

La face cachée du Peak de demande pétrolière

Le prix du pétrole est en passe d'atteindre en 2012 un nouveau record historique, en dollar comme en Euro, alors même que les signaux de détérioration de l'économie mondiale se multiplient dans tous les secteurs. Au même moment, l'Agence Internationale de l'Energie et Goldman Sachs prévoient l'accalmie, voire la disparition, des tensions structurelles qui portent la tendance haussière depuis maintenant plus d'une décennie. Energy Funds Advisors met en lumière à cette occasion la face cachée et les conséquences des prévisions pétrolières passées.

Les prévisions baissières du prix du pétrole : déjà vu...

- L'édition du 4 mars 1999 de The Economist titrait « Drowning in oil » (« Noyade dans le pétrole »)¹ et, en parfait accord avec la perception dominante mais erronée de l'évolution de l'équilibre entre offre et demande mondiales, annonçait qu'une chute prolongée du baril à 5 dollars n'était pas à exclure même si les situations de surproduction ne durent pas indéfiniment. De fait, depuis la fin des années 1990, l'écrasante majorité des prévisions pétrolières, d'administrations nationales, d'organisations internationales et de consultants, ont totalement sous-estimé le degré de tension présente et future du marché ainsi que le potentiel de hausse du prix du baril.
- Les deux études récemment publiées par Goldman Sachs² et l'Agence Internationale de l'Energie³ sont convergentes sur les deux grands facteurs susceptibles d'interrompre, voire d'inverser, l'état de tension structurelle du marché mondial. Le premier facteur réside dans les perspectives de découvertes et de développement de nouvelles ressources, conventionnelles comme non conventionnelles. Energy Funds Advisors a apporté son éclairage et mis en évidence la tendance de fond de plafonnement de la production conventionnelle (voir les *Lettres Vision Pétrole – Juillet-Août 2012⁴ et Septembre 2012⁵*). Le second facteur réside dans un ajustement vertueux de la demande, en premier lieu dans les pays importateurs de l'OCDE. En filigrane de cette argumentation, on reconnaît la thèse, non pas du Peak Oil (plafonnement de la production), mais du « Peak Demande »⁶. En d'autres termes, les gains d'efficacité et les substitutions énergétiques seraient suffisants pour créer les conditions d'une situation de surproduction et amorcer le déclin du marché mondial à moyen / long terme, non pas du fait des contraintes sur la production des différentes filières conventionnelles et non-conventionnelles, mais par réduction de la demande sans remettre en cause le dogme de la croissance économique. C'est ce qui

¹ <http://www.economist.com/node/188131>

² "A cyclically tight, but structurally stable oil market", Energy Watch, Commodities Research, Goldman Sachs, 17 Octobre 2012.

³ "Medium-Term Oil Market Report 2012 -- Market Trends and Projections to 2017", IEA, 2012.

⁴ <http://www.energyfundsadvisors.com/201207-08LettreVisionpetrole.pdf>

⁵ <http://www.energyfundsadvisors.com/201209LettreVisionpetrole.pdf>

⁶ "Yergin : Forget Peak Oil, Demand is the key to crude's future", <http://blogs.wsj.com/environmentalcapital/2009/08/24/yergin-forget-peak-oil-demand-is-the-key-to-crudes-future/>, 24 août 2009.

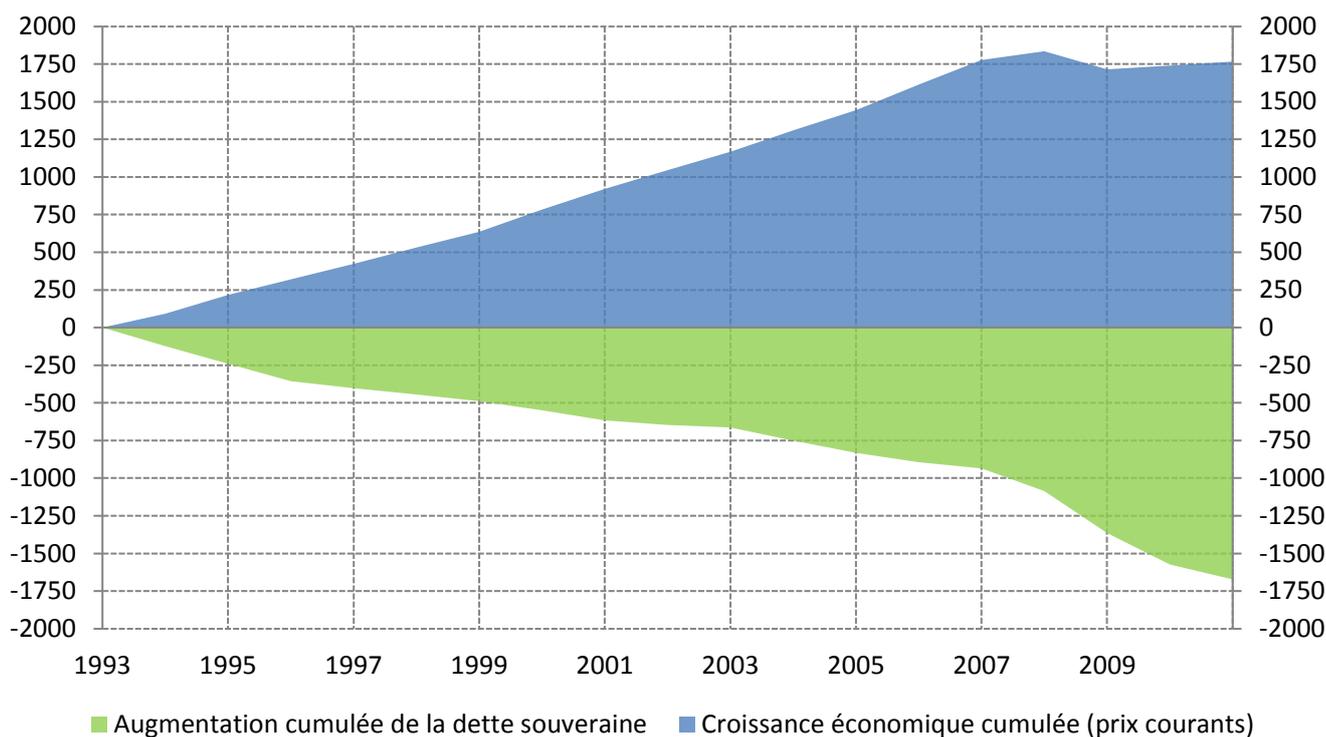


permet à l'Agence Internationale de l'Energie d'envisager le retour du prix du baril à 90 dollars à l'horizon 2015-2017.

Les pays importateurs au bout de l'impasse

- L'argument très fort de la stabilisation, voire de la baisse, du prix du baril grâce à l'ajustement vertueux de la demande pétrolière mérite de vérifier que les grands pays importateurs sont réellement sur la voie d'un ajustement structurel à la contrainte énergétique et d'une moindre dépendance aux hydrocarbures. Dans le cadre de cette Lettre Vision Pétrole, nous nous limitons aux principaux pays d'Europe de l'Ouest pour lesquels nous mettons en évidence la relation fondamentale entre économie, dette (limitée à la seule dette souveraine) et énergie (importations nettes d'hydrocarbures, pétrole brut, produits raffinés et gaz naturel).

Croissance économique et dette souveraine (milliards €) (Portugal – Italie – Irlande – Grèce – Espagne) – depuis 1994



Sources: OCDE, AIE, sources nationales, calculs Energy Funds Advisors.

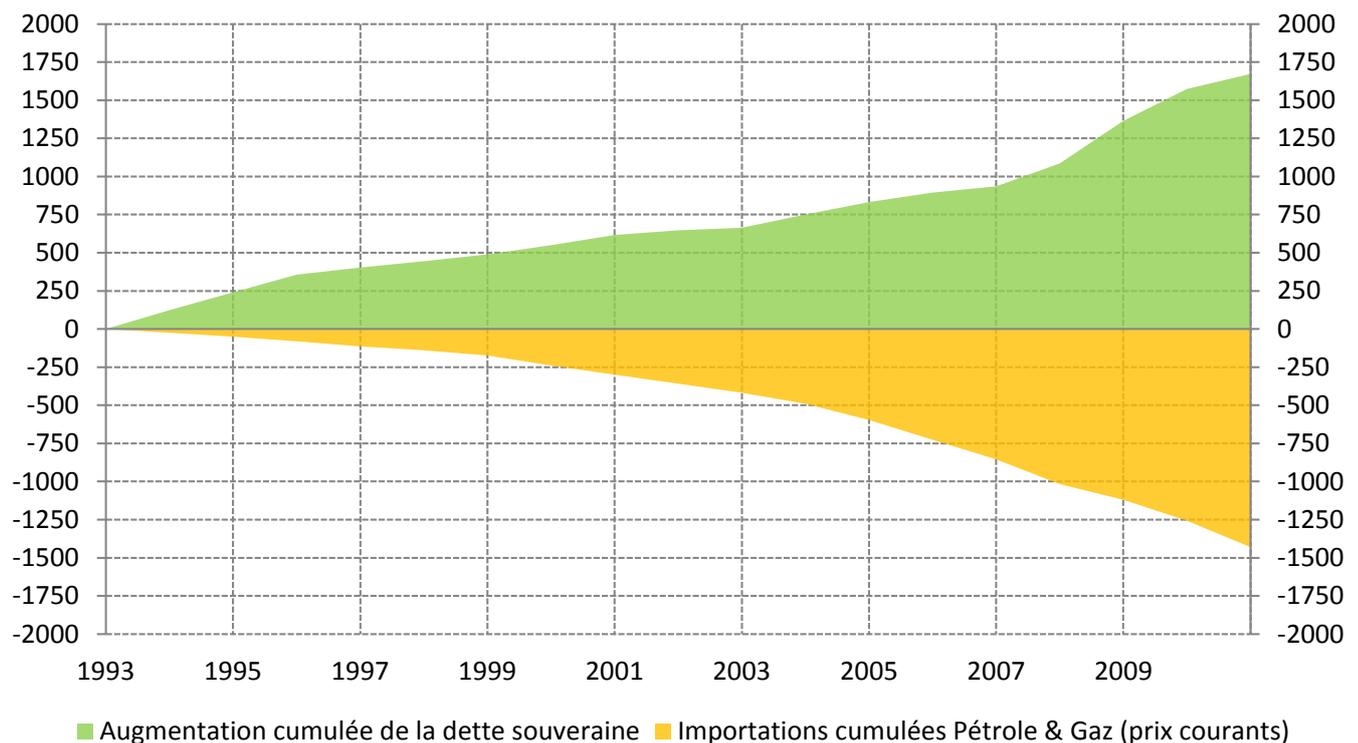
- Le graphique ci-dessus agrège les données relatives aux 5 pays qui ont été identifiés comme les plus fragiles et les plus exposés depuis le début de la crise financière en 2008 (Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne) et met en regard la croissance économique nominale et l'évolution de la dette



souveraine. Premier constat : la totalité de la croissance économique nominale (en prix courants) depuis 1994 repose sur un accroissement quasi identique de la dette souveraine. Le revenu additionnel (en prix courants donc supérieur à celui en termes réels) créé au cours des 2 dernières décennies n'a été possible que par un endettement supplémentaire d'un montant équivalent.

- Second constat : le graphique ci-dessous montre par ailleurs que le même groupe de pays a vu la croissance de la dette souveraine quasi symétrique de la valeur des importations nettes de pétrole et de gaz, particulièrement depuis le début de la hausse du prix du baril en 2000. Le diagnostic est évident : l'énergie nécessaire à la croissance économique du groupe Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne depuis le début des années 1990 a été entièrement financée par la croissance de la dette souveraine.

