

Baisse du pétrole : des marchés financiers sous influence

Et si les marchés retenaient comme unique boussole le prix pétrole ? Au regard du niveau extrême de corrélation entre les marchés d'actions et les cours de l'or noir, la question reste de savoir si ce phénomène se justifie dans les fondamentaux. Faut-il trembler devant de tels mouvements de marché ? Décryptage par Didier Bouvignies et Philippe Chaumel, Associés-Gérants, co-responsables de la gestion, Rothschild & Cie Gestion.



Philippe Chaumel et Didier Bouvignies
Associés-gérants, co-responsables de la gestion

“
La chute
de l'or noir
suscite à
présent des
inquiétudes
”

0,97. Telle a été la corrélation en janvier entre les variations journalières de prix du baril et de l'indice Standard & Poor's 500, soit un niveau mensuel jamais égalé depuis 26 ans. Cela n'est pas sans rappeler d'autres situations similaires où les marchés avaient décidé que leur direction ne dépendrait que d'un paramètre particulier. En 2011, le taux des obligations périphériques dictait dans des proportions extrêmes le comportement des actions, et cette corrélation démesurée indiquait un excès d'aversion au risque et un éloignement des fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques.

Considérée comme un élément favorable jusqu'en novembre 2015, pour quelles raisons la baisse du pétrole provoque désormais un net recul des marchés financiers ? La chute de l'or noir suscite à présent des inquiétudes quant aux effets négatifs pour les entreprises, à la situation des pays producteurs endettés en dollar dont la devise s'effondre, et au risque de contagion du secteur financier au reste de l'économie. De plus, la baisse du baril est perçue comme une indication de récession plus brutale qu'attendue dans les pays émergents ou, plus globalement, comme le reflet d'un ralentissement marqué de l'économie mondiale.

Formation du prix du pétrole : de multiples paramètres

Le prix du pétrole est tout d'abord la résultante de transactions physiques où la demande rencontre l'offre d'or noir. En 2015, si la demande a cru de 1,7 million de barils/jour, l'offre a également progressé, affichant une offre excédentaire de 1,7 million de barils par jour, majoritairement sous l'effet de la croissance de la production aux Etats-Unis et en Arabie Saoudite. En 2016, les analystes prévoient une offre stable, sous réserve d'une production iranienne en hausse de 400 000 barils par jour et d'une réduction de 600 000 barils par jour de la production non OPEP, soit un surplus d'offre de 0,5 million de barils par jour, un tiers donc de celui de 2015. Si pour l'année en cours, il semble hasardeux d'établir des prévisions précises, il semblerait qu'à moyen terme, les spécialistes s'accordent sur une remontée des cours du pétrole. Un cours autour des 30 dollars le baril impliquerait qu'un très grand nombre de projets à venir soient abandonnés. Les 380 milliards de dollars d'investissements remis en question par les compagnies pétrolières équivalent à une production de 1,5 million de baril par jour, une offre qui aurait dû arriver sur le marché en 2021. Les points d'équilibre pour ces

“
Un niveau
inférieur à
30 dollars ne
reflète pas
les données
fondamentales.”

projets décalés, voire annulés, restent à des niveaux élevés, à savoir 64 dollars le baril en moyenne pour les projets en eaux profondes, 55 dollars le baril en eaux peu profondes et 58 dollars le baril en on-shore et bitumineux. Et même si les points morts des projets en américains On shore continuent de baisser (-30% depuis 2014), les prévisions de Deutsche Bank s'établissent à 52 dollars le baril pour le WTI en 2017 et 55 dollars le baril pour le Brent.

Par ailleurs, peu d'analystes avaient anticipé la croissance de l'offre de l'Arabie Saoudite en 2015, une économie dont le déficit budgétaire est de 20% du PIB. Même si celle-ci désire casser les projets de production américains et gagner des parts de marché, l'Arabie Saoudite ne peut faire durer une telle situation budgétaire plus de quelques années, sans entrainer des problèmes sociaux.

Sans vouloir se prononcer sur le juste prix d'équilibre du baril, il nous semble que beaucoup de facteurs ont pesé de façon excessive, et qu'un niveau inférieur à 30 dollars ne reflète pas les données fondamentales. Que ce soit pour des raisons économiques, telles que de bons chiffres macroéconomiques, politiques, comme une meilleure maîtrise de la production, ou financières, telles qu'un retournement de positions spéculatives, toute reprise du prix du baril pourrait conduire à un retournement des positions, éloignant ainsi les craintes exacerbées par la récente baisse de l'or noir.

Enfin, il ne faut pas négliger l'impact des positions financières sur le marché du pétrole qui représentent 20 à 30 fois celles des acteurs de l'industrie énergétique, et dont le sens peut être influencé par des vues d'intermédiaires financiers alarmistes. Ainsi quand le pétrole touchait un plus haut à 146 dollars le 30 juin 2008, certains voyaient l'or noir s'envoler jusqu'à 300 dollars. Ceux-là mêmes qui, lors de l'intervention américaine en Irak, pressentaient un repli en dessous de 10 dollars, et avancent actuellement un prix du baril à 20 dollars. Notons d'ailleurs que ces acteurs financiers peuvent couper très rapidement leurs positions vendeuses, preuve en est la hausse de 20% du prix du baril après le discours de M. Draghi, le 21 janvier 2016.

Pays producteurs, pays consommateurs : des impacts opposés

La situation est évidemment compliquée pour les pays producteurs de pétrole dont l'économie n'est pas suffisamment diversifiée à l'instar du Venezuela, du Nigéria, de la Russie, de l'Afrique du Sud et du Brésil. Ces derniers ont vu leur devise baisser en lien avec la valeur de leurs exportations de pétrole. Parallèlement, certains d'entre eux doivent faire face à une inflation importée les empêchant de procéder à une réduction de leurs taux d'intérêt et de relancer ainsi leur économie. Le montant des dettes en devises étrangères considérées comme à risque, voire douteuses, s'élève à 221 milliards de dollars. Même s'il faut relativiser le poids de ces pays, il n'en demeure pas moins que nous avons identifié leur potentielle fragilité et nous ne sommes pas exposés à leur dette souveraine ou à leurs actions.

Aux Etats-Unis, l'investissement dans le secteur énergétique, qui représentait 11% de l'investissement industriel en 2012, est tombé à 5% en 2015. Parallèlement, de nombreux emplois ont été supprimés dans certains états américains dont l'économie dépend de la production de pétrole et de gaz de schiste. Selon le FMI, l'exposition des bilans bancaires au secteur énergétique s'élève à 275 milliards de dollars, soit 2% de leurs actifs, tandis que le secteur du high yield énergétique représente 270 milliards de dollars. Le rendement du high yield énergétique aux Etats-Unis est de 18%, ce qui intègre déjà un

“
Nous avons
maintenu
depuis 2006
une sous-
pondération
sur les titres
du secteur
pétrolier.”

”

taux de défauts de 25%. Ces chiffres sont à mettre en perspective avec la capacité bénéficiaire bancaire annuelle américaine de 150 milliards de dollars ou du montant des subprimes et autres CDO/CLO qui représentaient plusieurs milliers de milliards de dollars. Nous pensons donc que la situation a peu de risque d'entraîner une crise systémique.

En revanche, il nous semble que le principal effet positif de la baisse du pétrole soit le transfert de richesse des pays producteurs vers les états consommateurs. L'efficacité économique de ce transfert est d'ailleurs amplifiée par le fait que la propension à consommer de ces derniers s'avère plus importante que celle des pays producteurs qui ont tendance à épargner. Ainsi le gain de pouvoir d'achat reste une source de croissance importante dans des pays qui sont déjà repartis comme les Etats-Unis ou ceux qui sont en redémarrage comme l'Europe et constitue un rempart au risque de récession mondiale.

Implications pour notre gestion de conviction

Au sein de nos fonds diversifiés, notre exposition aux actions et aux obligations émergentes, ainsi qu'au marché du High Yield énergétique américain reste nulle. En revanche, nous privilégions les actions de l'Eurozone, dont la reprise de cycle est enclenchée et qui profite fortement de la chute du Brent et d'une valorisation très attractive.

Au sein des fonds actions, nous avons maintenu depuis 2006 une sous-pondération sur les titres du secteur pétrolier. Nous pensions à l'époque que le prix du Brent n'était pas soutenable, et que les investissements massifs réalisés par les sociétés du secteur lorsque le prix du pétrole était élevé conduiraient à une forte détérioration des retours sur capitaux engagés. Ces entreprises s'avèrent fortement dépendantes d'une hausse du prix de l'or noir pour rentabiliser leurs investissements, faute de s'être positionnées sur de nouveaux projets lorsque les cours du pétrole baissaient. Notre surpondération aux secteurs des loisirs/voyages et de la construction, consommateurs directs ou indirects de pétrole, nous permet de bénéficier de la baisse des prix de l'énergie.

Avertissement

Les commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne constituent pas une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Rothschild ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux (Reproduction totale ou partielle interdite sauf accord préalable de Rothschild & Cie Gestion). Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. Rothschild n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsables de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Rothschild vous a déjà informé et insiste sur le fait que vous devez faire valider les aspects juridiques et fiscaux qui peuvent figurer dans le présent document par vos conseils habituels. Les performances passées ne sauraient garantir les performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps.