



Hausse du brut WTI au-delà de 100\$, une tendance durable ?

Le marché de l'énergie a bénéficié des excédents de gaz de schiste, mais la substituabilité s'épuise, la demande de brut progresse et les stocks diminuent... la hausse du WTI durera !

Points clés

- Les cours du brut dépassent le niveau psychologique de 100\$ sans hésitation
- La hausse est déjà de +10% en dix jours et de +25% depuis le point bas du mois d'avril
- Top de la bande de fluctuation des derniers trimestres ou nouvelle tendance haussière ?
- Les cours du gaz naturel en hausse limitent les effets de substitution au-delà de 4\$ MM Btu
- 50% des bénéfices de substitutions déjà obtenus
- Forte baisse des stocks de brut aux Etats-Unis
- Les raffineries tournent enfin à plein régime
- Les cours du WTI rejoignent à nouveau ceux du Brent, baisse de 30% à 5% de la prime

En juillet, les cours du pétrole ont dépassé la barrière psychologique de 100\$ sans hésitation

Les cours du pétrole brut WTI (West Texas Intermediate) ont bondi de +10% en seulement dix jours au début du 3^{ème} trimestre.

En enregistrant presque 12 cessions de progression consécutives depuis le 21 juin, les prix du brut américain ont effectivement avancé de 94\$ le baril à plus de 106\$, en traversant sans hésitation le niveau psychologique de 100\$.

Ce niveau de 100\$ constituait pourtant depuis 2012 un niveau infranchissable, synonyme de retour systématique de courants vendeurs et d'excès d'offre par rapport à la demande. En septembre 2012, puis en janvier, mars, mai et juin 2013, les hausses des cours du pétrole ont à chaque fois manqué de « momentum » pour dépasser ce niveau de 100\$ et renversaient régulièrement leur tendance un peu en-dessous de 99\$.

Le mouvement récent est donc particulièrement intéressant en ce sens que la hausse s'est réalisée sans aucune hésitation à l'approche du niveau de résistance de ces derniers trimestres.

Cours du pétrole brut WTI (2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis le point bas atteint en avril 2013, la hausse est encore plus significative, puisqu'elle se porte à +25%, soit une progression de 85.61\$ à 107.45\$ au plus haut de la journée du 11 juillet.

Les cours du pétrole ont donc atteint un plus-haut depuis plus de 14 mois, alors que les événements en Egypte sont souvent évoqués comme l'une des raisons justifiant les tensions récentes sur les cours, avec le retour au premier plan des incertitudes géopolitiques et les craintes de perturbation d'approvisionnement du brut en transit par le canal de Suez. Ce dernier élément ne nous semble pourtant pas être le facteur fondamental à relever pour expliquer la hausse significative des cours du brut aux Etats-Unis et ne devrait pas influencer significativement l'évolution prochaine des cours. Par contre, il est intéressant d'observer que les stocks de pétrole ont très fortement diminué ces dernières semaines à un rythme jamais vu depuis 1982 selon

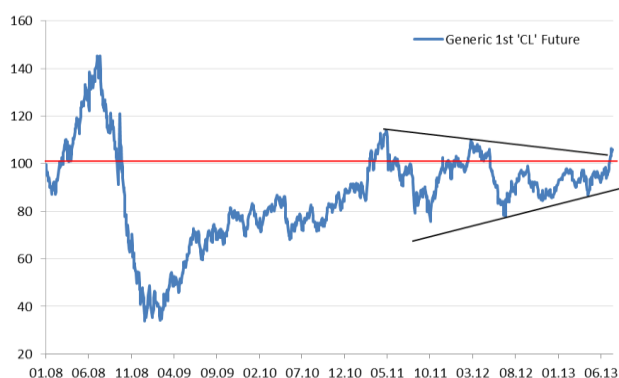
l'EIA et les raffineries tournent à plein régime pour faire face à la demande croissante d'essence.

Nous analyserons ultérieurement plus en détail la situation du marché du brut et de l'énergie, mais il est tout de même intéressant de relever que ce mouvement de hausse récent s'inscrit aussi dans une **configuration historique de prix particulièrement intéressante.**

Une configuration historique particulièrement intéressante à l'heure où les doutes sur les perspectives de croissance réapparaissent

En effet, si les cours du brut avaient très rapidement chuté dès le mois de juin 2008 à l'émergence de la crise financière de 147.27\$ à seulement 32.4\$ le 19 décembre de la même année, il faut relever que les politiques monétaires et les différents plans de sauvetage de l'économie mis en œuvre par les banques centrales avaient dès 2009 renversé la psychologie des acteurs du secteur à nouveau en faveur de la hausse des prix. Les espoirs d'un retour de la croissance pour 2009 déjà faisaient place à la panique du second semestre 2008, marqué par l'anticipation d'une récession mondiale. Après avoir chuté de -76% en six mois, les cours du WTI pouvaient dès lors rebondir de 32.4\$ à 115\$ entre décembre 2008 et février 2011. Après un gain de +239%, qui laissait encore les cours du pétrole à 32\$ de leur sommet précédent, ceux-ci sont entrés dans une période de consolidation horizontale, dont la partie basse de la bande de fluctuation se situait à 80\$ et la partie haute entre 100\$ et 115\$.

Cours du pétrole WTI (2008-2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis 2010 toutefois, la volatilité des cours du brut américain est restée élevée, les baisses rapides succédant aux hausses souvent supérieures à +30% (+67% entre 2010 et 2011, +46% entre 2011 et 2012), mais en déclin tout de même, comme l'indiquent les fluctuations de plus en plus faibles sur le graphique ci-dessus. Les scénarios économiques en ce début de second semestre 2013 sont pourtant nombreux et laissent souvent plus la

place à des déceptions possibles en matière de croissance qu'à des espoirs de renforcement de l'activité tant aux Etats-Unis qu'en Asie et naturellement en Europe. **Alors, pourquoi les cours du brut s'enflamment-ils ? Cette hausse n'est-elle qu'un feu de paille ?**

Deux analyses de l'évolution récente des cours du pétrole s'opposent pour l'instant

Replacée dans ce contexte, la hausse récente de +25% des cours du brut américain peut tout d'abord être considérée comme faisant partie des fluctuations normales de ces trois dernières années autour d'un niveau moyen de 95\$-100\$.

Dans cette optique, une poursuite du mouvement en cours pourrait bien s'essouffler à l'approche des sommets précédents et trouver sa justification dans l'anticipation d'un affaiblissement de la croissance américaine au second semestre, dans des craintes grandissantes de déception du dynamisme du moteur économique chinois et dans un possible enfoncement dans la récession de la plupart des économies européennes.

La hausse de ces dernières semaines ne constituerait alors dans ce cas que l'un des épisodes récurrents de fluctuations à court terme influencées par des facteurs saisonniers ou fondamentaux n'ayant qu'un rôle mineur dans l'établissement de la tendance de fonds plus durable.

A contrario, l'analyse plus détaillée des fluctuations des cours de ces dernières années montre une diminution de l'amplitude des mouvements haussiers et des corrections successives annonciatrices d'une prochaine résurgence de la volatilité.

Ainsi, les cours du pétrole présentent depuis quelques trimestres une configuration hésitante, dont les sommets sont systématiquement plus bas et les zones d'accumulation au contraire se présentent toujours à des niveaux plus élevés, caractéristiques d'une période de doute précédant un mouvement d'ampleur. La hausse récente des cours du brut est en ce sens intéressante, car elle peut remettre en cause l'observation à court terme, ainsi que la prévision de fluctuation horizontale sans tendance en suggérant au contraire **l'émergence d'une nouvelle dynamique haussière à plus long terme, alors même que le scénario conjoncturel mondial est en phase d'affaiblissement.**

Dans cette éventualité, les cours du pétrole pourraient encore surprendre de nombreux observateurs en poursuivant la tendance actuelle vers de nouveaux sommets et probablement entrainer dans son sillage d'autres matières premières.

Mais la surprise sera de taille si les cours du pétrole poursuivent sur leur lancée, alors que la vision consensuelle semble plutôt favoriser une croissance économique atone et parier de plus en plus sur la future indépendance énergétique des Etats-Unis grâce à l'émergence du nouveau « graal » que constitue l'exploitation des gaz de schiste à grande échelle sur le territoire américain.

La révolution du gaz de schiste et ses effets sur les cours du pétrole aux Etats-Unis

Nous l'avons déjà évoqué dans de précédentes analyses hebdomadaires, les cours du gaz aux Etats-Unis ont largement été affectés par la révolution de l'exploitation des gaz de schiste en période de conjoncture économique déclinante. La mise en production et l'arrivée sur le marché d'énormes quantités nouvelles de gaz, alors même que l'économie américaine était en récession, puis ensuite en très faible croissance, a très largement perturbé le marché de l'énergie aux Etats-Unis entre 2008 et 2013. L'impossibilité d'écouler efficacement tous les volumes de gaz produits a rapidement conduit à la saturation des zones de stockage, puis ensuite à la chute des cours, nécessaire pour permettre l'écoulement des volumes de gaz extraits et non stockables.

Si les cours du pétrole ont effectivement atteint rapidement leur point bas et ont pu rebondir lorsque la croissance est réapparue, le marché du gaz américain, influencé par le marché des gaz de schiste, n'a pas pu bénéficier des mêmes conditions en matière d'offre et de demande.

Le point de renversement de tendance pour le gaz naturel s'est produit avec trois ans de retard par rapport à celui observé dans le marché pétrolier.

Alors que les cours du brut rebondissaient dès le mois de décembre 2008, la chute des cours du gaz naturel américain se poursuivait jusqu'en septembre 2009 en enregistrant une perte de valeur de -82%.

Les espoirs de reprise conjoncturelle internationale grâce aux politiques monétaires annoncées en 2009 avaient d'abord laissé espérer un retour plus rapide à la normale, qui aura d'abord bénéficié au pétrole, puis au gaz en seconde partie d'année.

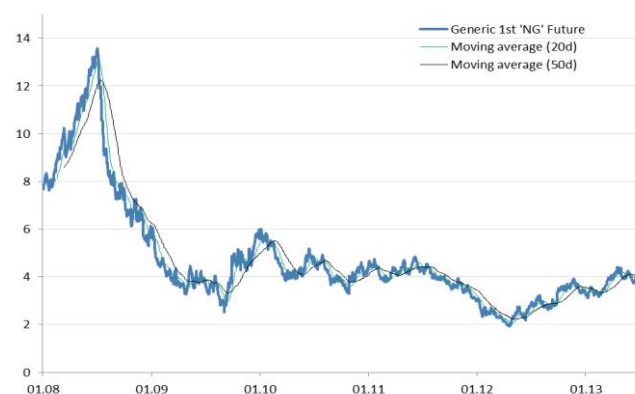
Mais alors que les surproductions de gaz ne pouvaient être absorbées par un marché peu gourmand en énergie en raison d'une activité économique réduite, les effets de substitutions n'ont pu être obtenus qu'au prix d'une poursuite de

la chute des cours du gaz, qui ne s'est finalement stoppée qu'en 2012, lorsque l'économie américaine a réellement montré une vigueur suffisante.

La santé de l'économie américaine s'est améliorée notamment grâce à l'énergie bon marché fournie par les producteurs de gaz de schiste et la pression induite sur les cours du brut par cette nouvelle source d'énergie locale à bas prix. Mais après quelques années de diminution des prix du gaz et une forte chute conjointe du nombre de puits de gaz en exploitation, le marché du gaz naturel s'est désormais normalisé et les cours se sont stabilisés.

La situation était finalement plus favorable dès 2012 sur ce marché qu'elle ne le fut sur le marché du brut. La tendance horizontale depuis 2011 sur les cours du WTI contraste avec le retour de la tendance haussière sur le marché du gaz.

Cours du gaz naturel USA (2008-2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ainsi, la normalisation des paramètres de l'offre et de la demande de gaz naturel aux Etats-Unis dans un contexte de reprise conjoncturelle américaine depuis 2009 a finalement permis en 2011 de retrouver un équilibre désormais favorable à la hausse régulière des cours.

Globalement, le marché de l'énergie aux Etats-Unis a donc bénéficié temporairement selon nous des excédents de production de gaz naturel liée à la première phase de développement de la révolution des gaz de schiste.

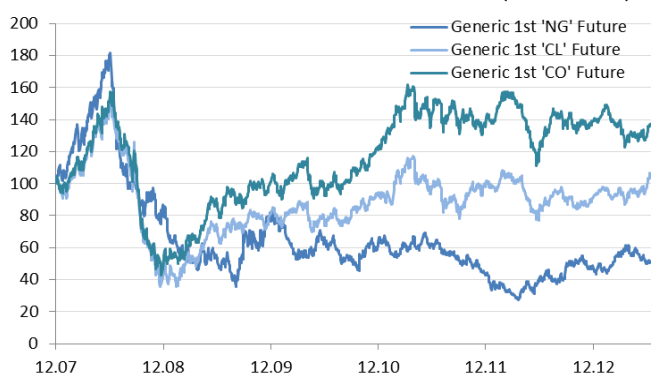
Si en 2011, la nouvelle chute des cours du gaz a effectivement permis au WTI de se stabiliser en-dessous de 100\$ le baril, la situation est désormais moins favorable depuis 2012 et la hausse des cours du gaz vers 4\$ MM Btu. pourrait bien remettre en question, en partie tout au moins, les avantages d'une substitution. **Rappelons qu'il est beaucoup plus aisé et rapide de substituer le pétrole par du gaz naturel dans les centrales électriques, les technologies utilisées étant clairement plus compatibles que celles basées sur le charbon. On estime que plus de la moitié de**

l'électricité produite auparavant par une technologie utilisant du pétrole est désormais produite avec du gaz naturel. Par ailleurs, nous ne pensons pas que les producteurs de gaz de schiste commettront à l'avenir les mêmes erreurs que pendant la période de récession économique. Une surproduction de gaz de schiste devrait donc être évitée, ce qui devrait aussi permettre une progression durable des cours au-delà de 4\$ MM Btu.

Ce que nous dit l'évolution des écarts de valorisation entre le WTI et le Brent

Les cours du brut en Europe (Brent) ont suivi le même chemin que les cours du brut américain (WTI) jusqu'en 2011, avant qu'un « discount » ne commence à se matérialiser aux Etats-Unis. Cette prime de valorisation était pourtant relativement constante historiquement et assez peu volatile. Entre 2008 et 2010 par exemple, l'écart existant entre le cours du brut WTI à Cushing et ceux du Brent de la mer du Nord était compris entre 0 et 5% en faveur du Brent, dont les cours étaient légèrement plus élevés. Les perspectives de croissance pourtant très largement différentes entre les deux zones économiques sur cette période n'ont donc pas eu d'effet spécifique sur l'un ou l'autre des produits, puisque sur cette base fondamentale, une plus forte demande d'énergie et donc une hausse des cours, aurait dû être constatée dans le pays le plus dynamique. C'est pourtant l'inverse qui s'est produit.

Performance WTI, Brent et Gaz USA (2008-2013)

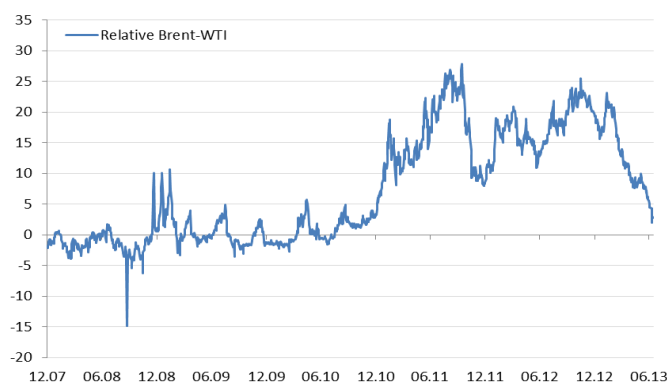


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La forte progression de l'écart entre le Brent et le WTI s'est matérialisée rapidement en 2011 lorsque les cours du gaz naturel se sont remis à plonger en passant en-dessous de la barre de 4\$ MM Btu. Les cours du brut étaient alors relativement similaires à ceux du 1^{er} janvier 2008.

Tandis que les cours du gaz replongeaient de -50% en neuf mois de 4\$ à 2\$, l'écart entre le WTI et le Brent bondissait de +30%. Les cours du gaz naturel expliquent sans doute mieux l'évolution de l'écart de cours entre le WTI et le Brent, mais ils annoncent sans doute plus nettement encore la future tendance des prix du pétrole aux Etats-Unis et certainement ultérieurement en Europe. Un retour à la normale indique probablement de futures pressions à la hausse pour le WTI.

Ecart de cours entre le Brent et le WTI (2008-2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

L'essentiel des bénéfices de substitution est obtenu, 50% des centrales utilisent désormais du gaz. Après une période de surproduction, stabilisation prévue des cours du gaz au-dessus de 4\$ MM Btu. Les stocks de pétrole diminuent à un rythme élevé plus observé depuis 1982, les raffineries tournent à plein régime. Mais attention la situation de « backwardation » pousse naturellement à écouler maintenant les stocks disponibles.

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