

Le pétrole durablement bon marché : inquiétudes et opportunités

La violence du contre-choc pétrolier bouscule des certitudes. Elle remet en question des équilibres économiques et financiers. Elle entretient une volatilité et une nervosité accrue sur l'ensemble des marchés financiers. Il faut dire qu'il y a de quoi : la chute des cours atteint 75 % en dix-huit mois, pratiquement 50 % en un an, plus de 40 % en six mois. La stabilisation du baril de Brent autour de 30 dollars ces derniers jours ne fait que constater un état de fait : l'abondance de l'offre.

Une consommation qui continue à progresser : on est face à un choc d'offre

La prévision de l'évolution des cours du pétrole est – avec celle des changes – un des exercices les plus périlleux qui soit. Les plus grands économistes sont régulièrement pris à revers, souvent dans des proportions très importantes. Cependant, la conjoncture actuelle a une caractéristique qui paraît donner de la durée à la pression sur les prix : c'est un choc d'offre et non de demande. La crise de croissance -réelle de la Chine – n'est pas la première cause : la consommation de pétrole a progressé en 2015.

Selon l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), elle s'est inscrite en hausse de 1,3 % pour atteindre 94,5 millions de barils par jour. Certes le rythme s'est ralenti au quatrième trimestre, mais la perspective 2016 est fixée sur une augmentation de 1,2 million de barils par jour, équivalente à la moyenne de progression de l'année dernière.

Le surplus d'offre a des origines géopolitiques industrielles et conjoncturelles qui se cumulent ou s'équilibrent suivant les périodes. La géopolitique joue aujourd'hui dans le sens de l'augmentation de l'offre : conflit Arabie Saoudite – Iran et plus largement Chiites-Sunnites, Guerre tiède États-Unis – Russie, ...

Du point de vue des industriels du secteur, on se trouve face à une crise de surcapacités et de surinvestissements généralisée, dans les pétroles ou gaz conventionnels, dans l'offshore profond ou dans les « non conventionnels. Après le pic de 2008, près de quatre ans de baril au-dessus de 100 dollars, de 2011 à 2014, ont entraîné des investissements susceptibles de produire de grandes quantités ... sur la base de marges générées par les cours du brut d'alors. L'excès d'offre est aggravé aujourd'hui par la stratégie de marginalisation de la production à coûts élevés (les pétroles de schiste américains en premier lieu) de la part du premier producteur mondial, l'Arabie Saoudite (11 % de la production mondiale, le tiers de celle du cartel de l'OPEP).

Du point de vue conjoncturel, on ne peut pas ignorer une inflexion de la croissance mondiale, dans une certaine mesure aux États-Unis, et, en tout état de cause dans les grands pays émergents, Chine en tête. Le resserrement du commerce mondial entretient la modération de l'expansion, mais les 2,5 % attendus cette année en moyenne valident les anticipations de progression de la consommation de pétrole, et, aussi, le maintien d'un excédent permanent de 1 million de baril / jour. Suffisamment pour maintenir des prix bas, le potentiel de rebond semblant limité entre 40 et 45 dollars pour le baril de Brent.

Des effets négatifs pour les pays producteurs, sans risque systémique en vue

Le premier type de conséquences à ce maintien sans doute assez durable d'énergie surabondante et bon marché concerne les effets négatifs. La grande crainte est la déstabilisation financière des producteurs : les pays et les compagnies, pris dans un jeu classique de surinvestissement, surcapacité, surendettement.

Les pays émergents exportateurs de matières premières et, au premier rang, d'énergie, subissent la double peine. Avec des taux de change du dollar variant en sens inverse des cours du brut, leur dette (publique et privée) s'accroît par rapport à leur capacité financière. La crainte est qu'un mouvement boule de neige de défauts finisse par peser non seulement sur les pays ou les sociétés considérées, mais, finalement, sur la croissance mondiale. Les scénarios du pire ont des bases, en particulier au Venezuela, l'Algérie, le Brésil, la Russie, etc. Cependant, les défauts d'opérateurs privés dans les émergents ne présentent pas de gros risques systémiques et les ajustements de monnaies jouent finalement leur rôle de soutien à l'activité locale.

On notera toutefois la consommation de réserves de change et d'actifs financiers de la part de fonds souverains des pays producteurs, exerçant une pression vendeur de la part de fonds souverains, ou de banques centrales, y compris des pays du Golfe.

Les surinvestissements des compagnies vont entraîner des rachats à bon compte par les Majors

Le sort des compagnies des pays émergents est lié à celui des États. Il n'en est pas de même pour les entreprises véritablement privées, dans les pays développés et, en particulier pour les exploitants de pétrole de schiste américain. On estime le stock de dettes à haut rendement à risque (High Yield) émis par les compagnies spécialisées entre 350 et 400 milliards de dollars. Ce montant considérable est supérieur au quart des crédits subprime qui ont été proches de faire sauter la planète financière il y a sept ans. Il ne faut donc pas mésestimer les conséquences d'un maintien durable des

cours du brut en-deçà des 45 à 50 dollars qui doivent constituer le seuil minimal d'équilibre financier. Les risques ne sont pourtant pas en proportion avec ceux de 2007 : les dérivés de crédit sont limités et les effets de levier sont sans rapport. De plus, les actifs sous-jacents sont réels et ils produisent un autofinancement, même si il peut être insuffisant pour amortir l'investissement. Enfin, ces actifs peuvent trouver des preneurs naturels parmi les majors pétrolières qui, en achetant les dettes des opérateurs et en les recapitalisant peuvent mettre la main sur des puits produisant à des coûts compétitifs sur le long terme et en tout cas, à des niveaux inférieurs à bien des opérations en offshore profond par exemple.

La principale conséquence : le découplage des économies se confirme, au profit des pays développés

Les facteurs de risque ne doivent pas être sous-estimés, mais pas non plus surestimés. La principale conséquence des niveaux durablement bas des coûts énergétiques est l'accélération du découplage de l'évolution du cycle entre les pays des pays développés et les émergents. Cela signifie qu'il n'y a pas que des perdants, au contraire.

La consommation des pays importateurs net est directement favorisée par l'allègement de ce qui peut être considéré pour une large part comme une taxe. En ce qui concerne les pays en partie producteurs, l'allègement de charges pour une part de l'industrie contrebalance – et au-delà dans la plupart des cas – la perte de valeur du côté des compagnies productrices.

Bien sûr, la fiscalité joue un rôle important (on pense à l'écart du prix à la pompe en Europe et aux États-Unis) mais, d'une façon globale, le transfert d'une taxe extérieure vers les Budgets joue, à terme, en faveur de la consommation et de l'investissement. Il serait paradoxal de retenir en priorité des conséquences négatives à cette conjoncture pour l'Europe, pour le Japon, pour l'Inde et même pour la Chine ou les États-Unis.

Le tri devra bien entendu être fait du point de vue microéconomique entre les secteurs et même les entreprises. Mais concentrer l'analyse sur les dégâts du

surinvestissement, les pertes à écrire, les cessions d'actifs à envisager de la part de ceux (y compris les États) qui ont basé des stratégies financières sur des hypothèses de marché démenties, c'est sans doute regarder par le mauvais côté de la lorgnette.

L'inflexion de la croissance mondiale, sa stabilisation entre 2 et 3 %, n'est pas réellement la résultante de la baisse des cours de l'énergie, puisqu'elle en est un des facteurs constitutifs. Elle s'inscrit dans la tendance de désinflation de la mondialisation, et elle corrige les excès classiques de surcapacités des phases de croissance. Les gagnants, on les connaît : les pays développés qui bénéficient du rééquilibrage et, dans certains cas, même de l'inversion, des termes du commerce mondial. Ce qu'on appelle souvent « la démondialisation ».

Un ajustement sain, mais les enjeux géostratégiques sont et seront toujours là

Il faut au total voir dans la conjoncture pétrolière un ajustement assez sain. Une cascade de faillites qui déstabiliseraient l'économie mondiale n'est pas la conséquence la plus probable, loin de là. Mais la nervosité des marchés financiers, qui doivent remettre en question leurs scénarios et leurs stratégies de gestion, ne s'explique pas seulement par la fin de certaines certitudes de gestion et le saut dans un modèle nouveau. Le pétrole peut bousculer les équilibres géostratégiques, provoquer de véritables guerres. Ce type de risque n'est pas vraiment modélisable et c'est peut-être celui qui pourrait justifier l'inquiétude face à une situation qui n'est pas anormale sur le plan économique. Rien ne peut vraiment être exclu. « Pour les peuples et pour les nations, une goutte de pétrole vaut une goutte de sang » : la formule de Clémenceau ne vieillit pas. Mais de là à anticiper le pire...