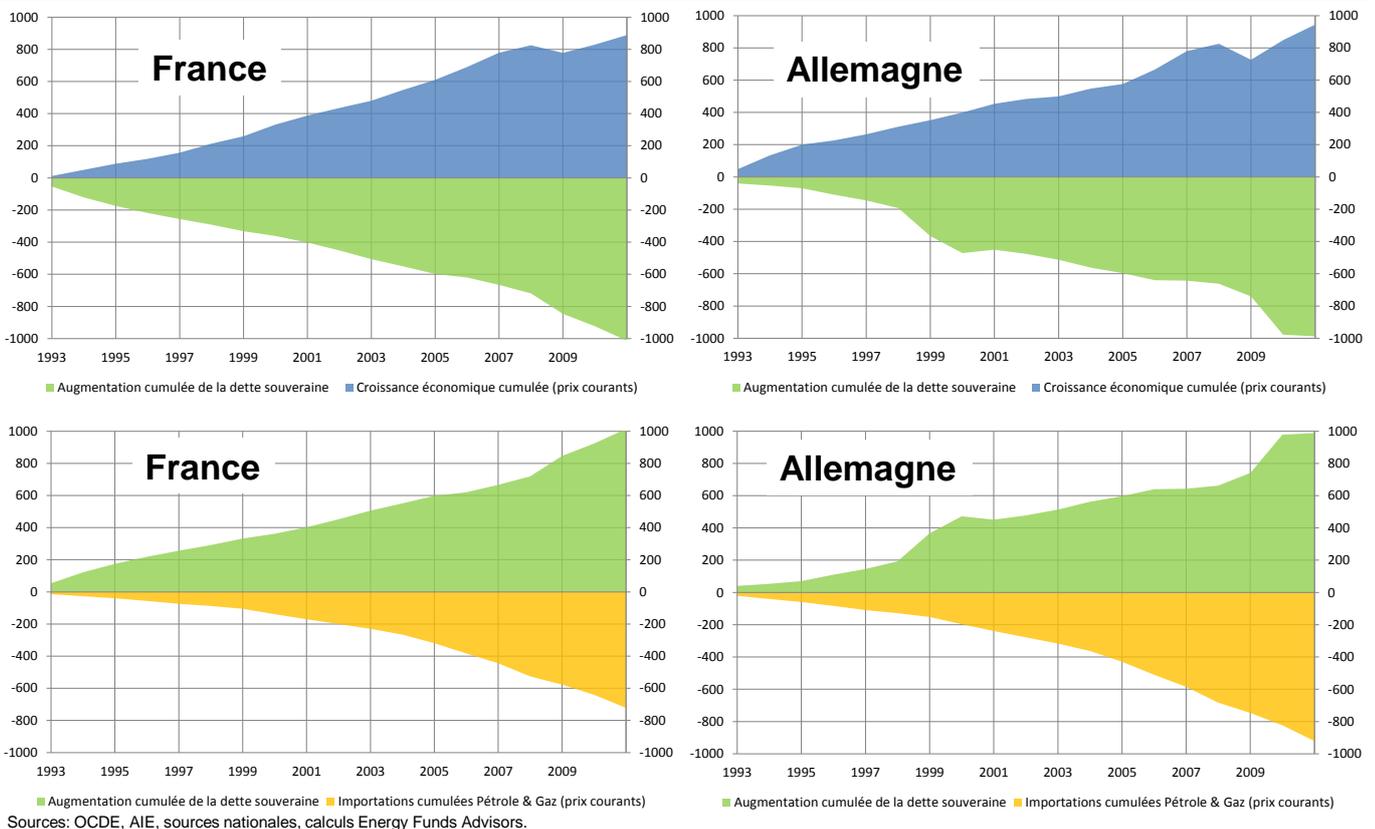
Dette souveraine et importations d'hydrocarbures (milliards €) (Portugal – Italie – Irlande – Grèce – Espagne) – depuis 1994



Sources: OCDE, AIE, sources nationales, calculs Energy Funds Advisors.

Les situations de la France et, de façon plus inattendue, de l'Allemagne sont très similaires à celle des pays européens perçus comme les plus fragiles. Les graphiques ci-dessous illustrent que, depuis le début des années 1990, la totalité de la croissance économique nominale (en prix courants) a également généré une augmentation équivalente de la dette souveraine. Pour les deux pays, on retrouve la symétrie entre augmentation de la dette et cumul des importations nettes d'hydrocarbures. Dans le cas de la France, l'écart entre l'augmentation de la dette souveraine de 1 000 milliards d'Euros et le cumul des importations nettes d'hydrocarbures de 700 milliards d'Euros s'explique par un parc électrique peu exposé aux importations et aux prix des hydrocarbures du fait de la part dominante du nucléaire.

Croissance économique, dette souveraine et importations d'hydrocarbures (milliards €) (France & Allemagne) – Depuis 1994



La crise économique et financière qui frappe l'Europe (les cas des Etats-Unis, du Royaume-Uni et des pays émergents seront abordés dans une prochaine Lettre Vision Pétrole) est en premier lieu d'origine énergétique. Il est évident que les pays européens massivement (voire totalement) importateurs d'énergie (donc essentiellement de pétrole et de gaz) n'ont pu faire face au cours des 20 dernières années simultanément à la hausse du prix de l'énergie et à la concurrence par les coûts des pays



émergents. Dans un cadre de libre échange du commerce international, l'issue inévitable était une baisse des revenus. Les choix collectifs du maintien des revenus, voire de leur hausse, ont nécessité une autre variable d'ajustement : la croissance de la dette.

- De façon schématique, les pays importateurs à compétitivité faible ou déclinante (et n'ayant plus la possibilité de procéder à une dévaluation de leur devise dans le cadre européen) se sont donnés l'illusion de créer de la croissance économique en maintenant à crédit leur niveau de revenu et l'approvisionnement énergétique nécessaire par une hausse correspondante de la dette. L'Allemagne, considérée à juste titre comme très compétitive, gagne des parts de marché à l'export grâce à un approvisionnement énergétique également financé par la dette souveraine. Mais l'excédent du compte courant de la balance des paiements masque la situation structurelle que le niveau de revenu considéré comme souhaitable (et en partie généré hors du marché domestique) est en fait obtenu par un endettement croissant correspondant à l'énergie importée (le charbon n'est pas inclus dans nos calculs).

Peak Oil ou Peak Demande : pas une simple erreur de diagnostic

- L'ensemble des politiques et décisions économiques et financières au cours des 20 dernières années reposaient au mieux sur l'hypothèse qu'aucune contrainte structurelle de ressources n'apparaîtrait et que le prix de l'énergie resterait à la fois stable et bas, au pire sur une absence totale de prise en compte de l'évolution des marchés énergétiques. L'effondrement des comptes publics des pays européens importateurs d'énergie et l'ajustement extrêmement brutal en cours par contraction des revenus sont les conséquences différées mais directes de l'incompréhension de la relation fondamentale entre énergie et économie et de la sous-estimation permanente du potentiel de hausse du prix du pétrole.
- De fait, si l'on en juge par les politiques énergétiques, aucun pays européen importateur n'est engagé dans la voie qui pourrait mener à une évolution du marché pétrolier par « Peak Demande ». Les perspectives de baisse de la demande pétrolière en Europe ne résultent pas d'un ajustement vertueux à revenu croissant, ou même constant, mais du début d'apurement du passif accumulé depuis au moins 2 décennies. Ce passif (gonflement de la dette souveraine mais également des dettes sociales et privées, retard ou obsolescence des politiques publiques et industrielles) est le fruit de l'inertie et de la complaisance généralisées devant les risques sans cesse confirmés depuis la fin des années 1990 de tension pétrolière structurelle à venir.
- Diffuser aujourd'hui le diagnostic d'un marché pétrolier en voie de détente à moyen terme par « Peak Demande » revient à considérer d'une part que toute contrainte de ressource est exclue et que le risque de forte hausse du prix du pétrole est faible et, d'autre part, que les pays importateurs d'énergie sont désormais en mesure de produire une croissance économique suffisante pour apurer leur passif,



de réduire la quantité d'énergie nécessaire à cette activité économique et de ne plus financer croissance économique et achats d'énergie par de la dette.

- Energy Funds Advisors considère au contraire que les stratégies d'investissements, tant dans l'économie réelle que dans le secteur financier, doivent :
 - intégrer le fait que la contrainte énergétique reste la principale variable conditionnant la sortie ou l'aggravation de la crise. En faisant désormais face à une dette proche de l'insoutenable, les pays européens payent de façon différée la facture de l'énergie achetée à crédit depuis plusieurs décennies. Le « Peak Demande » européen dans sa version actuelle est synonyme de récession profonde et durable.
 - tirer les leçons de l'erreur commise constamment dans le passé et prendre en compte la tendance de fond d'un prix du pétrole structurellement croissant au cours de la décennie 2010-2020 sous l'effet d'un basculement sans précédent par contrainte d'offre. Les conditions d'un « Peak Demande » vertueux au niveau mondial ne sont pas réunies.
- Terminons cette Lettre Vision Pétrole en mentionnant l'éditorial récent et manifestement crispé du Financial Times⁷ qui reprend la thèse de la disparition de la contrainte pétrolière par « Peak Demande » en opposition à l'économiste du FMI Michael Kumhof (voir la *Lettre Vision Pétrole juin 2012*⁸) qui poursuit ses travaux mettant en évidence le risque pour l'économie de la contrainte pétrolière⁹.

Olivier Rech
Directeur Recherche
Energy Funds Advisors

& Philippe Mimran
Chief Investment Officer
La Française AM

⁷ "Peak oil theory not IMF's strong point", Nick Butler, 5 Novembre 2012.

<http://blogs.ft.com/nick-butler/2012/11/05/peak-oil-theory-not-imfs-strong-point/#axzz2BWs8jlf3>

⁸ "La Lettre Vision Pétrole - juin 2012: Perspectives du prix du pétrole - la contribution du FMI"

<http://www.energyfundsadvisors.com/201206-ENFA-Lettre-Vision-petrole-juin-2012.pdf>

⁹ "Oil and the World Economy: Some Possible Futures", Michael Kumhof and Dirk Muir, IMF, Octobre 2012.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12256.pdf>



La solution produit de La Française AM : LFP ENFA Vision Pétrole

Principales caractéristiques du fonds*

Code ISIN : FR0011091891

Forme juridique : Fonds commun de placement de droit français – UCITS IV

Société de Gestion : La Française des Placements**

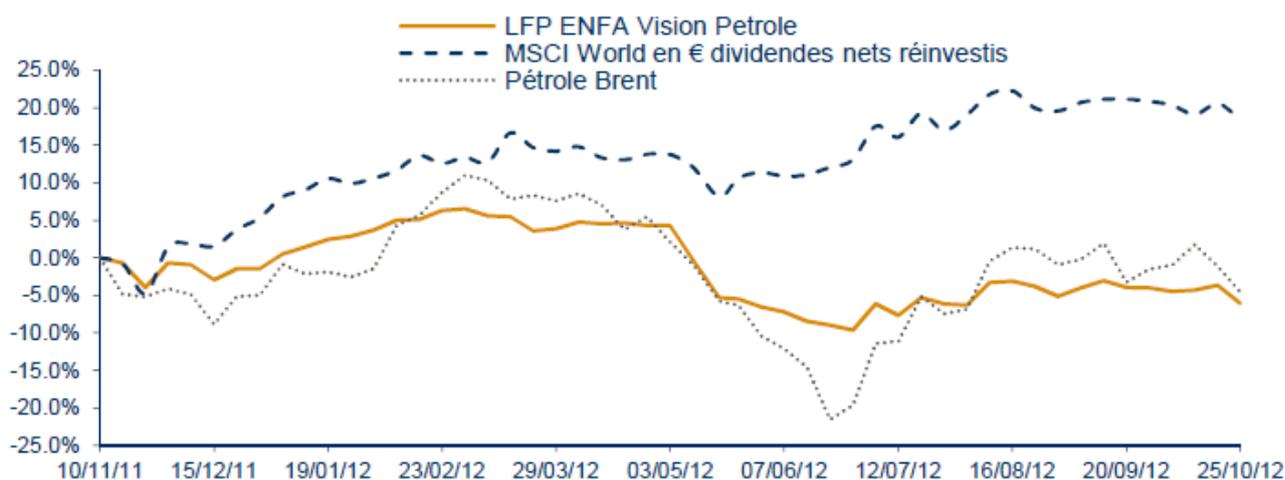
Société de Conseil : ENERGY FUNDS ADVISORS - ENFA

Indice de référence : MSCI World Index (dividendes nets réinvestis) libellé en euro

Durée de placement recommandée : 5 ans

Montant minimum de première souscription : 150 000€

Evolution de la performance depuis la création



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Pour en savoir plus, votre responsable commercial se tient à votre disposition pour tout complément d'information.

Principaux risques : perte en capital, actions, marché des matières premières, gestion discrétionnaire, change, investissements sur les pays hors OCDE, taux, crédit, contrepartie.

* Fonds destinés à une clientèle professionnelle au sens de la MIF. ** La Française des Placements est une Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF. Agrément AMF GP 97 076 le 01 juillet 1997

Avertissement

Les investisseurs potentiels sont invités à lire attentivement la Documentation réglementaire et commerciale afférente au fonds (incluant notamment les risques encourus) et à procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à leur propre analyse des risques afin de vérifier l'opportunité de l'investissement au regard des objectifs recherchés, en recourant, au besoin, à l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière. La documentation commerciale et réglementaire (dont le prospectus du Fonds) est disponible sur le site du groupe La Française AM (www.lafrancaise-am.com) et/ou sur simple demande auprès de votre interlocuteur financier habituel.

