

La chute du prix du baril de pétrole L'illusion de l'abondance

Le pétrole clôture l'année 2014 par une chute vertigineuse de son cours. Du jamais vu depuis la crise financière de 2008. A 60 dollars, le cours du Brent est en recul de plus de près de 40 dollars par rapport à son niveau de l'été 2014 [Figure 1].

Aujourd'hui, la barre de 50 dollars est aussi franchie pour la première fois depuis presque six ans (48,01 dollars en 2009). Symptôme de croissance molle ou choc positif sur l'économie mondiale ? Ce dernier contre-choc pétrolier interpelle les observateurs, surtout lorsqu'il coïncide avec les conflits secouant le Moyen-Orient, la guerre en Libye et les sanctions contre la Russie. Des facteurs de tensions sur le marché pétrolier qui, traditionnellement, ne peuvent qu'alimenter la flambée des cours !

Nous proposons dans ce billet d'analyser les enjeux de la chute du marché pétrolier. D'abord, en repérant les raisons qui résident derrière la forte baisse du prix du baril observée ces derniers mois. Ensuite, en signalant les retombées de cette chute sur les principaux acteurs (pays importateurs et pays exportateurs). Enfin, notre regard se portera sur l'impact de ce contre-choc pétrolier sur l'économie tunisienne.

La chute du prix du baril : choc exogène vs choc endogène

Les retombées positives de la forte baisse des cours mondiaux des produits pétroliers ont tendance à nous faire oublier les raisons profondes qui résident derrière la chute du prix du baril.

La dégradation des perspectives de croissance mondiale a affecté négativement la demande de pétrole et explique aujourd'hui l'essentiel de la baisse des cours.

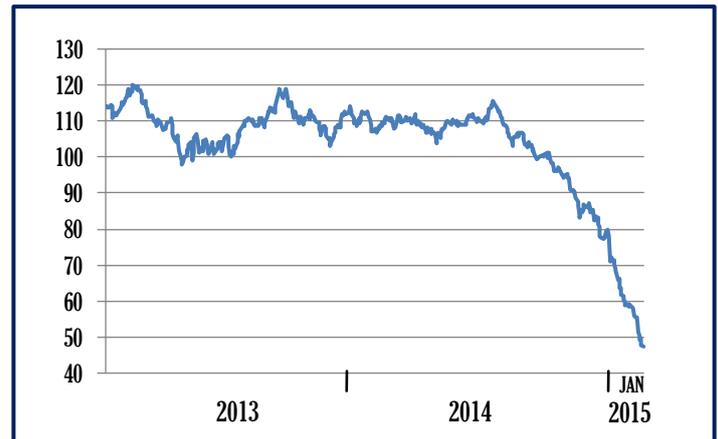
La politique monétaire américaine: Une normalisation très attendue par les marchés

L'orientation récente de la politique monétaire américaine impacte le prix du baril via deux mécanismes économiques très connus : la corrélation négative entre le cours du dollar et le prix du pétrole, et la corrélation négative entre le taux d'intérêt réel et le prix du baril.

D'une part, les signes de reprise se confirment aux Etats-Unis poussant le dollar à la hausse. Du coup, la corrélation négative entre le dollar et le prix du pétrole ramène le baril à des records de baisse. Rappelons que cette corrélation négative trouve sa justification dans la stratégie de diversification des recettes pétrolières adoptée par les grands producteurs. La hausse du prix du baril pousse ces derniers à diversifier leurs avoirs en limitant leur exposition au billet vert et en prenant des positions acheteuses sur d'autres devises, ce qui pénalise la monnaie américaine. Aujourd'hui, nous nous retrouvons dans la situation inverse, qui pousse à acheter le dollar, d'autant plus que les perspectives de croissance américaines plaident pour son appréciation.

Figure 1

Cours du baril de Brent (\$ par baril)



Source : US. Energy Information Administration

D'autre part, les perspectives de resserrement monétaire aux Etats-Unis commencent à se faire ressentir à travers la pente ascendante des taux longs réels américains. La remontée des taux longs plaide pour une offre de pétrole plus abondante sur le marché et explique en partie la baisse des prix.

Rappelons qu'historiquement la faiblesse des taux réels décourage la vente et favorise le stockage des matières premières, ce qui est de nature à alimenter la hausse des cours pétroliers (règle d'Hotteling). Car, les producteurs évitent de placer leurs revenus pétroliers à des taux d'intérêt réel très faibles, d'où la hausse des cours. De ce fait, l'entrée des taux longs américains dans un cycle haussier décourage le stockage et pousse les prix à la baisse.

Le monde émergent : une nouvelle locomotive en panne

C'est sur le marché spot qu'il faut commencer par détecter les premiers signes du trend baissier du baril. Sur le front de la demande, c'est du côté du monde émergent que les projecteurs se braquent. Aujourd'hui, la Chine est devenue un pays dévoreur de pétrole. Elle explique à elle seule près de 40% de l'accroissement de la demande mondiale. Avec une moyenne de 7 millions de barils par jour en 2014, la Chine arrache la première place dans le peloton de tête des pays importateurs nets, devançant pour la première fois les Etats-Unis. Aujourd'hui, en poursuivant sa transition vers son nouveau modèle de croissance, la Chine enregistre un recul de sa croissance (plafonnée à 7% en 2015). De ce fait, elle joue un rôle primordial dans la chute du cours du baril.

La révolution de schiste : la guerre de rentabilité

Une autre dimension géostratégique explique aussi la chute du prix du baril. Depuis 2008, les américains ont augmenté de 55% leur production de gaz et de pétrole brut, dépassant ainsi l'Arabie Saoudite, grâce à l'exploitation du gaz de schiste argileux. Au cours des trois dernières années, la production américaine a augmenté d'un million de baril/j. Cette nouvelle configuration du marché pétrolier commence à inquiéter certains pays pétroliers, notamment l'Arabie Saoudite qui n'a pas hésité à exercer ses pressions pour maintenir un prix très bas, comme en témoigne sa décision de maintenir inchangés les quotas de production lors de la dernière réunion des pays de l'OPEP.

La chute du prix du baril : des gagnants et des perdants

La chute du prix du baril limite les marges de manœuvre budgétaires des pays producteurs et redonne de l'air aux pays importateurs. Plusieurs effets peuvent être repérés.

Premièrement, une chute du prix du baril à 50 dollars se traduit par un transfert de revenus des producteurs vers les consommateurs, et des pays exportateurs (OPEP, Russie, ...) vers les pays importateurs (Japon, Zone euro, Chine, Inde, ...).

Deuxièmement, la chute des prix énergétiques renforce les anticipations d'une inflation ultra-faible, alimentant du coup les pressions déflationnistes dans certains pays.

Troisièmement, la chute des prix pourrait aussi affecter la rentabilité de projets pétroliers, impactant de ce fait les banques finançant les opérations les plus risquées dans ce secteur.

Quatrièmement, le recul des prix énergétiques impacte aussi le taux de change des pays exportateurs. Des pressions à la baisse sur certaines devises ont été observées ces derniers mois (rouble russe).

Cinquièmement, le marché des actions pourrait subir l'effet de la baisse du prix du pétrole. Les entreprises profitant de la baisse du prix du baril verront leurs cours augmenter alors que les valeurs pétrolières encaisseront une forte baisse.

Enfin, du côté des finances publiques, il faut s'attendre à une augmentation des taxes sur le pétrole pour compenser le manque à gagner et éventuellement une suppression des subventions sur les hydrocarbures dans certains pays.

Pays exportateurs: Un bilan négatif et inéquitable

C'est du côté des pays producteurs que le bât blesse. Cependant, ce sont surtout les pays disposant de réserves importantes qui arriveront à encaisser le choc avec les moindres dégâts. L'Arabie Saoudite semble être parmi les mieux placés pour s'adapter à la nouvelle donne, dans la mesure où ses économies dépassent largement ses dépenses. Depuis la dernière décennie, elle économise annuellement 25% de ses revenus pétroliers, alors que ce chiffre ne dépassait pas les 7% dans les années soixante-dix. Ce qui est loin d'être le cas de la Russie et du Venezuela où les perspectives sont plus som-

L'objectif des saoudiens est de ramener le prix du baril à un niveau affectant la rentabilité de l'exploitation des hydrocarbures non conventionnels. Toutefois, la définition du seuil à partir duquel cette exploitation devient non rentable reste imprécise. Certains parlent de 60 dollars, d'autres de 55 dollars.

La question est plus complexe car les coûts de production diffèrent d'un gisement à un autre. Si nous nous limitons aux Etats-Unis, ce seuil bascule en dessous de 60 dollars sur le champ pétrolier de *Bakken*, dans le *Dakota du Nord*, et près de 85 dollars par baril sur le bassin de *Woodford*, entre le *Texas* et l'*Oklahoma*.

Les dépenses sont tellement importantes dans ces pays, qu'il serait très difficile, surtout politiquement, de les réduire. La forte dépendance à l'égard des recettes pétrolières reste un élément déterminant pour expliquer l'ampleur du contre choc. La situation est critique pour le Venezuela au moment que les revenus pétroliers représentent 95% des recettes courantes. Ce qui est loin d'être le cas d'un pays pétrolier comme le Mexique où ses revenus ne dépassent pas les 10%.

La Russie devrait sombrer dans une profonde récession. La baisse du prix du pétrole débarque au mauvais moment. Les mauvaises langues avancent même l'hypothèse d'une volonté occidentale pour asphyxier l'économie russe en réaction à son intervention militaire en Ukraine. Aujourd'hui, les choses se compliquent davantage avec la fuite des capitaux et la dépréciation du rouble.

Pour les pays du Golfe, le choc est moins lourd, mais les déséquilibres budgétaires sont frappants. Les programmes de dépenses publiques, établis sur la base d'un baril autour de 100\$, ont été révisés à la baisse.

Pour l'Arabie Saoudite, Moody's prévoit un déficit budgétaire de 14% du PIB au terme de l'année 2015. La force de frappe des fonds souverains originaires de ces pays sur les marchés financiers internationaux, a été aussi lourdement affaiblie.

Zone euro : un contre-choc profitable à des degrés différents

Les exercices de simulation pour la zone euro sont unanimes pour indiquer un impact positif de la baisse du prix du pétrole sur la croissance européenne. Le modèle macro-économétrique global (*modèle QUEST*) développé par la Commission européenne précise qu'une baisse de 30% du prix du pétrole entraînerait, au bout d'un an, une hausse d'un peu plus de 0,3 point de pourcentage du PIB de la zone euro. Le modèle de l'OCDE (*modèle Interlink*) avance une hausse de 0,25 point de PIB. Les simulations du *National Institute for Economic and Social Research* britannique (*modèle NiGEM*) retiennent +0.46 point de PIB pour la zone euro.

Toutefois, la baisse du prix du baril profite surtout à des pays comme l'Espagne, le Portugal, les Pays Bas et l'Irlande. Alors que pour les pays du noyau dur, les effets s'avèrent limités.

Pour la France, c'est surtout le poids du nucléaire (76% de la production d'électricité) et pour l'Allemagne, c'est plutôt le développement des énergies renouvelables et le recours intensif au charbon, qui limitent l'impact positif du dernier contre-choc pétrolier. Le cours du baril profite aujourd'hui du découplage entre la politique monétaire américaine favorable à l'appréciation du dollar et les politiques monétaires européenne et japonaise, ultra souples, pénalisantes pour l'euro et le yen. De ce fait, la reprise de l'économie de la zone euro serait déterminante pour l'orientation du cours du pétrole. D'une part, elle pourrait booster la croissance mondiale et surtout celle du monde émergent ; et d'autre part, elle serait favorable à la dépréciation du dollar. Deux éléments qui plaident pour la hausse du prix du baril. Toutefois, un tel scénario risque de ne pas voir le jour avant le quatrième trimestre de 2015.

L'économie tunisienne face à la baisse du prix du baril : une manne, une opportunité et des risques

La forte baisse du prix du baril a été saluée par tous les observateurs de l'économie tunisienne. Il s'agit d'une manne pour les finances publiques dans un pays où la subvention des hydrocarbures pèse sur les dépenses de l'Etat. C'est aussi une opportunité de réforme si l'audace politique ne fait pas défaut. Toutefois, cette chute du prix des hydrocarbures n'est pas exempte de risques [Figure 2].

Primo, la chute du baril arrive au bon moment. Un ballon d'oxygène pour les finances publiques. Lorsque le budget 2015 a été établi sur la base d'un baril à 95 dollars alors qu'il tourne aujourd'hui autour de 50 dollars, il y a de quoi se réjouir. L'état des finances publiques reste alarmant surtout avec les montants colossaux alloués aux subventions des hydrocarbures. Les dépenses de compensations allouées aux hydrocarbures et à l'électricité s'élèveront à

1 826 MDT en 2015. Toutefois, l'opération devient effectivement profitable, uniquement si les cours actuels se maintiennent pour une période plus longue. Néanmoins, il faut déflater ces économies budgétaires par le manque à gagner du Trésor sur la taxation des hydrocarbures, qui devrait baisser fortement.

Secundo, la baisse du prix du pétrole à 50 dollars se présente comme une opportunité pour les autorités tunisiennes. C'est l'occasion à ne pas rater pour avancer dans la réforme de la politique de subvention et surtout pour instaurer l'indexation du prix du carburant à la pompe au prix du brut sur le marché mondial. Pas loin de chez nous, nos voisins marocains ont déjà fait un pas dans cette direction. D'abord, les autorités tunisiennes gagneraient en crédibilité en introduisant ce mécanisme, qui offre plus de lisibilité à la politique économique. Ensuite, des retombées positives sont à récolter du côté de l'inflation et du pouvoir d'achat des ménages. Enfin, l'indexation permettrait, dans un contexte de hausse, de faire passer des décisions budgétaires douloureuses.

Tertio, il n'est pas exclu que cette chute vertigineuse puisse aussi alimenter les inquiétudes sur l'orientation des politiques économiques. Les forces populistes pourront instrumentaliser cette chute (une économie de ressources pour le budget de l'Etat et une baisse des coûts pour certains secteurs) pour réclamer davantage de hausses de salaires. De ce fait, il y a le risque de retarder les réformes les plus sérieuses dans la mesure où cette manne a allégé énormément les contraintes qui pèsent sur les finances publiques.

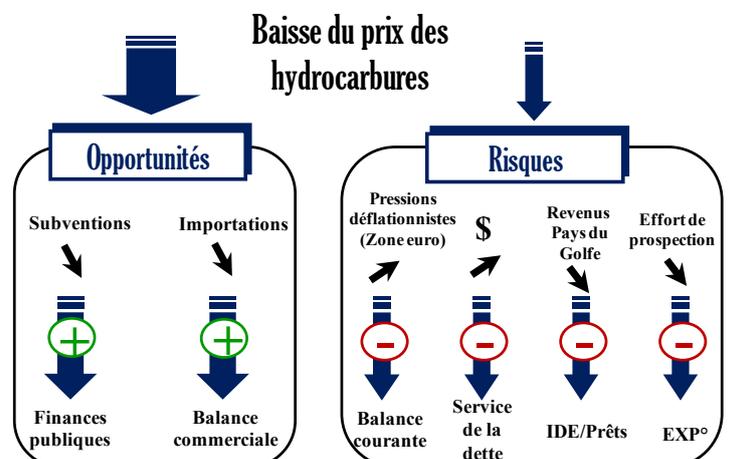
Quarto, la baisse du baril coïncide souvent avec la hausse du dollar, comme c'est le cas aujourd'hui. D'une part, la hausse du billet vert ampute le gain escompté de la baisse du baril. Et d'autre part, elle renchérit le service de la dette d'une économie étouffée par un taux d'endettement dépassant les 50% du PIB.

Quinto, dans un contexte économique favorable, la chute du prix du pétrole est très bénéfique pour l'économie européenne. Mais, avec la récession qui frappe aujourd'hui plusieurs pays européens, la chute vertigineuse du prix du baril, observée ces derniers mois, ne pourrait qu'alimenter les pressions déflationnistes qui pèsent sur la zone euro. La poursuite du cycle baissier des prix des produits pétroliers risque de ramener le taux d'inflation de la zone euro (calculé à partir de l'IHPC) en territoire négatif, creusant davantage le déficit de la balance courante de la Tunisie (exportations, recettes touristiques, transferts des travailleurs émigrés, ..).

Sexto, la forte baisse des prix sur le marché pétrolier est aussi pénalisante pour l'investissement dans ce secteur. Rappelons que la situation est déjà inquiétante du côté du déficit énergétique. En 2014, aucun permis de recherche pétrolière n'a été octroyé. La chute du prix du pétrole décourage les opérations de prospection et freine davantage les entrées des IDE qui demeurent dominées par les investissements dans le secteur des hydrocarbures. Du coup, limitant encore le potentiel des exportations tunisiennes de pétrole.

Figure 2

La baisse du prix du baril de pétrole Opportunités & Risques



Enfin, il ne faut pas sous-estimer l'impact négatif de la baisse du prix du baril sur la capacité de la Tunisie à mobiliser des financements externes. La Tunisie ne pourrait pas espérer un soutien financier consistant de la part des pays du Golfe. La détérioration des finances publiques dans ces pays serait pénalisante aussi bien pour les IDE que pour les flux de prêts en provenance de ces pays.

La chute du prix du baril devrait booster le rythme des réformes plutôt que de le ralentir. L'heure de réformer la caisse de compensation a déjà sonné. Au lieu de se laisser aller à la facilité (hausse des impôts et recours à l'endettement), la Tunisie est forcée d'opérer des changements profonds. Cependant, un souci de justice sociale pour répartir équitablement le coût des réformes, doit accompagner cette dynamique. Autrement dit, c'est une politique d'efficacité et non d'austérité qu'il faut rechercher. Car, des coupes budgétaires aveugles peuvent devenir contre productives et, du coup, stopper le processus de réforme pour plusieurs années. Ce n'est qu'en pensant au long terme qu'on résoudra les problèmes les plus immédiats.

Moez LABIDI

*Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Mahdia
Conseiller économique auprès de MAC SA.*

MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches et Analyses

Salma Zammit Hichri

Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Financier Senior
ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali

Analyste Financier Junior
abdelmonam@macsa.com.tn

Rahma Tayachi Lakhoua

Analyste Financier Junior
Rahma.tayachi@macsa.com.tn

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elle s reflètent les opinions des analystes et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC SA au profit ou envoyé par MACSA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC S Ase dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente suite à l'utilisation de Ce document .

MAC SA n'a pas reçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.