



LE PETROLE DE SCHISTE AMERICAIN: UNE AUBAINE A DOUBLE TRANCHANT POUR LE MARCHE DU PETROLE



MICHAEL CLEMENTS, CFA
Head of European Equities
Portfolio Manager

«Les cours du pétrole se sont effondrés de plus de 60 % depuis mi-2014. En conséquence, la confiance des investisseurs dans les actions pétrolières est en berne et le secteur délaissé. Grandes sont les incertitudes concernant l'orientation des cours du pétrole à court terme, mais les prévisions indiquent que le marché devrait sortir de la surproduction et retrouver un équilibre dans les douze prochains mois.»



ALASDAIR CUMMINGS
Senior Analyst

La note suivante présente les opinions du gestionnaire de portefeuille au moment de sa publication.

RÉSUMÉ

- Les cours du pétrole se sont effondrés de plus de 60 % et demeurent peu élevés, notamment du fait de la production tenace du pétrole de schiste aux États-Unis.
- Le manque d'investissement actuel conduira inéluctablement à une sous-production, ce qui permettra le rééquilibrage des prix. La question reste de savoir quand cela se produira, car les cours du pétrole se heurtent à plusieurs difficultés qui pourraient empêcher durablement un rebond.
- Ainsi, pour favoriser la hausse des cours, il est essentiel d'investir dans des sociétés capables de résister à l'environnement actuel et qui se caractérisent par de faibles coûts de production, de faibles risques géopolitiques et un bilan solide.

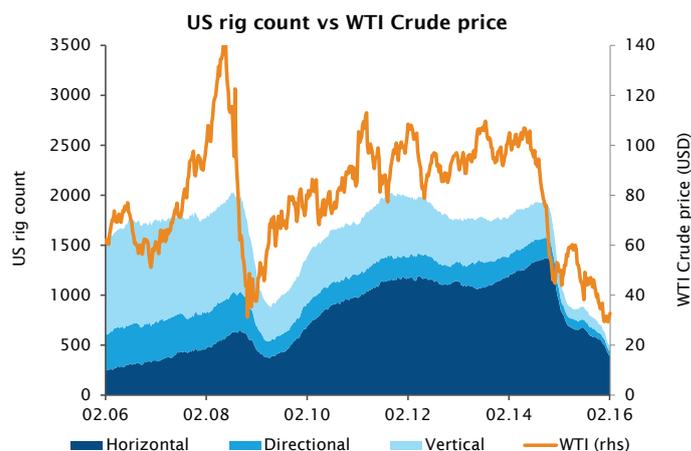
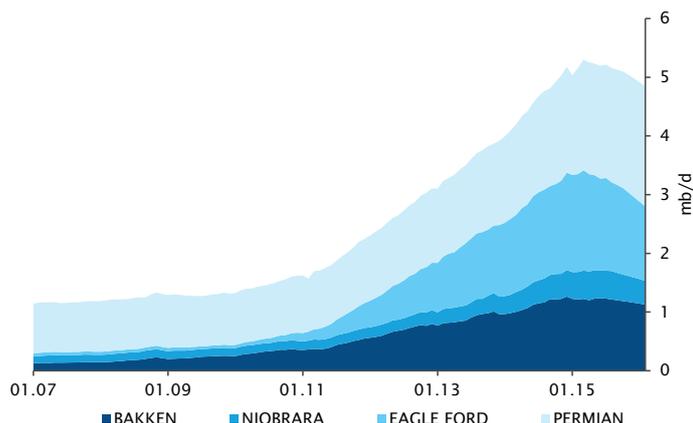
La période entre 2011 et mi-2014 était particulièrement favorable à l'essor du pétrole de schiste grâce à la stabilité des prix élevés du brut sur le marché mondial avec une moyenne de 110 USD/baril. Cette période a été marquée par des perturbations géopolitiques en Libye, en Irak et en Iran qui ont entraîné une pénurie des exportations sur le marché. C'est ainsi que le pétrole de schiste a fait son entrée en compensant ce manque au moyen des avancées technologiques du financement horizontal et de son financement par les cours «élevés» du pétrole et un faible coût de crédit. La croissance de production qui a suivi s'est

révélée spectaculaire, avec plus de 4,5 millions de barils par jour, soit près de 5% de la demande mondiale de brut.

La production du pétrole de schiste a résisté à la faiblesse des cours du pétrole.

La décision de l'Arabie saoudite de renoncer à son rôle de gardien du marché de l'OPEP et «d'ouvrir les robinets» ainsi que la reprise de la production en Irak ont provoqué la première baisse des cours fin 2014. En conséquence, le nombre de plates-formes pétrolières actives aux États-Unis (historiquement lié au volume de production du pétrole de schiste) a chuté, bien que la production du pétrole de schiste n'ait affiché qu'une baisse modérée. La résistance de la production du pétrole de schiste, ainsi que la fin des sanctions imposées à l'Iran ont conduit à une saturation de la production mondiale et ont renforcé la baisse des cours. Ainsi, le cours le plus bas depuis 12 ans, soit 26 USD/baril, a presque été dépassé dernièrement.

Oil Production of Selected US Shale Plays



Les stocks records et la résistance du pétrole de schiste pèsent désormais significativement sur les cours du brut.

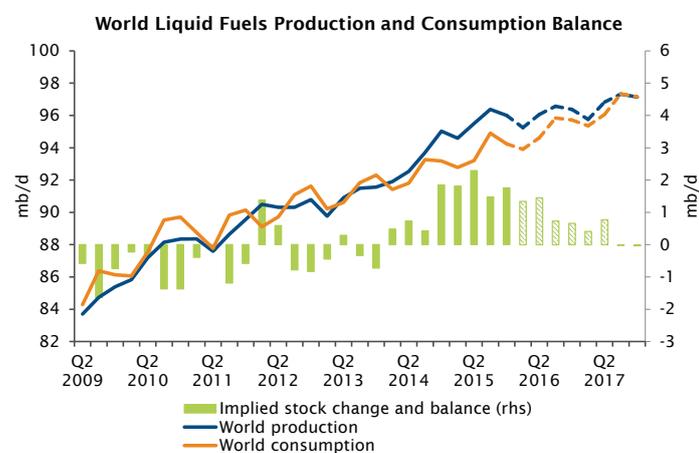
La surproduction mondiale a porté les stocks mondiaux à un niveau record de 1,5 à 2 millions de barils par jour. Compte tenu de la décision de l'Arabie saoudite de poursuivre sa stratégie axée sur la production (elle disposait récemment



de plus de 80 % des capacités de stockage mondiales), le pétrole de schiste américain devient désormais la source la plus fiable grâce à sa capacité à adapter prestement sa production pour équilibrer le marché. La production américaine de pétrole de schiste a résisté au fléau qui secoue le marché pétrolier mondial grâce à la sélection à laquelle procèdent les opérateurs de plates-formes pour favoriser les superficies les plus performantes. Elle a également été favorisée par les fortes réductions de coûts par puits, les accélérations des cycles, la meilleure productivité des puits issue d'innovations techniques et l'efficacité qui résulte de la répétition d'un processus industriel.

La poursuite de la baisse des cours peut-elle conduire au rééquilibrage du marché?

Le rééquilibrage de l'offre et de la demande s'avère beaucoup plus difficile que prévu malgré la nette détérioration, bien partie pour durer, de la situation financière des entreprises américaines d'exploration et de production liée aux prix peu élevés des cours du pétrole et à un accès réduit aux prêts. Dans le cas où les volumes de production ne diminueraient pas suffisamment en conséquence directe des faillites d'entreprises d'exploration et de production aux États-Unis, il est probable qu'une réduction de la production n'ait lieu que dans trop longtemps, voire pas du tout. Dans cette hypothèse, les prix pourraient s'effondrer à court terme pour atteindre le niveau des coûts au comptant, éliminant au passage l'offre du marché et la surproduction comme ça a déjà été le cas auparavant.

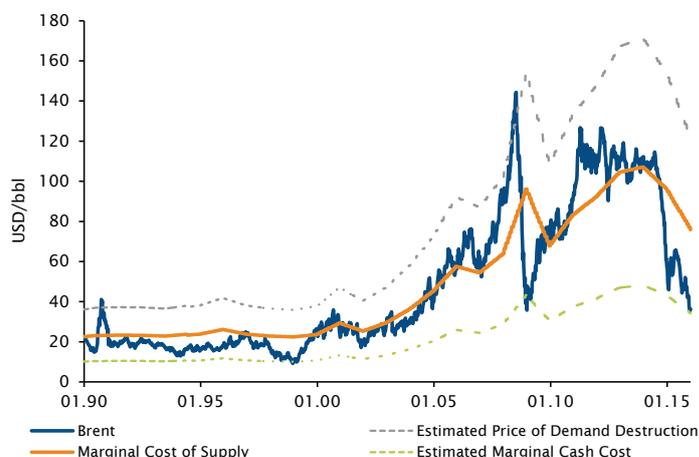


Source: Datastream, SYZ AM. Données au 01.02.2016

Une hausse des prix est nécessaire à la durabilité du secteur

Le cours du pétrole oscille généralement entre une offre excédentaire, où le prix au comptant détermine un prix plancher (inférieur à 25 USD/baril actuellement) et un prix faisant drastiquement reculer la demande (env. 120 USD/baril). Même si les cours peuvent excéder cette fourchette, ils s'aligneront sur le long terme avec les coûts de production marginaux ou le prix minimum nécessaire à la survie du secteur en amont. Ce dernier a baissé du fait de la déflation structurelle et cyclique des coûts sur toute la chaîne de production provoquée par les cours moins élevés. Suite à la décision de l'Arabie saoudite de poursuivre sa conquête des parts de marché, la capacité de stockage mondiale est passée sous le seuil des 5 % de la demande, ce qui est proche du plus bas historique. Cela indique que les cours

du pétrole devraient augmenter pour s'aligner aux coûts de production marginaux et même au-delà lorsque les stocks seront épuisés.



Source: Bernstein, Bloomberg, Factset. Data as at 31.12.2015

L'équilibre du marché du pétrole est fragile et est influencé par des facteurs imprévisibles.

L'excédent mondial actuel se situe entre 1,5 et 2 millions de barils par jour, ce qui représente une marge très faible (env. 2 %) de surproduction à l'heure où le marché produit 94 millions de barils par jour. La page suivante présente quelques-uns des facteurs plus ou moins imprévisibles qui peuvent faire basculer le marché et qui ont un impact significatif sur les cours du pétrole selon nos perspectives actuelles.

Identifier les opportunités sur le segment du pétrole européen.

Les cours du pétrole se sont effondrés de plus de 60 % depuis mi-2014. En conséquence, la confiance des investisseurs dans les actions pétrolières est en berne et le secteur est délaissé. Grandes sont les incertitudes concernant l'orientation des cours du pétrole à court terme, mais les prévisions indiquent que le marché devrait sortir de la surproduction et retrouver un équilibre dans un an. Toutefois, il existe toujours la possibilité que la faiblesse des cours du pétrole se maintienne. Dans le cadre de sa stratégie axée sur le risque baissier, l'équipe dédiée aux actions européennes de Groupe SYZ recherche des sociétés au modèle commercial éprouvé et capables de supporter les conditions actuelles difficiles grâce à trois qualités principales, outre leur valorisation attractive :

- 1. Exposition à des coûts de production peu élevés :** les sociétés exposées au segment inférieur de la courbe des coûts de production du pétrole bénéficient d'un avantage compétitif durable du fait qu'elles peuvent générer des liquidités et demeurer rentables même lorsque les cours sont au plus bas.
- 2. Faible exposition aux risques géopolitiques :** il est préférable d'éviter les sociétés dont les unités de production sont implantées dans les pays où les perturbations géopolitiques et où les réformes politiques peuvent facilement anéantir la valeur des actions.
- 3. Bilans solides :** ils permettent aux sociétés de résister à une faiblesse des cours prolongée et de fournir les ressources nécessaires pour saisir les opportunités d'acquisition d'actifs de qualité qui se présentent à des prix très intéressants.



En investissant dans des sociétés qui répondent à ces critères, le risque baissier est minimisé et, dans un contexte favorable, le risque devient asymétrique dès lors que les cours rebondissent. En effet, il semblerait que le remède aux prix bas du pétrole soit «les prix bas du pétrole». Le

manque d'investissement actuel dans le secteur en amont conduira sans doute à une sous-production, ce qui constitue un contexte idéal pour que le marché du pétrole soit de nouveau sauvé par le pétrole de schiste américain.

FACTEURS FAVORABLES	FACTEURS DÉFAVORABLES
<p>Les perturbations géopolitiques</p> <p>Le manque d'investissement actuel se traduira par une sous-production</p> <p>L'OPEP à la rescousse?</p>	<p>Une demande moins élevée que prévu</p> <p>Des hausses de l'offre plus importantes que prévu</p> <p>Des réductions des subventions</p> <p>Une avancée technologique</p> <p>Des véhicules qui consomment moins</p>
<p>En partie renforcées par les bas prix du pétrole dans les pays qui peinent à équilibrer leur situation économique dépendante de l'or noir, elles peuvent perturber l'offre et ainsi rapidement peser sur les marchés.</p> <p>À très long terme, la nouvelle offre requerra des prix plus élevés afin de stimuler l'investissement, de répondre à la future demande en hausse et de compenser la baisse prolongée (d'environ 5 % p.a.). En 2015-2016, et pour la première fois depuis 1986-1987, les dépenses en amont ont baissé sur deux années consécutives, ce qui prépare la voie à une pénurie de l'offre.</p> <p>L'OPEP (soit l'Arabie saoudite) pourrait inverser sa stratégie axée sur le volume pour alléger la pression fiscale. Toutefois, cela délivrerait également les producteurs de pétrole de schiste américains, c'est-à-dire leurs compétiteurs.</p>	<p>Compte tenu de l'appréciation du dollar, des difficultés que rencontrent les marchés émergents, du ralentissement économique en Chine et du retour du gaz dans la compétition, l'année 2016 ne verra probablement pas une demande de pétrole aussi élevée que prévu.</p> <p>L'Iran et la Libye contribuent de manière surprenante à cette hausse. Avec le retour de l'Iran dans le secteur, le marché pourrait se voir pourvu d'un million de barils supplémentaires par jour ; une probabilité renforcée par l'éventualité d'une ouverture aux investissements étrangers.</p> <p>Dans les marchés développés, les subventions pétrolières risquent de plus en plus d'être revues à la baisse dans le contexte de prix bas. Avec des subventions divisées par deux, la demande pourrait baisser de 3 millions de barils par jour.</p> <p>Cela pourrait détruire le monopole du pétrole en tant que carburant des moyens de transport du fait de la tendance à la protection de l'environnement. L'utilisation du pétrole pour les transports pourrait disparaître en aussi peu de temps qu'il faudrait pour remplacer la flotte mondiale de véhicules à essence par des véhicules alimentés par des sources d'énergie alternatives. De nouvelles normes apparaissent chaque jour dans le monde. Si on admet que l'efficacité des nouveaux véhicules s'améliore de 3 % p.a., et celle de la flotte totale augmente de 2 % d'ici 2020 (l'estimation de l'IEA s'élève à 2,5 %), cela représente des économies annuelles de <0,7 million de barils par jour, sachant que le transport routier représente 36 millions de barils par jour de la demande de pétrole.</p>

Source: SYZ AM.