



Lettre n°3

Le pétrole : effondrement temporaire et incidence boursière irraisonnée

« *Attendre et espérer* », Alexandre Dumas – Le Comte de Monte Cristo

La chute des prix du pétrole, 45% depuis le début de l'année, à \$36/b et plus encore l'effondrement concomitant des bourses n'a pas de sens économique et traduit la perte de repères des investisseurs. Une telle baisse des prix du brut, c'est une économie approximative de \$ 1000 milliards pour les pays consommateurs, c'est plus de 1% du PIB mondial redistribué en faveur des ménages et des secteurs utilisateurs de pétrole, c'est moins d'inflation et donc plus de marge de manœuvre pour les banques centrales. Autant d'efforts financiers que les gouvernements européens ou asiatiques pourront économiser à un moment clé où les pays s'efforcent de concocter des mesures de relance.

L'énergie a été le plus mauvais secteur boursier du S&P500 ces dix dernières années car certains investisseurs se désintéressent du secteur des énergies fossiles et, après juillet 2008, comme après juin 2014, les prix ont perdu 75%, la première fois de \$147 à \$36/b, la deuxième de \$115 à \$28/b. Le secteur représentait en 2009, 14% de cet indice, aujourd'hui 4%.

Sous l'angle de la demande

Pour la première fois depuis 2009, la demande mondiale de brut pourrait, selon l'Agence Internationale de l'Energie, baisser cette année de 400 000 b/j, soit 0.4%. Trois raisons à cela, la Chine, le transport aérien et le ralentissement des économies. La Chine, c'est 15% de la consommation mondiale, un peu plus de 14 millions de barils/jour contre 5.7 millions b/j en 2003 et c'était, ces dernières années, les ¾ de la demande annuelle additionnelle de brut.

Au premier trimestre, la demande aurait, selon les estimations de Gunvor et Vitol, reculé de 2 à 4 millions de b/j. L'activité économique commence à reprendre mais il faudra plusieurs semaines pour retrouver le sillon normal de croissance de la demande. Le transport aérien, c'est 8% de la consommation mondiale et les compagnies ont réduit la fréquence de leurs vols. Les perspectives de l'économie mondiale, c'est au minimum un trimestre perdu et peut-être plus si le virus persiste ou mute. La Banque Mondiale escomptait une croissance du PIB de plus de 3% en début d'année, aujourd'hui 2.4%, ce qui signifie, pour beaucoup d'économies une récession.

Sous l'angle de l'offre

L'OPEP a rarement été aussi divisé et confronté à des enjeux différents : Iran et Venezuela subissent les sanctions américaines et une forte baisse des exportations, la Lybie, en guerre, subit une baisse de production de 1.2 million b/j à 120 000b/j, le Nigéria est politiquement faible.

Depuis 2008, les Etats-Unis ont gagné beaucoup de parts de marché et la production, fin février a atteint un record à 13.1 millions b/j, une hausse remarquable de 3.4 millions b/j depuis 2016. De 9% en 2008 de la production mondiale, les américains sont passés, si on inclut les condensats, à 17% et certaines estimations de l'Agence Internationale de l'Energie inclinent à

penser que la production de pétrole de schiste pourrait encore s'accroître de 50% d'ici 2025. Les exportations de brut étaient à 0.5 million b/j début 2016 mais 3.7 millions b/j fin 2019. C'est cette progression que les deux autres grands producteurs, la Russie, 11.6 millions barils/jour et l'Arabie Saoudite, 9.7 millions barils/jours, mais un potentiel proche de 12 millions barils/jour, souhaitent interrompre. Las d'abaisser l'extraction de 1.2 million barils/jour en 2019, 1.7 million barils/jour fin 2019 pour essayer de tenir les prix, ils sont déterminés à affaiblir l'industrie du pétrole de schiste aux Etats-Unis. Une industrie certes flexible qui a montré en 2014 sa capacité à abaisser les coûts de production autour de \$50/baril selon les champs mais des entreprises endettées qui devraient refinancer \$60 milliards de dettes cette année, pourraient avoir du mal à trouver un écho favorable des banques, affaiblies et aux prises avec la pression des écologistes.

Un prix du baril à \$36, va freiner l'accroissement initialement attendu, 2.3 millions b/j, de la production hors OPEP aux Etats-Unis, en Norvège, au Brésil et au Canada.

Sous l'angle politique

Les incidences sont nombreuses. Aux Etats-Unis, si faillites il devait y avoir au Texas, au Dakota ou dans d'autres Etats producteurs, il y aurait plus de chômage et la réélection de Donald Trump pourrait être d'autant plus mise en cause que le Congrès, à majorité démocrate, bloquera des allègements d'impôts. En Russie, le pays est riche de \$570 milliards de réserves de devises, plus d'un tiers de son PIB, dont \$150 milliards dans un fonds souverain. Le rouble, en baisse de près de 20% cette année, au plus bas depuis quatre ans, amortit l'impact du recul du prix du brut pour les compagnies pétrolières. Le pays est supposé équilibrer son budget à un peu plus de \$40/baril mais les recettes budgétaires, un tiers provenant du pétrole, diminueront, Poutine aura plus de difficultés à financer son programme de modernisation de l'économie, évalué à Euros 300 milliards mais le pays a peu de dettes, et des coûts de production modérés. Poutine, fâché des sanctions économiques américaines, des mesures contre le pipeline Nord Stream II, qui relie la Sibérie à l'Allemagne, veut en découdre avec les américains.

En Arabie Saoudite, on trouve la même détermination mais les enjeux diffèrent. Le pays dispose de \$500 milliards de réserves de change et a l'avantage de coûts de production très bas, à moins de \$3/baril, mais l'inconvénient d'une population, 29 millions, en croissance rapide, un doublement prévu d'ici 2050, et a besoin d'un prix du brut supérieur à \$80/baril pour équilibrer son budget, financer son programme de modernisation de l'économie et créer des emplois. Le pays est peu endetté mais cette année le déficit budgétaire devrait doubler et excéder 10% du PIB. La population a majoritairement moins de 30 ans et la difficulté à créer des emplois pourrait fragiliser Mohammed Ben Salman qui, pour conjurer le sort vient d'arrêter Ben Nayef, ancien ministre de l'intérieur et le frère du roi. D'autres pays, Algérie, Nigéria, Angola, Irak, vont être très fragilisés par cette baisse.

Sous l'angle boursier

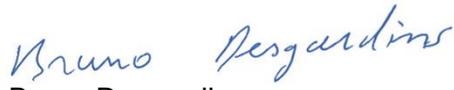
Toutes les valeurs pétrolières ne sont pas affectées à l'identique. Avec la perspective d'une hausse des ventes saoudiennes, donc du transport de brut, le norvégien Frontline et son concurrent Euronav profitent grâce à leur flotte de VLCC. Hors pétrole, les chimistes sont bénéficiaires de la chute des prix et le transport aérien ne pourra que se réjouir mais on n'achètera pas le secteur. On évitera les sociétés dans l'offshore profond comme Transocean car ce segment aura peine à être compétitif contre le brut saoudien. On évitera les pétrolières endettées comme Occidental et les sociétés spécialisées dans le pétrole de schiste car ces dernières auront peine à refinancer \$60 milliards de dettes à haut rendement en 2020 et \$200 milliards d'ici 4 ans (Moody's) et risquent de faire faillite. Au regard de la hausse des créances douteuses, on restera à l'écart des banques.

On pourra s'intéresser à des Majors comme Shell qui, au cours d'hier offrait un rendement de 9%. Gardons néanmoins à l'esprit que si les sociétés pétrolières ont su s'adapter en 2014 à la baisse des prix de \$100/baril à \$60/b, le défi est autre.

Conclusion

La baisse des prix du pétrole, comme celle des taux représentent une aubaine pour les ménages qui tempère l'inquiétude de certains sur les capacités d'intervention des banques centrales et d'Etats déjà très endettés. Avec la reprise progressive de l'activité en Chine et dans les transports, les surcapacités de production de brut, 3.5 millions b/j, devraient se réduire tandis que l'effort d'exploration diminuera et qu'il n'y aura pas remplacement des réserves. On profitera néanmoins d'une remontée des bourses pour apporter une tonalité plus défensive aux portefeuilles car la volatilité persistera, même si la FED abaisse à nouveau ses taux en mars et les met à zéro en juin, même si la Banque d'Angleterre fait de même et si la BCE accroit le TLTRO.

Genève, le 10 mars 2020


Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion