



Retro-petrodollars, retour au début des années 80

Trop de bonnes choses ne saurait nuire

L'abondance est toujours un bienfait si on se place du point de vue du plus grand nombre. Cette réalité est parfois contestée par des analyses incomplètes et souvent biaisées par des considérations partisans. Prenons un exemple. Une météo favorable améliore les rendements agricoles sans efforts ni dépenses supplémentaires. C'est une aubaine qui permet de manger plus pour le même prix, ou de manger autant pour moins cher. Dans tous les cas, la vie quotidienne sur la terre s'améliore pour une écrasante majorité d'hommes et de femmes. Dans cet exemple, la production agricole augmente contribuant à un surplus de croissance mondiale. Ainsi, l'abondance est synonyme de plus de bien-être collectif et de plus de croissance, sans aucune ambiguïté.

Il pleut du pétrole, réjouissons-nous

L'exploitation du gaz et du pétrole de schiste est de même nature qu'une amélioration permanente des conditions météorologiques pour l'agriculture. Cette révolution, qui permet d'extraire des ressources disponibles sous nos pieds, a fini par créer un choc d'abondance des sources d'énergie parmi les plus faciles à transporter et donc les plus utiles dans le monde d'aujourd'hui. Il s'agit indéniablement d'un événement positif pour l'économie mondiale. La baisse des prix du pétrole de près de moitié depuis l'automne 2014 marque la transmission de cette abondance des Etats-Unis au reste du monde. En effet, la baisse des importations américaines de pétrole a fini par modifier de façon décisive l'équilibre offre-demande au niveau mondial. D'un point de vue quantitatif bien-sûr, mais aussi en réduisant la dépendance du premier consommateur mondial vis-à-vis de producteurs géopolitiquement instables.

Noir c'est noir, mais il y a de l'espoir

S'il est important de rappeler qu'une forte baisse du prix du pétrole est indéniablement positive pour la croissance mondiale, c'est que certains esprits chagrins n'ont pas manqué de remarquer que celle-ci a d'abord fait des malheureux : les pays exportateurs bien sûr, mais aussi les acteurs du secteur pétrolier, dont les perspectives ont brutalement changé. Sur les marchés, l'effet a été dramatique car la surprise a été presque totale, ce qui s'est naturellement traduit par plus de volatilité. Jusqu'ici, la baisse du pétrole peut paraître se résumer à une plus grande incertitude et à des crises économiques en Russie et au Venezuela.

Une générosité maternelle

Comme souvent, il y a « ce que l'on voit et ce que l'on ne voit pas », selon la célèbre phrase de Frédéric Bastiat. Ce que l'on voit moins, c'est la hausse de pouvoir d'achat des milliards d'utilisateurs d'énergie fossile. C'est un peu comme si Mère Nature avait distribué des hausses de rémunération à tout un chacun, à partir d'une manne trouvée dans ses entrailles. En effet, les économies réalisées sur la consommation d'énergie constituent un revenu disponible pour satisfaire tous les autres besoins. Mais le plus important est qu'aucun effort ni aucune ressource préexistante n'ont dû être mobilisés en contrepartie de l'existence de ces nouvelles ressources naturelles. C'est un pur don de la nature, comme une baisse de taxe au niveau mondial dont le financement n'a pas lieu d'être car il est assuré par une ressource tombée du ciel : une relance budgétaire rêvée pour des keynésiens toujours prompts à ignorer le volet financement de leurs recommandations... Ne boudons pas notre plaisir.

L'horizon s'éclaircit

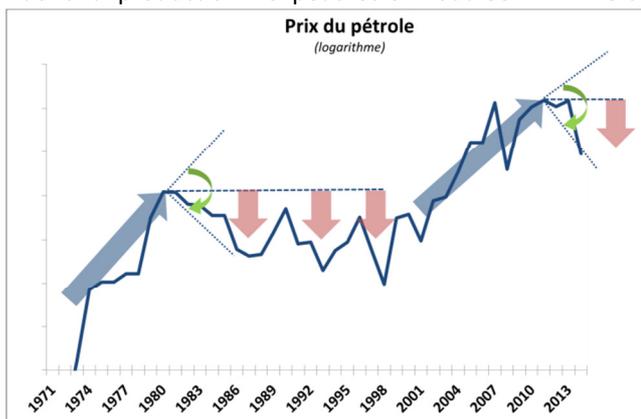
Les effets positifs commencent d'ailleurs à se voir dans les indices de confiance des consommateurs. Même dans la zone euro, confiance et ventes de détails ont surpris à la hausse ces derniers mois. Il est vraisemblable que pour le moment, cet effet d'aubaine n'ait été que très partiellement mobilisé, la baisse des prix de l'énergie pouvant n'être que passagère. Si les investisseurs et les industries concernées réagissent en tenant compte du risque que les prix se maintiennent aux niveaux actuels, les consommateurs intègrent au contraire le risque que les prix rebondissent rapidement. Une conséquence importante est que plus les prix resteront bas, plus l'effet positif sera visible. L'expérience de 1986 donne une bonne idée de l'impact d'une baisse marquée et surtout durable du prix du pétrole. De 1986 à 1988, celui-ci demeure environ 40% plus bas que le niveau moyen de 1983-1985. L'activité mondiale accélère de 3,3% en 1986, à 3,6% en 1987 pour atteindre un pic de 4,6% en 1988, niveau record jamais battu depuis. Même si le pétrole ne saurait expliquer à lui seul cette dynamique, il y a fortement contribué.

Une embellie durable comme après 1986 ?

Vu d'aujourd'hui, le contre-choc de 1986 et son impact sur la croissance auront duré un peu plus de deux ans. De 1987 à 1988, les consommateurs ont pris le temps de réaliser le caractère de plus en plus durable de la baisse de prix. L'effet positif a ainsi pu se diffuser et atteindre sa pleine puissance en 1988. La remontée rapide de 1989 marque la fin de ce contre-choc. Celui-ci aura duré suffisamment longtemps pour laisser la demande s'exprimer pleinement, mais pas trop pour véritablement modifier les fondamentaux des producteurs de pétrole. Les conséquences négatives pour ces pays se sont avérées gérables. On a pu observer une mutation schumpetérienne de l'offre, les plus solides mangeant les plus fragiles, sans dégradation systémique des fondamentaux des producteurs pris dans leur ensemble. D'ailleurs, la dimension politique du contre-choc de 1986 a été importante, les Etats-Unis et l'Arabie Saoudite augmentant leur production pour fragiliser l'Union Soviétique. Toute comparaison avec une situation récente est bien sûr fortuite...

Certains ont gros à perdre

La situation se complique toutefois lorsque la baisse du prix du pétrole marque un véritable retournement de tendance longue. Les difficultés pour les producteurs de pétrole peuvent alors devenir dramatiques, car le choc de prix est beaucoup plus violent. Ce ne sont plus seulement les conditions de court terme qui changent, mais aussi les anticipations de prix futurs. Il est assez fascinant de voir aujourd'hui le consensus à moyen terme migrer vers les cours actuels de 50 dollars par baril, alors qu'il y a seulement six mois ces mêmes anticipations longues paraissaient solidement ancrées autour de 100 dollars. Si les nouvelles anticipations s'avèrent justes, une partie des investissements passés, fondés sur des projections de prix devenues irréalistes, sont non-rentables et viennent peser pour longtemps sur les bilans du secteur. Ce choc négatif de bilan concerne surtout les producteurs traditionnels dont les puits gigantesques ont demandé de gros efforts d'investissement, et dont la production ne peut être modulée. A l'inverse, les exploitations de schiste sont



extrêmement granulaires, faciles à fermer et faciles à rouvrir. Pour ces dernières, la mutation schumpetérienne joue à plein, les majors américaines ramassant les opérateurs de taille moyenne actuellement en difficulté financière. Ainsi, aux Etats-Unis, les pertes en capital du secteur d'extraction pétrolière sont déjà largement réalisées. Tel n'est pas le cas des producteurs traditionnels.

La pénurie de dollar a commencé

Un scénario de retournement à long terme ressemblerait fortement au tout début des années 80. Il serait dévastateur pour les producteurs traditionnels, car les pertes en capital seraient immenses. Le nerf de la guerre, à suivre de près, est le dollar américain dont la pénurie alimentée par la disparition des pétrodollars est dévastatrice. Le problème est particulièrement aigu pour les pays ayant déjà recours au contrôle des capitaux ou dont la devise est ancrée au dollar. De ce point de vue, le risque est faible en Russie mais très élevé au Venezuela et dans certains pays du golfe dont le prix retenu dans le budget est très peu réaliste.

Au début des années 80, le retournement des pétrodollars a conduit à une cascade de défauts : Argentine, Mexique, Equateur en 1982 ; Brésil, Chili, Pérou, Venezuela, Philippines, Nigeria en 1983 ; Egypte en 1984 ; Afrique du sud, Vietnam en 1985. Cette période a aussi été une des plus fastes pour la croissance mondiale : 4% sur 1983-1985, soit la plus haute moyenne sur trois ans des trente dernières années. Il n'y a évidemment rien d'étonnant à cela. Plus le prix du pétrole reste déprimé, plus l'économie mondiale en profite ; en revanche, plus le retour de bâton est sévère pour les anciens bénéficiaires des pétrodollars.

Edité à Londres le 29 janvier 2014.