

Baisse du prix du pétrole : quelles conséquences pour l'économie mondiale et pour la France ?

- Restés à plus de 100 \$ entre 2011 et mi-2014, les cours du pétrole ont connu une chute brutale, de plus de 70 %, depuis l'été 2014. Cette baisse s'expliquait initialement à la fois par une demande mondiale de pétrole brut décevante et un bon approvisionnement des marchés. Depuis mi-2015, compte tenu d'une demande mondiale de pétrole globalement en ligne avec les anticipations, elle refléterait davantage le maintien de quotas élevés de production de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) et la forte production nord-américaine de pétrole non-conventionnel. En 2016, l'offre de pétrole pourrait rester abondante selon l'Agence Internationale de l'Énergie, alors que la baisse des cours tarde à se traduire par une baisse sensible de la production non conventionnelle (pétrole de roche mère) aux États-Unis, et que l'Iran pourrait augmenter de 20 % sa production sur l'année.
- Par le passé, l'effet d'une baisse du prix du pétrole était très positif pour l'économie mondiale. Cet effet positif sur l'activité provenait d'une part de la baisse du coût d'un intrant pour toutes les entreprises non pétrolières et, du côté de la demande au niveau mondial, de la redistribution opérée entre les pays producteurs et les pays consommateurs (les pays exportateurs de matières premières épargnent historiquement plus leur revenu que les autres pays).
- L'impact de la baisse actuelle sur l'économie mondiale resterait positif, mais plusieurs effets, potentiellement cumulables, pourraient en limiter l'ampleur : (i) les effets positifs pour les pays importateurs pourraient être plus longs à se manifester, (ii) la situation très difficile dans laquelle la faiblesse des prix place de nombreux pays exportateurs les a amené à mettre en œuvre des politiques économiques restrictives, (iii) la réduction d'achats ou la vente d'actifs financiers par les fonds souverains pétroliers. En outre, la baisse du prix du pétrole peut favoriser un décrochage des anticipations d'inflation qui complique la tâche de la politique monétaire. Par ailleurs, l'économie américaine est affectée par son exposition accrue au secteur énergétique.
- En tout état de cause, la baisse actuelle du prix du pétrole soutient sans conteste l'activité en zone euro, et en France en particulier. En France, les ménages verraient leur pouvoir d'achat augmenter de façon directe à court terme via la baisse des prix des carburants. Les entreprises bénéficieraient de baisses de leurs coûts de production, ce qui leur permettrait de reconstituer leurs marges, d'investir davantage ou de baisser leurs prix pour gagner en compétitivité. Ainsi, la baisse du prix du pétrole observée depuis la présentation du projet de loi de finances 2016 en septembre dernier viendrait soutenir l'activité à hauteur de 0,1 point en 2016 et de 0,15 point en 2017.
- Les effets positifs de la baisse du prix du pétrole pourraient néanmoins se matérialiser à un rythme différent de celui observé en temps normal. En effet, d'un côté, les entreprises ont toujours un taux de marge en dessous de son niveau d'avant crise et un niveau d'endettement élevé, ce qui pourrait les conduire à épargner davantage les gains permis par la baisse du prix du pétrole plutôt que de les utiliser pour baisser leur prix. D'un autre côté, les ménages pourraient consommer plus rapidement les gains de pouvoir d'achat liés à la baisse du prix du pétrole notamment si les incertitudes autour de l'environnement économique se dissipaient plus rapidement.

Cours du Brent en \$



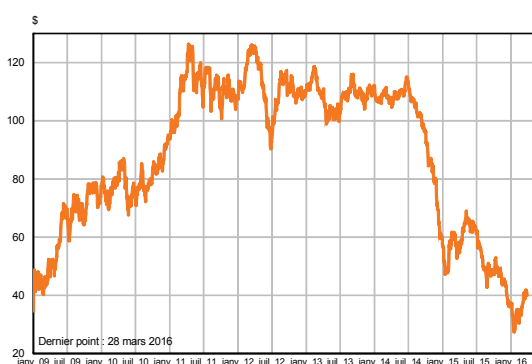
Source : DataInsight.

1. Depuis l'été 2014, le prix du pétrole a connu une chute brutale et prolongée sous l'effet d'une offre qui est restée abondante et d'une demande qui, au moins au début de la période, a pu décevoir

1.1 Les cours du pétrole ont connu une chute brutale et prolongée, de plus de 70 % depuis juin 2014

Cette forte baisse des cours du Brent s'est faite en deux temps. **Une première baisse, de juin à octobre 2014, s'expliquerait à la fois par une demande mondiale de pétrole plus faible qu'attendue et un bon approvisionnement des marchés.** Durant cette période, au cours de laquelle les cours sont passés de 110 \$ environ à moins de 80 \$, le FMI estime que la faiblesse de la demande a été prépondérante¹, ce que reflète aussi la chute des cours des autres matières premières. **Cette première baisse a été suivie d'une seconde phase, qui dure depuis fin 2014 et reflèterait davantage des facteurs d'offre.**

Graphique 1 : cours du Brent en \$



Source : DataInsight.

Plusieurs facteurs concourent à l'abondance de l'offre sur les marchés pétroliers :

- **La production nord-américaine de pétrole non-conventionnel** (pétrole de roche mère, notamment de schiste, aux États-Unis) **a été en augmentation constante de 2009 à mi-2015.** La production de pétrole brut des États-Unis est passée de 5 à 9 millions de baril par jour (Mb/j) en 5 ans². La production américaine a ainsi atteint son plus haut niveau en 44 ans au printemps 2015.
- L'OPEP alimente les marchés à plus de 32 Mb/j de pétrole brut³. **Malgré la première baisse des prix et une offre abondante, l'OPEP a décidé en décembre 2014 de ne pas réduire sa production comme elle avait pu le faire par le passé pour soutenir les prix.** Se faisant, elle

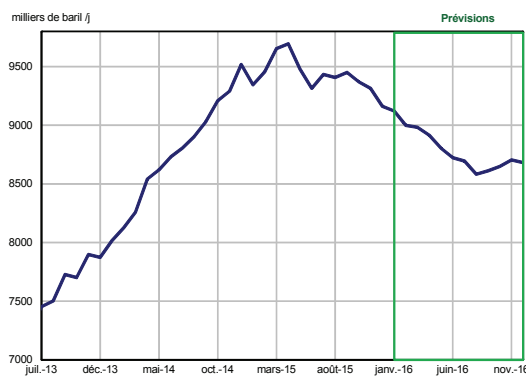
chercherait à maintenir durablement les cours du pétrole bas pour freiner les investissements et l'exploration non-conventionnelle en Amérique du Nord. Cherchant à maintenir ses parts de marchés, l'OPEP, Arabie Saoudite en tête, a augmenté sa production d'environ 1 Mb/j entre 2014 et 2015.

- **Début 2016, les marchés ont réagi à l'accord effectif sur le programme nucléaire iranien,** survenu en janvier, qui entraîne la levée des sanctions internationales appliquées à l'Iran (embargo pétrolier notamment) et devrait permettre à Téhéran d'augmenter sa production de pétrole et d'exporter sur les marchés mondiaux, européens en particulier.

1.2 En 2016, l'offre de pétrole pourrait rester abondante, l'Agence Internationale de l'Énergie ne prévoyant pas de rééquilibrage du marché avant début 2017

- **En Amérique du Nord, notamment aux États-Unis, la baisse des cours tarde à se traduire par une baisse sensible de la production.** Certes, le nombre de plateformes pétrolières de forage en exploitation a chuté de 1600 à 700 environ sur l'année 2015. Cependant, la chute des cours a aussi entraîné une forte réduction des coûts et une optimisation de la production. Selon l'AIE plusieurs champs de pétrole non-conventionnel du Texas et du Dakota ont ainsi vu leur production augmenter de 25 % depuis mi-2014. Après avoir atteint une production record de 9,4 Mb/j en 2015, la production de pétrole brut des États-Unis devrait baisser à 8,8 Mb/j en 2016, un niveau toutefois supérieur à sa production de début 2014.

Graphique 2 : offre de pétrole brut aux États-Unis



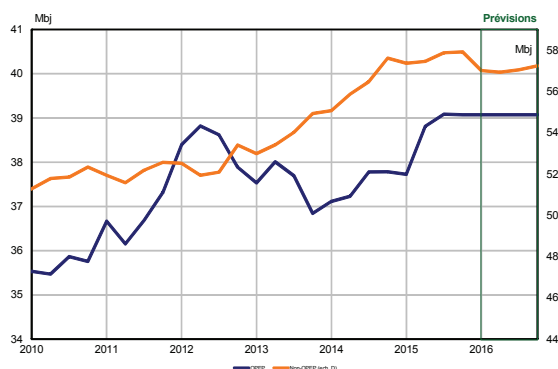
Source : Rapport AIE, Février 2016.

(1) *World Economic Outlook*, Fonds Monétaire International, Avril 2015.

(2) *Oil Market Report*, Agence Internationale de l'Énergie, Juillet 2015.

(3) La production totale de l'OPEP (Pétrole brut, gaz naturel liquéfié et pétrole non-conventionnel) a atteint 38 Mb/j au 3^e trimestre 2015, sur une offre mondiale de pétrole de 96 Mb/j.

Graphique 3 : offre de pétrole OPEP et non-OPEP



Source : AIE février 2016. Gel de l'offre de pétrole totale (pétrole brut, LGN, non-conventionnel) de l'OPEP (pour laquelle l'AIE ne fait pas de prévision) au niveau du T4 2015 ; prévision AIE pour les autres données.

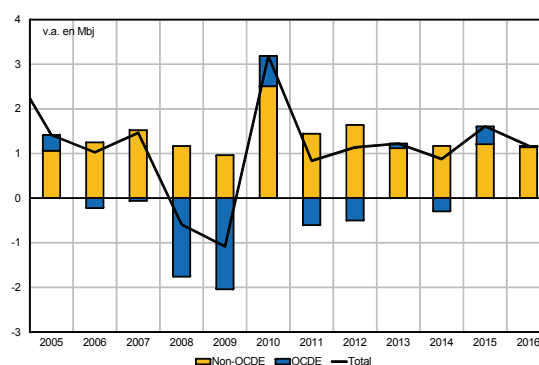
- **L'OPEP continuerait d'alimenter les marchés à hauteur de 32 Mb/j de pétrole brut environ en 2016.** Aux productions saoudienne et irakienne s'ajouterait rapidement la production iranienne à la suite de l'accord sur le programme nucléaire de Téhéran. La production iranienne de pétrole brut, de 3,2 Mb/j aujourd'hui (exportés à 40 % vers la Chine), pourrait ainsi atteindre 3,8 Mb/j d'ici 2017.
- **L'accord passé mi-février entre le Qatar, l'Arabie Saoudite, la Russie et le Venezuela en vue de maintenir leur production au niveau de janvier et d'ancrer les anticipations du marché n'a pas entraîné de remontée des cours :** *i)* la production de janvier a été très élevée pour ces pays, *ii)* certains observateurs doutent que la Russie respecte ses accords avec l'Arabie Saoudite sur des niveaux de production, et *iii)* l'Iran n'est pas à ce stade signataire de cet accord.
- **La demande mondiale de pétrole devrait légèrement ralentir en 2016, selon les dernières pré-**

visions de l'AIE. En 2015, la demande mondiale de pétrole aurait été très dynamique (+1,6 Mb/j à 94,4 Mb/j) soutenue par la faiblesse des cours et la reprise de l'activité notamment en zone euro. En 2016, selon l'AIE, la demande mondiale de pétrole ralentirait (+1,2 Mb/j à 95,6 Mb/j).

1.3 Ces perspectives restent néanmoins entourées de nombreux aléas

Plusieurs facteurs pourraient concourir à davantage de production de pétrole à l'échelle mondiale, notamment l'augmentation de la production du Kurdistan irakien, considéré comme l'une des réserves mondiales majeures de pétrole brut, et la stabilisation de la production libyenne. À l'inverse, une aggravation du conflit en Syrie, au Yémen et des tensions entre Arabie Saoudite et Iran pourraient entraîner une remontée des cours. Par ailleurs, selon l'AIE, les investissements et dépenses en capitaux dans le secteur pétrolier ont diminué de 20 % en 2015 en lien avec la chute des cours, une réduction qui s'accroîtrait en 2016. À moyen terme, cette réduction des investissements pourrait amoindrir l'offre mondiale de pétrole, constituant un aléa haussier sur les cours.

Graphique 4 : évolution de la demande de pétrole OCDE et non OCDE



Source : AIE février 2016 (les demandes pour 2016 sont des prévisions de l'AIE).

2. L'effet de la baisse du prix du pétrole resterait positif pour l'économie mondiale, mais plusieurs facteurs l'amoindrissent aujourd'hui, en particulier à court terme

Une baisse du prix du pétrole a eu par le passé un effet très positif sur l'économie mondiale. En effet, la baisse du prix du pétrole représente la baisse du coût d'un intrant de la production au niveau mondial. Lorsqu'elle a constitué un choc d'offre favorable au niveau mondial, elle a induit une baisse des prix, une hausse de la production et une baisse du chômage structurel. Si la baisse du prix du pétrole provient d'un choc positif d'offre de pétrole, elle permettra *a priori* d'augmenter l'activité mondiale ; si elle provient d'un choc négatif de demande de pétrole (ralentissement de la croissance mondiale par exemple), elle viendra alors atténuer l'effet négatif de ce choc initial.

L'effet d'une baisse du prix du pétrole vient aussi de son effet redistributif entre pays producteurs et pays consommateurs. L'effet net sur le PIB mondial de cette redistribution est généralement positif car les exportateurs tendent à avoir une faible propension marginale à consommer, du moins en période de prix du pétrole élevés.

Dans les circonstances actuelles, l'impact de la baisse du prix du pétrole sur l'économie mondiale resterait positif, mais plusieurs facteurs, potentiellement cumulables, pourraient en limiter l'ampleur.

2.1 La lenteur des effets de diffusion dans les pays importateurs

L'effet positif de la baisse du prix du pétrole semble se diffuser lentement dans certains pays importateurs. Les entreprises ont profité de la baisse du prix du pétrole pour reconstituer leurs marges dans certains pays (zone euro, États-Unis hors secteur de l'énergie), au lieu d'accroître leurs investissements ou de baisser leur prix. De la même façon, certains États (Argentine, Brésil, Indonésie) ont pu capter une partie de la baisse du prix du pétrole afin de consolider leurs finances publiques par exemple au travers d'une baisse des subventions aux carburants, comme l'a fait le Maroc récemment. Concernant les ménages, une part importante de la baisse de la facture énergétique semble avoir

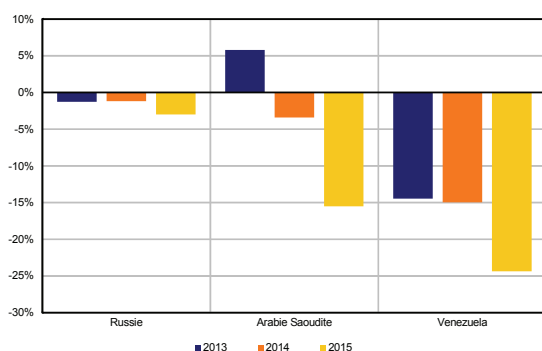
été utilisée pour augmenter l'épargne, dans un contexte d'incertitudes et de désendettement.

2.2 Les effets négatifs sur les pays exportateurs, accentués par des politiques pro-cycliques rendues nécessaires par le niveau très bas du prix du pétrole

Le niveau très bas du prix du pétrole contraint les marges de manœuvre des pays exportateurs et les amène à mener des politiques économiques qui amplifient le recul de l'activité. Dans les pays en change flexible, la baisse du prix du pétrole provoque la dépréciation des taux de change qui permet l'ajustement extérieur mais fragilise les entreprises et les États endettés en devises. La dépréciation des devises génère de l'inflation importée qui contraint les politiques économiques. En Russie par exemple, la dépréciation du rouble (55 % vis-à-vis du dollar en 2014-2015) accroît les tensions inflationnistes et force la banque centrale à maintenir un taux d'intérêt directeur élevé (11 %), ce qui pèse sur l'activité. Dans les pays en change fixe, la baisse des réserves de change fragilise le maintien de la parité. En Arabie Saoudite, les réserves sont de plus en plus sollicitées pour financer le premier déficit courant (8 % du PIB en 2015) depuis la fin des années 1990, mais elles demeurent suffisantes à court terme pour amoindrir l'impact négatif de la baisse des prix.

La baisse des recettes budgétaires contraint les pays exportateurs à mener une politique budgétaire restrictive. La plupart des pays pétroliers est confronté à une détérioration de leurs finances publiques en raison d'une diversification insuffisante de leur économie et d'un prix du baril inférieur à celui permettant d'équilibrer le budget. En Russie, les autorités ont décidé de réduire de 10 % les dépenses (hors dépenses militaires et sociales et service de la dette), ce qui ne suffit toutefois pas à empêcher le creusement du déficit (3 % du PIB en 2015, cf. graphique 4). La baisse des prix des carburants permet aussi à certains pays exportateurs (mais aussi certains importateurs) de diminuer leurs subventions énergétiques : au Venezuela par exemple, le prix des carburants a été rehaussé pour la première fois depuis les années 1990 face à l'ampleur du déficit public (24 % du PIB).

Graphique 5 : évolution des soldes budgétaires, en % du PIB



Sources : FMI WEO octobre 2015 pour le Venezuela, nationales pour la Russie et l'Arabie Saoudite, prévisions en 2015.

2.3 La transmission de la baisse du prix du pétrole à la sphère financière

La baisse du prix du pétrole provoque une dégradation des finances publiques des pays exportateurs. Les principaux fonds souverains ont réduit leurs achats d'actifs, voire dans certains cas ont commencé à vendre une partie de leurs actifs pour financer les déficits publics tout en évitant d'accroître excessivement la dette publique. Ces comportements – plus marqués que par le passé du fait de l'ampleur de la baisse des prix et des anticipations d'une faiblesse durable des prix – ont pu exercer une pression à la baisse sur le prix de certains actifs, en particulier obligataires, et une hausse des taux d'intérêt qui pénaliserait la croissance mondiale. Néanmoins, dans les pays bénéficiant de la baisse du prix du pétrole, les investissements financiers peuvent être stimulés, ce qui *a minima* atténue l'impact négatif à en attendre sur le prix des actifs.

2.4 Par ailleurs, la baisse du prix du pétrole peut favoriser un décrochage des anticipations d'inflation qui complique la tâche de la politique monétaire

La chute du prix du pétrole peut déclencher des effets de second tour sur la dynamique générale des prix qui contreviennent aux objectifs des principales banques centrales, ce que la Banque centrale européenne (BCE) définit comme « maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ». Même si elles ne réagissent pas directement aux mouvements des prix du pétrole, elles peuvent cependant être contraintes de le faire quand ces derniers favorisent un environnement désinflationniste. Une tel environnement peut être déclenché par des effets de second tour, la baisse du prix du pétrole se diffusant aux autres prix et aux anticipations d'inflation à moyen terme. La crainte que de tels phénomènes se matérialisent a ainsi contribué à conduire la BCE à assouplir davantage sa politique monétaire en mars 2016. Dans un contexte où les politiques monétaires sont déjà très accommodantes et où les taux directeurs ne peuvent être baissés au-delà de certains niveaux, cet assouplissement passe prioritairement par l'adoption de mesures non-conventionnelles qui poussent les banques centrales hors de leur zone de confort.

2.5 À ces facteurs pouvant amoindrir l'effet positif de la baisse du prix du pétrole sur l'économie mondiale s'ajoute une exposition accrue des États-Unis au secteur énergétique

La forte augmentation de la production pétrolière aux États-Unis depuis 2009 rend l'économie américaine plus vulnérable à la baisse du prix du pétrole. La production pétrolière américaine s'est stabilisée depuis fin 2014 - début 2015 sous l'effet de la baisse du prix du baril. De plus, les investissements dans le secteur énergétique ont diminué (5 % des investissements totaux contre près de 10 % sur la période 2010-2014). La crise du secteur énergétique dégrade égale-

ment la situation financière des entreprises pétrolières et la qualité des actifs bancaires. Ainsi, le pourcentage de défaut pour la dette *high yield* émise par les producteurs de gaz ou de pétrole aux États-Unis a atteint 11,3 % en

décembre 2015, un record depuis 2000, date de création de cet indicateur par *Fitch Ratings*. Toutefois, l'exposition globale du secteur bancaire américain reste modérée.

3. La baisse des prix du pétrole a des effets positifs sur l'économie française

3.1 La baisse du prix du pétrole induit un transfert de richesses du reste du monde vers l'économie française

Les variations du prix du pétrole affectent directement l'économie française au travers de la facture énergétique. L'économie française étant importatrice nette de produits pétroliers, une baisse du prix du baril améliore le déficit commercial énergétique (cf. schéma effet 1) et augmente le revenu national. Plus précisément, une baisse du prix du baril a trois effets distincts sur la facture énergétique française, avant ajustement éventuel des quantités : elle réduit la valeur du pétrole brut importé par l'économie française, la valeur des produits pétroliers raffinés importés, et la valeur des exportations de produits pétroliers raffinés français.

Alors que le projet de loi de finances pour 2016 retenait l'hypothèse d'un baril à 55 \$, le prix du

pétrole a continué à baisser et évolue fin mars 2016 à un niveau proche de 38 \$ le baril. Cette évolution entraînerait une réduction de la facture énergétique française qui atteindrait au maximum 3 Md€ en 2015 et environ 13 Md€ en 2016 (voir encadré 1). À court terme, environ 40 % de cette réduction de la facture énergétique, soit environ 5 Md€ en 2016, bénéficierait directement aux ménages sous la forme d'une baisse des prix à la pompe ; le reste reviendrait essentiellement aux entreprises non financières, au travers d'une baisse des prix de leurs consommations intermédiaires en produits pétroliers. Les administrations publiques verraient également leur facture énergétique se réduire, mais de façon plus marginale dans la mesure où leur activité est peu intense en produits pétroliers.

Encadré 1 : comment mesurer la réduction de la facture énergétique française ?

La réduction du déficit énergétique français due à la baisse du prix du pétrole observée depuis les hypothèses du projet de loi de finances pour 2016 (octobre 2015) a été évaluée selon une approche comptable. Cette méthode consiste à répercuter la baisse du prix du baril sur la valeur des importations et des exportations de produits pétroliers prévues au moment du PLF pour 2016, de façon à en déduire l'amélioration du solde commercial énergétique résultant de la baisse du baril. Selon cette méthode, l'amélioration du solde commercial énergétique français serait proche de 3 Md€ en 2015, et 13 Md€ en 2016 (en niveau).

Il convient toutefois de noter que cette méthode tend à surestimer la réduction de la facture énergétique. En effet, celle-ci pourrait être amoindrie par les mécanismes suivants :

- les délais d'ajustement des prix des importations et des exportations de produits pétroliers, qui s'ajustent avec retard aux variations du prix du pétrole ;
- la baisse du prix du pétrole par rapport aux autres prix peut inciter les ménages à consommer davantage de produits pétroliers, d'autant que la baisse du prix du pétrole augmente également à court terme leur pouvoir d'achat ;
- les effets de bouclage macroéconomique : la baisse du prix du pétrole a un effet favorable sur la croissance ; ce surcroît d'activité économique augmente les besoins énergétiques de l'appareil productif et contribue à augmenter les volumes d'importations de produits pétroliers.

Une évaluation prenant en compte ces mécanismes aboutirait à une réduction de la facture énergétique légèrement moins importante que dans l'approche comptable.

3.2 La baisse du prix du pétrole bénéficierait rapidement aux marges des entreprises et soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages à court et moyen terme

La baisse du prix du pétrole bénéficie aux entreprises en diminuant leurs coûts de production, ce qui se traduit mécaniquement à court terme par une hausse du taux de marge des entreprises non financières. Toutefois, la baisse des prix du pétrole ne touche pas uniformément tous les secteurs de l'économie, et se diffuse en plusieurs temps.

À court terme, le secteur d'activité qui bénéficie immédiatement de la baisse du prix du baril est l'industrie du raffinage, pour laquelle la part du pétrole brut dans les consommations intermédiaires atteint 65 %. La hausse des marges dans l'industrie du raffinage ne serait néanmoins que de courte durée, car les évolutions observées dans le passé suggèrent que la baisse du prix du baril se transmettrait rapidement aux prix de production des raffineurs et se traduirait par une

baisse du prix des produits pétroliers raffinés (effet 2). Cette diminution du coût des produits pétroliers raffinés (qu'ils soient produits en France ou directement importés) profite alors aux secteurs utilisateurs, et notamment ceux dont le processus de production est le plus intense en produits pétroliers : l'industrie manufacturière (notamment la chimie et la fabrication de plastiques), l'agriculture et le secteur des transports. Ces secteurs connaissent donc une baisse de leurs coûts de production et symétriquement une hausse de leurs marges à court terme.

À moyen terme, la baisse du prix du baril se transmet au reste de l'économie, au fur et à mesure que les secteurs directement touchés répercutent la baisse du coût de leurs consommations intermédiaires énergétiques sur leurs prix de vente (effet 3). Les secteurs situés en aval dans la chaîne de la production profitent ainsi indirectement de la baisse des prix du pétrole *via* la baisse des prix de leurs consommations intermédiaires (effet 4). Le rythme

auquel les secteurs directement touchés répercutent la baisse des coûts sur leurs prix de vente est un élément déterminant pour les effets macroéconomiques de la baisse du prix du pétrole : s'il est rapide, la baisse du prix du pétrole atteint rapidement l'ensemble de l'économie, mais la hausse des marges est de plus courte durée ; s'il est lent, la hausse des marges est plus durable, mais la réduction de la facture énergétique ne profite qu'à un petit nombre de secteurs.

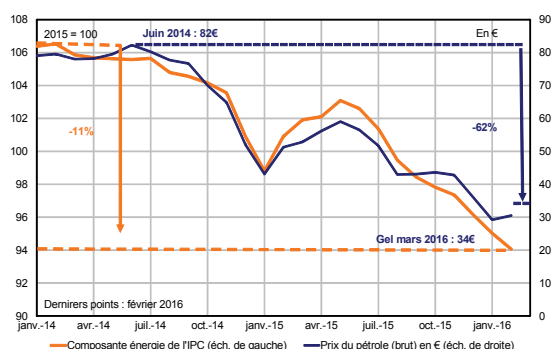
La baisse du prix du pétrole bénéficie au pouvoir d'achat des ménages à court et moyen terme selon plusieurs canaux de transmission étalés dans le temps.

Dans un premier temps, les ménages bénéficient **directement** d'une partie de la réduction de la facture énergétique, *via* la baisse des prix des produits pétroliers (cf. graphiques 5 et 6) qu'ils consomment, carburants et fiouls essentiellement (effet 5 sur le schéma). Les prix à la pompe ont ainsi connu un repli marqué au cours des derniers mois, ce qui constitue la principale source des

gains de pouvoir d'achat pour les ménages à court terme (effet 6).

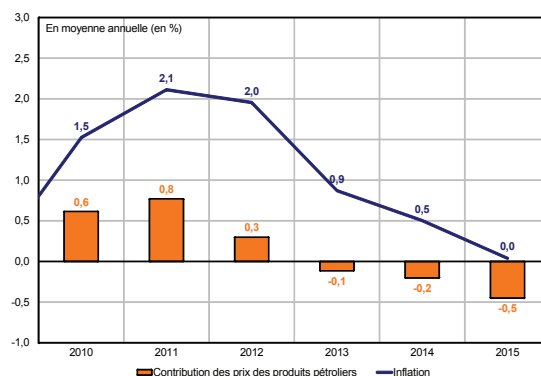
La baisse du prix du pétrole bénéficie également aux ménages de **manière indirecte**, notamment *via* les biens et les services dont les prix sont indexés sur le prix du pétrole ou dont le processus de production est intense en pétrole (effet 7). En premier lieu, la baisse du prix du pétrole affecte l'ensemble des produits énergétiques, notamment les prix du gaz par l'intermédiaire des prix de gros : les fournisseurs de gaz s'approvisionnent historiquement auprès des producteurs selon des formules indexées sur le cours du pétrole et sur l'évolution des contrats à terme. Ensuite, les secteurs à fort contenu en pétrole, tels que les transports, sont susceptibles de répercuter au moins en partie dans leurs prix de vente la baisse du coût des consommations intermédiaires énergétiques utilisées dans le processus de production. Enfin, la baisse du prix du pétrole contribue à modérer l'inflation des loyers compte tenu de certaines règles d'indexation. À l'exception des produits énergétiques, ces effets apparaissent toutefois nettement plus limités que les effets directs.

Graphique 6 : prix du pétrole et indice des prix de l'énergie



Sources : Insee.

Graphique 7 : contribution des prix des produits pétroliers à l'inflation



Sources : Insee.

À moyen terme, la baisse du prix du pétrole induirait des effets de « second tour » liés à la réaction des salaires à la baisse de l'inflation, ainsi qu'une moindre progression des prestations indexées sur l'inflation, ce qui modérerait les gains de pouvoir d'achat des ménages. Le niveau des salaires réels dépend à long terme du niveau de la productivité. Ainsi, si le choc baissier sur les prix à la consommation induit une hausse des salaires réels à court terme, il devrait donc ensuite conduire à une décélération des salaires nominaux, pour que les salaires réels retrouvent un niveau compatible avec celui de la productivité (effet 8). Ce ralentissement pourrait être plus ou moins marqué et plus ou moins rapide selon les mécanismes d'ajustement des salaires aux prix (par exemple les règles d'indexation du Smic). De la même façon, les règles d'indexation des prestations sociales sur l'inflation conduiraient à un ralentissement des transferts sociaux reçus par les ménages (avec un déca-

lage éventuel de quelques mois). La moindre progression des salaires et des prestations sociales entraînée par la baisse de l'inflation tempérerait ainsi les gains de pouvoir d'achat des ménages (effet 9).

Les gains de pouvoir d'achat des ménages induiraient une hausse progressive de la consommation qui dynamiserait la demande intérieure et augmenterait le niveau d'activité. À court terme, les ménages utiliseraient une partie de ce surcroît de pouvoir d'achat pour augmenter leur consommation. Toutefois, l'autre partie du surplus ne serait pas consommée immédiatement et entraînerait une hausse du taux d'épargne qui se résorberait progressivement. Dans l'ensemble, cette amélioration de la situation conjoncturelle serait favorable à une reprise de l'investissement et se traduirait par une augmentation du niveau d'emploi.

3.3 La baisse du prix du pétrole affecte également nos partenaires commerciaux, engendrant des effets externes sur l'économie française

La baisse du prix du pétrole a un effet positif sur la demande mondiale⁴ adressée à la France car la plus grande partie de nos partenaires commerciaux sont des pays importateurs de pétrole. Les revenus des pays exportateurs de pétrole diminuent, ce qui est défavorable aux exportations de leurs principaux partenaires commerciaux, mais les économies importatrices de pétrole bénéficient de la baisse du prix du baril, ce qui pousse à la hausse leur demande interne et accroît leur demande de biens importés. Les exportations françaises étant majoritairement tournées vers les pays importateurs de pétrole (l'OPEP et la Russie ne représentaient que 6 % des exportations françaises en 2014), l'impact global du choc sur la demande extérieure adressée à la France est positif. Ce résultat est confirmé par les simulations réalisées avec le modèle NIGEM.

La baisse du prix du pétrole peut avoir un effet défavorable sur la compétitivité française par rapport à ses concurrents. L'impact des variations du prix du pétrole sur la compétitivité-prix d'une économie dépend de la variation relative des prix domestiques par rapport aux prix pratiqués par les pays concurrents. L'économie française est moins intense en pétrole que ses principaux concurrents (notamment les États-Unis, le Japon, ou encore l'Espagne). Par conséquent, suite à la baisse des prix du pétrole, les exportateurs des pays concurrents peuvent diminuer leurs prix de vente pour améliorer leur position à l'exportation (effet 11) davantage que ne le peuvent les exportateurs français (effet 10), ce qui réduit finalement la compétitivité-prix des exportations françaises. L'effet de la hausse de la demande des partenaires commerciaux sur nos exportations est donc atténué par un moindre effet désinflationniste de la baisse du prix du pétrole en France que chez nos concurrents à l'exportation.

3.4 La baisse du prix du pétrole observée depuis la présentation du projet de loi de finances 2016 en septembre 2015 amènerait un surplus d'activité de 0,1 point en 2016 et 0,15 point en 2017

Depuis le projet de loi de finances pour 2016, le prix du pétrole a connu une forte baisse, de l'ordre de 17 \$ (le baril évoluant à un niveau proche de 38 \$ début mars

2016, alors que le PLF pour 2016 retenait l'hypothèse d'un prix du baril à 55 \$). **D'après une évaluation réalisée avec le modèle Mésange combinée avec le modèle Nigem** (variante « réaliste » permettant de tenir compte des effets sur le reste du monde), **cette baisse du prix du baril soutiendrait l'activité à hauteur de +0,1 point en moyenne annuelle en 2016, et de +0,15 point en 2017.** Des estimations à partir d'autres modèles auraient abouti à des effets soient plus élevés (modèle NIGEM seul⁵, ou modèle QUEST utilisé par la Commission européenne⁶) soit plus faibles (estimations de la BCE dans un article de 2010⁷ par exemple).

Dans le même temps, cette baisse du prix du baril réduirait l'inflation d'environ 0,6 pt en 2016, par les deux canaux décrits précédemment : les « effets directs » à hauteur de 2/3 environ et les « effets indirects » pour environ 1/3.

3.5 Les effets de la baisse du prix du pétrole pourraient néanmoins se matérialiser à un rythme différent de celui observé en temps normal

La situation financière actuelle des entreprises et le comportement d'épargne des ménages pourraient modifier les effets de la baisse des prix du pétrole. Le taux de marge des entreprises se situe depuis la crise à un niveau inférieur à sa moyenne d'avant crise. De plus, leur dette financière rapportée à leur valeur ajoutée a atteint un point haut historique en 2014. Ainsi, il est possible que les entreprises décident de consacrer à leur désendettement une part plus significative des marges dégagées par la baisse du prix du pétrole. Si cette amélioration de la situation financière des entreprises permettrait de restaurer les capacités d'investissement à moyen terme, elle serait cependant moins favorable à l'activité à court terme. *A contrario*, les ménages, dont le taux d'épargne a fortement augmenté en 2015, pourraient consommer plus rapidement les gains de pouvoir d'achat liés à la baisse du prix du pétrole notamment si les incertitudes autour de l'environnement économique se dissipent plus rapidement.

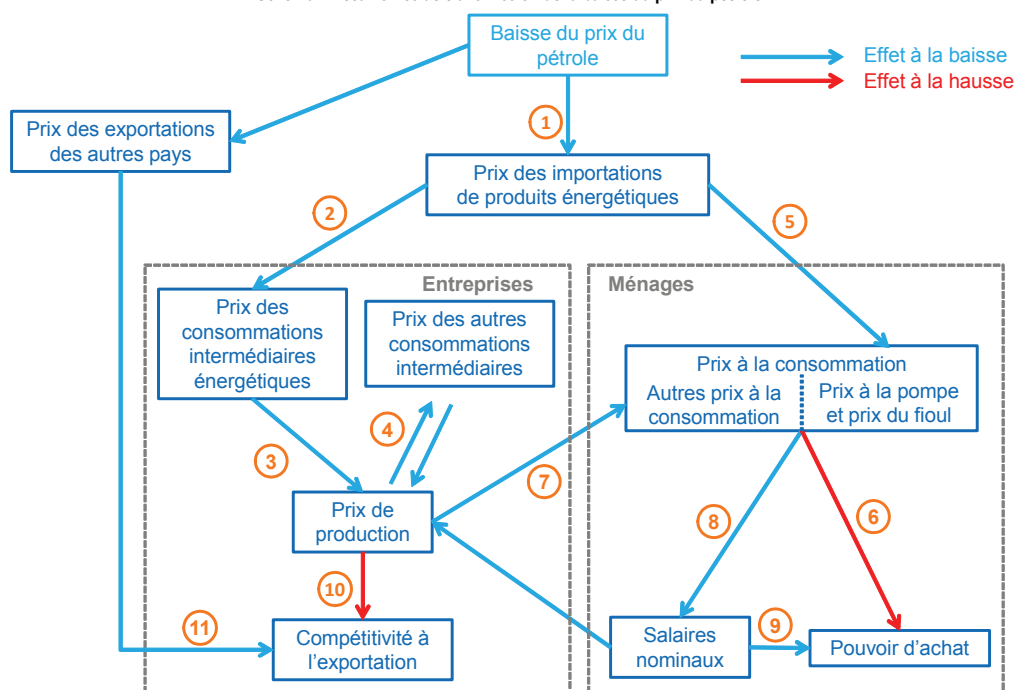
(4) En particulier dans le cas présent où la baisse du prix du pétrole est analysée comme un choc d'offre. Si la baisse du prix du baril avait pour origine une faiblesse de la demande, alors son effet positif sur la demande mondiale adressée à la France serait à nuancer.

(5) Du fait notamment d'une forte réaction endogène de la politique monétaire dans Nigem et d'une finesse de prise en compte du facteur énergie dans les différents comportements, d'importations notamment, moins grande que Mésange.

(6) "Quarterly Report on the Euro Area", 2^{ème} trimestre 2011. La Commission présente un impact de -0,2 pt sur le PIB européen l'année d'une hausse de 8\$ du prix du baril, dans le cas d'un choc d'offre.

(7) "Energy markets and the euro area economy", *Occasional paper series*, European Central Bank, juin 2010.

Schéma : mécanismes de transmission de la baisse du prix du pétrole



Hadrien CAMATTE, Maxime DARMET-CUCCHIARINI, Thomas GILLET, Emmanuelle MASSON, Olivier MESLIN, Ysaline PADIEU, Alexandre TAVIN

Éditeur :

Ministère des Finances
et des Comptes publics
et Ministère de l'Économie
de l'Industrie et du Numérique

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Avril 2016

n°167. La situation économique mondiale au printemps 2016 : redressement graduel après le creux de 2015

Jean-Baptiste Bernard, Laetitia François, Thomas Gillet, Julien Lecumberry, Ysaline Padieu, Alexandre Tavin

n°166. Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ?

Laetitia François, Julien Lecumberry, Linah Shimi

Mars 2016

n°165. Formation initiale et continue : quels enjeux pour une économie fondée sur la connaissance ?

Jonas Anne-Braun, Killian Lemoine, Emmanuel Saillard, Patrick Taillepié

n°164. L'Afrique aura-t-elle besoin d'une nouvelle initiative « Pays Pauvres Très Endettés » ?

Anaïs Le Gougec

n°163. Vers un meilleur pilotage de l'orientation budgétaire de la zone euro ?

Antonin Aviat, Sébastien Diot, Sabrina El Kasmi, Nicolas Jégou

n°162. Les énergies renouvelables : quels enjeux de politique publique ?

Laure Grazi, Arthur Souletie

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère des Finances et des Comptes publics et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.