

Lettre n°153

Le genou politique à terre des Etats-Unis devant une République islamiste économiquement à genoux. Quelles perspectives pour les prix du pétrole ?

« Il est plus facile de faire la guerre que de faire la paix » Clemenceau.

Cette célèbre maxime de Clemenceau va trouver toute son illustration au long des négociations supposées se prolonger jusqu'au 21 août. Ironie de l'histoire, la République islamique d'Iran, en situation d'échec économique depuis 1979 et les Etats-Unis, en situation d'échec militaire ces 3 derniers mois, ont intérêt à s'entendre pour une augmentation la production de brut iranien. Telle est la requête des Iraniens car ils ont un impérieux besoin de devises pour reconstruire leur économie, tel est le désir de Donald Trump, soucieux de voir baisser les prix du pétrole avant les élections de novembre.

L'échec économique de l'Iran est patent :

En 1979, le PIB iranien était de \$90 milliards ; 46 ans après, il est de \$400 milliards. Dans l'intervalle, le PIB de son ennemi juré, Israël, est passé de \$20 milliards à \$600 milliards. Le PIB/habitant, en Iran, était de \$2500 en 1979, il est aujourd'hui à \$4200. Celui d'Israël est passé dans cet intervalle de \$6000 à \$60 000. Les chiffres sont donc sans appel. Entre mars 2025 et mars 2026, selon les statistiques iraniennes, la croissance n'a pas dépassé 0.2%.

L'échec militaire américain dans ce conflit est malheureusement incontestable :

Les buts étaient la chute du régime, la destruction définitive des capacités nucléaires militaires, l'arrêt des livraisons de pétrole à bas prix à la Chine. Mais, aucun de ces buts n'est atteint et, avec le blocage d'Ormuz et ses répercussions sur l'inflation et la croissance mondiale, chacun a pu comprendre « l'effet papillon ».

Comment un pays, fort d'un budget militaire de plus de \$900 milliards, soit la moitié approximativement des dépenses mondiales d'armement, associé à la meilleure armée du monde, celle d'Israël, a-t-il pu s'enliser dans ce conflit alors même que le budget militaire iranien doit probablement être inférieur à \$20 milliards/an ? On escomptait un changement de régime, on se retrouve face à des gardiens de la révolution confortés dans leur emprise sur une population plus réprimée que jamais.

L'esquisse d'un « deal » baissier pour les prix du pétrole :

Inattendu pour les Iraniens, l'acceptation par les Américains d'une reprise des livraisons de pétrole iranien, pour une valeur estimée de \$5 milliards/mois, avant même la conclusion d'un accord sur le nucléaire. Une concession majeure et surprenante. Comme le note avec pertinence Thomas Friedman, Trump lâche ses alliés, Israël et les monarchies du Golfe, pour sauver les Républicains dans les « swing states », Michigan, Pennsylvanie, Géorgie.

Dans cette Lettre 153, on peut analyser les incidences de ce fragile « deal » au regard de l'évolution escomptée de l'offre, des prix et de la demande de brut.

L'évolution observée et attendue de l'offre :

- Une contraction temporaire de l'offre :

A la veille du conflit, les cours du baril étaient bas car les capacités disponibles dans le monde étaient de 3Mb/j. Depuis de nombreuses années, le Golfe Persique produit 30% du pétrole dans le monde et ¼ des GNL. La production des pays du Golfe était de 10.3Mb/j en Arabie saoudite, 4.3Mb/j en Irak, 3.6Mb/j dans les Émirats, 3.45Mb/j en Iran et 2.57Mb/j au Koweït.

Au mois de mai, la production saoudienne était, selon les estimations, en baisse de 25 à 35%, dans les Emirats, l'extraction était tombée à 2Mb/j, en Irak à 1.5Mb/j, au Koweït à moins de 0.5Mb/j. Selon l'AIE, la production de l'OPEP avait baissé de 9.4 millions b/j.

Les Emirats, ont été davantage frappés que l'Arabie Saoudite, car ils ont reconnu Israël. Ils peuvent utiliser un pipeline vers le golfe d'Oman mais cela ne couvre que 50% de leur production. Le Koweït a réduit sa production durant le conflit car ses capacités de stockage étaient saturées et le passage d'Ormuz est son seul moyen pour écouler sa production. L'Irak a réduit sa production de moitié faute de capacités de stockage.

