



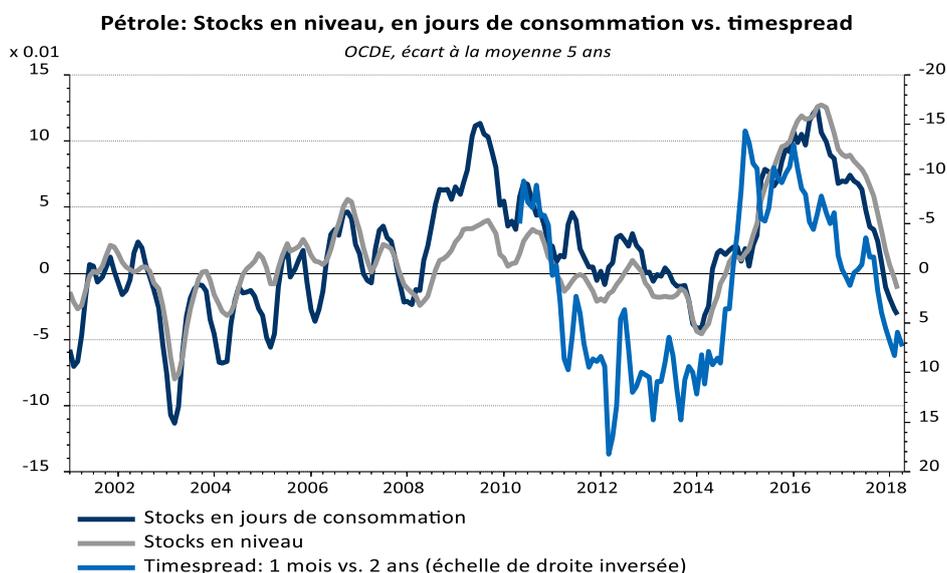
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
23 avril 2018

Le pétrole fort. Un vrai danger ou une réelle opportunité ?

Rappelons avant toute chose que nous sur pondérons l'énergie (allocation stratégique) au sein des matières premières depuis le début février¹ pour différentes raisons ; faible potentiel de hausse des taux réels, maintien d'un rythme d'expansion élevée, bonne performance usuelle en dernière partie de cycle, baisse des stocks, situation de « backwardation »,

A 74 USD le baril, le Brent a donc atteint son plus haut niveau depuis fin 2014. Derrière la hausse cumulée des prix de plus de 60% depuis juin 2017, il y a plusieurs facteurs de nature économique au 1^{er} rang desquels figure la hausse de la demande de pétrole (qui est restée dynamique au 1^{er} trimestre, comme l'attestent les données préliminaires de consommation disponibles dans certains pays comme la France et l'Italie) et la poursuite du recul des stocks. Les stocks américains sont ainsi 110mn de barils en-dessous de leur niveau de l'an dernier et 12mn sous la moyenne 5 ans. Au niveau de l'OCDE, et en termes de jours de consommation, ils sont 3,1% en-dessous de la moyenne 5 ans (cf. graph ci-dessous).



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

N'oublions pas non plus le rôle du dollar baissier et l'effet des accords de limitation de la production passés entre l'OPEP et la Russie fin 2016 et prolongés fin 2017 (jusqu'à fin 2018).

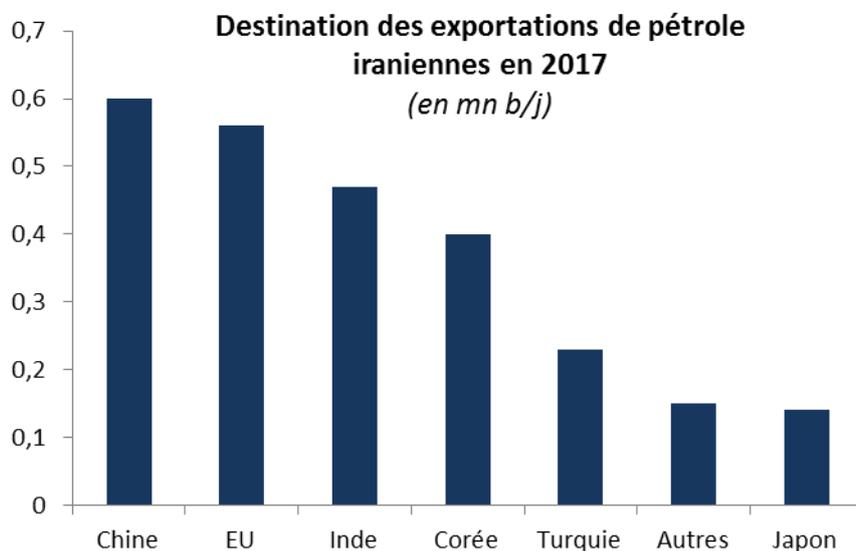
¹ Voir nos différentes revues mensuelles Asset Allocation à ce propos.

