

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



21 janvier 2016

## La chute du brut est une bonne nouvelle pour la croissance

**Exit la hausse des taux, les craintes se focalisent à tort sur la Chine et le pétrole. Demande chinoise de brut en hausse de +21% en décembre. 210 Mrds/mois de pouvoir d'achat supplémentaire. Rebond probable des actions et des matières premières.**

### Points clés

- Les craintes se focalisent à tort sur les risques de baisse de la croissance chinoise et mondiale
- La baisse des cours du pétrole n'est pas due à la chute de la demande mondiale (progression de +1.4% en moyenne sur 2015, 2016 et 2017)
- La demande de brut chinoise (volume) avance de +21% en décembre et de +8.8% sur un an
- Hausse des indicateurs avancés chinois non manufacturiers
- La baisse des cours est exclusivement due au bras de fer commercial engagé par l'Arabie Saoudite
- Pas de remise en question des fondamentaux économiques, la baisse des cours du brut libère l'équivalent de 210 Mrds/mois de pouvoir d'achat
- Positions spéculatives au plus haut historique
- Rebond probable des actions et des matières premières

### Exit la hausse des taux, les craintes se focalisent à tort sur la Chine et le pétrole

Les risques de renversement de tendance sur les taux d'intérêt, longtemps considérés comme la préoccupation principale des investisseurs, ont été relégués au second plan et remplacés par deux nouvelles craintes majeures en ce début d'année 2016.

La rapide chute des cours du brut en-dessous de 30\$ le baril en quelques jours, souvent justifiée par un excès de l'offre et le ralentissement chinois, semble pourtant de plus en plus irrationnelle. Mais la spirale baissière ne semble plus pouvoir s'arrêter et les effets négatifs sur les cash flows des sociétés pétrolières inquiètent de plus en plus les investisseurs, qui craignent aussi un impact sur le secteur bancaire et celui de la dette « high yield ».

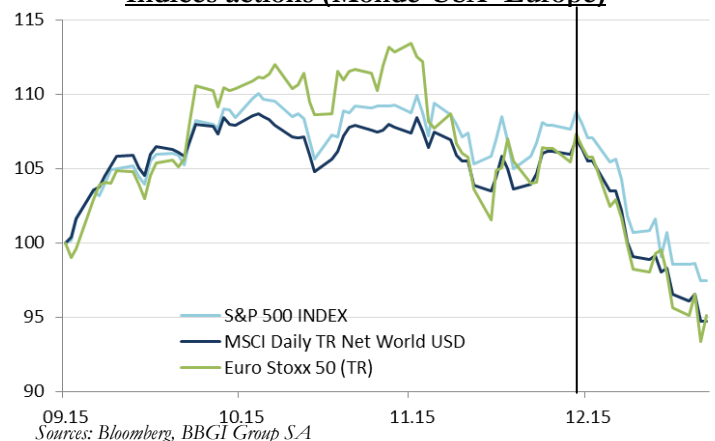
La chute régulière des cours du brut et les risques d'atterrissage forcé de l'économie chinoise avaient déjà davantage perturbé les marchés financiers en 2015 que les risques de hausse de taux, avant que les fondamentaux ne soutiennent une hausse des actifs financiers au quatrième trimestre.

Ces facteurs déjà connus sont donc revenus perturber le début de l'année 2016 en provoquant un renversement de l'appétit pour le risque et de nouveaux réflexes de préservation du capital.

Les cours de l'or en ont profité et repassaient au-dessus de 1'100.-\$ l'once.

Pour la plupart des investisseurs, l'année 2015 se terminait pourtant sur une nouvelle certitude encourageante, puisque la normalisation tant attendue de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine intervenait enfin le 16 décembre, dans un contexte économique favorable aux Etats-Unis. Cette annonce longtemps crainte n'a pas provoqué de réaction significative dans les marchés financiers. En effet, les marchés actions, les matières premières et les devises restaient relativement insensibles à ce « non-événement » jusqu'au 31 décembre.