Lors de la conclusion de la trêve, on estimait à 170 millions de barils et 185 le nombre de pétroliers bloqués dans le détroit. Ces derniers jours, une cinquantaine de bateaux franchissaient quotidiennement le détroit d'Ormuz, soit 40% du trafic d'avant-guerre mais d'autres estimations de trafic diffèrent. Il faudra du temps avant de retrouver les volumes de circulation d'avant le conflit car beaucoup de gros tankers sont actuellement sur les côtes américaines.

- Une offre potentiellement abondante :

La production mondiale devrait, selon l'AIE, augmenter de 8Mb/j l'année prochaine. L'excédent de l'offre sur la demande devrait ainsi dépasser 5Mb/j contre 3Mb/j avant le conflit.

Depuis 2010, la production américaine, +8Mb/j a davantage augmenté que celle de l'ensemble des pays du Moyen-Orient, +6.7Mb/j, mais désormais, la hausse est plus modeste. En 2025, la production était de 13.4Mb/j, cette année, elle devrait atteindre 13.7Mb/j et, selon l'AIE, en 2027, elle pourrait être à un niveau record de 14.2Mb/j. En avril et en mai, les États-Unis ont augmenté leurs exportations de 4Mb/j à 5Mb/j, ce qui a permis de réduire les tensions sur les prix du brut.

Hors OPEP, depuis 2010, d'autres pays, le Canada, +2.8Mb/j, le Brésil, +2Mb/j, le Guyana, +1Mb/j ont sensiblement augmenté leur production et vont continuer à le faire.

Au Venezuela, depuis l'enlèvement de Maduro, les exportations de pétrole ont augmenté de plus de 40% par rapport à la période correspondante de 2025. Les recettes pétrolières pourraient être de \$34 milliards en 2026 contre \$18 milliards en 2025. Saluons la libéralisation en faveur des investissements étrangers notamment dans le pétrole mais le pays manque de main-d'œuvre qualifiée et la sécurité n'est pas garantie.

Les pays du Moyen-Orient vont également augmenter leur production car ils veulent compenser les pertes de revenus en 2026. Les Emirats, 3^{ème} producteur de l'OPEP après l'Irak et l'Arabie Saoudite, estiment disposer d'un potentiel de 5Mb/j et, pour y parvenir, se sont retirés du cartel de l'OPEP.

- Une réduction attendue de la dépendance à Ormuz :

En 2023, les Saoudiens ont exporté 6.2Mb/j par ce détroit dont 5Mb/j pour la Chine, l'Irak 3.2Mb/j dont la moitié pour la Corée du Sud et le reste pour l'Asie, les EAU 2Mb/j presque exclusivement pour l'Inde, le Koweït 1.5Mb/j en Asie, l'Iran 1.3Mb/j, le Qatar 0.6Mb/j vers l'Europe.

Avant la guerre, le flux quotidien à Ormuz était de 20Mb/j, durant le conflit, environ la moitié. La différence était en partie compensée par des mesures de contournement : l'utilisation par les Saoudiens du terminal de Yanbu sur la mer Rouge pour 5Mb/j à comparer avec 0.7Mb/j en début d'année, l'utilisation de l'oléoduc émirati pour 0.7Mb/j, les exportations irakiennes via Ceyhan pour 0.7Mb/j, le déblocage de 3.9Mb/j de pétrole sous sanctions, une hausse de plus de 1Mb/j de la production des autres membres de l'OPEP et 3.3Mb/j de libération de stocks AIE. Bilan de toutes ces mesures, 4.6Mb/j n'étaient pas remplacés.

Pour ne plus se trouver confrontés à une telle situation, les pays du Golfe veulent développer des pipelines pour contourner Ormuz.

En Arabie saoudite, la capacité du terminal de Yanbu pourrait être portée de 5Mb/j à 7Mb/j. Abou Dabi a lancé un plan de \$150 milliards pour doubler l'oléoduc jusqu'au port de Fujairah et réduire la dépendance à Ormuz. L'Irak construit un oléoduc pour assurer un débouché via la Jordanie.

A terme, ce ne sont plus 20Mb/j qui passeront par Ormuz, mais 15Mb/j. Le détroit Bab el Mandeb où passaient plus de 9Mb/j de pétrole ou de produits avant le conflit devrait être plus utilisé.

Les tendances conjoncturelles et structurelles de la demande :

- Une diminution sensible de la demande au 2^{ème} trimestre :

Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande pétrolière mondiale a baissé de 5% au 2^{ème} trimestre, soit 5Mb/j, devrait baisser de 1,1Mb/j sur l'année avant de remonter de 2Mb/j en 2027.

La dépendance européenne et américaine aux pays du Golfe est aujourd'hui modérée et les pays affectés ont surtout été les pays asiatiques. La Chine pour 42% de ses importations de pétrole mais moins que les autres, 95% pour les Philippines, 88% pour le Vietnam, 70% pour la Corée, 60% pour la Thaïlande.

Au mois de mai, la Chine n'aurait importé que 7.8Mb/j contre près de 11Mb/j avant la guerre. Le chiffre a surpris et il est malaisé d'expliquer une baisse d'une telle ampleur mais on peut énumérer plusieurs facteurs. Selon l'administration américaine, la Chine avait beaucoup plus de stocks de précaution que les autres pays, entre 1 et 1.4 milliard de barils en stock contre 350Mb pour les Etats-Unis (un plus bas depuis 1983 qui inquiète les professionnels) et 260 Mb pour le Japon. En outre, les Chinois semblent avoir réduit leur consommation d'essence et recouru davantage au train. La Chine a aussi utilisé davantage de charbon et plus sollicité ses énergies renouvelables. Cette réduction de la demande chinoise a joué un rôle essentiel pour empêcher la flambée des prix du pétrole à \$150 ou \$200/b. aussi, le marché s'interroge sur la demande prochaine de la Chine et essaie de déterminer quelle est la part structurelle de diminution de la demande.

- Les tendances structurelles de la demande :

La sensibilité de l'économie mondiale au pétrole a baissé depuis 1974. Aux Etats-Unis, selon Krugman, l'intensité énergétique a baissé de 70% depuis le 1^{er} choc pétrolier. En France, elle aurait été divisée par 4 ou 5. A l'époque, le pétrole, c'était 56% du bilan énergétique mondial, aujourd'hui, moins de 30%, 17% pour le gaz naturel, 40% pour le nucléaire et les renouvelables.

L'évolution des prix :

- Les prix du brut sont restés modérés :

Entre 2011 et 2014, le cours moyen du baril excédait \$100. En juin 2022, après l'invasion de l'Ukraine, il a atteint \$120/ baril. En juin 2025, après l'attaque israélienne, les cours du pétrole avaient augmenté de 20% à \$79/b. Au début de la guerre contre l'Iran, certains ont craint le pire, un baril à \$150 voire \$200 car l'AIE avait estimé qu'il manquait 10Mb/j et diagnostiquait « la pire crise énergétique de l'histoire ».

Mais, rien de tel ne s'est produit, les marchés ont fait montre de flexibilité et la demande a rapidement baissé. Durant les 3 mois de guerre le prix moyen a été de \$105/b avec une pointe à \$125. Les gagnants de la hausse ont été temporairement la Russie, le Canada et la Norvège, grands exportateurs.

L'AIE a mis sur le marché 1/3 de ces stocks, soit 400Mb. Cela a permis de couvrir 40 jours de blocage et si nécessaire elle aurait pu mettre d'autres stocks sur le marché. Les stocks dans les cargaisons fantômes étaient très élevés, 58 millions de barils en janvier contre 6 millions de barils en 2025, selon Kpler, essentiellement du brut iranien ou russe.

Ces derniers jours, le cours du Brent a baissé rapidement jusqu'à \$72/b, le niveau d'avant conflit. En 2027, l'excédent d'offre sur la demande pourrait atteindre 5Mb/j mais la détente des prix devrait faire repartir la consommation.

En 2027, sous réserve du temps nécessaire à la reconstitution des stocks dans les pays de l'OCDE et en Chine, sous réserve de la volonté d'un certain nombre de pays émergents, durement éprouvés par la pénurie d'essence durant le conflit, de vouloir constituer pour l'avenir des stocks de précaution, les prix du pétrole devraient être bas, inférieurs au niveau de début 2026.

L'évolution des prix des produits raffinés est plus incertaine car il est difficile d'évaluer les dégâts dans les raffineries et le temps de remise en ordre. Le kérosène est un des produits les plus volatiles car près de 30% du carburant d'aviation dans le monde est produit au Moyen-Orient. Le cours de la tonne de kérosène a pu dépasser 1500€ contre 650€ avant la guerre. Le carburant est le premier poste de dépenses des compagnies aériennes, près de 30%. Heureusement pour les compagnies, le prix a diminué de 50% ces derniers jours mais il reste environ 15% au-dessus du niveau d'avant-guerre.

- ***Les engrais :***

Autres produits impactés par cette guerre, les engrais. Mais, distinguons entre les engrais azotés et les engrais phosphatés. Les prix des engrais azotés viennent d'être divisés par 2 en quelques semaines, après avoir augmenté de 80 à 100% au début du conflit, moins semble-t-il en raison d'une reprise de l'offre que d'une contraction de la demande. D'où, une inquiétude sur les rendements agricoles des prochaines récoltes. En revanche, le prix des engrais phosphatés n'a pas enregistré le même repli car ces engrais nécessitent du soufre et 40% de la production mondiale de soufre passent par le détroit d'Ormuz.

Le risque d'une inflation des prix agricoles, né de moindres rendements, ne s'est pas encore concrétisé car les stocks sont élevés et les récoltes ont été bonnes. A €196/tonne pour le blé, on est loin du début de la guerre en Ukraine quand la tonne de blé était à €400.

- ***Le charbon :***

A Rotterdam, la tonne de charbon a touché \$152, après le début de la guerre en Iran mais on est resté loin des 400\$/tonne observés lors de l'invasion de l'Ukraine en 2022. Les pays asiatiques fragilisés par la fermeture d'Ormuz ont eu davantage recours au charbon. En premier lieu, la Chine, qui consomme la moitié du charbon produit dans le monde et produit 80% de ses besoins et l'Inde, 2^{ème} consommateur mondial qui produit les 3/4 de ses besoins et importe le reste essentiellement d'Indonésie.

- ***Le gaz liquéfié, une offre en croissance :***

Le gaz liquéfié, c'est seulement 8% de la production de gaz dans le monde mais c'est vital. Avant le conflit, le marché mondial avait des surcapacités. Aujourd'hui, 2/3 du gaz qatari perdu par les destructions ou le blocage d'Ormuz, seul débouché du gaz qatari, sont compensés par ces surplus. Les principaux importateurs de GNL du Qatar sont la Chine, l'Inde pour la moitié de ses besoins, puis Taïwan, le Pakistan et la Corée du Sud.

Si en 2022, le gaz livré à Rotterdam était monté à €340/MW, cette année, même en hausse de 80% et même si le Qatar estime à des semaines voire des mois le rétablissement des livraisons normales, le prix n'a pas dépassé €56/MWh car le marché anticipe de nouvelles capacités américaines.

En Europe, les prix du gaz sont 5 à 6 fois supérieurs aux prix américains alors qu'en 2020, ils étaient similaires. Les pays les plus dépendants du gaz pour leur industrie sont l'Allemagne et l'Italie.

Conclusion : « Tel est pris qui croyait prendre » La Fontaine dans la fable Le Rat et l'Huitre.

- ***Quelle évolution pour l'Iran ?***

Les Etats-Unis voulaient bloquer Ormuz pour priver l'Iran de \$400 millions de recettes quotidiennes et l'inciter à des concessions mais l'Iran, en prévision, avait semble-t-il constitué un stock flottant de plus de 160 millions de barils en dehors du Golfe pour approvisionner la Chine jusqu'en juin. La Chine en 2025 avait acquis 90% du pétrole iranien mais cela ne représentait que 13% de ses importations totales de pétrole.

En dépit de 25 000 frappes en 40 jours, le pays a tenu même si les coûts de reconstruction sont évalués à plusieurs centaines de milliards, même si l'inflation des produits alimentaires dépasse 110% depuis le début du conflit et même si l'électricité est rationnée.

Les exportations représentaient un peu moins de \$50 milliards de recettes en 2024 mais elles pourraient augmenter après la finalisation d'un accord avec les Etats-Unis car l'Iran a 9% des réserves mondiales de brut et 15% des réserves de gaz.

