

Le pétrole, à nouveau contributeur de déflation

Revoilà le pétrole. Le marché de l'or noir va corriger au deuxième trimestre les effets d'optique pour juger de l'inflation, dont l'analyse dicte toujours autant les politiques monétaires et, joue ainsi sur la dynamique économique comme sur les marchés financiers. Dans une économie mondiale qui semble se mettre en phase sur une croissance à rythme modéré, l'énergie est un marqueur, mais aussi un des facteurs pour le développement de l'expansion.

Les capacités de production créées avant 2008 sont très largement excessives

La période de surchauffe de la mondialisation qui pris fin avec la crise financière de 2008 (et qui en était largement responsable) s'était accompagnée d'une flambée des matières premières, amplifiant la croissance des pays émergents, de la Chine pour l'essentiel. Les cours du brut sont une bonne indication et le sommet des cours de 150 dollars pour le baril (de Brent) a été établi en juillet 2008. Sur le choc de la récession, la chute avait ramené le cours à moins de 50\$ fin 2008, mais, une stabilisation dans la zone de 100 dollars avait suivi un rebond basé sur des scénarios de retour à des taux élevés de croissance mondiale. C'était évidemment aller un peu vite, mais, pour le pétrole comme pour les matières premières – et dans une certaine mesure pour la production industrielle – le deuxième tour de la crise a surtout été le révélateur d'un excès de capacités de production.

Le phénomène d'anticipation de croissance conduisant à des surinvestissements est assez classique et la violence du changement de modèle de l'économie mondiale et de son rythme a produit des effets spectaculaires sur les volumes et les cours. Ceux du pétrole sont un indicateur assez pertinent du changement de modèle lié au rapatriement de la valeur ajoutée vers les pays développés, et, en conséquence, d'un taux d'expansion mondiale durablement revu à la baisse.

La stratégie de la production gonflée des cartels n'a pas permis d'assainir le marché et de faire remonter le baril

La prise en compte des excès d'offre s'est traduite sur les cours du baril, revenu des 100 dollars à 50 dollars dans le deuxième semestre 2015, stabilisé ensuite autour de ce niveau. Mais on a été plus bas dans ce marché, et plus loin que pour l'ensemble des matières premières ou des produits de base en raison de la spécificité des hydrocarbures. Cette spécificité est d'ordre technique : le développement des pétroles (et gaz) de schiste a changé les données de l'offre et de la demande.

La révolution technologique avait permis le forage et la mise en exploitation des unités sur la base des prix du baril de 100 dollars. La réaction des producteurs historiques s'est inscrite dans un schéma classique : écrouler les cours par une offre supplémentaire, de façon à contraindre les concurrents à cesser leur activité. C'est

cette pression qui a fortement amplifié durant l'hiver 2015-2016 le retour « naturel » du baril autour de 50 dollars, le poussant près de 30\$ en janvier 2016.

La stratégie du cartel de l'Opep, en accord avec d'autres grands producteurs et au premier rang la Russie a porté ses fruits : les puits de schiste ont été fermés, les cours sont revenus sensiblement au-dessus des fameux 50\$. Il y a six mois, le cartel élargi s'est lancé dans une politique de réduction volontaire de l'offre, la hausse des prix devant compenser la baisse des volumes pour les différents pays. Le résultat n'est pas au rendez-vous : loin d'amplifier sa hausse ou même de se stabiliser entre 55 et 60 dollars, et malgré une réelle baisse de l'offre « classique », le baril a reflué.

La double révolution de l'industrie pétrolière a rendu inopérante la stratégie de l'Opep

Les monarchies pétrolières et leurs alliés se heurtent à une double révolution.

La première est la flexibilité des exploitants de pétrole de schiste américains, qui ont su mettre en œuvre des gains de productivité qui approchent de 20 % en un an. La rentabilité moyenne est descendue à peine au-dessus de 40 dollars par baril. Les exportations de brut américain ont été multipliées par cinq depuis 2014 et les sociétés sont rentables dans ces niveaux de prix.

La deuxième – qui est liée – tient au changement du cycle : les producteurs de schiste peuvent suspendre les exploitations quand les cours n'assurent pas la rentabilité, mais aussi la reprendre très vite quand la rentabilité est là. Et elle est même certaine, puisque le pétrole produit est vendu à terme. La manœuvre de l'Opep était gagnante dans l'industrie classique : en réduisant les autofinancements des compagnies pétrolières (du fait d'une production gonflée momentanément), les investissements en recherche étaient diminués et, à terme, l'offre se raréfiait, assurant une remontée du brut. Dans la conjoncture et l'environnement réglementaire (très favorable) du schiste américain, elle est inopérante.

Le baril à 45\$: la fin des perspectives de hausse des taux ?

Les données du pétrole plaident pour une stabilisation du baril plutôt encore en baisse, et autour de 45 dollars, sous la pression d'une remontée de l'offre des producteurs de pétrole « conventionnel » et d'une poursuite de la croissance du « non conventionnel » américain. Les conséquences sont à la fois très positives pour les économies développées (une note énergétique en baisse généralisée), donnent un nouvel effet de levier à la croissance américaine, et exercent une nouvelle pression déflationniste. Avec le premier trimestre 2017, va se clore une période d'inflation faciale élevée entretenue par le pétrole. On va afficher désormais des chiffres égaux ou inférieur à l'inflation « cœur », située au mieux à 0,9 % en zone euro et à 2 % aux États-Unis. Hors chocs politiques, les perspectives de hausses de taux courts et, surtout, longs sont à revoir en baisse.