

# PERSPECTIVES ALLOCATION

## Le pétrole, victime collatérale de la guerre des monnaies ?



**Raphaël Gallardo**

Stratégiste – Pôle Investissement et solutions clients

**M**algré l'accumulation des tensions géopolitiques (Irak, Libye, Russie), les prix du pétrole ont perdu plus d'un tiers de leur valeur depuis leur sommet à 115\$ à la fin du mois de juin (cf. graphique 1). Si cette baisse est une bonne nouvelle pour les consommateurs occidentaux, il convient néanmoins d'analyser ce phénomène dans son contexte global pour en tirer des conclusions sur l'allocation d'actifs.

**Prix du pétrole Brent (\$/baril)**



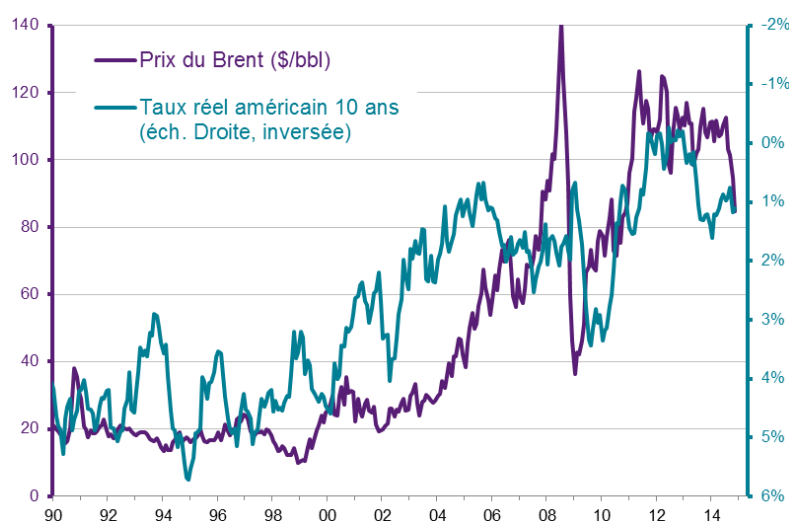
Source : Bloomberg

Il est vrai que la baisse du prix du pétrole agit, sur le pouvoir d'achat des ménages occidentaux, comme une baisse de TVA, en ce sens qu'elle libère du pouvoir d'achat sur un poste de dépenses difficilement compressible. Mais il convient de se poser la question si cette baisse du pétrole correspond à un développement endogène ou exogène à la situation conjoncturelle mondiale.

Dans le cas d'un choc exogène, l'apparition de nouvelles technologies d'extraction par exemple, une baisse des prix pétroliers est sans équivoque positive pour la croissance et les marchés financiers (à l'exception, bien sûr, des actions des sociétés pétrolières). Mais, dans le cas présent, la chute des cours trouve son origine dans la baisse des perspectives de croissance de la demande mondiale de pétrole, notamment par les pays émergents. Ainsi, la baisse des cours du brut est plus le symptôme d'une détérioration des perspectives de croissance mondiale qu'un choc positif sur l'économie mondiale. Elle agit comme un amortisseur naturel à ce ralentissement de la demande, mais sans pour autant l'annuler entièrement. Notamment, dans le cas des Etats-Unis, le revenu réel domestique dégagé par la baisse de prix du pétrole serait entièrement annulé par une baisse de 2.5% des exportations américaines, ce qui semble faible au regard des révisions en baisse de la croissance mondiale.

Cependant, la violence de la baisse des cours peut surprendre, quand on compare l'actuelle correction avec le précédent épisode de doutes sur la croissance de la demande des pays émergents, notamment de celle de la Chine, au premier semestre de l'année 2012. C'est là qu'entrent en jeu les considérations macro-financières sur la fixation des prix du pétrole. La grande différence entre ces deux épisodes est qu'en 2012, les taux longs réels américains étaient sur une pente descendante (programme d'assouplissement quantitatif de la Fed), alors qu'ils sont sur une tendance légèrement haussière aujourd'hui. La règle d'Hotelling explique intuitivement le lien qui existe entre taux réels et prix d'une matière première épuisable et stockable (ce qui est le cas du pétrole): en période de taux réels faibles, les producteurs valorisent mieux leur rente minière en conservant leurs stocks de matières premières sous terre, ce qui fait monter les prix par faiblesse de l'offre, plutôt qu'en les exploitant pour les vendre sur le marché à un prix faible, et placer leurs revenus à des taux d'intérêt réels bas. Le graphique 2 illustre cette corrélation négative entre prix du pétrole et taux longs réels américains.

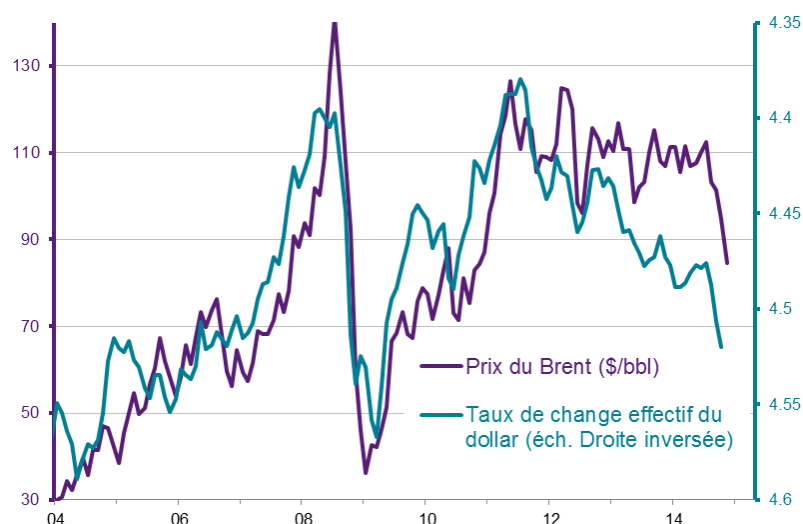
**Prix du pétrole et taux long réel**



Source : Bloomberg

Par ailleurs, le raisonnement d'Hotelling doit être étendu à la dimension cambiaire. En effet, les producteurs de pétrole perçoivent des revenus en dollar, qui est la devise dans laquelle est libellée la plupart des marchés de matières premières. Les gros pays producteurs (Moyen Orient, Russie) ont par ailleurs un taux d'épargne élevé, qui sert à lisser dans le temps les revenus de leurs rentes minières. Ils disposent donc de flux de revenus conséquents en dollars dont une partie est épargnée et donc doit être placée sur les marchés financiers. Ces pays disposent déjà de très importantes réserves de change en dollars, et cherchent, en marginal, à réduire leur dépendance au billet vert. Lorsque les prix du brut sont élevés, la diversification de l'épargne en dollars des pays pétroliers vers d'autres monnaies crée donc un flux vendeur de dollars sur le marché des changes. Dès lors, se crée une corrélation également inverse entre prix du pétrole et taux de change du dollar, comme l'illustre le graphique 3.

### Pétrole et taux de change du dollar contre panier de devises



Source : Bloomberg

L'accélération à la baisse du pétrole peut dès lors être reliée à l'ascension rapide du dollar depuis le début de l'été. Celle-ci trouve son origine dans le découplage monétaire entre les Etats-Unis et le reste des pays développés. Alors que l'économie américaine affiche des taux de croissance de 3% et s'approche à grand pas du plein emploi, ce qui justifie une normalisation de la politique de la Fed, la zone euro et le Japon sont soumis aux dangers d'une déflation potentiellement corrosive pour la soutenabilité de leurs dettes privées et publiques. Tandis que la Fed s'interroge sur le bon timing de ses premières hausses de taux, la BCE et la Banque du Japon ont annoncé ces derniers mois leur intention d'accroître significativement la taille de leurs bilans afin de peser sur l'ensemble de la courbe des taux. Ces opérations ont pour but explicite (dans le cas du Japon) ou implicite (dans le cas de la BCE), de peser à la baisse sur la monnaie nationale contre dollar. La Banque Nationale Suisse applique déjà un plafond à l'appréciation du franc suisse contre euro. La Banque d'Angleterre et la Riksbank suédoise envisagent elles-aussi des interventions de change pour se prémunir d'une

appréciation excessive de leurs monnaies contre une monnaie unique européenne tirée vers le bas par le laxisme assumé de la BCE. Jusqu'à présent, la Fed n'a au contraire pas communiqué significativement sur le niveau du dollar, laissant le billet vert comme le principal vecteur contre lequel la faiblesse de l'euro pouvait s'exprimer. Cela explique la violence du mouvement d'appréciation du dollar, et, corrélativement, l'exagération à la baisse du prix du baril de brut. Le dollar est donc, pour l'heure, la victime des premiers accrochages d'une 'guerre des monnaies' potentielle entre pays du G7. En outre, cette corrélation dollar-pétrole se double d'une boucle auto-renforçante : les assouplissements monétaires européens et japonais poussent le dollar à la hausse, affaiblissent le pétrole, ce qui fait baisser l'inflation européenne et japonaise, et fournit un prétexte à ces mêmes banques centrales pour assouplir davantage leurs politiques monétaires. Il s'agit là de l'image inversée de la boucle dollar-pétrole de l'année 2008.

La baisse du pétrole procède donc d'un phénomène réel (la révision en baisse de la demande mondiale d'énergie), mais nous semble amplifiée par des phénomènes macro-financiers obligataires (remontée des taux réels américains) et cambiaux (appréciation du dollar). Dès lors, il faut en limiter la signification sur l'état de la croissance mondiale - la baisse du baril nous semble largement exagérer le coup de froid sur la croissance mondiale-, et donc ne pas en tirer une vision trop pessimiste sur la valorisation des actifs risqués. En outre, le baril pourrait trouver une valeur de rebond dès que le billet vert inversera sa trajectoire haussière. La fin de partie pourrait donc être sifflée par l'administration Obama jugeant que le billet vert ne doit pas porter seul le fardeau de l'ajustement des économies européenne et japonaise. Le secrétaire au Trésor américain Jack Lew s'est déjà exprimé en ce sens. Le pétrole risque donc de connaître une trajectoire heurtée en 2015, au gré des passes d'armes de la guerre des changes.

*Rédigé le 27 novembre 2014*

## Orientations tactiques

Le caractère graduel du ralentissement mondial, et le soutien fort apporté par les politiques monétaires dans les pays avancés, nous incitent à maintenir une surpondération en actions européennes et américaines.

**Taux :** Aux Etats Unis, la FED est confiante sur la croissance mais dispose de temps avant de remonter ses taux en raison de l'absence d'inflation. En zone Euro, la faiblesse de l'activité et une nouvelle baisse de l'inflation forcent la BCE à annoncer de nouvelles décisions pour remonter d'urgence les anticipations d'inflation jugées trop basses. Mario Draghi fait une déclaration explicite aux marchés d'un programme de rachat d'actifs en vue de réaliser l'augmentation annoncée de la taille du bilan de la BCE. De ce fait, l'orientation des marchés de taux en zone Euro reste très favorable : covered bonds, ABS déjà achetés par la BCE, mais aussi dettes souveraines core comme périphériques ont les faveurs des investisseurs malgré des plus bas historiques.

**Actions :** Alors que les indices actions ont fortement rebondi après la baisse du mois d'octobre, nous maintenons notre vision positive sur les marchés européens et américains. En outre, la baisse de l'Euro, la chute des cours du pétrole, l'activisme de la BCE et un environnement budgétaire moins récessif devraient permettre une légère amélioration cyclique en zone Euro favorable au segment des petites capitalisations de la zone EMU.

**Devises :** La parité Euro / Dollar repasse sous les niveaux de 1.2400\$ début décembre. L'évolution de la parité à court terme sera guidée par les décisions prises par la banque centrale européenne. Sur les niveaux actuels, nous conservons notre vue positive sur l'appréciation du dollar, même si à court terme une consolidation de la devise devrait se mettre en place.

**Matières premières :** Encore une forte baisse des indices matières premières en novembre (-4%), plombés par la chute du pétrole (-18%) et la hausse du dollar. Le prix du baril a été fortement impacté par une hausse plus importante que prévue de la production, des révisions à la baisse de la demande et, surtout, la volonté affichée par l'OPEP le 27 novembre de ne pas ajuster son niveau de production.

## Vues tactiques par classes d'actifs

	Actions				Taux			Matières premières		
	Euro	US	Asie	Emergent	Etats euro	Obligations Privées	Dettes Emergentes	Monétaire	Or	Pétrole
Très positif										
Positif	■	■							■	
Neutre					■	■				■
Négatif			■	■			■	■		
Très Négatif										

- vue très positive sur la classe d'actifs sélectionnée
- vue positive sur la classe d'actifs sélectionnée
- vue neutre sur la classe d'actifs sélectionnée
- vue négative sur la classe d'actifs sélectionnée
- vue très négative sur la classe d'actifs sélectionnée

## Annexe : Portefeuille modèle théorique

Benchmark	Min	Allocation stratégique	Max	Classe d'actifs	Poids tactique	Variation par rapport au mois précédent	Mois précédent
<b>50%</b>	<b>30%</b>	<b>50%</b>	<b>70%</b>	<b>Obligations</b>	<b>42.5%</b>		<b>42.5%</b>
40%	20%		60%	Dettes Etat €	40.0%		40.0%
				Inflation €	0.0%		0.0%
10%	0%		20%	Dettes Etat internationale*	0.0%		0.0%
				Dettes émergentes***	0.0%		0.0%
				Investment Grade €	0.0%		0.0%
				High Yield €	2.5%		2.5%
<b>35%</b>	<b>20%</b>	<b>35%</b>	<b>50%</b>	<b>Actions</b>	<b>41.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>40.0%</b>
12.5%	5%		20%	Euro	11.0%	1.0%	10.0%
12.5%	5%		20%	Europe ex Euro*	7.0%		7.0%
5.0%	0%		10%	USA*	17.0%		17.0%
				Japon*	3.0%		3.0%
				Asie développée*	0.0%		0.0%
5.0%	0%		10%	Asie Emergente**	3.0%		3.0%
				Europe émergente Afrique Moyen-Orient**	0.0%		0.0%
				Amérique Latine**	0.0%		0.0%
<b>5%</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>Matières premières</b>	<b>2.5%</b>		<b>2.5%</b>
				Energie	0.0%		0.0%
				Métaux industriels	0.0%		0.0%
				Agriculture	0.0%		0.0%
				Métaux précieux	2.5%		2.5%
<b>10%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>Devises</b>	<b>14.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>15.0%</b>
5.0%			20%	Cash €	4.0%	-1.0%	5.0%
1.0%			5%	Dollar / €	5.0%		5.0%
1.0%			5%	Livre / €	5.0%		5.0%
1.0%	0%		5%	Franc Suisse / €	0.0%		0.0%
1.0%			5%	Yen / €	0.0%		0.0%
1.0%			5%	Devises émergentes / €	0.0%		0.0%
<b>100%</b>	<b>100%</b>				<b>100.0%</b>		<b>100.0%</b>
				Volatilité	7.2%		7.0%
				Tracking error	1.0%		1.2%

- \* couvert contre le risque de change
- \*\* non-couvert contre le risque de change
- \*\*\* dette émise en dollar couverte contre Euro

Les vues utilisées pour construire le portefeuille modèle sont cohérentes avec celles des spécialistes, mais peuvent aboutir à des pondérations relatives au benchmark différentes de celles des portefeuilles modèles mono-classe d'actif.



Retrouvez ce thème dans la vidéo de Flash Marchés sur la [web TV](#) de Natixis AM

## Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €  
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738  
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **France** : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

**Ce document est publié par la direction de la Communication de Natixis Asset Management.**