La question du nucléaire reste en suspens mais l'Iran a enregistré une victoire symbolique caractérisée par la survie du régime, sa reconnaissance, le maintien de ses capacités balistiques, la levée de sanctions sur les ventes de pétrole (ces dernières années l'Iran avait dû réduire sa production de 3Mb/j à 1.7Mb/j), la récupération immédiate de \$12 milliards bloqués et à terme de 60 jours, \$12 milliards supplémentaires, la possible création d'un fonds de \$300 milliards pour financer la reconstruction de l'Iran, la gestion d'Ormuz voire l'imposition d'un tarif qui lui donnerait un puissant moyen de pression, l'inclusion du Liban dans le cessez-le-feu.

- *Quelle évolution pour le Détroit d'Ormuz ?*

Jamais, même pas en 1974 ou en 1979, le monde n'avait été privé d'autant de pétrole. Ormuz, c'est le lieu de passage d'environ 40% des volumes de soufre, 25 à 30% du gaz liquéfié, 20% des produits raffinés, 10% de l'aluminium, un tiers des engrais, 20% du pétrole et 10% du commerce maritime mondial, surtout à destination de l'Asie. Le détroit mesure un peu plus de 50kms dans la partie la plus étroite mais en fait, seulement une dizaine de kilomètres car la mer est souvent peu profonde.

En attaquant l'Iran, les Etats-Unis voulaient empêcher la Chine d'acheter du pétrole iranien à bas prix. En fait, beaucoup des bateaux autorisés à passer sont les pétroliers à destination de la Chine.

Au début du conflit, il avait été dit que le gagnant de la guerre serait celui qui contrôlerait le détroit d'Ormuz et aujourd'hui ce sont les gardiens de la révolution qui donnent le tempo et les autorisations. A l'instar de la taxe aujourd'hui de \$6.7/tonne dans le détroit des Dardanelles, taxe régie par une convention internationale de 1936, en Turquie, l'Iran veut imposer un droit de passage susceptible de lui rapporter \$40 milliards chaque année mais, en droit, la mise en œuvre d'une telle taxe ne peut être décidée unilatéralement et nécessiterait un accord unanime des quelques 170 pays membres de l'Organisation maritime mondiale. Une politique contraire au droit sur la navigation dans les eaux internationales et une politique qui suscite le mécontentement des pays voisins.

Sur les 20Mb/j exportés depuis Ormuz, la moitié sont susceptibles d'être acheminés par pipelines. Mais ce n'est pas le cas pour le gaz faute de gazoducs et le Koweït n'a aucun moyen pour contourner Ormuz.

Si les Etats-Unis laissent à l'Iran le contrôle de 20% des flux mondiaux de pétrole, la Russie, son alliée ayant 11%, cela renforcerait les pouvoirs du trio Chine, Russie, Iran et le rôle du Yuan au détriment de l'Occident.

- *Quelle évolution pour les pays du Golfe ?*

Les perspectives de croissance cette année ont été révisé en baisse de 4.4% à 2.6% mais ces pays demeurent riches de leurs fonds souverains. Les Emirats ont \$2700 milliards, l'Arabie saoudite \$1300 milliards, le Koweït \$1000 milliards, le Qatar \$590 milliards. Ces 10 dernières années, les Émirats avaient investi \$625 milliards à l'étranger, surtout aux Etats-Unis et en Europe, le Qatar \$170 milliards et l'Arabie Saoudite \$85 milliards. Nonobstant ces richesses, un ralentissement est à prévoir car la priorité sera donnée aux investissements locaux de reconstruction et d'extension des pipelines.

- *Quelle évolution pour les valeurs d'énergie en bourse ?*

Les prix du pétrole sont orientés à la baisse car l'offre est potentiellement abondante et Trump souhaite des prix bas pour résorber l'inflation mais, conjoncturellement, les négociations de paix peuvent toujours déraiper, les prix resteront donc volatiles et si nous avons allégé les valeurs pétrolières, en forte hausse, dans les portefeuilles, nous gardons une partie. Aux Etats-Unis, la capitalisation de l'ensemble des valeurs du secteur énergie est modeste, inférieure à la moitié de celle de Nvidia.

Genève, le 29 juin 2026

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre,
248 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.