

Le débat sur les actifs pétroliers à risque prend de l'ampleur

Rédigé le 03/06/2014

L'industrie pétrolière et gazière traverse une période de profonds changements. La hausse des coûts de production et les conditions d'exploitation toujours plus difficiles attestent de la fin de l'ère du pétrole "facile". Face à la réglementation possible sur le carbone et la montée en puissance des nouvelles technologies, le marché voit d'un œil inquiet les investissements réalisés par les grandes compagnies pétrolières, aujourd'hui contraintes d'exploiter du pétrole non conventionnel. Soumis à la pression des investisseurs, le secteur doit montrer qu'il est capable de s'engager sur la voie d'une gestion durable.

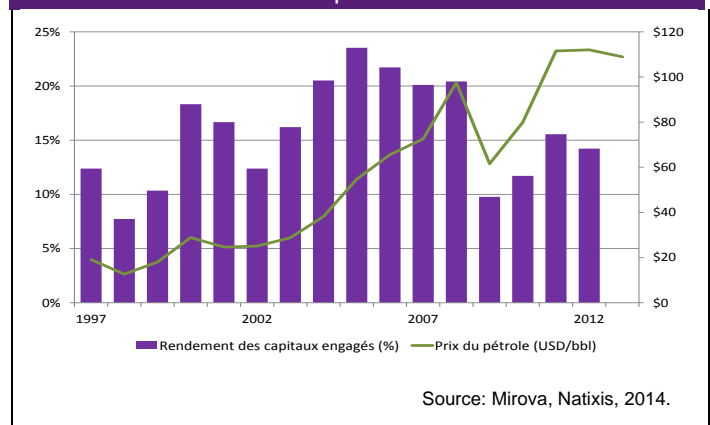
Les investisseurs sont unanimes : l'ère du pétrole facile est bel et bien révolue. Au cours de ces vingt dernières années, le niveau de production des compagnies pétrolières internationales (CPI) et l'évolution des réserves prouvées (et qui déterminent le volume de production) ont, respectivement, affiché un taux de croissance annuel moyen de 1,4 % et de 1,6 %. Ces chiffres ne rendent toutefois pas compte du ralentissement observé ces dix dernières années. De son côté, le prix du pétrole n'a cessé d'augmenter : il est passé d'un peu plus de \$20 le baril (bbl) en 1994 à plus \$100 bbl cette année, représentant ainsi la principale source de revenu du secteur.

“ Malgré la hausse continue des prix du pétrole, les coûts élevés absorbent le rendement des capitaux engagés dans le secteur

Le rendement des capitaux engagés (RCE) des dix plus grandes compagnies pétrolières dans le monde (classées par niveau de réserves) est aujourd'hui proche de celui de la fin des années 1990. Comme l'illustre le schéma 1, le RCE a atteint son point le plus haut en 2005 avec un baril

s'établissant à environ \$20 bbl. Les prix ont été multipliés par six entre 1997 et 2012, montrant ainsi que l'accroissement des rendements ont tout juste permis de compenser la hausse des coûts. Cette augmentation indique encore que les grands groupes pétroliers intégrés, qui présentent des portefeuilles diversifiés, n'ont pas encore pu saisir l'opportunité offerte par la montée en puissance de nouvelles sources d'énergie, comme le gaz de schiste et le pétrole de réservoir compact, pour améliorer leur bilan.

Schéma 1. Rendement des capitaux engagés vs. prix du pétrole





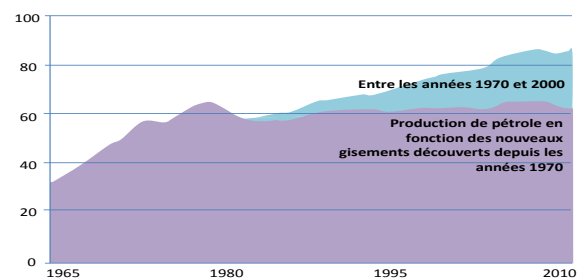
De nouveaux défis s'annoncent...

Plusieurs facteurs interdépendants peuvent expliquer la situation difficile dans laquelle se trouve aujourd'hui le secteur pétrolier :

1. Une baisse de la production : de nombreux secteurs auxquelles les compagnies pétrolières sont fortement exposées ont vu leur activité baisser du fait de la chute de productivité qui touche les pays du Nord. Au regard de l'histoire de l'exploitation pétrolière, les découvertes de ces trente dernières années ont été plutôt limitées : depuis les années 1980, nous consommons chaque année plus de pétrole que la quantité extraite des gisements exploités sur la même période. Comme le montre le schéma 2, 75 % du pétrole produit aujourd'hui est issu de gisements découverts avant les années 1980. Cela se reflète dans le ratio de remplacement des réserves, ou RRR (équivalant à la somme des réserves prouvées¹ et de l'assiette des réserves de la compagnie, rapportée à la production sur une année donnée) : il est passé de 119 % ces dix dernières années à 95 % aujourd'hui. Cette baisse aura des conséquences sur les investissements futurs, car même si la demande de pétrole n'augmente pas, le secteur devra néanmoins investir dans de nouveaux projets d'exploitation pour compenser l'épuisement progressif des réserves actuelles.

Schéma 2. Production mondiale de pétrole par année de découverte de nouveaux gisements

En millions de barils de pétrole par jour



Source: Mirova, Exxon Mobil, Wood Mackenzie.

2. Des changements dans l'équilibre des pouvoirs : Aujourd'hui, 90 % des réserves de gaz et de pétrole facilement accessibles et bon marché sont détenues par les compagnies pétrolières nationales (CPN) – présentes majoritairement dans les pays de l'OPEP – alors que ce chiffre n'était que de 10 % dans les années 1970. Bien que le volume réel du pétrole détenu par ces entreprises soient gardé secret (il s'élèverait à environ deux-tiers des réserves mondiales prouvées), cette évolution a poussé les CPI à mettre au point de nouvelles techniques pouvant être utilisées dans des conditions d'exploitation difficiles. Ce savoir-faire attire des pays comme l'Argentine, le Brésil ou la Russie, désireux d'exploiter du pétrole non conventionnel.

« 75% du pétrole produit aujourd'hui est issu de gisements découverts avant les années 1980 »

¹ Elles représentent le volume estimé d'hydrocarbure qui sera produit de façon rentable en recourant aux technologies actuelles.

Schéma 3. Zones d'équilibre long terme des différentes ressources pétrolières

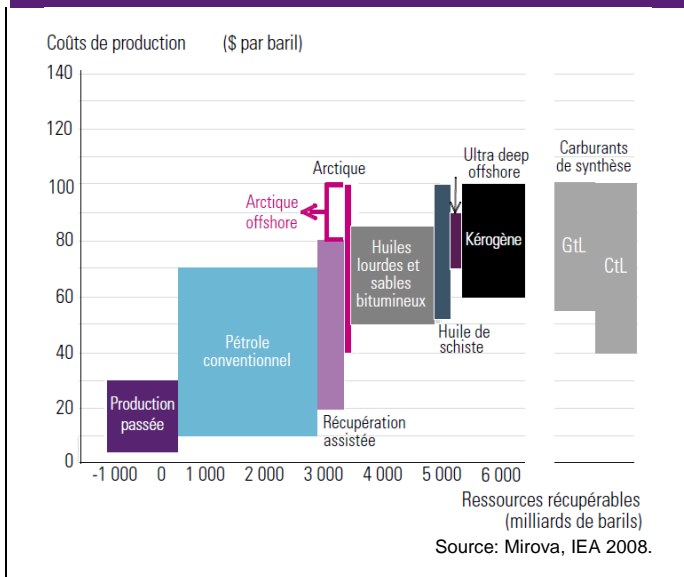
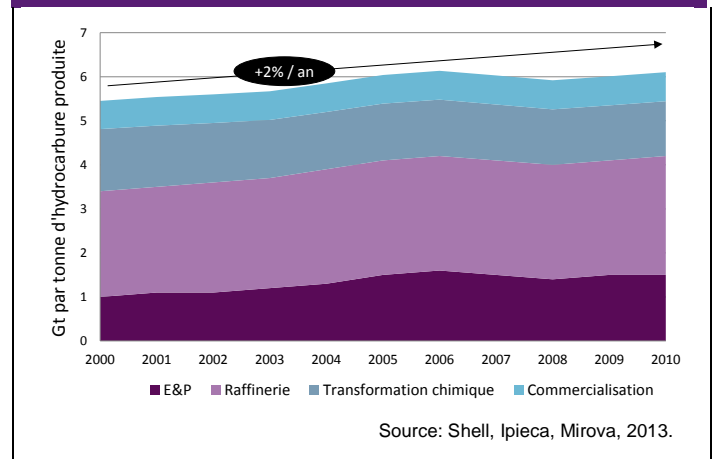


Schéma 4. Consommation d'énergie primaire dans le secteur pétrolier et gazier



3. Des conditions extrêmes : L'extraction du pétrole dans des zones difficilement accessibles complique de plus en plus les conditions d'exploitation et accroît les risques de retard dans l'exécution des projets. En janvier dernier, le neuvième circuit de la Cour d'appel américaine a déclaré que le permis délivré à la société Shell en mer des Tchoukches (Alaska) n'était pas conforme : les risques liés au forage pétrolier dans cette région n'avaient été suffisamment évalués et l'estimation des réserves prouvées ne reposait pas sur une analyse fiable. Le directeur général de la société a ainsi annoncé qu'il renoncerait au projet d'exploitation dans l'Arctique en 2014. Dans une étude réalisée en 2013, nous présentons l'Arctique comme une zone de forage très risquée pour les compagnies pétrolières et face à laquelle les investisseurs devaient se montrer particulièrement prudents (cf. [Pétrole offshore en Arctique : doit-on geler les investissements ?](#)).

4. Une hausse des coûts – Contraintes d'extraire du pétrole dans des zones plus difficilement accessibles ou dans lesquelles la qualité des hydrocarbures – sable bitumeux, pétrole extra-lourd, gisements en offshore profond, huile de schiste – complique les opérations de forage, les CPI sont confrontées à des coûts de plus en plus élevés. À l'exception du gaz de schiste aux États-Unis pour lequel les technologies utilisées ont permis de réduire les coûts d'exploitation, faisant ainsi baisser le prix du gaz, la plupart des hydrocarbures non conventionnels nécessitent des technologies qui mobilisent des capitaux importants : en vingt ans, le montant moyen des projets a été multiplié par cinq. Cette augmentation s'explique principalement par le développement de nouvelles technologies permettant de forer dans des eaux de plus en plus profondes, ou par l'utilisation de différents types de ressources. Par conséquent, le montant des investissements augmente de 10 % par an depuis 2004.

Parallèlement à cette intensité capitaliste, les coûts variables sont également sur une pente ascendante : les procédés d'extraction complexes et les hydrocarbures de moins bonne qualité ont accru la consommation énergétique du secteur, affichant une hausse de 2 % par an, tandis que le secteur industriel (spécialisé dans la chimie ou les biens d'équipement) a, quant à lui,

enregistré un recul de 4 % sur la même période.

Des problèmes historiques persistants...

Au-delà des nouveaux défis qui se dressent devant lui, le secteur pétrolier est toujours confronté à des problèmes historiques liés aux risques géopolitiques et au climat socioéconomique local. Les conséquences sociales et environnementales des opérations d'extraction ont, en effet, souvent exacerbé ces difficultés. Si ces questions demeurent, d'autres problèmes relatifs aux activités de production et d'exploration ont fait leur apparition :

1. L'instabilité politique : les compagnies gazières et pétrolières opèrent depuis de nombreuses années dans des pays où règne un climat politique instable. Avec la chute du régime libyen de Kadhafi en 2011, les groupes pétroliers, comme ENI et Repsol, qui intervenaient dans ce pays, ont dû arrêter leur production à plusieurs reprises et gérer les incertitudes entourant l'activité. De plus, cette instabilité a entraîné des expropriations, comme celle d'YPF, une filiale du groupe Repsol, par l'État argentin en 2010. Plus récemment, les tensions séparatistes dans l'est de l'Ukraine ont rapidement donné lieu à un élargissement des sanctions à l'encontre des entreprises russes et ukrainiennes par les pays occidentaux. Cette situation pourrait fortement pénaliser les grandes compagnies pétrolières occidentales, comme ExxonMobil, BP ou Shell, qui investissent en Russie et qui souhaitent y développer leurs activités.
2. La corruption et la pauvreté : L'exploitation de gisements de pétrole dans les pays confrontés à un niveau de pauvreté élevé et dans lesquels le paiement des royalties, distribuées en échange des opérations d'extraction, manque cruellement de transparence, ont longtemps attiré l'attention des médias sur des compagnies, comme ENI, Total, Chevron et ConocoPhillips, opérant au Nigéria. Certaines d'entre elles ont récemment décidé de cesser leurs activités dans le pays et ont ainsi revendu leurs actifs aux entreprises locales – c'est notamment le cas de ConocoPhillips cette année.
3. Les défis techniques : Face à des projets toujours plus grands et complexes, les compagnies pétrolières sont régulièrement confrontées à des retards d'exploitation. Le gigantesque gisement de Kashagan au Kazakhstan, géré

par le consortium pétrolier formé par ENI, Total, Shell et ExxonMobil, est entré en production en 2011 avec près de dix ans de retard et devra être fermé pendant deux ans en raison de fuites de gaz naturel détectées sur un gazoduc.

Les investisseurs inquiets se heurtent au déni des compagnies pétrolières concernant les « actifs échoués »

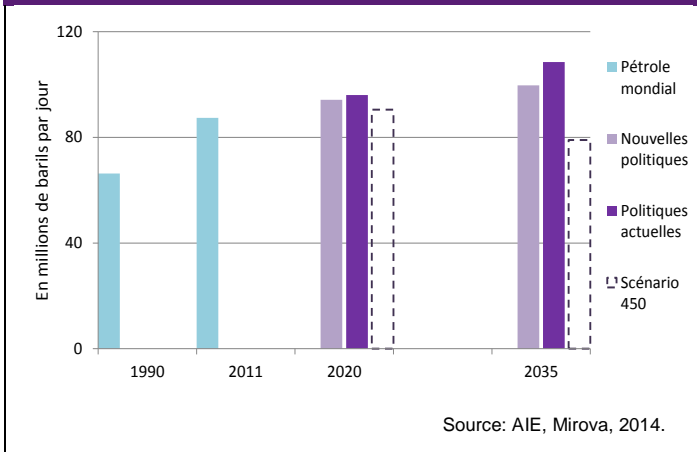
Au vu de ces difficultés, les grands groupes ont annoncé qu'ils réduiraient leurs investissements et maintiendraient une distribution soutenue des dividendes dans l'espoir de regagner la confiance des investisseurs. Ces annonces s'expliquent en partie par le cycle d'investissement que connaît actuellement le secteur pétrolier : plusieurs projets d'envergure doivent entrer en production entre 2013 et 2015. Les doutes persistent néanmoins quant à la capacité des compagnies à éviter les retards de production, lesquels se traduiraient par une nouvelle hausse des coûts.

Dans ce contexte, un autre élément inquiète les investisseurs : le risque associé aux « actifs échoués ». En 2011, le Carbon Tracker Initiative² développait l'argument suivant : dans un monde sous contrainte carbone, tel que le décrit le scénario 450 de l'Agence internationale de l'énergie – AIE³, certains combustibles fossiles ne pourront pas être brûlés, ce qui entraînera une baisse de la valeur des actifs, à la fois pour les compagnies pétrolières et pour les investisseurs. Selon ce scénario, la demande mondiale de pétrole équivaudra à 79 millions de barils par jour (mb/j) en 2035, soit 25 % de la demande d'énergie primaire dans le monde, contre 32 % en 2011 (cf. Schéma 5). Comme nous l'avons mentionné précédemment, ce repli pourrait exposer les réserves de pétrole non conventionnel telles que le sable bitumeux ou le pétrole extra-lourd, à des baisses de valeur importantes puisqu'elles affichent les prix les plus élevés.

² Le Carbon Tracker Initiative est une organisation à but non lucratif qui aide les marchés des capitaux à s'adapter à l'agenda politique sur le changement climatique.

³ Le Scénario 450 de l'AIE préconise une action politique forte menée à l'échelle internationale et destinée à réduire les émissions de gaz à effet de serre sur le long terme pour limiter la hausse globale de température à 2°C.

Schéma 5. Demande mondiale de pétrole selon les scénarios envisagés



Même en l'absence d'un scénario sous contrainte carbone, la hausse des prix du pétrole et les coûts élevés auxquels est confronté le secteur pétrolier pourraient ouvrir la voie vers de nouvelles technologies qui permettraient de remplacer le pétrole dans plusieurs secteurs d'utilisation finale. Cependant, si l'on tient compte du secteur des transports, dont les 2/3 de l'activité reposent sur l'utilisation du pétrole, les énergies renouvelables jouent un rôle de substitut limité. Selon nous, les risques qui entourent le secteur pétrolier seront plus manifestes avec la progression de la demande pour les véhicules légers, qui utilisent moins de carburant, et le développement commercial des véhicules électriques. Si aujourd'hui l'électrification des transports est loin d'être généralisée, nous pensons que des améliorations technologiques peuvent être apportées pour redonner de l'intérêt à ce type de transport et attirer la demande (cf. étude Mirova de décembre 2013, [Mobilité durable](#)).

« Le combat contre les combustibles fossiles sera livré au sein du secteur électrique »

L'utilisation croissante des voitures électriques devrait

entraîner un fléchissement de la demande de pétrole et déplacer le débat sur la décarbonisation vers le secteur électrique. Par conséquent, le combat pour le développement des énergies non fossiles sera livré au sein du secteur électrique (pour rappel, environ 41 % de l'électricité produite actuellement provient du charbon et 22 % du gaz). Ainsi, les énergies renouvelables, le stockage de l'énergie et les petites infrastructures devront jouer un rôle de premier plan dans le processus de décarbonisation de l'énergie. À cet égard, l'AIE a récemment affirmé qu'un accroissement des investissements dans le secteur électrique serait nécessaire pour atteindre les objectifs de réduction des émissions de carbone d'ici 2050 et limiter ainsi la hausse globale de la température à 2°C. Selon l'agence parisienne, le secteur électrique devrait venir concurrencer le secteur pétrolier pour répondre aux besoins énergétiques croissants de la population mondiale.

Craintes des investisseurs vs déni des risques

Interrogées sur les risques liés aux actifs échoués, les grandes compagnies occidentales ont jusqu'ici fait taire les craintes des investisseurs en rappelant que l'accord mondial sur le climat, qui fera l'objet des discussions lors de la prochaine Conférence des Parties (COP) à Paris, en 2015, a peu de chance de voir le jour et qu'il est également peu probable que le scénario 450 devienne une réalité. Soumis à la pression des actionnaires, ExxonMobil a publié, au mois de mars de l'année dernière, deux rapports qui détaillent son programme de gestion du risque carbone. Dans ces rapports, l'entreprise affirme que la question des risques associés aux actifs échoués n'a pas lieu d'être car l'activité suivra le scénario de statut quo (*business as usual* scenario) selon lequel, la demande de pétrole poursuivra sa progression. Shell, qui adopte la même position, a déclaré qu'au vu des retards pris dans la mise en place d'une politique sur le carbone, ses investissements, pour la plupart sur dix ans, étaient à l'abri de la « bulle sur le carbone ». D'autre part, l'entreprise parie sur les technologies capables de capter et de stocker le carbone qui doivent encore s'imposer sur le plan commercial.

D'autres compagnies comme BP et Total ont eu une réponse encore plus lapidaire. BP a exclu catégoriquement la

possibilité qu'un scénario prévoyant un usage restreint du carbone puisse impacter son portefeuille de titres. Il n'a toutefois donné aucune précision sur son évaluation des risques liés au carbone. Total a, pour sa part, rassuré les investisseurs en précisant que son portefeuille était à 50 % dédié au gaz et qu'il investissait également dans les technologies solaires via sa filiale SunPower, et que, par conséquent, il ne courait aucun risque (bien que SunPower ne représente aujourd'hui que 1 % des revenus de Total). Ces entreprises semblent donc mesurer leur exposition au risque climatique en fonction de la probabilité à court terme d'un accord mondial sur le climat, à laquelle ils ne croient pas. Ils refusent d'envisager la possibilité d'une réglementation nationale sur le carbone ou encore de prendre en compte les risques environnementaux qui pèsent sur leurs actifs (catastrophes climatiques, réduction des subventions pour le secteur pétrolier qui seraient allouées à celui des nouvelles technologies, développement du transport électrique, etc.). Selon eux, la baisse de valeur de leurs actifs n'aura pas lieu puisque, si l'on regarde les autres scénarios proposés par l'AIE, la demande pour le pétrole devrait continuer d'augmenter (scénario de statut quo et scénario Nouvelle Politique⁴). Aucune présentation détaillée relative à leur évaluation du risque carbone par type d'actif ou d'énergie ne vient cependant étayer leurs propos. Elle permettrait pourtant de rassurer les investisseurs inquiets.

Quoi qu'il en soit, la réduction des dépenses en capital annoncée récemment par les groupes pétroliers indique que les prix du pétrole n'atteignent pas les niveaux escomptés pour permettre à ces entreprises de dégager des rendements élevés. S'ajoutent à cela les retards importants et réguliers qui concernent notamment les projets à haute intensité capitalistique, comme nous l'avons évoqué avec le gisement de Kashagan ou les opérations de forage de Shell dans l'Arctique.

L'attitude des compagnies pétrolières rappelle celles des entreprises publiques spécialisées dans l'énergie qui, dix ans plus tôt, avaient refusé d'investir massivement dans les

énergies renouvelables. C'est notamment le cas du géant allemand, RWE, aujourd'hui contraint d'investir dans des centrales à charbon après l'annonce faite par l'État allemand, en 2011, de réduire progressivement la production d'énergie nucléaire dans le pays dès 2015. Étant donné son exposition limitée aux énergies renouvelables (représentant environ 6 % seulement de son portefeuille), l'entreprise ne dispose pas d'une marge de manœuvre importante. À l'inverse, en profitant de subventions et d'un accès au réseau privilégié, le secteur des énergies renouvelables a ainsi pu augmenter ses parts de marché de façon spectaculaire, lesquelles s'élèvent aujourd'hui à 24 % du marché allemand. Le nouveau PDG de RWE, Peter Terium, a récemment reconnu que l'entreprise avait « peut-être trop tardé » à entrer sur le marché des énergies renouvelables.

Quels choix s'offrent aux investisseurs ?

Pour résumer, l'attitude des investisseurs vis-à-vis du changement climatique pourrait suivre l'un des deux scénarios suivants :

- Selon le scénario 450, la croissance des compagnies pétrolières sera moins importante que l'estimation actuelle du marché. La valeur de leurs actifs est donc surévaluée et les investisseurs n'ont pas intérêt à investir dans ces entreprises.
- Dans le scénario de statut quo, la croissance future devrait correspondre aux prévisions de marché actuelles, si l'on écarte la possibilité de dommages matériels causés par les événements climatiques, lesquels affecteraient également l'économie réelle. Bien que, dans un tel contexte, il puisse sembler intéressant de se positionner sur des projets à court et moyen terme, les investisseurs doivent se demander si leurs choix d'investissement ne participent pas au développement d'un scénario climatique qui pourrait avoir un effet désastreux sur leurs investissements à long et moyen terme.

⁴ Le scénario Nouvelle Politique prend en compte les engagements pris par les différents pays et les programmes envisagés qui tiennent compte, d'une part, des promesses faites au niveau national sur la réduction des émissions de gaz à effet de serre et prévoient, d'autre part, une réduction progressive des subventions sur les énergies fossiles. Les conditions de leur mise en place doivent toutefois encore être définies ou présentées. Ces différents éléments constituent la base du scénario proposé par l'AIE.



nouveaux accidents, comme celui de Macondo, qui pourrait se traduire par une baisse de la valeur des actifs. Par conséquent, les investisseurs doivent réfléchir au profil de risque/rendement avant de s'engager.

Sans attendre le débat sur les actifs échoués ou sur la nécessité pour les investisseurs de se détourner des compagnies pétrolières pour maintenir un même niveau de rendement, Mirova est convaincue, et ce depuis plusieurs années, que les marchés offrent bien d'autres profils de risque/rendement attractifs. Nous pourrions toutefois revoir notre position si nous observions une stratégie d'entreprise en ligne avec les objectifs économiques de réduction de carbone. On peut également se demander si les débats actuels relatifs aux perspectives économiques du secteur pétrolier reposent sur une analyse approfondie ou sont simplement l'expression des inquiétudes qui entourent les différents styles d'investissements concernés : passifs, quasi-passifs (avec une petite marge de manœuvre permettant de s'écarter des benchmarks traditionnels) ou à court-terme.

Bibliographie

Agence internationale de l'énergie. Novembre 2012, *Perspectives énergétiques mondiales, 2012.*
<http://www.worldenergyoutlook.org/>

Mirova, Université de Cambridge. Décembre 2013, *Mobilité durable.* <http://www.mirova.com/>

Mirova, Février 2014, *Pétrole offshore en Arctique : doit-on geler les investissements ?* <http://www.mirova.com/>

Kepler Cheuvreux. Janvier 2014, *Delivery Matters.*

AVERTISSEMENT

Ce document d'information à caractère non contractuel est destiné à des clients professionnels/non professionnels au sens de la Directive MIF.

Il ne peut pas être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, distribué ou publié, en totalité ou en partie, sans autorisation préalable et écrite de Mirova.

Ce document est produit à titre purement indicatif. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Mirova se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis.

Le contenu de ce document est issu de sources considérées comme fiables par Mirova. Néanmoins, Mirova ne saurait garantir la parfaite fiabilité, exhaustivité et exactitude des informations provenant notamment de sources extérieures et figurant dans ce document.

Les simulations/hypothèses sont réalisées/indiquées à titre d'exemple, elles ne constituent pas un engagement contractuel de la part de Mirova et ne sauraient engager sa responsabilité

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées et les simulations de performances passées ou futures ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un fonds ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Mirova exclut des fonds qu'elle gère directement, toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions

Mentions complémentaires :

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite.

Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean

Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.
France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.
En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.


Mirova. Responsible investing*

MIROVA

Mirova est une filiale de Natixis Asset Management
Société anonyme au capital de 7 461 327,50 €
Agrément AMF n° GP 02-014 - RCS Paris 394 648 216
21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris

NATIXIS ASSET MANAGEMENT

Société de gestion de portefeuille
Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90-009 - RCS Paris 329450738
21, quai d'Austerlitz - 75013 Paris

* Plus d'info :
 www.mirova.com

Suivez-nous :
 @Mirova_RI  Profil Mirova

* Responsible investing : investir responsable