

PÉTROLE : MARÉE NOIRE SUR LA CROISSANCE ?

Département analyse et prévision de l'OFCE

En pleine croissance, l'économie mondiale doit faire face à une flambée des prix du pétrole depuis plusieurs mois. Sur un an, les prix ont augmenté de 50 %, à 42,2 dollars le baril au troisième trimestre, et il est difficile de dire aujourd'hui jusqu'où cette envolée peut aller. Plusieurs facteurs expliquent ce phénomène : choc inattendu de la demande, fortes tensions sur les capacités productives et multiplicité des sources de perturbations, avérées ou potentielles, de la production.

Cette hausse se traduit par un transfert de richesse des pays importateurs nets vers les pays exportateurs nets de pétrole, qui avoisinerait quelques 100 milliards de dollars en 2004 (soit 0,3 % du PIB de l'OCDE) et dont l'impact sur l'économie mondiale est globalement récessif. Dans les pays importateurs nets, l'inflation s'accélère et les revenus des agents diminuent. En 2004, les ménages américains et européens devraient perdre respectivement 0,5 et 0,3 point de pouvoir d'achat de leur revenu et donc freiner leur consommation. À l'horizon 2005, compte tenu de notre prévision de prix du pétrole (détente vers 33 dollars le baril de Brent fin 2005), la croissance de la zone euro serait amputée de 0,4 point de croissance. L'impact reste limité car circonscrit, la forte crédibilité des autorités monétaires à respecter leurs objectifs d'inflation suffisant à éviter la mise en place d'une spirale prix-salaires.

Mi-octobre, les prix dépassaient 50 dollars le baril. Dans l'hypothèse où ils restent à ce niveau en 2005, l'impact serait alors un peu plus violent et amputerait dès la première année la croissance des pays développés de quelques dixièmes de points supplémentaires. En cas de resserrement monétaire, l'impact serait d'environ - 0,6 point de PIB. La zone euro serait autant, voire légèrement plus affectée que les États-Unis ou le Japon. Pourtant, certaines caractéristiques structurelles jouent en sa faveur : malgré une dépendance du PIB aux importations nettes de pétrole légèrement plus élevée qu'aux États-Unis, l'intensité pétrolière y est 30 % plus faible. Les pays en développement et en transition importateurs nets de pétrole seraient néanmoins les plus affectés, un choc pétrole pouvant faire réapparaître des déséquilibres sous-jacents : solvabilité insuffisante, suraccumulation, secteur bancaire fragile... À l'inverse, les pays exportateurs de pétrole utiliseraient leurs pétrodollars pour accroître leurs dépenses et stimuler leurs importations. Une partie serait recyclée sur les marchés financiers internationaux.

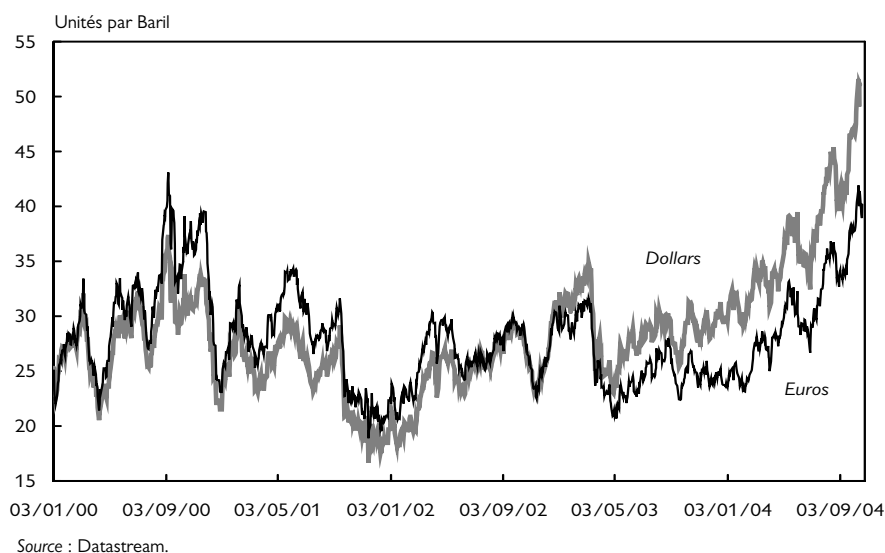
■ Département analyse et prévision

Compte tenu de la hausse observée sur les trois premiers trimestres 2004 et de nos prévisions à l'horizon fin 2005, le prix du pétrole qualité Brent atteindrait en moyenne 37,4 dollars en 2004 et 34,3 dollars en 2005, après 28,8 dollars en 2003. Ce scénario, qui ramène les prix vers 33 dollars le baril fin 2005, repose sur trois hypothèses (voir dans ce dossier la fiche « Brouillard autour des puits de pétrole »):

- le choc de demande de pétrole, impulsé par l'Asie (et au premier chef la Chine) et les États-Unis, s'atténue en 2005 avec une progression de la demande mondiale moins forte qu'en 2004;
- les capacités productives s'ajustent et permettent de dégager des marges disponibles pour faire face à un imprévu;
- les tensions sur le marché physique s'apaisant, la réaction des marchés face à un risque de défaut d'approvisionnement n'est plus aussi épidermique, la prime de risque s'estompe, entraînée dans son mouvement par le désengagement des spéculateurs sur les marchés à terme.

Ce scénario peut paraître optimiste au regard de l'évolution des prix au cours des dernières semaines. En un mois, le baril de Brent a augmenté de 10 dollars et dépasse 50 dollars à la mi-octobre (graphique 1). Il est difficile de dire actuellement jusqu'à combien l'emballement et l'irrationalité des marchés peuvent faire monter les prix. L'inquiétude des utilisateurs s'accroît face à tant d'incertitudes et surtout face au risque de voir la croissance mondiale s'affaiblir.

1. Prix du pétrole Brent



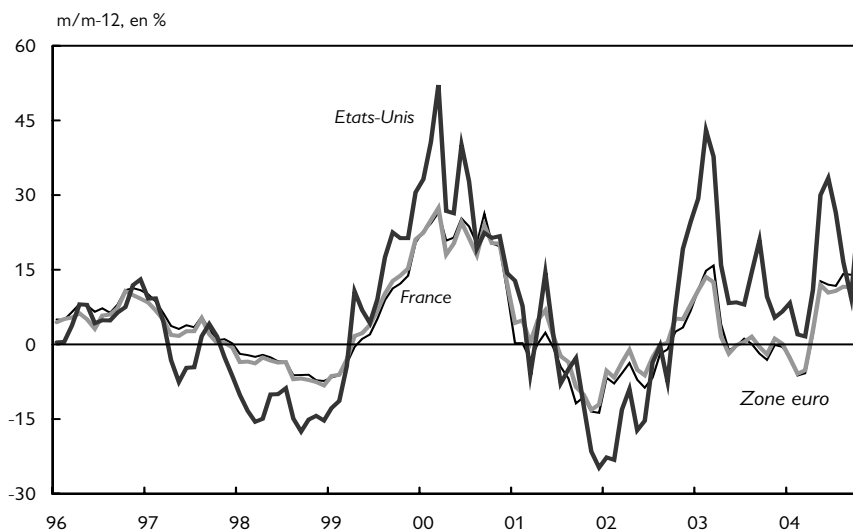
Jusqu'alors, l'inflation a augmenté mais reste sous contrôle. Dans l'hypothèse où les prix suivent notre scénario, la zone euro devrait perdre 0,4 point de croissance d'ici la fin 2005, par rapport à un scénario de référence sans tensions. Si par contre les prix restaient durablement à 50 dollars en 2005, l'impact sur l'économie mondiale serait alors plus marqué et les risques de crise, accrus.

Le pétrole pèse déjà sur notre scénario de croissance

Initié au début de l'année 2004, l'emballement du prix du pétrole a redoublé au cours de l'été. Au cours des trois premiers trimestres de l'année, le baril a augmenté de plus de 40 %. Ses effets ont commencé à se faire sentir dans l'ensemble des économies, notamment *via* l'inflation (voir encadré). La hausse des prix à la consommation s'est accélérée dans presque tous les pays sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers. Jusqu'en février, la zone euro a bénéficié de l'appréciation de sa monnaie pour atténuer la hausse des prix en dollars. En monnaie nationale, celle-ci n'intervient donc effectivement qu'à partir de mars. Par ailleurs, et paradoxalement, le poids des droits d'accise (qui atteignent, pour 1 litre de super 95 sans plomb, 0,395 euro en Espagne, 0,589 euro en France et 0,654 euro en Allemagne) augmente le niveau des prix mais atténue les variations de prix du produit final: en France, une hausse de 30 % du prix du carburant hors taxes se traduit par une hausse d'à peine 10 % du prix à la pompe, grâce à la TIPP! Cela n'est pas le cas aux États-Unis où l'essence est moins chère, mais les embardées beaucoup plus violentes (graphique 2). Aussi, la hausse du prix des produits pétroliers augmente l'indice global des prix à la consommation sur un an de 0,7 point de pourcentage aux États-Unis en octobre (sur la base des premiers relevés hebdomadaires du prix du carburant) et de 0,5 point en septembre dans la zone euro. En moyenne annuel sur 2004, la baisse du pouvoir d'achat du revenu des ménages due à l'effet pétrole serait de 0,5 point outre-Atlantique (après 0,4 point en 2003) et de 0,3 point dans la zone euro (0,1 en 2003).

■ Département analyse et prévision

2. Hausse du prix des produits pétroliers* en Europe et aux États-Unis



* Dans les indices nationaux de prix à la consommation.
Sources : BLS-US, INSEE, Eurostat.

L'impact macroéconomique de la hausse des prix du pétrole

Le prix du pétrole demeure un déterminant fondamental des performances macroéconomiques globales. La hausse des prix du pétrole entraîne une redistribution de la richesse mondiale au profit des pays exportateurs nets de pétrole, *via* la balance commerciale: la croissance supplémentaire engendrée par le surcroît de recettes pétrolières compense en partie l'effet récessif sur les pays importateurs, dû à la ponction opérée.

L'augmentation des prix pétroliers a un effet direct sur l'inflation des pays importateurs, qui se traduit en une baisse immédiate du pouvoir d'achat du revenu des ménages et un ralentissement de leur consommation. Par ailleurs, la hausse du prix des consommations intermédiaires renchérit les coûts de production, provoquant selon le degré de concurrence sur les marchés, une hausse des prix de vente ou une réduction du taux de marge. Si les difficultés des firmes à répercuter la hausse des coûts de production sur leurs prix de ventes peuvent modérer l'impact inflationniste, une contraction des profits risque de retarder les décisions d'investissements et les embauches, affectant à terme le potentiel de croissance de l'économie. Si les prix du pétrole se maintiennent à un niveau élevé, les ménages peuvent revendiquer des hausses de salaires pour compenser leur perte de pouvoir d'achat, engendrant une spirale prix-salaires. Il en résulte une accélération de l'inflation sous-jacente, à laquelle la banque centrale se voit contrainte de réagir en augmentant ses taux d'intérêt. Le durcissement de la politique monétaire s'ajoute alors à l'effet récessif du choc pétrolier.

PÉTROLE : MARÉE NOIRE SUR LA CROISSANCE ? ■

L'augmentation des prix du pétrole a également un impact psychologique, affectant la confiance des consommateurs et des entreprises. Face à l'incertitude, les salariés ont tendance à différer leurs achats pour constituer une épargne de précaution. Les entreprises, inquiètes sur les perspectives de débouchés et contraintes sur leurs marges, adoptent un comportement d'attentisme, différant leurs projets d'investissement.

À l'inverse, les pays exportateurs bénéficient de la hausse du prix de vente de leur production pétrolière, ce qui se traduit par une amélioration du rendement de leurs activités dans l'industrie pétrolière, par des entrées supplémentaires de devises étrangères (les pétrodollars) et une hausse des recettes fiscales. Il s'ensuit une augmentation de la demande et des importations de la part des pays exportateurs de pétrole et qui bénéficie au reste du monde. Cependant, cet effet ne compense pas pleinement la baisse de la production.

Au-delà des effets déjà observés sur l'inflation, la hausse des prix du pétrole va affecter les comportements des agents par différents canaux. En suivant notre propre scénario de prix du pétrole à l'horizon 2005, et en transposant les résultats du modèle e-mod.fr de la France à la zone euro (voir dans ce dossier « France: Reprise à bas régime! » – encadré 1), la hausse des prix du pétrole amputerait au final le PIB de la zone euro de 0,4 point de croissance. La ponction est un peu supérieure à celle calculée pour la France (– 0,3 point en cumulé en 2005) du fait des différences structurelles plus favorables à cette dernière qu'à la moyenne de la zone euro (*cf supra*).

Même si cet impact n'est pas indolore, il reste modéré si on le compare aux chocs précédents, et ce pour quatre raisons (tableau 1). Premièrement, l'ampleur du choc est moindre que lors des chocs de 1973 et 1979. Et bien qu'en dollar courant, le prix du baril de Brent ait dépassé depuis septembre 2004 le pic qu'il avait atteint au lendemain du deuxième choc pétrolier, en termes réels, il lui reste inférieur de près de 60 % (graphique 3). Deuxièmement, les politiques d'économies d'énergie et de substitution mises en œuvre aux lendemains des chocs pétroliers ont permis une meilleure efficacité énergétique des appareils productifs et réduit l'utilisation du pétrole. Dans l'OCDE, la consommation énergétique par unité de PIB a baissé d'environ 20 % depuis le début des années 1980 et la consommation pétrolière, de moitié. Compte tenu de cette baisse et de l'évolution des prix, il faudrait que le prix du pétrole atteigne près de 200 dollars pour que l'on retrouve l'ampleur du choc de 1979 sur nos économies. Troisièmement, le prélèvement extérieur opéré par le gonflement de la facture pétrolière est négligeable au regard de la décennie 1970. Enfin, les risques d'enclencher une spirale inflationniste sont désormais réduits du fait de la libéralisation des marchés du travail, de la fin des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix, et des politiques monétaires indépendantes et plus strictement orientées vers le contrôle de l'inflation.

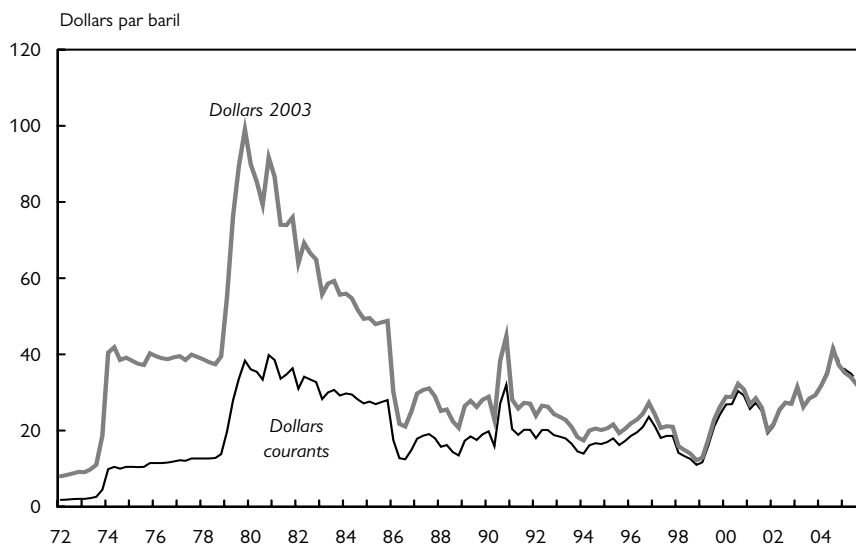
■ Département analyse et prévision

1. Comparaison des chocs pétroliers

	Prix du pétrole		Impact net sur la balance commerciale des pays avancés	
	Variations en dollars	En %	Milliards de dollars	En % du PIB
1973-1974	8,3	252	- 88	- 2,6
1978-1980	23,1	179	- 232	- 3,7
1999-2000	10,3	57	- 96	- 0,4
2003-2004	8,4	29	- 107	- 0,3

Source : World Economic Outlook, FMI, septembre 2004.

3. Prix courant et réel du pétrole



Sources : Datastream, calculs et prévisions OFCE.

Un baril en permanence à 50 dollars?

En l'absence de facteurs d'apaisement significatifs, les prix du pétrole pourraient être plus élevés que ce que nous prévoyons. Comme l'a souligné l'Agence internationale de l'énergie (AIE) dans son rapport mensuel d'août, « l'exubérance irrationnelle » des marchés pourrait l'emporter et porter les prix vers des niveaux toujours plus élevés. Dans l'hypothèse où les prix restent à 50 dollars sur l'ensemble de l'année

2005, cela aurait pour effet d'amplifier la perte de croissance des pays importateurs nets de pétrole, de fragiliser davantage les pays les plus vulnérables et d'accroître le transfert de richesse des pays importateurs nets vers les pays exportateurs nets.

De l'utilisation des variantes

Divers modèles macroéconométriques tentent de quantifier la perte de croissance résultant d'une hausse brutale et permanente des cours du pétrole. Dans les modèles que nous avons retenus, certains sont enrichis d'une réaction des autorités monétaires face au regain d'inflation (tableau 2).

Sous l'hypothèse de politique monétaire inchangée et dès la première année, une hausse de 15 dollars, à 50 dollars le baril de Brent, réduirait la croissance du PIB, selon l'OCDE, de 0,2 point aux États-Unis et dans la zone euro et de 0,3 point au Japon. Selon l'AIE, l'impact serait deux fois plus important aux États-Unis et au Japon, et trois fois et demi plus important dans la zone euro, pénalisée par sa forte dépendance énergétique. L'OFCE situe la zone euro à mi chemin entre ces résultats (– 0,4 point).

Si les autorités monétaires intervenaient pour freiner l'accélération de l'inflation, l'impact récessif sur la croissance serait amplifié. Aux États-Unis, il serait compris entre – 0,3 (OCDE) et – 1,2 point (FMI). Dans la zone euro, un consensus semble trouvé autour de – 0,6 point (OCDE, NIESR, OFCE), le FMI se différenciant malgré tout en affichant une baisse de 1,2 point. On peut noter cependant que les différences entre les modèles de l'OCDE et de l'OFCE se sont estompées après prise en compte des réactions de politique monétaire: dans le premier modèle, le resserrement monétaire explique les deux tiers de la perte de croissance de la zone euro (0,4 sur 0,6 point) et dans le second, seulement un tiers (0,2 sur 0,6 point), le reste s'expliquant uniquement par l'effet pétrole. Le Japon subirait une perte d'activité d'environ 0,5 point de croissance.

Globalement, il ressort de ces résultats que:

- la mesure de l'impact d'un choc peut varier sensiblement selon le modèle retenu;
- la zone euro serait autant, voire plus affectée (AIE, OCDE avec réaction de politique monétaire), que les États-Unis face à un choc pétrolier;
- elle serait également légèrement plus affectée que le Japon (sauf dans le modèle de l'OCDE sans réaction de politique monétaire).

■ Département analyse et prévision

2. Impact sur le PIB d'une hausse à 50 dollars (+ 15 dollars) du prix du Brent

En % du PIB

Impact au bout d'un an	Sans réaction de politique monétaire			Avec réaction de politique monétaire			
	AIE	OCDE	OFCE	FMI	NIESR*	OCDE**	OFCE**
États-Unis	-0,4	-0,2		-1,2	-0,6	-0,3	
Zone Euro	-0,7	-0,2	-0,4	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6
France			-0,3		-0,4		-0,5
Japon	-0,6	-0,3		-0,6		-0,5	
Asie hors Japon	-1,2			-1,2			

* Cible d'inflation pour les États-unis et règle de Taylor pour la zone euro.

** À taux d'intérêt réels constants

Sources : AIE, OCDE, FMI, NIESR, OFCE : e-mod.fr.

Des impacts différenciés sur les pays développés...

Au-delà des différences de comportements entre pays qui traduisent des sensibilités spécifiques nationales face à un choc pétrole (plus ou moins forte flexibilité du marché du travail et donc des salaires réels, comportement de marges des entreprises,...), et qui plus est, accompagné d'une réaction de la Banque centrale, les différences entre pays/zone doivent également être appréhendées à la lumière des caractéristiques structurelles qui lient les économies à l'énergie pétrolière. Ces caractéristiques sont l'intensité pétrolière, c'est-à-dire la consommation de pétrole par unité de production, et la dépendance aux importations nettes de pétrole (tableau 3).

À production équivalente, la zone euro consomme 5 % de moins de pétrole que le Japon, et surtout 35 % de moins que les États-Unis. Elle est donc structurellement moins exposée à une hausse des prix du pétrole. Au sein de la zone euro, et du fait d'une politique nationale en faveur de l'indépendance énergétique (production d'énergie nucléaire), l'intensité pétrolière de la France est 20 % plus faible que la moyenne de la zone euro alors que son intensité énergétique est presque équivalente (seulement 5 % de moins que la moyenne de la zone).

La dépendance aux importations nettes de pétrole est par contre totale dans la zone euro et au Japon. Les États-Unis qui disposent d'une production nationale couvrant 40 % de leurs besoins sont donc nettement moins exposés à un gonflement de leur facture pétrolière que la zone euro et le Japon.

PÉTROLE : MARÉE NOIRE SUR LA CROISSANCE ? ■

3. Dépendances énergétique et pétrolière

	Intensité		Consommation de pétrole / Consommation d'énergie primaire totale	Importations nettes de pétrole	
	énergétique	pétrolière		/Consommation de pétrole	/ PIB
	toe/1990M€**		en %	en %	toe/1990M€**
Allemagne	228	89	0,39	96	86
France	231	83	0,36	100	83
Italie	180	93	0,52	97	90
Espagne	239	126	0,53	110	139
Zone euro	228	97	0,42	100	97
Royaume-Uni	253	89	0,35	- 70	- 62
Nouveaux adhérents UE	906	266	0,29	89	237
Etats-Unis	396	153	0,39	59	91
Japon	196	103	0,52	101	103
Asie hors Japon	968	273	0,28	50	138
NPIA*	428	240	0,56	115	275
Chine	1394	302	0,22	22	68
Inde	1174	227	0,19	66	149

* Hong Kong, Singapour, Corée du Sud, Taiwan.

** Tonne équivalent pétrole/millions d'euros de 1990.

Sources : Commission européenne, *Annual energy review*, 2001, calculs OFCE pour la dernière colonne.

En revanche, les performances des États-Unis sont moins solides dès lors que l'on considère les importations nettes de pétrole rapportées au PIB (produit de l'intensité pétrolière et de la part des importations nettes de pétrole dans la consommation de pétrole). Celles-ci sont seulement inférieures de 6 % à celles de la zone euro et de 12 % à celles de Japon. La France, malgré une dépendance totale aux importations de pétrole, reste relativement moins exposée du fait d'une intensité pétrolière plus faible qu'ailleurs.

En résumé, l'intensité pétrolière est presque 60 % plus élevée aux États-Unis que dans la zone euro ou au Japon. La forte vulnérabilité des États-Unis à un choc pétrole est un peu atténuée par un prélèvement extérieur, rapporté au PIB, légèrement plus faible qu'ailleurs : les importations nettes de pétrole rapportées au PIB y sont 6 % plus faibles que dans la zone euro et 11 % plus faibles qu'au Japon.

Eu égard à la construction des modèles qui tendraient généralement à privilégier la consommation énergétique dans son ensemble plutôt que la consommation pétrolière et même si certaines énergies suivent les comportements de prix du pétrole (gaz), il est possible que l'impact

■ Département analyse et prévision

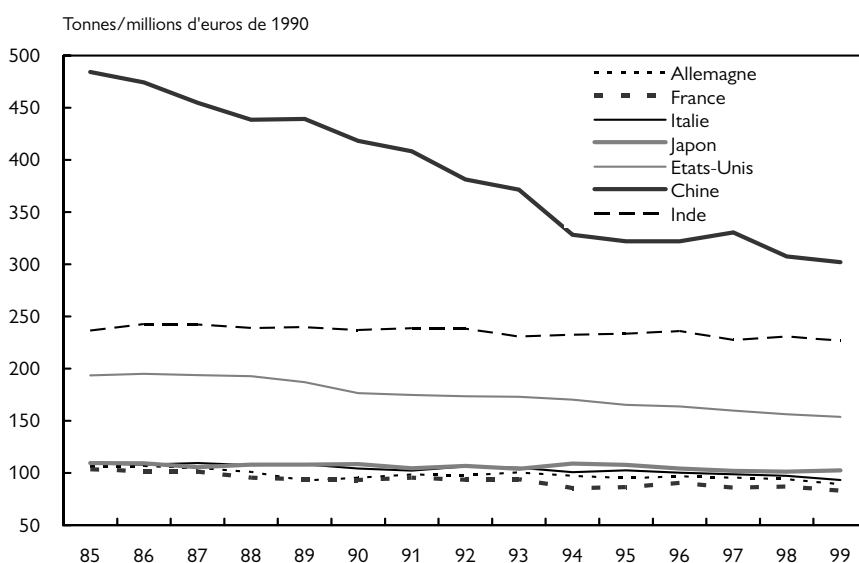
d'un choc pétrole soit légèrement biaisé. Si l'on considère les caractéristiques strictement liées au pétrole, on peut supposer que les États-Unis seraient structurellement plus affectés que la zone euro ou le Japon par une hausse brutale des prix du pétrole.

... et plus marqués sur les pays en développement

Une autre des incertitudes liées à un choc pétrole porte sur la capacité des pays en développement ou en transition importateurs nets de pétrole, à gérer les déséquilibres induits par ce choc.

Les pays hors OCDE consomment actuellement 40 % de la production mondiale de pétrole (30 % dans les années 1970). L'intensité énergétique et pétrolière y est traditionnellement plus forte qu'ailleurs du fait d'appareils productifs moins performants. L'Inde et la Chine en particulier ont une intensité pétrolière deux, voire trois fois plus forte que celle des États-Unis (graphique 4).

4. Intensité pétrolière du PIB



Source : Commission européenne, *Annual energy review*, 2001.

PÉTROLE : MARÉE NOIRE SUR LA CROISSANCE ? ■

Beaucoup plus fragiles que les pays développés, ces pays peuvent être plus gravement affectés par un choc pétrolier. D'un côté, le risque de tensions inflationnistes, dans un contexte où la stabilisation des prix et du taux de change n'est pas encore achevée, est plus fort. Il nécessite un resserrement monétaire d'autant plus élevé que la crédibilité des autorités monétaires reste à construire. D'un autre côté, la dégradation de la compétitivité pèse sur les exportations. Dès lors, la détérioration des comptes courants s'ajoute au ralentissement intérieur. Le pays peut alors entrer dans un processus d'ajustement récessif qui sous couvert de réduire ses déséquilibres externes et internes, risque de le faire basculer dans une crise profonde.

Néanmoins, la conjoncture internationale est plutôt favorable (forte demande en provenance des pays développés, resserrement modéré des taux d'intérêt aux États-Unis et niveau du dollar relativement faible) ce qui devrait atténuer les tensions dues à l'impact négatif du choc. Mais de cette capacité à gérer les tensions inflationnistes et la montée des déséquilibres sous-jacents, dépendra l'ampleur des retournements d'activité. Dans l'hypothèse d'un pétrole à 50 dollars et en reprenant les résultats du modèle de l'AIE et du FMI, la perte de 1,2 point de croissance en Chine pourrait accélérer l'apparition de déséquilibres, notamment celui de la suraccumulation dans certains secteurs et souligner la fragilité du secteur bancaire.

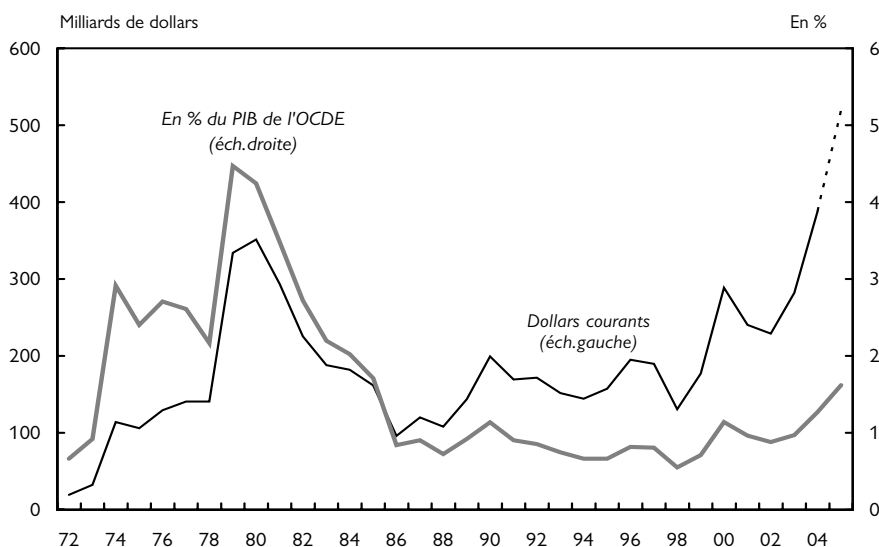
Le recyclage des pétrodollars par les pays exportateurs de pétrole

Au niveau mondial, un choc pétrolier exerce un transfert de revenus des pays importateurs nets vers les pays exportateurs nets de pétrole. Cette richesse supplémentaire devrait soutenir la demande dans les pays exportateurs nets et, par la hausse de leurs importations, atténuer directement l'effet récessif du choc sur les pays importateurs. Elle peut également être épargnée et recyclée *via* le marché des capitaux. Dans ce cas, elle atténuera les pressions sur les taux d'intérêt et favorisera la consommation et l'investissement par le canal du crédit.

Si l'ampleur du transfert en cours n'a rien à voir avec ceux des années 1970, il reste non négligeable. D'un montant proche de 400 milliards de dollars en 2004, les revenus pétroliers de l'OPEP auraient augmenté d'environ 200 milliards depuis 1999, soit l'équivalent de près de 0,6 point de PIB de l'OCDE qui aurait été transféré vers l'OPEP (graphique 5). Dans le cas où les prix du pétrole restent à 50 dollars en 2005, le transfert augmenterait de 100 milliards de dollars, soit 0,3 point de PIB de l'OCDE supplémentaire.

■ Département analyse et prévision

5. Recettes pétrolières de l'OPEP *



Calculées comme le produit de la production OPEP et du prix du pétrole ; pour 2005, basées sur un baril à 50 dollars.

Sources : AIE, OCDE, calculs OFCE.

L'impact de cette manne pétrolière sur la demande mondiale dépend de son circuit de recyclage et donc de sa vitesse de transformation en demande de biens et services.

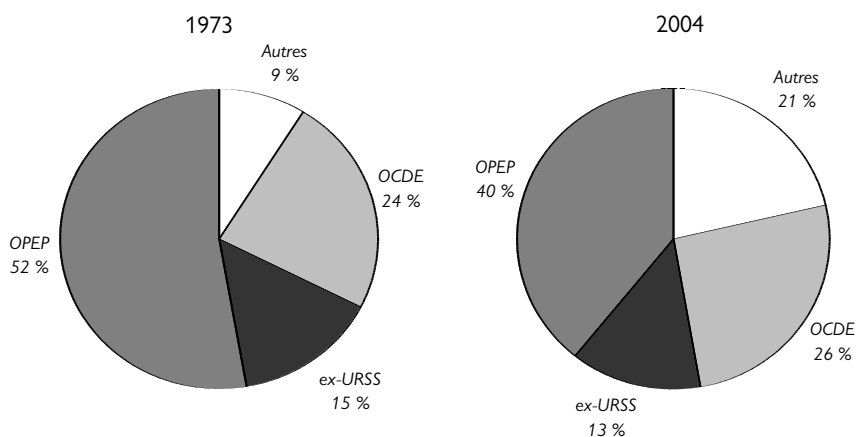
Une partie est directement consommée ou investie par les pays exportateurs nets de pétrole dont la croissance est prévue par le FMI à 6 % en 2004 (après 6,5 % en 2003, pour une moyenne annuelle de 2 % entre 1986 et 1996 et 3,8 % entre 1996 et 2002). La propension à dépenser serait plus élevée que pendant les années 1970, du fait de l'émergence des nouveaux pays producteurs (graphique 6) (Russie, Asie centrale, Amérique latine,...) et des besoins croissants dans les pays producteurs traditionnels. En Arabie Saoudite, la population a doublé en 10 ans, et atteint 21 millions d'habitants. Les besoins en infrastructure ont augmenté et partout la nécessité d'investir dans l'industrie pétrolière se fait sentir.

Une autre partie des pétrodollars sert à rembourser la dette, le reste est placé sur le marché des capitaux. On estime à 40 % la part des pétrodollars qui, entre 1974 et 1980, seraient allés se placer dans les banques occidentales pour alimenter le marché international du crédit. Cela avait donné lieu à l'époque à un formidable élan de croissance dans les économies en développement, notamment d'Amérique latine (économies émergentes d'alors), suivi quelques années plus tard par la

PÉTROLE : MARÉE NOIRE SUR LA CROISSANCE ? ■

crise de la dette. Aujourd'hui, les montants en jeu sont moindres, et les autorités monétaires plus vigilantes. Le recyclage des pétrodollars par le canal du crédit ou bien sur les marchés des titres (achats de bons du Trésor américain notamment) pourrait exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt et apporter un soutien opportun à la croissance mondiale.

6. Répartition de la production de pétrole



Source : AIE.

Dans l'hypothèse où la hausse des prix du pétrole dans les pays consommateurs ne se transmet pas aux salaires et n'induit pas d'inflation de second rang, l'impact sur la croissance mondiale pourrait être modéré (c'est ce que montrent les variantes). À l'inverse, si la hausse des prix du pétrole devait alimenter des tensions inflationnistes, le scénario serait probablement très différent. Le resserrement monétaire induit par les banques centrales dans les pays développés (qui peut avoir comme on l'a vu dans les modèles des effets très récessifs sur l'activité) rendrait plus difficile l'ajustement, et notamment dans les pays déjà fragilisés. Le recyclage sur les marchés financiers n'y pourrait alors rien changer.

