



**Romain Friedman**  
Analyste Actions



**Jean Odendall**  
Analyste Crédit

Après la réunion très attendue de l'OPEP à Vienne vendredi dernier, il nous semblait important de faire un point sur les évolutions récentes du secteur de l'énergie.

Vendredi, aucun des pays membre de l'OPEP ne s'est prononcé en faveur d'une réduction des quotas de production. Ceux-ci ont même légèrement été augmentés de 30m bbl/jour à 31,5m bbl/jour s'alignant ainsi avec le rythme de production actuelle de l'OPEP (où personne ne respecte vraiment son quota). Cette augmentation des quotas ne prend toujours pas en compte la production de l'Indonésie (environ 850k bbl/jour) qui vient de réintégrer le cartel après 7 ans d'absence, ni même le retour de l'Iran dans la production mondiale. Elle reflète davantage notre vue initiale : le cartel a perdu tout contrôle sur le marché mondial.

Ces dernières semaines, l'organisation a rappelé que la stabilisation des prix nécessiterait une action conjointe avec d'autres pays non membres, tels que la Russie. Cependant, aucun producteur ne semble

vouloir réduire sa propre production de façon conjointe ou unilatérale. La guerre des prix devrait perdurer.

Tous les producteurs de pétrole se sont lancés dans des programmes de réduction de coûts de production. La dépréciation des devises des pays producteurs a accentué la baisse de leur coût de production en dollars. Le coût moyen d'extraction en dollars d'un baril en Russie est par exemple devenu l'un des plus compétitifs au monde. Il est devenu difficile voire impossible de classer les producteurs par leur coût de production car la courbe de coûts-production se déplace chaque jour.

**« Le coût moyen d'extraction en dollars d'un baril en Russie est devenu l'un des plus compétitifs au monde ».**

Le secteur est entré dans un cercle vicieux : pour rester compétitifs dans cet environnement de prix du pétrole bas, les producteurs à point mort plus élevés doivent mettre en place des mesures pour abaisser leurs coûts. En réduisant leurs points morts, cela leur permet de ne pas couper leur production malgré un baril en baisse de 50-60% depuis le début d'année, alimentant ainsi le déséquilibre offre-demande, que nous estimons à environ 2m bbl/jour.

En septembre, nous n'observions aucun début de capitulation sur le marché. Aujourd'hui, certains



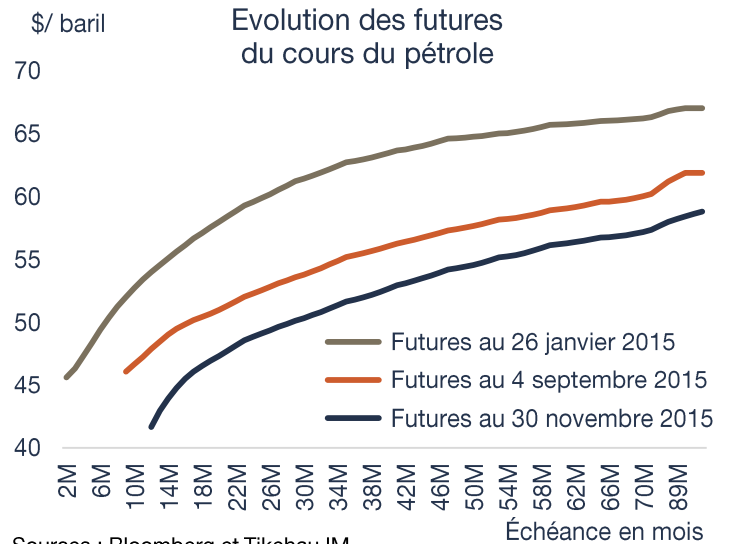
signaux semblent indiquer que nous nous en approchons. Aux Etats-Unis, alors que les producteurs de pétrole de schiste ont continué à profiter de marchés de capitaux accommodants et complaisants durant le 1<sup>er</sup> semestre, la donne semble avoir changé depuis cet été. De 179 opérations sur les marchés de capitaux (augmentation de capital et émissions obligataires confondues) totalisant 150 mds\$ sur les six premiers mois de l'année, on est passé à seulement 27 (soit 23 mds\$) durant l'été.

Ce phénomène de durcissement des conditions de financement devrait se poursuivre et conduire à la restructuration ou à la faillite des producteurs les moins compétitifs. Il pourrait même s'accélérer maintenant que le baril traite sous les 40\$.

Enfin, il nous semble que de plus en plus d'investisseurs commencent à intégrer une baisse du prix du pétrole pour une période plus longue. Alors que le prix des actifs côtés reflétaient des prix du pétrole sur le long terme autour de 90-100\$ durant la première moitié de l'année, les valorisations commencent maintenant à se détendre, reflétant aujourd'hui des prix à long terme de 65\$, plus en adéquation avec notre vue d'un prix bas pour longtemps.

A cet égard la poursuite de l'aplanissement de la courbe future du pétrole nous semble être un bon indicateur de début de capitulation.

Le catalyseur de l'accélération est difficile à prévoir (engorgement des capacités de stockage de pétrole,



mouvement de faillite des producteurs les plus endettés aux US, chute brutale de la demande de pétrole) mais celui-ci sera indispensable pour casser ce cercle vicieux et rétablir le déséquilibre offre-demande.

En attendant nous continuons à travailler sur le secteur et d'évaluer des opportunités d'investissement. Nous avons récemment initié certaines positions notamment dans le fonds Tikehau Income Cross Assets sur des actifs que nous estimons d'excellente qualité mais dont la valorisation intègre déjà des prix bas du pétrole pour longtemps. Cependant ces opportunités nous semblent encore trop peu nombreuses pour aujourd'hui lancer un fonds dédié à ce secteur. La capitulation du secteur est un prérequis. Elle semble débuter. Nous l'attendons et continuerons de vous tenir informés.

Achevé de rédiger le 7 décembre 2015