Mais depuis la mi-mars, ce sont indéniablement des facteurs politiques qui ont joué un rôle quasi-exclusif dans les pressions haussières. La nomination de M. Pompeo en tant que « Secretary of State » (le 13 mars) et de J. Bolton (le 22) en tant que « National Security Adviser » a évidemment joué un rôle important dans la formation des anticipations. Avant ces nominations, le prix du Brent s'établissait autour de 65 dollars. On sait qu'ils ont chacun des visions très tranchées en termes de politique étrangère et notamment vis-à-vis de l'Iran, étant tous deux fortement opposés à l'accord signé en juillet 2015 et entré en vigueur en janvier 2016 entre l'Iran, les USA, la Chine, la Russie, et l'Union Européenne (Allemagne-France-Royaume Uni). M. Pompeo a notamment milité pour des frappes militaires contre les infrastructures nucléaires iraniennes. Surtout, ils remplacent 2 personnalités plutôt opposées à Trump sur ce sujet. Dès lors, le marché a vraisemblablement accordé une probabilité bien plus importante d'un retour des sanctions américaines sur le pétrole iranien le 12 mai prochain (date-limite fixée par Trump) et d'un embargo de certains pays.

De quels montants parle-t-on ?

La production iranienne en 2017 était de l'ordre de 4,4mn b/j, mais environ 1,8-2mn b/j étaient consommés localement, d'où un poids d'un peu moins de 2,5mn d'exportations nettes sur le marché. Un embargo total sur les exportations iraniennes de brut se traduirait ainsi par une hausse « mécanique » d'environ 25 dollars (soit un niveau d'environ 90 dollars pour un prix d'équilibre de 65 dollars). A l'opposé, un embargo exclusivement unilatéral des USA contre l'Iran n'aurait a priori pas d'impact puisque l'Iran n'exporte pas de pétrole brut aux Etats-Unis.

Entre ces 2 scénarios extrêmes figurent toute une série de scénarios intermédiaires d'embargo partiel. Le principal consommateur de pétrole iranien est la Chine, suivie de l'UE puis de l'Inde (voir graph ci-dessous).



Sources : IEA, Reuters, Les Cahiers Verts

Dès lors, la réussite de l'embargo repose sur la volonté d'autres pays de réduire leurs importations de pétrole iranien, par craintes de représailles de la part des USA. Pour la Chine, cela semble peu vraisemblable, surtout dans le cadre de la guerre commerciale actuelle. Il semble également peu probable que les européens coupent totalement leurs importations comme en 2012, mais les

pétrolières et les banques européennes pourraient subir des pressions américaines pour réduire fortement leur demande.

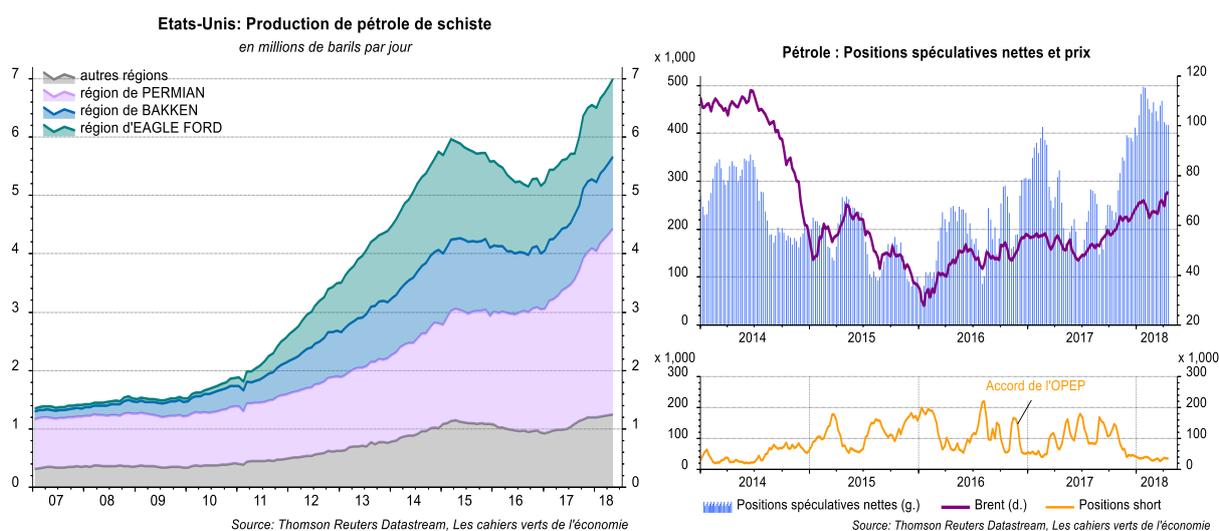
Le timing et l'étendue des sanctions constitueront donc des éléments-clé pour pouvoir apprécier l'impact précis sur les prix. Il faut être conscient que dans la mesure où le marché du pétrole est de nouveau relativement tendu (faiblesse des capacités disponibles de l'OPEP en % de la consommation mondiale), la moindre tension sur l'offre productive peut se traduire par une hausse de prix à court terme.

Au final, en utilisant divers scénarios d'embargo, nous estimons une baisse statique de l'offre comprise entre 0,4 et 0,8mn b/j, soit au plus 0,8% de l'offre mondiale. Il en découle un impact haussier de 5-9 USD sur les prix, ce qui correspond presque à la hausse depuis la mi-mars.

Mais il faudrait aussi tenir compte des tensions liées à la Syrie qui se sont ajoutées aux incertitudes dernièrement. L'incidence directe de ces événements sur le prix du baril est nulle dans la mesure où la production syrienne s'est effondrée depuis le démarrage de la guerre civile (de 400k barils-jours à l'origine à environ 15k aujourd'hui). Il s'agit plutôt d'un risque de polarisation et d'intensification du conflit avec, d'un côté, un axe Russie/Iran/Syrie et, de l'autre, USA/ Arabie Saoudite/Israël. Avec, en toile de fond, le poids –gigantesque– de la Russie sur le marché (production de 11 millions de barils-jour et plus de 7 millions d'exportations nettes). Difficile de correctement mesurer l'incidence précise de ces événements, mais une prime additionnelle de 5 dollars nous semble plausible.

Dès lors, par rapport à un prix d'équilibre de l'ordre de 65 dollars, cela nous met un potentiel de tensions additionnelles jusqu'à environ 80 dollars.

Peut-on aller plus loin, hors forte dégradation géopolitique ? Il y a 2 arguments (cf. graphes ci-dessous) qui nous empêchent d'envisager des tensions durablement plus fortes. D'abord la production de pétrole de schiste aux USA demeure dynamique et accélère (elle augmente de 5% sur 3 mois), même si son impact sur les prix est relativement lent. Ensuite, il ne faut pas oublier que les positions spéculatives nettes haussières sont toujours proches de leur plus haut historique. Le carry et la situation de backwardation contribuent sans doute à maintenir ces positions spéculatives, mais la moindre amélioration au plan géopolitique devrait rendre cette situation vulnérable.



Quid des conséquences de marché ?

Les tensions pétrolières n'ont pas en soi d'impact négatif sur le marché actions. Tout dépend de l'ampleur, de la rapidité du choc et du contexte dans lequel il se situe. Beaucoup dépend aussi des causes du choc : un choc de demande (la hausse du prix du baril s'explique par la hausse de la demande) est évidemment moins négatif qu'un choc d'offre (disruption de l'offre liée généralement à une décision politique).

Ici, il ne s'agira pas en tout état de cause d'un choc pétrolier « à la » 1973-74 (hausse de 293% en 2 mois), 1978-80 (hausse de 178% en 2 ans) ou 1990 (hausse de 133% en 4 mois) à un moment où l'intensité énergétique et pétrolière de la croissance était beaucoup plus forte. L'essentiel de la hausse des prix entre juin 2017 et mars dernier était lié à la hausse de la demande. Seule la hausse de 13% enregistrée depuis la mi-mars correspond pour l'essentiel (à 80%) à un choc d'offre dont on a mentionné les causes supra.

Depuis 20 ans, on compte 9 phases de tensions pétrolières (hausse d'au moins 60%). Durant 7 cas sur 9, les marchés actions ont eu un rendement positif et ont surperformé les obligations souveraines (cf. tableau ci-dessous). Rappelons à ce propos que la hausse du prix du baril a quelques vertus pour le marché actions : impact favorable sur le secteur énergétique au sein des indices actions, potentiel d'achat d'actions des fonds souverains des pays exportateurs, bonne tenue du high yield américain (l'énergie pesant entre 15 et 20% des indices HY).

Performance des actions et des obligations aux Etats-Unis durant les périodes de forte tension pétrolière depuis 1999

	Hausse du Brent	Performance du T-Note 10 ans	Performance S&P500 (dividendes réinvestis)	Performance relative Actions/obligations
19/02/99-04/09/00	254%	1%	25%	23%
11/12/01-10/03/03	92%	18%	-29%	-39%
28/04/03-25/10/04	123%	7%	20%	15%
03/01/05-11/08/06	97%	0%	5%	9%
23/01/07-11/07/08	173%	13%	-11%	-21%
26/12/09-11/06/09	108%	-12%	10%	25%
02/09/10-02/05/11	69%	-3%	26%	30%
20/01/16-06/01/17	105%	-2%	25%	27%
22/06/17-23/04/18	61%	-5%	11%	17%
moyenne	114%	1%	12%	13%
médiane	101%	-1%	16%	20%

Sources: Datastream, Les Cahiers Verts

Les 2 exceptions constituent des fins de cycle et des dynamiques baissières partiellement indépendantes du pétrole (éclatement de la bulle internet en 2001-2003, grande crise de 2007-09).

Même dans le dernier choc d'offre notable en 2011 (guerre civile en Libye dans la foulée du printemps arabe, puis intervention militaire extérieure sous l'égide de l'ONU) n'a pas eu d'impact fortement négatif.

Quelles sont alors les meilleures couvertures dans un scénario de dégradation (relativement modérée) de la situation géopolitique ? Outre, les valeurs Oil & Gaz vs le reste de la cote au sein des actions et du crédit, le HY américain, les obligations indexées, la couronne norvégienne et le dollar canadien.

Soulignons tout particulièrement l'intérêt du marché actions russe. Il a fortement baissé depuis le 6 avril (-8,5%). Cela traduit un repli substantiel des valorisations et reflète une chute de l'appétit pour le risque spécifique car cela va bien au-delà des fondamentaux. En effet, les tensions géopolitiques avec les Etats-Unis ont été intenses en raison de dissensions dans le conflit syrien et le renvoi de diplomates des ambassades respectives². C'est ainsi que le marché apparaît bien plus attractif que les mois précédents à 5,7 de p/e 12m fwd soit 2% en dessous de la moyenne sur 10 ans. Le marché apparaît assez bon marché, survendu avec une prime de risque géopolitique qui nous paraît excessive dans une optique de moyen terme.

Et dans l'ensemble, le potentiel sur les BPA est plutôt haussier pour peu que le Brent se maintienne. Les prévisions de BPA ressortent à 15% de croissance pour 2018, ce qui est faible si l'on tient compte des déceptions récurrentes des dernières années. Ainsi, les BPA demeurent nettement en dessous de leur tendance de moyen terme, ce qui traduit l'intégration d'un changement de régime. Surtout, l'accélération du prix du Brent est évidemment de bon augure pour la dynamique des BPA.

²Le 6 avril, le bureau de contrôle des actifs étrangers (OFAC) américain a imposé des sanctions historiques contre 24 personnalités russes, et notamment des oligarques proches du pouvoir, tel que Oleg Deripaska, le propriétaire de UC Rusal (via EN+ group), le 2^{ème} producteur mondial d'aluminium. Dès lors, tous les investisseurs américains détenant des actions ou des obligations de Rusal (et des autres entreprises incriminées) ont jusqu'au 7 mai pour céder leurs titres. Par ailleurs, l'exécutif américain a également menacé toute entité qui faciliterait des transactions concernant ces entreprises (autre qu'à des fins de désinvestissement) de subir des « sanctions secondaires ». De fait, ces entités sont coupées de tout financement en dollars et la base d'acheteurs potentiels des titres cédés par les entités américaines est terriblement réduite. Ainsi, les banques russes, qui pourraient en théorie acquérir une partie de ces titres, vont craindre les sanctions secondaires américaines (étant donné que la plupart d'entre elles ont des opérations globales). Notons que les restrictions concernent également l'activité opérationnelle de Rusal, puisque les entités américaines n'ont plus le droit de lui acheter de l'aluminium.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**