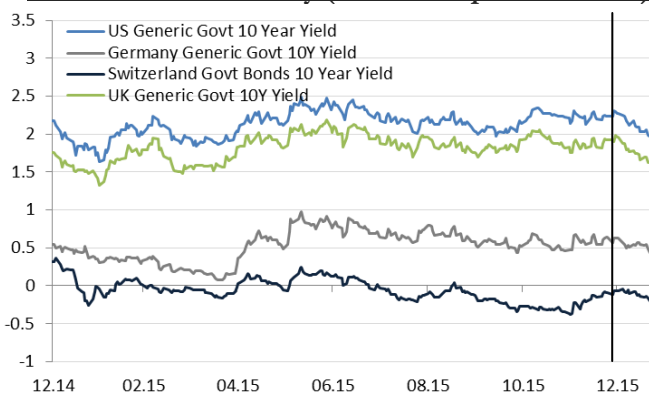
**Indices actions (Monde-USA- Europe)**



L'indicateur de volatilité VIX ne présentait d'ailleurs aucun signe de préoccupation spécifique en terminant l'année à 18,2, soit à peine plus que sa moyenne à 50 ou 200 jours (16,8).

En décembre, la hausse des taux directeurs n'inquiétait donc même plus vraiment les marchés, qui envisageaient sereinement quatre hausses de taux aux Etats-Unis en 2016. Les taux longs restaient relativement stables également au Royaume-Uni et en Europe, tandis que l'on assistait à une exception helvétique sous la forme d'un retour des taux longs de la Confédération sur leurs niveaux précédant l'annonce par la BNS de l'abandon du taux plancher.

### Taux d'intérêt Govt.10y (USA- Europe-UK-Suisse)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

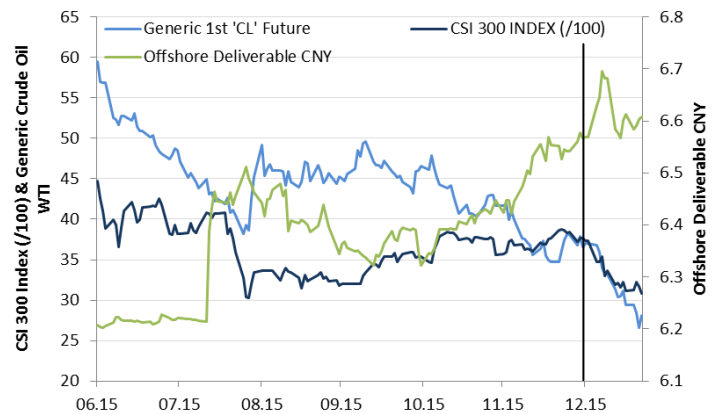
### Perspectives 2016 encourageantes avant le retour des incertitudes au passage du nouvel an

Et pourtant, si le consensus restait relativement positif pour la croissance américaine (+1.5%), la dispersion des prévisions traduisait des anticipations radicalement opposées entre les extrêmes (+3.6% et +0.1%). Rien d'extraordinaire en fait dans ce constat ; l'année 2016 était envisagée avec de nouvelles perspectives encourageantes. La croissance devait se renforcer tant aux Etats-Unis qu'en Europe et soutenir une progression des bénéfices. Sur le plan des devises, la hausse du billet vert apparaissait comme l'une des prévisions les plus consensuelles malgré une appréciation de plus de +25% en quelques trimestres.

Un optimisme relatif régnait donc avant que les premiers jours de l'an n'annoncent déjà le retour brutal des incertitudes.

La chute de -5% des actions chinoises et une nouvelle dégringolade des cours du brut ont en effet rapidement remis le feu aux poudres. Les inquiétudes se cristalisaient à nouveau sur les risques de ralentissement mondial.

### Actions chinoises – Yuan - Pétrole



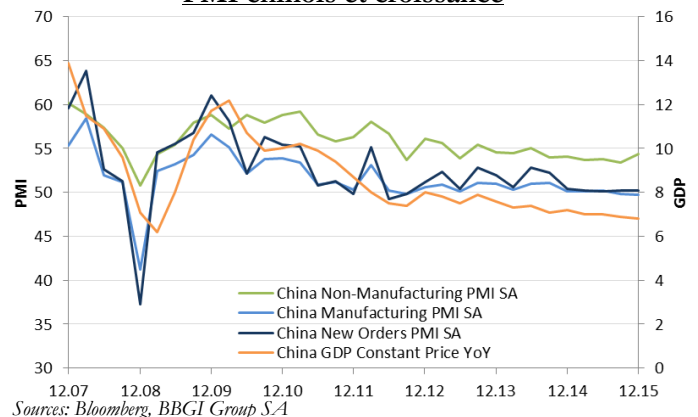
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La même logique implacable semblait à nouveau se mettre en place quatre mois plus tard, confirmant toujours un peu plus la thèse du ralentissement chinois et de l'économie mondiale, à chaque baisse des cours du brut en particulier. Les mêmes causes ayant les mêmes effets, le retour des craintes de ralentissement mondial et de la volatilité renvoyaient en quinze jours les marchés actions sur leurs niveaux bas d'août 2015.

### La chute du pétrole peut-elle être attribuée à une baisse de l'activité en Chine et annoncer un ralentissement mondial ?

Au regard des derniers chiffres publiés pour la croissance chinoise, le PIB annuel de 2015 s'est établi à +6.8%. Il décline sans surprise régulièrement et poursuit une normalisation graduelle qui accompagne le développement de l'économie chinoise, désormais la deuxième économie mondiale. Toujours qualifiée injustement d'économie émergente, la Chine poursuit sa transition vers une économie de plus en plus mature. La composition même des contributeurs au PIB s'approche de celle des autres grandes économies.

### PMI chinois et croissance



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

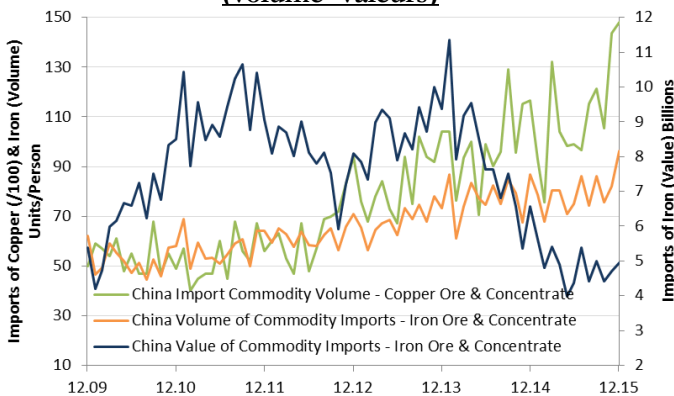
Les inquiétudes liées aux indicateurs avancés suggérant un ralentissement nous semblent très exagérées. Le PMI manufacturier est certes très légèrement en-dessous de 50

mais le PMI non manufacturier montre au contraire une relance de l'activité probable par la hausse observée à 54.4 en décembre.

**Plus important encore, la demande chinoise de matières premières n'est pas en chute libre, comme le laissent entendre certains prévisionnistes pour abaisser les perspectives de croissance chinoises.**

**Au contraire, les volumes des importations ont même enregistré un bond impressionnant en décembre et sur l'année complète.**

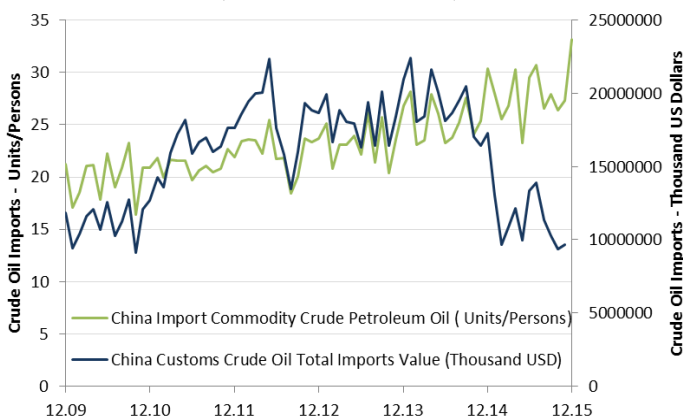
### Importations chinoises cuivre acier (volume- valeurs)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En ce qui concerne le pétrole, l'image est similaire. Les derniers chiffres de décembre montrent une progression de +21.4% des importations chinoises de brut par rapport au mois précédent (à 33.19 millions de tonnes) et de +8.8% sur un an (à 335.5 millions de tonnes). En volume plutôt qu'en valeur, véritable mesure des besoins chinois, la hausse de la demande semble donc même être supérieure au taux de croissance de l'économie (+6.8% sur un an), remettant en question le bien-fondé du caractère prédictif de la chute des importations de brut en valeur (-45%) sur la santé de l'économie chinoise.

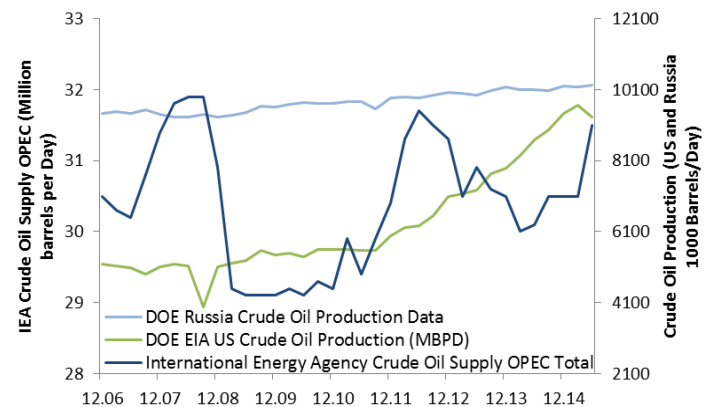
### Importations chinoises de pétrole brut (valeurs et volumes)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La demande chinoise de pétrole n'a donc pas été un facteur pénalisant pour la demande globale en 2015 et ne le sera certainement pas plus en 2016. En effet, malgré la normalisation de son taux de croissance du PIB, en 2016 l'économie chinoise verra sa demande de brut augmenter. Le déséquilibre du marché de l'énergie et l'excès d'offre de brut souvent avancés pour justifier la chute des cours sont ainsi trop rapidement attribués à une éventuelle baisse de la demande chinoise et à une surproduction généralisée de pétrole. La demande mondiale de pétrole et de produits pétroliers a progressé en 2015 de 1.4 millions de b/j, atteignant 93.8 millions de b/j en moyenne selon l'EIA. La hausse de la demande observée en 2015 devrait selon l'agence progresser d'autant en 2016 et 2017. Le déséquilibre entre l'offre et la demande ne provient donc en tout cas pas d'une faiblesse de la demande attribuable à une baisse en cours de l'activité économique mondiale et clairement pas non plus à une chute de la demande en Chine comme nous l'avons vu.

### Offre et demande de brut



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Si la demande de brut chinoise et mondiale n'est pas un facteur déstabilisant du marché de l'énergie, c'est donc l'offre qui pèse sur les cours.**

Parmi les principaux acteurs de l'offre de brut, l'OPEP, selon IEA a maintenu une production moyenne à 30.5 millions de b/j entre 2008 et 2015. Alors qu'en Russie l'offre progressait marginalement de 9.4 à 10.2 millions de b/j selon le DOE (US Department of Energy), pendant la même période, aux Etats-Unis l'offre de brut doublait et passait de 5 à 9.6 millions de b/j grâce au développement des pétroles non conventionnels. L'augmentation de l'offre de brut ayant conduit au déséquilibre en cours est ainsi clairement imputable au doublement de la production aux Etats-Unis. Dès lors, la chute des cours du brut actuelle apparaît clairement comme la résultante exclusive du bras de fer déclenché par l'Arabie Saoudite visant à sortir du marché pétrolier le plus grand nombre d'acteurs possible, en commençant certainement par les producteurs aux seuils de rentabilité élevés. L'industrie du pétrole de schiste aux Etats-Unis est la première cible de la stratégie saoudienne.

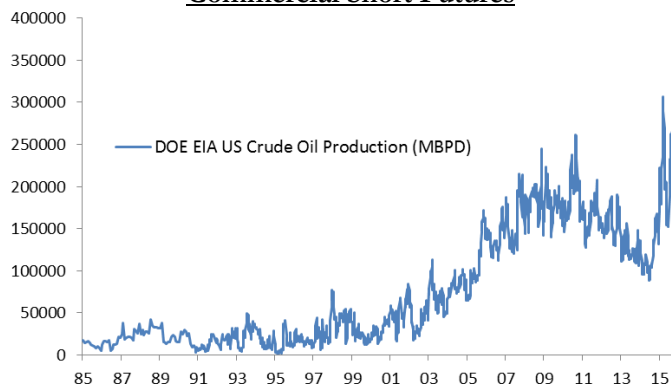
L'Arabie Saoudite a certainement engagé ce bras de fer en mesurant les risques et en acceptant notamment le coût annuel sur son budget. Les réserves de devises estimées à \$700 milliards, le recours plus important à l'émission de dette et même la possible introduction en bourse partielle de la société pétrolière Aramco sont autant d'atouts lui permettant d'envisager le succès de sa politique à terme avec sérénité. On peut difficilement en dire autant de la situation des sociétés pétrolières américaines dont le soutien financier n'est certainement pas assuré à long terme.

**La chute des cours du brut n'est donc pas imputable à une chute de la demande ou à l'anticipation justifiée d'un ralentissement conjoncturel mondial, mais bien le résultat d'une politique commerciale délibérée. En ce sens, elle ne devrait pas développer des effets collatéraux durables car elle ne remet pas en question radicalement l'amélioration des fondamentaux économiques internationaux, au contraire.**

Pour 2016, l'impact économique net devrait même être très positif pour les économies importatrices nettes de pétrole (Europe, Japon et Chine). Depuis juin 2014, le baril de brut a chuté de 105 à 30\$. Le différentiel de 75\$ appliqué à une consommation journalière de 93.8 millions de b/j représente une économie de \$7 milliards par jour, ou \$210 milliards par mois, pouvant être affectée à la consommation. A l'échelle du QE européen de 60 milliards d'euros, la baisse des cours du brut est donc un soutien encore plus important à la relance de la consommation. Les perspectives économiques s'en trouvent renforcées en Europe notamment. Aux Etats-Unis, la contribution de la consommation au PIB soutiendra la croissance et devrait compenser l'impact négatif attendu sur l'emploi et la contribution au PIB du secteur pétrolier. Le différentiel de croissance entre la zone euro et les Etats-Unis pourrait ainsi s'avérer moins important que prévu pour l'année 2016 et pénaliser le dollar. Du point de vue des marchés financiers, les fondamentaux restent positifs et devraient soutenir la progression globale des résultats des entreprises et des marchés actions en 2016. Mais à très court terme, la corrélation entre les marchés actions et le pétrole est extrême.

Les perspectives à moyen terme pour les actions sont malheureusement encore tributaires du bras de fer en cours. Mais les positions spéculatives sur le pétrole ont quadruplé depuis juin 2014 et ont atteint un niveau historique de 336'000 contrats « short » en janvier 2016.

### CFTC Nymex Crude Oil Light Sweet Non-Commercial Short Futures



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'issue du « combat » n'est probablement plus très éloignée, car la chute des « cash flows » des sociétés pétrolières est déjà impressionnante et de nouvelles réductions de dépenses et investissements en 2016 provoqueront inmanquablement une chute des puits en activité, de la production et des réserves. Les signes de capitulation seront divers, mais le renversement de ces positions « short » ne manquera pas de provoquer un rebond très significatif des cours du brut (50\$-60\$/b) marquant ainsi la fin du bras de fer.

### Conclusion

**La chute des cours du brut n'annonce donc pas de risques d'effondrement conjoncturel, mais suggère au contraire de bonnes surprises possibles en Europe, au Japon et même en Chine.**

**De bonnes nouvelles en définitive pour les marchés actions, les matières premières et l'euro, qui bénéficieront de la fin des incertitudes accompagnant la normalisation du marché de l'énergie.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève -Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch