

Paris, le 19 septembre 2022

L'accord iranien au secours de l'inflation ?



*Article écrit par Lionel Melka
Directeur de la recherche
HOMA CAPITAL*

L'économie mondiale est aujourd'hui confrontée à des circonstances inédites : des taux de chômage au plus bas, une forte croissance des salaires et des taux d'inflation bien supérieurs à l'objectif affiché par les banques centrales (8,5% aux Etats-Unis, 9,1% en zone euro, 10,1% au UK, sur 12 mois glissants à août 2022).

Le 26 août dernier, lors d'un rassemblement annuel de banquiers centraux à Jackson Hole (Wyoming), Jérôme Powell a déclaré que la Fed était prête à imposer à l'économie des conséquences économiques défavorables (récession, chômage) pour ramener l'inflation à l'objectif.

À moyen terme, il est à craindre que certaines forces qui, au cours des dernières décennies, ont contribué à maintenir l'inflation à un niveau bas pourraient s'affaiblir, voire s'inverser (I).

À court terme, nous analyserons l'effet de la réactivation d'un accord nucléaire avec l'Iran sur le marché du pétrole et par voie de conséquence sur l'inflation (II).

I. Pourquoi l'inflation pourrait être durablement élevée ?

Pour reprendre les propos de Milton Friedman, l'inflation est principalement un phénomène monétaire. Les banques centrales disposent de nombreux outils pour limiter la surchauffe de l'économie, et donc pour empêcher la demande de dépasser l'offre. Mais elles effectuent leur travail dans un contexte économique en évolution, ce qui peut rendre la maîtrise des pressions sur les prix plus aisée à certains moments qu'à d'autres.

À partir des années 1980, l'inflation dans les pays développés a globalement diminué et est devenue moins volatile. Ce phénomène est généralement attribué à une meilleure politique monétaire, mais aussi à des conditions mondiales plus favorables que celles auxquelles les banques centrales ont été confrontées dans les années 1960 et 1970, lorsque les économies ont été mises à mal par la baisse de la croissance de la productivité, des gouvernements trop dispendieux et des chocs énergétiques.

Le monde pourrait maintenant « être à l'aube d'un changement historique », comme l'a dit Agustín Carstens, de la Banque des règlements internationaux, à Jackson Hole.

Les pessimistes voient 3 grandes raisons pour lesquelles l'inflation pourrait rester élevée.

a. Un laxisme budgétaire croissant (« *quoi qu'il en coûte* »)

Les dépenses budgétaires et leur financement par emprunt deviennent de plus en plus populaires dans l'opinion et les politiques publiques.

Dans les économies développées et émergentes, le poids de la dette publique a explosé au cours des deux dernières décennies. À mesure que le fardeau de la dette augmente, les marchés peuvent commencer à craindre que les banques centrales finissent par financer les obligations des gouvernements, en rachetant, par exemple, la dette sur les marchés (stérilisation).

La politique budgétaire, extraordinairement expansionniste pendant la pandémie, peut également refléter une plus grande ouverture des gouvernements à utiliser des mesures de relance pour lutter contre la récession, ce qui pourrait également amener les marchés à s'attendre à davantage de dépenses et d'inflation à l'avenir.

A titre illustratif, les travaux présentés à la conférence par Francesco Bianchi, de l'Université Johns Hopkins, et Leonardo Melosi, de la Fed de Chicago, suggèrent que l'inflation américaine est supérieure d'environ quatre points de pourcentage à ce qu'elle aurait été autrement, grâce à l'« inflation fiscale » associée au plan de relance de 1.900 milliards de dollars adopté en 2021 (cf. notre note précédente : « [L'Europe face à l'interventionnisme américain](#) »).

b. L'impact de la démographie sur le marché de l'emploi

La croissance de la population dans les pays développés a considérablement ralenti en raison de l'évolution démographique et de la baisse de l'immigration. Dans certaines économies, comme les Etats-Unis, la pandémie a été associée à une nouvelle baisse de la participation à la population active.

Des années 1990 aux années 2010, l'offre mondiale de main-d'œuvre a connu une expansion rapide, à mesure que des pays très peuplés comme la Chine et l'Inde s'intégraient mieux à l'économie mondiale. Mais cette expérience ne peut se répéter, et le

vieillesse commence à frapper l'offre de main-d'œuvre, et cela même dans certaines parties du monde émergent. Les travailleurs pourraient donc bénéficier d'un plus grand pouvoir de négociation à l'avenir, ce qui stimulerait la croissance des salaires et compliquerait la tâche des banques centrales chargées de lutter contre l'inflation.

c. La démondialisation

Les économies émergentes et avancées se sont engagées dans une vague de réformes libérales du milieu des années 1980 au milieu des années 2000 (dérégulation, baisse des droits de douane, libéralisation des échanges et de la mobilité des biens et services).

Ces réformes ont contribué à la réorientation à grande échelle de la production mondiale et à la baisse des coûts dans toute une série de secteurs.

Mais le rythme des réformes s'est ralenti et la croissance de la productivité s'est tassée après la crise financière de 2007-2009, tandis que le commerce subissait la pression soutenue des guerres commerciales, de la pandémie et des tensions géopolitiques. Les chaînes d'approvisionnement mondiales ne sont plus optimisées et le souverainisme économique, en relocalisant la production, la rend nécessairement moins efficace.

La mondialisation a servi de « gigantesque amortisseur », des années 1980 aux années 2010, a noté Isabel Schnabel, de la Banque centrale européenne, de sorte que les variations de la demande ou de l'offre étaient facilement compensées par des ajustements de la production, plutôt que par des fluctuations brutales des prix. Aujourd'hui, cette flexibilité déflationniste est en danger.

Certaines tendances pourraient, toutefois, rendre cette nouvelle ère macroéconomique un peu plus facile à supporter. L'évolution démographique peut être à double tranchant, comme l'a fait remarquer Gita Gopinath, la cheffe économiste du FMI. Bien que les travailleurs des pays dont la population vieillit puissent être plus rares, ils épargneront davantage, ce qui contribuera à atténuer les pressions inflationnistes.

II. Quel impact l'accord iranien pourrait-il avoir sur l'inflation ?

À la mi-août, les négociateurs iraniens se sont montrés optimistes quant aux perspectives d'un accord. Un conseiller a déclaré que « *nous sommes plus proches que jamais* » de la conclusion d'un accord et que les « *questions restantes ne sont pas très difficiles à résoudre* ».

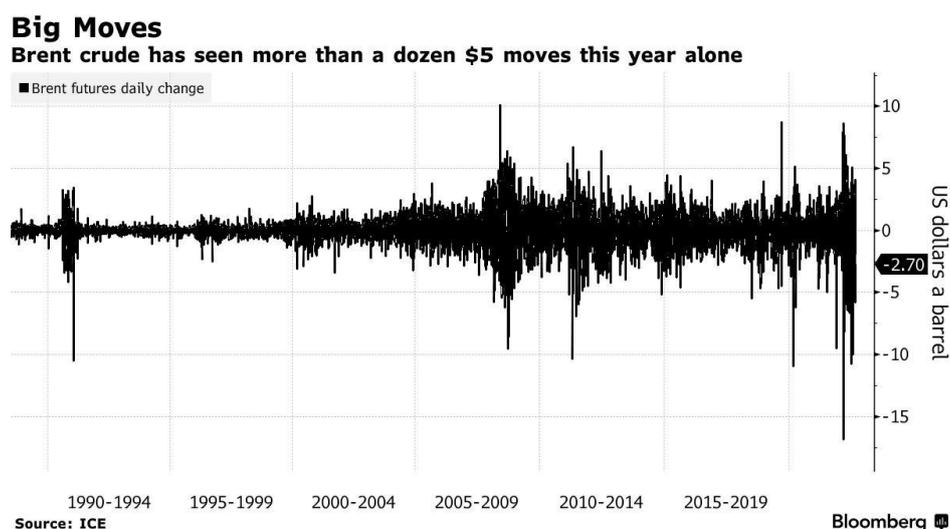
Si cet accord est relancé, les analystes considèrent que 1 à 2 millions de barils par jour de pétrole supplémentaire pourraient arriver sur le marché dans un laps de temps relativement court.

Cela peut sembler peu (le marché journalier représente environ 100 millions de barils) mais sur un marché où la demande est très inélastique et l'offre très contrainte, cela pourrait, au moins à court terme, avoir un effet important sur les prix.

À titre de comparaison, la Russie exportait début 2022 environ 6,5 millions de barils par jour dont 2 millions vers la Chine. En mars, l'administration Biden a autorisé le déblocage d'un million de barils par jour des réserves stratégiques pendant une période de six mois dans le but de faire baisser les prix.

Ceux-ci connaissent depuis le début de l'année une volatilité inédite et ont connu des variations quotidiennes de plus de 5 dollars le baril plus d'une douzaine de fois cette année, notamment depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

De tels mouvements auraient autrefois été considérés comme hors du commun. Les mouvements sont amplifiés par la faible liquidité sur les contrats à terme. Les positions ouvertes sur les quatre principaux contrats à terme Brent et WTI sont récemment tombées sous les 4 milliards de barils pour la première fois depuis juin 2015.



Avant que les États-Unis ne reprennent les sanctions contre l'Iran en 2018, ce pays était le troisième plus grand producteur de l'OPEP après l'Arabie saoudite et l'Irak. En 2017, il était le quatrième plus grand producteur de pétrole au monde, après les États-Unis, l'Arabie saoudite et la Russie.

Jusqu'à présent, il semble qu'il reste quelques points de friction qui s'avèrent assez difficiles à résoudre. Le principal sujet de discord est l'enquête en cours menée par l'Agence internationale de l'énergie atomique sur les traces inexplicables d'uranium dans des installations iraniennes au début des années 2000. Téhéran veut que l'enquête soit close avant un quelconque accord.

L'accord nucléaire de Vienne, officiellement appelé « Joint Comprehensive Plan of Action » (ou JCPOA) et rédigé sous l'administration Obama avec la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Russie et la Chine, a levé les sanctions économiques contre l'Iran en échange de limites sur son programme nucléaire.

Cependant, depuis le retrait des États-Unis à la mi-2018, les sanctions ont pénalisé l'économie iranienne, qui compte 84 millions d'habitants, et Téhéran a progressivement intensifié son activité nucléaire en violation de l'accord, enrichissant de l'uranium aux niveaux les plus élevés jamais atteints et incitant le chef de l'AIEA à avertir que « seuls les pays fabriquant des bombes » affichent ce niveau d'activité.

Les enjeux sont donc élevés, en particulier pour l'administration Biden, qui a fait de la relance de l'accord un objectif clé de sa politique étrangère. L'urgence est d'autant plus grande que les sanctions prises à l'encontre de la Russie, en raison de son invasion de l'Ukraine, réduisent l'approvisionnement de l'Europe en énergie et font monter les prix. Le pétrole iranien compenserait que partiellement la perte des barils russes mais il contribuerait néanmoins à atténuer la pression sur l'offre.

Toute détente substantielle dépend de la réaction des autres membres de l'OPEP.

Les Emirats arabes unis et l'Arabie saoudite sont perçus comme susceptibles d'accélérer le rythme des livraisons mondiales. La production de Riyad s'élève à 10,5 millions de barils/jour, mais sa capacité maximum pourrait atteindre 12,5 millions de barils/jour. Concernant les Émirats arabes unis, le rythme est de 3 millions de barils/jour mais le pays vise à augmenter ce chiffre d'au moins 1 million dans le futur.

En marge du sommet du G7, en juin dernier, on se souvient qu'Emmanuel Macron avait rapporté à Joe Biden la teneur d'une conversation avec Mohammed ben Zayed Al Nahyan (MBZ) faisant état des difficultés des Emirats arabes unis et de l'Arabie saoudite à augmenter leur offre sur le court terme.

INFORMATIONS IMPORTANTES : Les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers.