

# Chute libre

John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge et Marc Stocker

**La chute des cours du pétrole depuis 2014 est la dernière en date des 30 dernières années et pourrait présager une longue période de prix bas**

**A**PRÈS quatre années de stabilité relative aux alentours de 100 dollars, le prix du baril de pétrole a entamé en juin 2014 une glissade de plus de 50 %. Cette chute spectaculaire, qui s'ajoute à celle d'autres matières premières, marque ce qui semble être la fin d'une ère glorieuse, le «supercycle», qui a débuté au début de ce siècle. Mais le déclin des cours pétroliers n'est pas sans précédent. Trois autres chutes s'étaient déjà produites (graphique 1).

Chacun des chocs précédents a coïncidé avec de profondes mutations du marché du pétrole et de l'économie mondiale. La chute récente des prix a déclenché un débat intense sur ses causes et conséquences, et a poussé à se demander ce qui le différencie des précédents épisodes.

Nous avons analysé les grandes caractéristiques de chaque chute des cours et constaté que, bien que chacune ait sa propre histoire, la première et la dernière présentent des ressemblances plus inquiétantes, dont une rapide expansion de l'offre de produits non conventionnels et un virage stratégique de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) après une période de prix élevés. Ces similitudes donnent à penser que les cours du pétrole resteront relativement bas pendant quelque temps.

La situation globale de l'offre et de la demande de pétrole détermine les tendances à long terme des cours, au même titre que les anticipations concernant l'évolution à venir. Mais les anticipations peuvent aussi influencer sur les mouvements à

court terme de l'humeur des marchés. Pendant la récente plongée des cours, les anticipations de l'offre et de la demande ont fait l'objet de révisions marquées, mais ni exceptionnelles ni d'ampleur inhabituelle, et peu susceptibles en elles-mêmes de causer une telle dégringolade des prix.

## Les dessous de la crise récente

Mais ces basculements des anticipations ont coïncidé avec quatre autres phénomènes : rapide expansion de la production pétrolière des États-Unis, modification notable des objectifs de l'OPEP, diminution des risques géopolitiques et appréciation sensible du dollar. Ces facteurs, couplés à l'inflexion à plus long terme de la dynamique de l'offre et de la demande, ont fait bouler de neige et précipité les prix dans une spirale descendante :

- **L'offre et la demande** : Le marché mondial du pétrole a été déstabilisé par une tendance longue d'approvisionnements supérieurs aux prévisions, provenant surtout de sources de production non conventionnelles aux États-Unis et, dans une moindre mesure, des sables bitumineux canadiens ainsi que de la production de biocarburants (à partir de plantes telles que le maïs ou la canne à sucre). Grâce à la hausse des cours pétroliers après 2009 et à des conditions de financement exceptionnellement favorables, l'extraction du pétrole des formations rocheuses compactes (schistes) est devenue rentable aux États-Unis, ce qui y a fait bondir la production pétrolière (graphique 2). Ce mode d'extraction diffère des opérations de forage habituelles du fait qu'il a un coût d'investissement relativement faible et une durée de vie bien plus courte — 2,5 à 3 ans de la mise en exploitation à l'extraction complète, contre plusieurs décennies pour les opérations de forage classique. Tandis que les prévisions de l'offre étaient

Derricks sur une exploitation pétrolière en Chine.

orientées à la hausse, celles de la demande étaient révisées à la baisse, car la croissance mondiale causait des déceptions à répétition depuis 2011 (graphique 3). Si les variations de l'offre comme de la demande ont contribué à faire chuter les cours, les calculs empiriques indiquent que c'est l'évolution de l'offre (bien plus que celle de la demande) qui explique en majeure partie la dernière plongée des cours.

- **Les objectifs de l'OPEP** : Les pays de l'OPEP produisent à peu près 36 millions de barils par jour, soit 40 % de l'offre mondiale, et, bien que cette part soit moins élevée qu'il y a une dizaine d'années, l'OPEP peut, si elle le veut, conserver un rôle d'appoint sur le marché mondial (voir encadré). En fait, l'OPEP a assez de réserves pour gonfler ou dégonfler l'offre de pétrole de manière à influencer sur les cours. Durant la première décennie du siècle, la fourchette de prix du baril visée par l'OPEP a grimpé progressivement des 25–35 dollars du début des années 2000 à 100–110 dollars en 2010. Mais, à cause du niveau élevé visé et de la progression de la production pétrolière non conventionnelle, la part de l'OPEP risquait de décliner sans discontinuer. Pour stopper la diminution de leur part de marché, plusieurs membres de l'OPEP ont commencé au troisième trimestre de 2014 à proposer des rabais aux importateurs asiatiques, signe que l'OPEP avait l'intention d'abandonner sa politique d'encadrement des prix officiels. À sa réunion de novembre 2014, l'OPEP n'a pas modifié les quotas de production arrêtés en décembre 2011, laissant entendre qu'elle cessait de jouer son rôle d'appoint sur le marché pétrolier.

- **L'évolution géopolitique** : Les cours du pétrole ont de tout temps fluctué au gré des tensions politiques dans les pays producteurs. Les sources de pétrole non conventionnelles ont commencé à grossir la production mondiale de plus de 1 million de barils par jour dès le début de 2010, mais, les premiers temps, cela ne faisait que compenser les pertes de divers producteurs au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Au deuxième semestre de 2014, cependant, on a constaté que les conflits au Moyen-Orient et en Europe de l'Est n'avaient pas un impact aussi grave que prévu sur l'offre de pétrole. Malgré le conflit interne en Libye, ce pays ajoutait chaque jour 500.000 barils à la production mondiale au troisième trimestre de 2014. En Iraq, l'avancée de l'État islamique ayant été stoppée, il est apparu que la production de pétrole ne serait pas perturbée. Enfin, les sanctions et contre-sanctions imposées après juin 2014 en raison du conflit opposant la Russie et l'Ukraine ont eu très peu d'effets sur le marché européen de l'énergie.

- **L'appréciation du dollar** : Depuis juin 2014, le dollar s'est apprécié de plus de 15 % vis-à-vis des grandes monnaies, en valeur pondérée par le commerce extérieur (graphique 4). Une appréciation généralisée du dollar tend à faire monter le coût en monnaie nationale du pétrole dans les pays dont la monnaie n'est pas indexée sur le billet vert, ce qui affaiblit la demande de ces pays. Cela suscite aussi une augmentation de l'offre de producteurs, comme la Russie, qui n'utilisent pas le dollar et dont les coûts sont principalement libellés en monnaie nationale.

### Le passé n'était qu'un prologue

Il y a eu trois fortes baisses des cours pétroliers avant celle-ci : en 1985–86, en 1990–91, pendant la première guerre du Golfe, puis en 2008–09, pendant la crise financière mondiale (voir tableau).

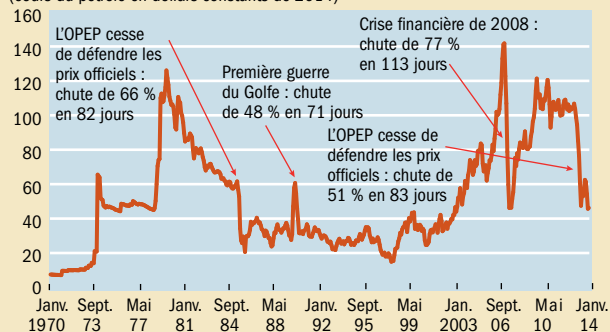
La chute des cours du pétrole en 1985–86 avait été précédée par plusieurs années de prix élevés, précipitées par la révolution de 1979 en Iran. L'OPEP avait pour pratique de fixer les cours

Graphique 1

### Quatre chocs

L'actuelle chute des cours du pétrole a été précédée par trois autres chocs, en 1985–86, 1990–91 et en 2008–09.

(cours du pétrole en dollars constants de 2014)



Source : calculs des auteurs.

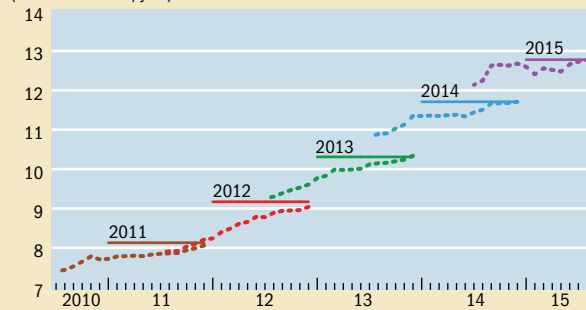
Note : La dernière observation remonte à septembre 2015. OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Graphique 2

### Hausses surprises

À partir de 2011, à mesure que les techniques d'extraction non conventionnelles ont pris de l'essor, la production de pétrole américaine a systématiquement dépassé les prévisions.

(millions de barils/jour)



Source : calculs des auteurs.

Note : La production américaine comprend les biocarburants, produits à partir de plantes telles que le maïs et la canne à sucre. Les lignes en pointillés correspondent aux prévisions de la production annuelle mois par mois, et les lignes continues à la production effective de l'année. La ligne continue pour 2015 correspond aux prévisions pour l'ensemble de l'année faites en septembre 2015.

officiels des différentes sortes de brut produites par ses pays membres, le pétrole léger saoudien, très recherché, servant de point de référence. En 1981, le brut léger saoudien se négociait à 34 dollars/baril. Les prix élevés et la récession mondiale du début des années 80 ont causé une baisse marquée de la consommation, principalement dans les pays avancés. La cherté du pétrole a aussi encouragé les économies, le remplacement du pétrole par d'autres énergies — le nucléaire, notamment, pour la production d'électricité — et la recherche de gains de rendement énergétique, avec plus de normes d'efficacité minimale pour les automobiles.

Les prix élevés ont aussi stimulé la production hors OPEP, notamment en Alaska, au Mexique et en mer du Nord. La faiblesse de la demande et la montée en puissance des autres pays ont forcé l'OPEP à réduire de près de moitié sa production, l'Arabie saoudite absorbant la majeure partie des coupes. Le cours du

brut léger saoudien est néanmoins tombé à 28 dollars/baril en 1985, à cause de l'atonie de l'activité économique mondiale et des rabais que plusieurs pays membres ont décidé de consentir pour accroître leurs exportations. En 1985, la production de pétrole saoudienne était tombée à 2,3 millions de barils/jour, contre 10 millions quelques années plus tôt. Pour regagner des parts de marché, elle a accru sa production, abandonné le système de prix officiels et adopté un mécanisme de prix *spot*.

La *dégringolade des cours de 1990–91* a résulté indirectement de l'invasion du Koweït par l'Iraq en août 1990. Auparavant, les cours étaient bas. Au cours des cinq années précédentes, le pétrole de la mer du Nord (Brent) se négociait en moyenne à moins de 17 dollars/baril. L'invasion du Koweït et la guerre qui a suivi en Iraq ont retranché plus de 4 millions de barils/jour du marché. Les autres pays membres de l'OPEP avaient bien assez de réserves pour combler ce déficit, mais il leur a fallu du temps pour accroître la production, de sorte que les prix se sont envolés. Le cours du Brent est passé brièvement au-dessus des 40 dollars/baril en septembre 1990 avant de redescendre lentement à 28 dollars en décembre, lorsque l'offre a été renflouée. La plongée des cours qui s'en est suivie à la mi-janvier 1991 a été brutale et soudaine. Avant la guerre, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) avait convenu qu'en cas de conflit, ses pays membres pour la plupart avancés mettraient sur le marché 2,5 millions de barils par jour, puisés sur leurs stocks de réserves stratégiques. L'action de l'AIE et la rapide réussite apparente des forces de la coalition à mettre fin à la prise de contrôle de l'Iraq sur le Koweït ont fait immédiatement chuter les cours sous les 20 dollars. La crise de 1990–91 a donc ramené les prix du pétrole à leurs bas niveaux antérieurs, à la suite d'un choc exogène. Elle différerait donc des trois autres, qui ont toutes fait suite à une longue période de prix hauts.

L'effondrement des cours de 2008–09 a été le plus abrupt depuis la Seconde Guerre mondiale et a fait suite à la crise financière qui a débuté en 2008. Au cours du second semestre de 2008, le prix du pétrole a chuté de plus de 70 %. Ce krach, dû à l'incertitude planétaire et au repli radical de la demande, ne s'est pas limité au pétrole. La plupart des marchés boursiers ont subi des revers comparables, de même que ceux d'autres matières premières, y compris d'autres produits énergétiques comme le charbon, les

### Le dernier cartel encore debout

Le premier rôle sur le marché mondial du pétrole revient à l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), fondée en 1960 pour « coordonner et uniformiser les politiques pétrolières de ses pays membres ». Elle compte douze membres actifs : Algérie, Angola, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, Équateur, République islamique d'Iraq, Koweït, Libye, Nigéria, Qatar et Venezuela.

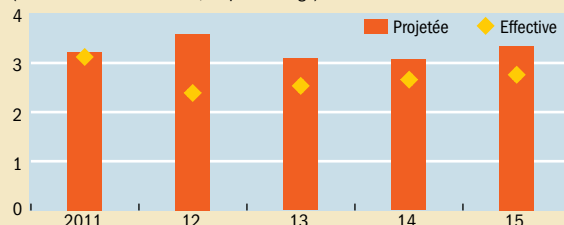
L'OPEP a commencé à jouer un rôle important lorsqu'elle a décidé en 1973 un embargo sur les exportations de pétrole de ses pays membres, qui fait quadrupler le prix du pétrole — de 2,70 dollars/baril en septembre 1973 à 13 dollars en janvier 1974. L'action de l'OPEP a aussi fortement joué dans le triplement des prix, de 12,85 dollars en octobre 1978 à 40,75 dollars en novembre 1979. L'influence du cartel s'est réduite au cours des deux décennies suivantes en raison des gains d'efficacité, de l'apparition de nouveaux producteurs et de dissensions entre ses membres (notamment la guerre Iran–Iraq et la première guerre du Golfe). Les pays de l'OPEP ont recommencé à agir de concert

Graphique 3

### Déceptions à répétition

Ces quatre dernières années, les projections de la croissance mondiale se sont révélées trop optimistes.

(croissance du PIB mondial, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : Les projections sont les prévisions faites l'année précédente. La croissance effective pour 2015 est la projection de septembre 2015 pour l'ensemble de l'année.

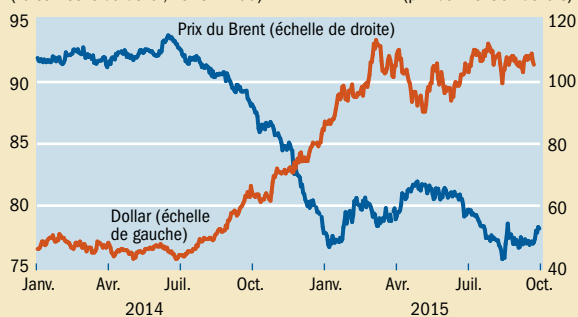
Graphique 4

### Chassé-croisé

Si les cours du pétrole ont baissé sans discontinuer depuis juillet 2014, le dollar, lui, n'a pas cessé de s'apprécier.

(valeur réelle du dollar, 1973 = 100)

(prix du Brent en dollars)



Source : calculs des auteurs.

Note : La valeur du dollar est son taux de change effectif par rapport à un panier de grandes monnaies pondéré par le commerce extérieur. Les dernières observations datent du 9 octobre 2015. Le Brent est le pétrole brut produit en mer du Nord.

métaux, les produits alimentaires et des matières premières agricoles telles que le caoutchouc naturel. La plongée des cours pétroliers en 2008 s'est aussi accompagnée d'une poussée de volatilité, et

pour faire monter le prix à la suite de la crise financière asiatique de 1997, durant laquelle le baril était tombé au-dessous de 10 dollars.

Les efforts de régulation des cours mondiaux des matières premières, qui visent à imposer un prix donné, ne se limitent pas au marché pétrolier. De nombreux accords, souvent négociés entre pays producteurs et consommateurs et visant à stabiliser les prix à un niveau considéré comme équitable pour les deux parties, ont été établis après la Seconde Guerre mondiale pour divers produits : cacao, café, caoutchouc naturel, huile d'olive, sucre, étain et blé. Cependant, les prix et restrictions commerciales imposés par ces accords ont encouragé l'apparition soit de produits concurrents, soit de nouveaux producteurs. De ce fait, tous ces accords se sont effondrés, le pétrole étant l'exception. La différence majeure entre l'OPEP et les précédents accords de produits est que l'OPEP n'a pas de clause légale concernant le mode d'intervention sur le marché, ce qui lui permet de s'adapter avec souplesse aux situations nouvelles.

la plupart des cours des matières premières, dont le pétrole, ont baissé à peu près au même rythme. L'ampleur de cette chute s'expliquait par la décision de l'OPEP, au début des années 2000, de recommencer à restreindre l'offre. Pendant quelque temps, elle avait fixé comme objectif une fourchette de 22–28 dollars/baril. Mais, quand les prix ont dépassé ce niveau en 2004, l'OPEP a progressivement relevé sa «cible privilégiée» pour en arriver à 100–110 dollars. À mesure que la crise financière s'est propagée et que la récession a gagné les pays avancés en 2008–09, le brut est descendu en dessous de 40 dollars/baril. Mais, au bout de deux ans, son cours est remonté à 100 dollars, à la faveur d'une demande plus forte, due au rebond de l'économie mondiale, ainsi qu'à la décision de l'OPEP de retirer du marché 4 millions de barils par jour.

### Comparaisons

Il y a des similitudes et des différences cruciales entre les quatre épisodes de chute des cours pétroliers.

Les similitudes entre le choc de 1985–86 et celui d'aujourd'hui sont particulièrement frappantes. Ils ont tous deux fait suite à une période de prix élevés et d'augmentation de la production des pays hors OPEP, provenant d'Alaska, de la mer du Nord et du Mexique en 1985–86 et, à l'heure actuelle, des schistes bitumineux américains, des sables bitumineux canadiens et des biocarburants. Dans les deux cas, l'OPEP a changé de stratégie, cessant de faire varier la production afin de maintenir un prix ciblé, pour se mettre à vendre résolument afin de préserver ses parts de marché. Il y a aussi des similitudes entre les chocs de 1990–91 et de 2008–09. L'un et l'autre ont été précipités par des événements mondiaux : la première guerre du Golfe et la crise financière internationale de 2008.

La dernière chute du prix du pétrole ressemble beaucoup à celles qui ont eu lieu pendant les années 80 et la crise financière mondiale. Il y a cependant aussi des différences marquées entre les deux derniers épisodes. Le déclin des cours du pétrole amorcé en 2014 a été bien plus prononcé que celui des cours des autres matières premières. En 2008–09, presque toutes les matières premières avaient chuté dans des proportions similaires, du fait d'une grave récession mondiale, et la plupart des cours, y compris celui du pétrole, se sont redressés tout aussi vite, une fois passé le creux de la vague. D'autres comportements des prix et des marchés donnent aussi à penser que le récent épisode avait pour cause un ensemble de facteurs essentiellement spécifiques à l'industrie pétrolière, tandis que celui de 2008–09 était dû à des facteurs plus généraux — un affaiblissement considérable de la demande à la suite de la crise financière mondiale, une incertitude planétaire et des problèmes de liquidités. Par exemple, les cours du pétrole sont moins corrélés à ceux des autres matières premières depuis la fin de 2014 qu'ils ne l'étaient en 2008–09. Et les cours du pétrole étaient moins corrélés à ceux des marchés boursiers pendant le dernier épisode que pendant la crise financière internationale.

## Comparaison transversale

Il y a des similitudes et des différences entre les quatre épisodes de dégringolade des cours depuis 1985.

	1985–86	1990–91	2008–09	2014–15
<b>Principales statistiques</b>				
Période	Nov. 1985–mars 1986	Nov. 1990–févr. 1991	Juil. 2008–févr. 2009	Oct. 2014–janv. 2015
Durée (en jours)	82	71	113	83
Chute des cours (en pourcentage)	66	48	77	51
Volatilité (en pourcentage)	4,69	5,18	4,62	2,58
<b>Le marché face à la conjoncture</b>				
Éléments majeurs	Hausse de l'offre hors OPEP, surtout Alaska, Mexique et mer du Nord	Opération «Tempête du désert» et tirage sur le stock stratégique de l'AIE qui calme le marché	Vente précipitée d'actifs, y compris de matières premières, en raison de la crise financière	Hausse de l'offre hors OPEP, surtout pétrole de schiste américain
Objectif stratégique de l'OPEP	Préserver la part de marché plutôt que défendre le prix officiel	Assurer une offre fournie sur le marché pétrolier	Cibler une fourchette de prix	Préserver la part de marché plutôt que défendre le prix officiel
Initiative de l'OPEP	Hausse de la production	Hausse de la production	Baisse de la production	Hausse de la production
Évolution des cours avant le choc	Baisse progressive des prix officiels de l'OPEP	Forte hausse	Hausse importante avant le choc	Relative stabilité au-dessus de 100 dollars/baril
Évolution des cours après le choc	Restent bas pendant près de vingt ans	Regagnent leur niveau d'avant la hausse	Regagnent en deux ans le niveau d'avant la chute	Resteront bas, d'après les projections
Source : calculs des auteurs. Note : AIE = Agence internationale de l'énergie; OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.				

### Perspectives pour le marché pétrolier

Les événements récents ont marqué durablement le marché, et les prix resteront sans doute bas pendant quelque temps. La production non conventionnelle étant de moins en moins chère, les producteurs non classiques conserveront un rôle important et pourraient remplacer l'OPEP comme producteurs d'appoint, car leur production peut s'adapter assez vite aux variations de la demande. Ce rôle régulateur s'accroîtra si l'OPEP, comme en 1985–86, continue de chercher davantage à conserver ses parts de marché qu'à soutenir les prix. En outre, la tendance générale à privilégier les techniques de production moins gourmandes en pétrole continuera à freiner la demande pétrolière et pèsera sur les cours du brut.

À terme, la lente reprise mondiale devrait faire remonter peu à peu les cours, rapidement si les producteurs non classiques réduisent sensiblement leur production. Comme naguère, des tensions géopolitiques accrues pourraient faire monter les cours. La forte chute des cours depuis mi-2014 fait figure de record comme événement majeur qui aura sans doute des effets durables sur le marché mondial du pétrole. ■

*John Baffes est économiste principal, Ayhan Kose est Directeur, Franziska Ohnsorge est économiste en chef et Marc Stocker est économiste principal du Groupe perspectives de la Vice-présidence de l'économie du développement de la Banque mondiale.*

*Cet article s'inspire de la note de la Banque mondiale «The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses», rédigée en 2015 par John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge et Marc Stocker.*