertitudes se sont accrues au Moyen-Orient, région qui représente plus de 60% des réserves mondiales prouvées de pétrole. Avec le Nigeria et le Venezuela, où les tensions se multiplient depuis quelques années, **se sont plus de 70% des réserves mondiales de pétrole qui se trouvent dans des « zones vulnérables »**. La reprise en mains de Loukos indique par ailleurs que la Russie (11.7% de la production mondiale) n'échappe pas à cette instabilité. La conjonction de **problèmes météorologiques** (vagues de froid et/ou ouragans dans le Golfe du Mexique) a exacerbé ces tensions.

REPARTITION DES RESERVES PROUVEES DU PETROLE EN 2004 (en % du total)



ETATS-UNIS: CAPACITES DE RAFFINAGE



■ Les dommages de l'ouragan Katrina ont mis l'accent sur l'importance du problème du raffinage aux États-Unis. Depuis une vingtaine d'année, les capacités de raffinage n'ont que très peu évolué (+4.7% depuis 1984) alors que la demande d'essence a progressé de 35% sur la même période. Ceci explique que le taux d'utilisation des capacités de production excède 90% depuis une douzaine d'années (95% fin août). La croissance de la demande d'essence (issue de bruts légers), dans un contexte d'importants goulets de production, se répercute sur les cours (dont le WTI et le Brent servent de références mondiales) avant de s'étendre aux autres qualités. **L'insuffisance des capacités de raffinage au niveau mondial explique que les cours ne sont pas uniquement tirés par la demande de brut mais aussi par celle de produits raffinés (essence notamment).**

■ Enfin, l'ensemble de ces facteurs a contribué à entretenir le besoin de couverture et la spéculation. En août, le marché à terme londonien a ainsi battu tous ses précédents records. Avec un volume de presque 3.2 millions de contrats futurs échangés sur le Brent (soit le double d'un mois d'août moyen depuis cinq ans), **la part des transactions purement financières a continué de s'accroître**. Ce sont ainsi presque 160 millions de barils/jour « papier » qui ont été traités en août, soit presque le double de la production mondiale réellement observée. Ceci génère une prime, qui reste cependant difficilement chiffrable.

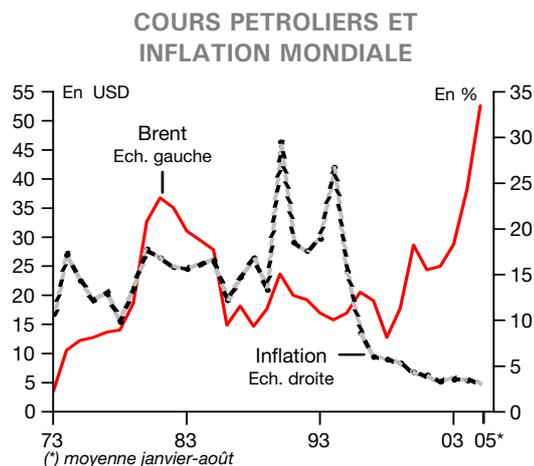
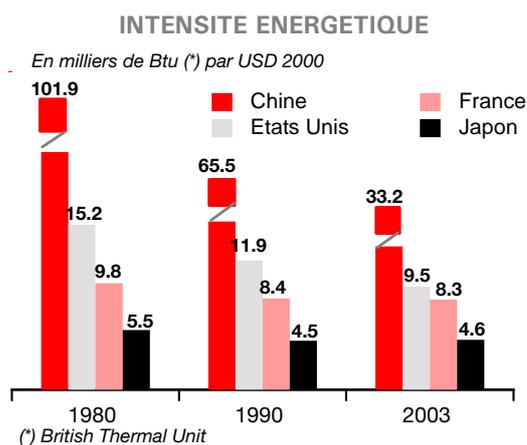
La sensibilité au pétrole est différente aujourd'hui

Compte tenu de son utilisation généralisée tant comme facteur de production que comme bien de consommation difficilement substituable à brève échéance (les transports représentent environ 60% de la consommation mondiale), le pétrole joue un rôle important dans l'économie mondiale.

Depuis les chocs pétroliers des années 1970/80, beaucoup de choses ont changé qui rendent difficilement comparables les conséquences économiques :

■ Comme nous l'avons déjà évoqué (cf. graphique en première page), le niveau atteint par les cours du pétrole reste encore inférieur, en termes réels, à celui au début des années 1980 (67 USD/baril pour le plus haut atteint début septembre contre 85 USD en moyenne en 1980).

■ D'une façon générale, la situation énergétique de la plupart des pays est incomparable avec celle qui prévalait alors. **L'intensité énergétique, qui mesure la quantité d'énergie nécessaire à la production d'une unité de PIB, s'est assez sensiblement réduite depuis les années 1980**, grâce à une meilleure utilisation de la ressource et à la tertiarisation de nombreuses économies. Même en Chine, où des efforts restent à faire, d'importants progrès ont déjà été réalisés (intensité énergétique trois fois moins importante qu'en 1980). Compte tenu de la désindustrialisation survenue aux Etats-Unis, les efforts semblent en revanche relativement moins évidents sur les dernières décennies. **En France, il faut aujourd'hui 38 unités de pétrole (contre 100 en 1973) pour produire une unité de PIB.**

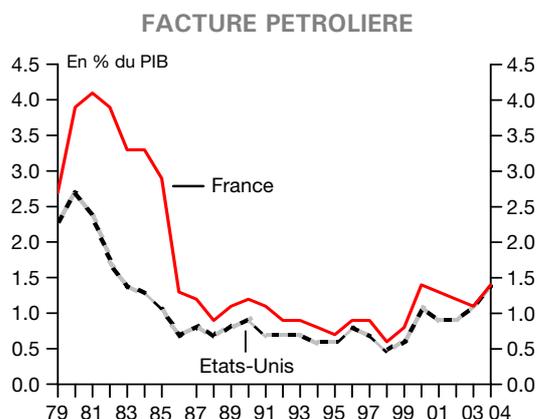


■ Comme l'illustre le graphique ci-dessus, **nous n'observons pas de hausse de l'inflation mondiale dans le sillage des cours pétroliers**. Après avoir en moyenne évolué autour de 16% par an de 1973 à 1995, l'inflation mondiale continue à marquer le pas pour ressortir au voisinage de 3%, assez indépendamment de l'évolution des cours.

Plusieurs éléments explicatifs peuvent être avancés, au premier rang desquels l'accélération de la mondialisation. **La montée en puissance de sites à bas coûts de production (Chine notamment) a un puissant impact désinflationniste**. En France, le prix des produits manufacturés a ainsi quasiment stagné depuis 1998 alors que, dans le même temps, le prix des services (beaucoup moins délocalisable) a gagné presque 16%. Par ailleurs, compte tenu de cette nouvelle concurrence, les entreprises évitent de répercuter vers leurs clients la hausse des coûts de production (fortement corrélée à l'énergie), ce qui limite directement l'inflation.

Indirectement, la réduction des marges pénalise l'emploi et limite les tensions salariales, d'autant plus qu'à **la grande différence des précédents chocs pétroliers la désindexation des salaires à l'inflation s'est généralisée**.

Les économies occidentales apparaissent donc moins sensibles aux aléas pétroliers que lors des précédents chocs, comme l'illustre l'évolution de la facture pétrolière aux Etats-Unis et en France. Alors qu'elle représentait 4% du PIB français entre 1980 et 1982, elle ne pesait plus que 0.9% entre 1988 et 1999. A 1.4% aujourd'hui, bien qu'en légère hausse, elle reste néanmoins nettement inférieure aux niveaux du deuxième choc pétrolier. Un schéma relativement similaire peut être appliqué aux principales factures énergétiques européennes (cf. tableau ci dessous).



FACTURE ENERGETIQUE

En % du PIB	1993	2000	2004	Moy. 93/97(*)
France	-0.9	-1.6	-1.7	-0.9
Allemagne	-1.1	-2	-1.8	-1.1
Zone Euro	-1.1	-1.9	-1.8	-1.1
Espagne	-1.3	-2.4	-2	-1.3
Italie	-1.1	-1.7	-1.5	-1.1

(*) avant la baisse de 1998 et les hausses suivantes

Dans la mesure où la hausse des cours du pétrole se traduit par un prélèvement supplémentaire sur le revenu des pays consommateurs en faveur des pays producteurs, celui-ci n'est bien évidemment pas neutre au niveau économique. Si actuellement, cette hausse n'entraîne pas de dérapage inflationniste, son impact sur l'activité est d'autant plus difficilement chiffrable que les pays producteurs de pétrole deviennent de plus en plus importateurs de produits en provenance de leurs clients. **Les pays de l'OPEP et de la CEI importent de plus en plus de produits en provenance notamment de la Zone Euro et de Chine**, ce qui n'était pas le cas lors des précédents chocs pétroliers. Ainsi, après avoir progressé d'environ 20% en 2004, les exportations allemandes vers les pays de l'OPEP gagnent encore environ 15% depuis le début de l'année. De son côté, la part des importations OPEP en provenance de Chine a progressé de 4 points à 8% entre 1998 et 2004.

Si l'impact sur les marchés pétroliers de la montée en puissance de l'économie chinoise a mal été anticipé, les 4% de croissance mondiale prévus pour 2005 s'accordent mal avec un baril durablement à 60 USD. Les cours restent soutenus par la multiplication des facteurs de tensions géopolitiques, climatiques, sociaux. Ces niveaux devraient déclencher de nouveaux investissements qui seuls pourront à terme changer les équilibres.

Jan-Eric FILLIEULE
01 40 70 23 65
janeric.fillieule@ccf.com