



Romain Friedman
Analyste Actions



Jean Odendall
Analyste Crédit

La décision était attendue depuis l'été 2015 : les sanctions contre l'Iran ont été levées la semaine du 16 janvier 2016. Cet événement va permettre à l'Iran de revenir sur les marchés internationaux en exportant une partie de sa production pétrolière, ce qui lui était interdit depuis 2012. Les autorités iraniennes ont annoncé pouvoir produire et exporter 500k b/j. Ce chiffre est probablement discutable à court terme car les infrastructures iraniennes, obsolètes et peu efficaces, nécessitent des investissements importants. Mais le pays peut dans un premier temps exporter une partie de ses barils stockés depuis plusieurs mois. A la production iranienne vient s'ajouter une offre mondiale de pétrole déjà surabondante, ce qui a lourdement pesé sur les cours. Depuis le début de l'année, le baril de Brent a perdu 20% et s'est solidement installé autour du seuil symbolique des 30\$.

Comme nous le rappelions dans notre précédente lettre, une stabilisation des prix ne viendra que lorsque le déséquilibre entre l'offre et la demande se réduira. Nous expliquions aussi qu'aucun producteur n'a intérêt à réduire sa production de façon unilatérale car cela le conduirait à perdre des parts de marché sans pour autant impacter le prix du pétrole. Seule une action commune entre L'OPEP et d'autres pays non membres, comme la Russie,

pourrait conduire à une stabilisation des prix.

Alors que cet accord nous paraissait encore peu probable il y a dix jours étant donné les rivalités entre l'Iran et l'Arabie Saoudite, les pays membres de l'OPEP ainsi que la Russie semblent avoir entamé des négociations concrètes. Le ministre de l'énergie russe a annoncé jeudi 28 janvier 2016 que l'Arabie Saoudite avait proposé une baisse conjointe de 5% de la production des pays de l'OPEP + Russie. Une baisse de production de 5% de ces pays se traduirait par une baisse de 2mb/j, éliminant ainsi le surplus d'offre mondiale, ce qui ferait naturellement remonter les prix du pétrole. Selon nous, un accord semble loin d'être gagné pour deux raisons :

- Il va à l'encontre de la stratégie de l'Iran d'augmenter sa capacité de production le plus vite possible
- Le timing pour l'Arabie Saoudite nous surprend : pourquoi conclure un accord maintenant alors même que sa stratégie d'affaiblir les producteurs américains de pétrole de schiste semble enfin porter ses fruits ?

« Le prix du baril de brut gravitant autour des 30\$ éloigne la perspective d'un retour vers les niveaux observés au début de la décennie ».

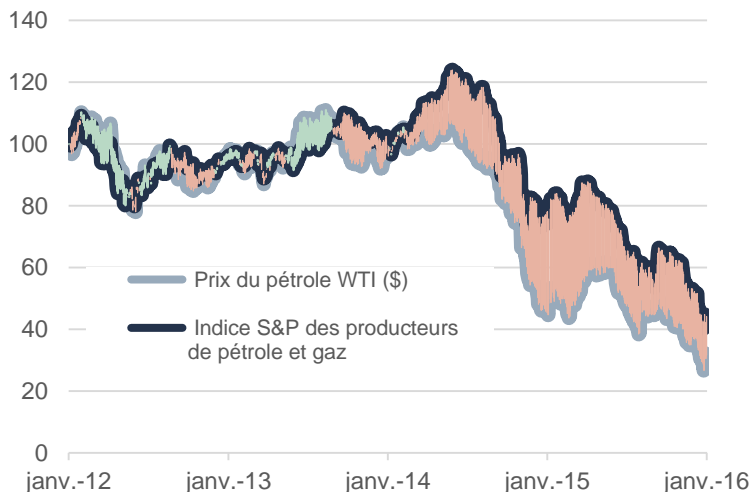
La réduction de l'offre a déjà marginalement commencé aux US car les niveaux actuels sont de moins en moins soutenables pour les producteurs américains, dont la survie se veut d'autant plus complexe que le baril est au prix de 30\$. Une accélération forcée de cette réduction de l'offre semble se dessiner. Chaque année, à la fin des 1^{er} et du 3^{ème} trimestres, les banques renégocient les lignes de crédits qu'elles ont octroyées aux producteurs de pétrole. Avec l'accélération de la baisse des prix, nous pensons que lors de la prochaine revue de portefeuille, qui aura lieu en mars 2016, les banques vont réduire les lignes de



crédits octroyés. Cela est d'autant plus probable que les résultats du 4^{ème} trimestre 2015 des banques américaines montrent nettement une augmentation des provisions liées à leur exposition à l'énergie.

Certains de ces petits producteurs, aux bilans déjà dangereusement endettés, ne devraient pas survivre à une réduction de leur liquidité disponible, ce qui devrait conduire à une accélération de la baisse de la production. Une augmentation des défauts pourrait s'en suivre, précipitant d'autant plus la baisse de la production.

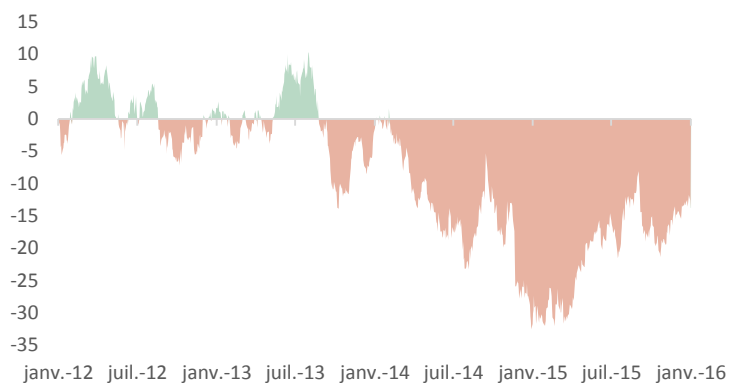
En termes de valorisation, alors que le marché actions restait relativement lent à intégrer des prix du baril durablement plus bas, la forte correction des valeurs de l'énergie depuis la fin 2015 rattrape une partie du retard accumulé pendant la première partie de 2015 comme le montre le graphique suivant entre le prix du WTI et l'indice des producteurs américains.



Sources : Bloomberg et Tikehau IM

Même si ce mouvement de correction est important, les actifs continuent de se valoriser avec une prime implicite par rapport au prix du baril de pétrole. La corrélation quasi parfaite entre le prix du pétrole WTI et l'indice des producteurs américains semblent faire fi

EVOLUTION DU SPREAD ENTRE LE PRIX DU PÉTROLE ET L'INDICE S&P PRODUCTEURS PÉTROLE & GAZ



Sources : Bloomberg et Tikehau IM

de l'existence de leviers opérationnels dans l'exploration et la production. Un prix du baril 50% moins cher ne signifie pas une baisse de seulement 50% des profits pour de nombreux producteurs, même si l'on tient compte de l'amélioration des gains de productivité et de la baisse des coûts de production. A titre d'illustration, les principales majors américaines continuent implicitement d'être valorisées par le marché avec un prix long terme du pétrole à 60\$, prix qui continue de se rapprocher de notre vue à long terme.

Encore une fois, le catalyseur de la capitulation que nous attendons pour lancer Tikehau Energy Opportunity est difficile à prévoir. Cependant, nous pensons que l'accélération des défauts des producteurs aux bilans trop agressifs est une des hypothèses de plus en plus probable. Nous poursuivons notre travail et notre suivi attentif du secteur.

Nous continuerons à vous tenir informés des évolutions sur le secteur, dans l'attente de l'opportunité de marché, prérequis indispensable au lancement du fonds.

Achévé de rédiger le 28 janvier 2016