

La hausse du brut peut-elle se poursuivre en 2016 ?

Diminution de la production et des stocks enfin visible aux Etats-Unis. Les incendies en Alberta auront des conséquences durables. Amélioration des fondamentaux au 2^{ème} semestre.

Points clés

- Renversement de tendance, le pétrole bondit de +80% et approche notre 1^{er} objectif de 50\$
- Hausse généralisée des matières premières
- Surperformance importante du fonds BBGI Commodities (+10%/an et YTD)
- La réduction de la production et des stocks soutient les cours du brut
- La catastrophe en Alberta influencera encore le marché nord-américain en mai
- Accélération de la réduction des surplus pétroliers
- Les autres fondamentaux pointent aussi vers un resserrement des conditions du marché
- Ajustement rapide des positions spéculatives
- Un 2^{ème} semestre plus serein
- Attention au retour des opérations de « hedging » de producteurs non-conventionnels
- Tendance haussière maintenue pour 2016

Le renversement de tendance sur les cours du brut approche notre objectif de 50\$ annoncé le 15 février

En effet, nous annonçons le 15 février que les cours du brut pourraient bien retrouver relativement rapidement le niveau de 50\$ lorsque les craintes de ralentissement en Chine notamment perdraient de leur intensité. Nous relevions alors également que le renversement des positions spéculatives massives à la baisse accompagnerait le mouvement de remontée des cours.

Aujourd'hui, les cours du pétrole brut WTI ont atteint 47\$ et s'approchent du niveau de 50\$ le baril après treize semaines de progression régulière à peine entrecoupée de deux périodes de

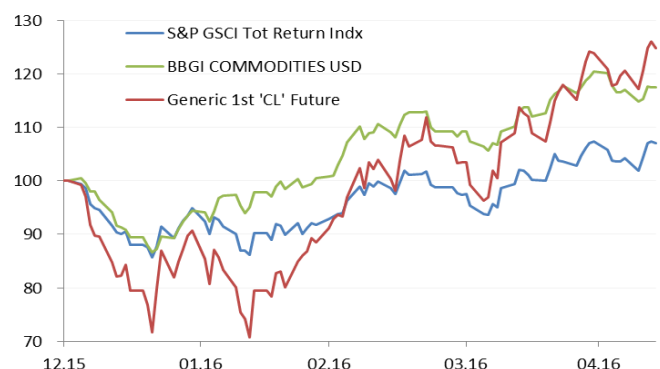
consolidation temporaire. Le rebond du pétrole atteint désormais +80% et flirte avec la barre des 50\$.

La baisse brutale de -28% des cours du brut, pourtant encore dans tous les esprits, n'aura finalement duré que six semaines avant de reprendre une tendance haussière, qui porte sa progression en 2016 à +26.08%. Un retournement particulièrement spectaculaire en l'absence de nouvelles majeures sur le marché du pétrole ou sur la croissance de la demande mondiale.

De fait, la hausse du pétrole a été également l'élément déclencheur d'une reprise relativement générale des matières premières dans son sillage. La performance des matières premières, négative (-14%) au 15 février, s'est stabilisée et se situe désormais en progression de +7.38%.

Dans ce contexte, notre stratégie qui privilégiait en particulier un rebond des cours du pétrole a permis à notre fonds de placement BBGI Commodity USD (plus ancien fonds géré activement autorisé par la FINMA en 2005 déjà) d'enregistrer une hausse de +17.48% et de surperformer d'environ +10% déjà son indice de référence YTD (surperformance annualisée de près de +9.5%/an depuis 2005).

WTI, S&P GS commodities, BBGI Commodity fund



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

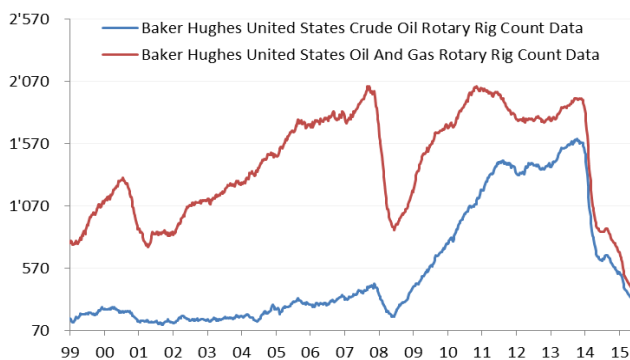
La réduction de l'offre et des stocks soutient la hausse des cours du brut

Nous l'avions déjà évoqué alors, c'est du côté de l'offre que réside selon nous le problème, beaucoup plus que du côté de la demande. En effet, nous ne considérons pas que la baisse des cours du brut reflète un déséquilibre du marché imputable à la demande, qui reste relativement stable et dont les perspectives sont même plutôt haussières pour la deuxième partie de l'année.

L'excès de l'offre est donc le facteur déterminant de la baisse des cours. Cette surproduction nous semble toujours due en grande partie au doublement de la production américaine des dernières années (de 4.5 en 2009 à 10 MMBD au plus haut de 2015), la production de l'OPEP étant restée relativement stable sur la période à environ 13 MMBD. De ce fait, les premiers facteurs importants pouvant déclencher une nouvelle tendance haussière des cours du brut devraient plutôt être liés à une réduction de la production nord-américaine et à l'évolution à la baisse des inventaires. Mais la hausse de la demande contribuera également à la diminution de la surproduction estimée à environ 2 MMBD.

La baisse de la production était en fait déjà attendue depuis 2015 lorsque le nombre de puits en activité aux Etats-Unis avait commencé à décliner, reflétant déjà l'ajustement de l'industrie pétrolière à la chute des cours en-dessous de 80\$ le baril.

Baker Hughes Crude Oil Rotary Count



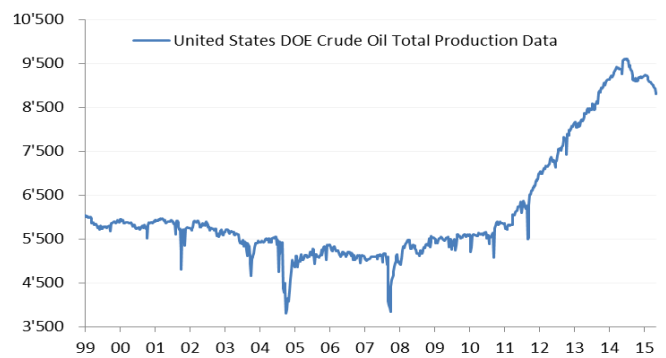
Sources: BGGI Group S.A

Au cours des quinze derniers mois, le nombre de puits en activité n'a cessé de diminuer, reflétant ainsi les décisions des producteurs de couper dans leurs investissements. Le niveau actuel correspond à une baisse de -80% du nombre de puits en activité aux Etats-Unis et semble bien démontrer l'efficacité de la stratégie de prix bas voulue par l'Arabie Saoudite pour affaiblir les producteurs aux coûts de production élevés et notamment les producteurs nord-américains non-conventionnels. Mais si ce mouvement important était

déjà constaté depuis décembre 2014, il a tardé à montrer des effets sur la production. Aujourd'hui, la production montre enfin des signes d'affaiblissement. Du niveau maximum atteint la première semaine de juin 2015 de 9.6 MMBD, la production de brut américaine a pourtant régulièrement décliné pour atteindre 8.8 MMBD cette semaine.

La baisse de la production est désormais significative puisque les Etats-Unis produisent 600'000 barils par jour de moins qu'il y a seulement six mois.

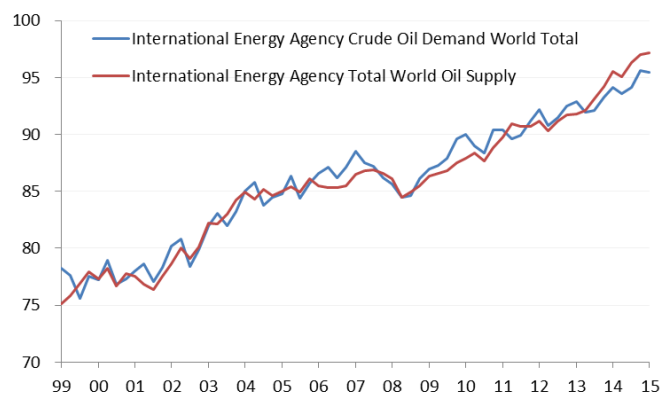
DOE Total US oil production



Sources: Bloomberg, BGGI Group S.A

L'excédent de l'offre mondiale était estimé à environ 2 MMBD au 31 décembre 2015. La diminution en cours de la production américaine contribue donc déjà à réduire cet excès, mais cette tendance devrait s'amplifier au cours des prochains mois.

Offre et demande de pétrole brut



Sources: BGGI Group S.A

Parallèlement, les stocks de brut sont longtemps restés stables aux Etats-Unis et peinaient donc à décliner, malgré le début de la contraction de la production. La baisse de -3.2 millions de barils du niveau des inventaires publiée la semaine passée sera probablement suivie de nouvelles réductions ces prochaines semaines, marquant plus nettement désormais une tendance encore peu affirmée. La diminution des stocks américains sera en effet une des conséquences importantes de la baisse des exportations de brut canadien provoquée par les incendies sans précédent touchant la province canadienne de l'Alberta.

La catastrophe en Alberta influencera encore le marché pétrolier en mai

Les incendies en Alberta ont été une véritable tragédie pour la population de la région entourant la ville de McMurray. La situation est encore loin d'être sous contrôle et les effets à moyen et long terme de cette tragédie sont encore difficiles à estimer. Il faudra du temps certainement à tous ceux qui ont été concernés par ces événements sans précédent pour reprendre un rythme de vie normal et à l'économie locale pour retrouver son niveau antérieur. Les événements en Alberta auront aussi des effets dépassant le cadre régional en raison de l'importance du secteur pétrolier dans le réseau de production et de distribution de l'énergie au Canada et aux Etats-Unis. La région entourant la ville de Mc Murray est particulièrement importante pour la production et l'exportation de pétrole de l'Alberta.

Nous estimons que l'interruption de l'activité pétrolière dans la région de McMurray affecte un potentiel de production d'un million de barils par jour de pétrole, soit environ 25% de la production de pétrole canadienne estimée à près de 4 MMBD.

Si dans le passé la région avait déjà connu des interruptions de production à deux reprises en 2015, celles-ci avaient été d'une ampleur inférieure et limitées à 600'000bj et 500'000bj. La catastrophe actuelle est donc sans commune mesure et provoquera des dégâts plus importants et plus durables. Son impact sur les fondamentaux du marché du brut nord-américain sera donc plus intense et durable que lors des précédents événements. A l'heure actuelle, la plupart des producteurs ont stoppé leur exploitation et les trois plus grands acteurs que sont Suncor Energy (350'000bj), Syncrude (315'000bj) et Shell (255'000bj), représentent déjà des coupes de 920'000bj.

Désormais, les feux qui ravagent la zone entourant la ville de McMurray couvrent une surface de plus de 2300 kilomètres carrés. L'incendie reste difficile à maîtriser et il n'est pas aisé de déterminer à quel moment les feux seront contenus et quand la zone sera suffisamment sécurisée pour que la production pétrolière reprenne.

La 1^{ère} ministre de la province de l'Ouest canadien a récemment encore relevé que l'exploitation reprendra « quand ce sera absolument sûr de le faire à la fois pour les personnels et pour l'environnement ». La reprise sera soumise à condition et n'est pour l'heure attendue au mieux que dans les prochaines semaines.

Si la situation au Canada continue et que la production reste inférieure de 1 MMBD à son niveau précédent pendant plusieurs semaines, le marché pétrolier nord-

américain devrait rapidement être affecté et les anticipations de hausse de cours pourraient se poursuivre.

Accélération de la réduction des surplus pétroliers en cours

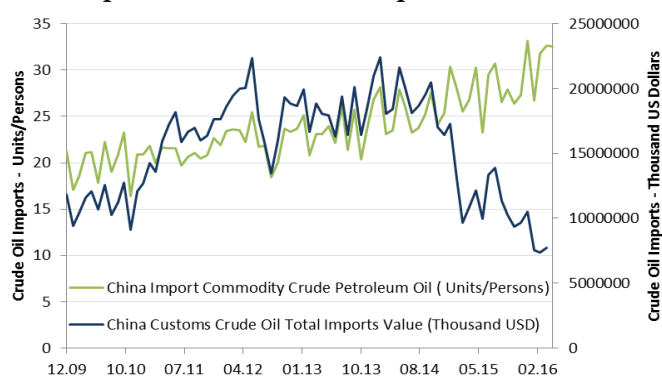
Les exportations canadiennes à destination des Etats-Unis représentent 95% du total exporté et ont déjà baissé ces dernières semaines de -25%. Par ailleurs, un certain nombre de pipelines et de terminaux pétroliers sont concernés ou traversent la région, ajoutant encore au stress du marché local. L'importance des incendies en Alberta est telle que le PIB total du Canada pourrait être réduit de 1% (de 1.5% à 0.5%) au 2^{ème} trimestre 2016.

La situation du marché pétrolier nord-américain sera donc encore affectée plusieurs semaines voire plusieurs mois par les incendies en Alberta, même lorsque les feux seront sous contrôle. Nous estimons que les effets sur l'offre aux Etats-Unis seront importants et qu'ils provoqueront de facto des réductions plus rapides du niveau des stocks que celles estimées. L'écart entre l'offre et la demande devrait se réduire plus rapidement et influencer favorablement le sentiment, déjà meilleur depuis quelques semaines sur le marché.

Les autres fondamentaux pointent aussi vers un resserrement des conditions du marché

La chute supposée de la demande chinoise était évoquée en début d'année comme l'un des facteurs pénalisants pour le marché pétrolier international. Le ralentissement supposé de l'économie chinoise devait nécessairement avoir un impact négatif sur la demande de brut, alors que la production iranienne devait augmenter et inonder le marché. Les dernières statistiques publiées en la matière montrent au contraire une poursuite de la progression régulière de la demande et des importations chinoises.

Importations chinoises de pétrole en volume



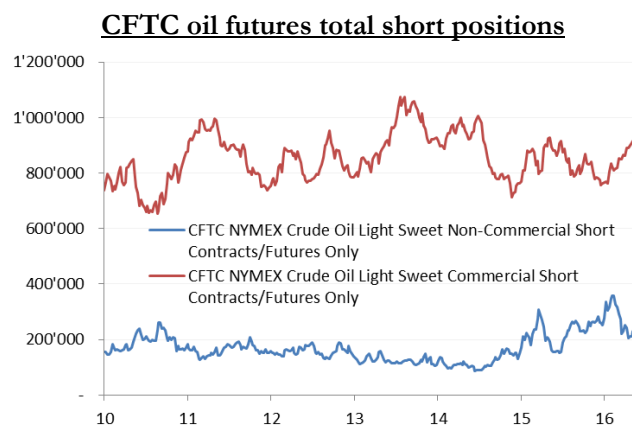
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous l'avions déjà évoqué dans de précédentes analyses, la demande chinoise est restée solide en volume au cours des derniers mois, démentant clairement les prévisions pessimistes de nombreux prévisionnistes. Les dernières statistiques suggèrent encore que celle-ci reste forte au deuxième trimestre. Les importations chinoises de pétrole brut ont en effet encore progressé de 600'000bj (en comparaison annuelle et de 300'000bj sur un mois pour atteindre 7.8 MMBD à la mi-avril.

La demande chinoise est donc toujours présente même si une partie de celle-ci est sans doute aussi venue alimenter les réserves de brut chinoises.

Ajustement rapide des positions spéculatives

Nous relevons le 15 février 2016 que les positions spéculatives à la baisse sur le pétrole avaient été multipliées par quatre en quelques trimestres, suggérant ainsi un niveau maximum de pression sur les cours, qui ne manquerait pas de soutenir les prix du brut lors du prochain renversement de tendance.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La réduction progressive des positions spéculatives à la baisse s'est donc bien réalisée comme nous l'avions suggéré il y a quelques semaines au point de revenir à des niveaux normaux observés en 2014. La hausse des cours du brut de 27\$ à près de 50\$ aujourd'hui a donc été accompagnée d'une rapide normalisation des positions spéculatives.

Mais attention au retour probable des opérations de « hedging » des producteurs américains non-conventionnels qui ne manqueront sans doute pas de profiter du retour des cours à 50\$-60\$ pour protéger agressivement leurs marges et assurer leur survie un peu plus longtemps en attendant une amélioration plus nette des fondamentaux.

Un 2^{ème} semestre plus serein

Une amélioration des fondamentaux est en effet probable au second semestre. La demande de pétrole pourrait sensiblement augmenter dès le deuxième semestre comme le suggère aussi le dernier communiqué de l'IEA. Celui-ci rappelle que les stocks de l'OCDE ont enregistré leur plus faible hausse trimestrielle depuis le 4^{ème} trimestre 2014 et qu'ils ont même baissé pour la première fois en février depuis un an. L'agence prévoit ainsi une diminution des stocks d'environ 200'000bj au second semestre. Malgré des inventaires au plus haut depuis 80 ans, la baisse de la production aux Etats-Unis est encourageante et se trouve supportée par les problèmes au Nigeria, dont la production est au plus bas (1.7 MMBD) depuis 2009, et en Lybie dont la production a aussi décliné à moins de 150'000bj. L'Arabie saoudite consomme généralement une plus grande partie de sa production pendant l'été et contribuera aussi à une baisse de l'offre disponible sur le marché international d'environ 1 MMBD. Le flux de nouvelles pour les prochains mois devrait être positif pour le marché pétrolier et soutenir un sentiment plus favorable. Nous estimons que la tendance haussière devrait se maintenir, bien que celle-ci soit sans doute freinée par un retour de l'activité de « hedging » des producteurs non-conventionnels. La reprise économique mondiale soutiendra la progression de la demande et la normalisation de l'équilibre entre l'offre et la demande.

Conclusion

Les fondamentaux s'améliorent dans le marché pétrolier et devraient soutenir une poursuite de la tendance haussière au 2^{ème} semestre. A court terme, le retour de l'activité de « hedging » des producteurs non-conventionnels pourrait provoquer une période de stabilisation temporaire.

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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch