



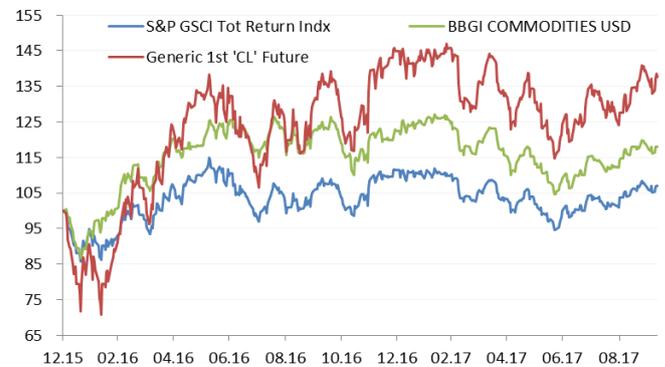
Le rééquilibrage du marché pétrolier suggère un brut à 60\$

Stabilisation de la production américaine. Réduction de l'offre mondiale. Contraction des inventaires. L'Arabie saoudite réduit encore ses exportations. Hausse inéluctable des importations chinoises.

Points clés

- Performances positives pour les matières premières grâce au rebond du pétrole
- Le différentiel Brent-WTI touche un plus haut historique
- Surperformance probable du WTI à court terme
- Stabilisation de la production américaine
- L'offre mondiale décline enfin grâce à l'OPEP
- L'Arabie saoudite s'engage et réduit encore ses exportations en-dessous des quotas décidés
- Enfin une baisse significative des inventaires
- La demande mondiale de brut progressera encore de +2% en 2017 et 2018
- Réduction significative des stocks de l'OCDE
- Focus sur la problématique chinoise
- Progression inéluctable des importations chinoises
- Hausse des cours du brut au-dessus de 60\$ le baril

WTI, S&P GSCI, BBGI Commodity fund



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

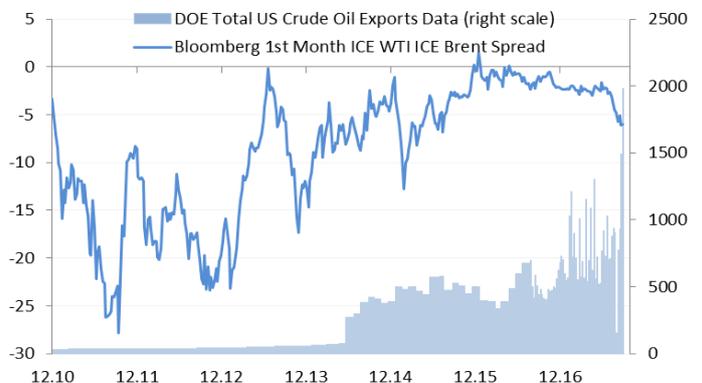
La hausse du WTI a été freinée par les effets indirects des ouragans sur la demande des raffineries, ce qui explique que le différentiel de cours entre le Brent de la mer du Nord et le West Texas Intermediate ait atteint un plus haut niveau de 6.8 dollars à la mi-septembre. Cet élargissement du « spread » a temporairement renforcé l'attrait du WTI sur le marché.

Performances positives pour les matières premières grâce au rebond de leur principale composante, le pétrole

Dans notre dernière « Stratégie d'investissement » nous annonçons une reprise des cours du brut au 3ème trimestre après la consolidation du 1er semestre en raison du changement positif de perspectives pour le marché pétrolier. Nous estimions qu'il était probable que l'amélioration progressive des conditions de l'offre et de la demande de brut soutienne une reprise des cours au-delà de 55\$ le baril.

Les rebonds de +18% du Brent (57.5\$) de la mer du Nord et de +11% du WTI (51.6\$) ont permis à l'indice S&P GS Commodities d'enregistrer une hausse de +7.2% au cours du trimestre.

Différentiel WTI-Brent et Exportations de brut US



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'Asie en particulier en a profité en augmentant drastiquement ses importations de brut américain. Le retour à la normale de la demande des raffineries devrait

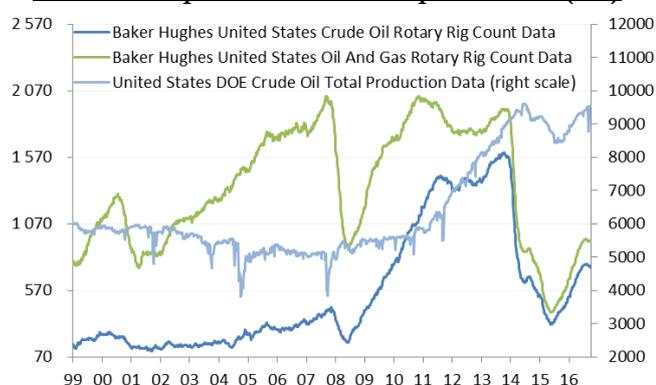
permettre un rééquilibrage du marché domestique. Le « spread » WTI-Brent devrait donc se réduire dans les prochains mois dans un contexte plus positif pour le WTI et retrouver un niveau proche de sa valeur historique moyenne d'environ 2\$-3\$. Dans un contexte favorable pour les cours du brut mondial, les cours du WTI devraient ainsi se rapprocher de ceux du Brent et surperformer à court terme.

Les cours du brut ont donc à nouveau bénéficié de facteurs fondamentaux plus positifs, permettant d'entrevoir un rééquilibrage du marché pétrolier dans un horizon temps relativement court.

Stabilisation de la production américaine

La reprise de la production de brut et de pétrole de schiste aux Etats-Unis au premier semestre avait suffi à remettre en question les effets positifs attendus par les engagements des pays du Golfe – Arabie saoudite en tête – et de la Russie pour tenter de rééquilibrer le marché pétrolier en diminuant leur production. Aux Etats-Unis, l'activité d'extraction s'intensifiait et accroissait significativement l'offre de brut avant de se stabiliser, malgré un niveau de prix relativement stable et inférieur à 50\$. Depuis le début de l'année la production de « shale oil » américaine avait en effet rebondi de 5.2 mb/j à 5.6 mb/j au 1er semestre pour se stabiliser au 3ème trimestre. La production totale avait aussi progressé de 8.8 mbj à 9.4 mbj avant de se stabiliser également légèrement au-dessus de ces niveaux en septembre. C'est dans ce contexte de stabilisation de l'offre américaine et de diminution de l'offre mondiale que les cours ont enfin pu rebondir et repasser au-dessus de la barre de 50\$ pour le WTI et de 55\$ pour le Brent.

Nombre de puits en activité et production (US)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'offre mondiale décline enfin grâce à l'OPEP

Du côté de l'offre, l'analyse de la production mondiale suggère que près de 80% des zones d'exploitation sont

déjà en déclin et ne pourraient donc pas être exploitées plus intensivement même si cela était souhaité. Du côté des pays de l'OPEP, les réductions de production annoncées visant à stabiliser l'offre mondiale à court terme, trouvent certainement aussi un écho dans le fait que les capacités d'exploitations sont probablement déjà largement utilisées et qu'en l'absence criante d'investissements depuis plusieurs années, le développement des capacités a stagné.

Il est dès lors peu probable qu'une hausse de la demande puisse rapidement être comblée par une augmentation de la production.

Par ailleurs, le EROEI (Energy Returned on Energy Invested) ou ratio de la quantité de pétrole nécessaire pour extraire du brut est en constante diminution, y compris en Chine où le plus grand site d'exploitation (Daqing) est par exemple inférieur à 1:6. C'est évidemment un facteur essentiel dans l'évaluation du cycle de vie d'un gisement pétrolier et de sa rentabilité, qui exprimé à l'échelon d'une zone de production ou de l'offre globale donne une indication importante pour juger du niveau réellement exploitable des ressources existantes. Ainsi la diminution du taux de retour énergétique du pétrole conventionnel a également un impact sur les marges d'exploitation et le prix de vente à long terme.

Les cours du brut devraient poursuivre leur tendance haussière en 2018, d'autant que l'offre mondiale de brut semble bien avoir régressé d'environ 0.7 mb/j.

La décision prise par l'OPEP d'abaisser son niveau de production de 34 millions de b/j (mbj) au pic de novembre 2016 à 32 mbj a été appliquée, bien qu'imparfaitement au cours des derniers mois. Le ratio de conformité des pays membres a cependant augmenté de 75% à 82%, indiquant une volonté plus affirmée de pilotage des cours.

La Russie devait se joindre aux efforts de l'OPEP en stabilisant sa production, ce qui semble avoir été le cas au vu du déclin de 11.2 mb/j à 10.9 mb/j. Mais aux Etats-Unis, comme nous l'avons évoqué, la production a globalement poursuivi sa progression pour atteindre un nouveau record à 9.5 mb/j en septembre. Les efforts de réduction de l'offre mondiale entrepris par l'OPEP et la Russie sont ainsi confrontés à une hausse de la production américaine qui freine le retour à l'équilibre du marché pétrolier. Mais la détermination de l'Arabie saoudite reste totale, alors que ses réserves de devises se stabilisent un peu en dessous de 500 milliards de dollars. La chute durable des cours du pétrole reste clairement inacceptable pour le royaume et constitue directement une menace pour l'équilibre du pays et de la région. Aramco a ainsi annoncé son intention d'effectuer en novembre la plus forte réduction d'allocation/vente de

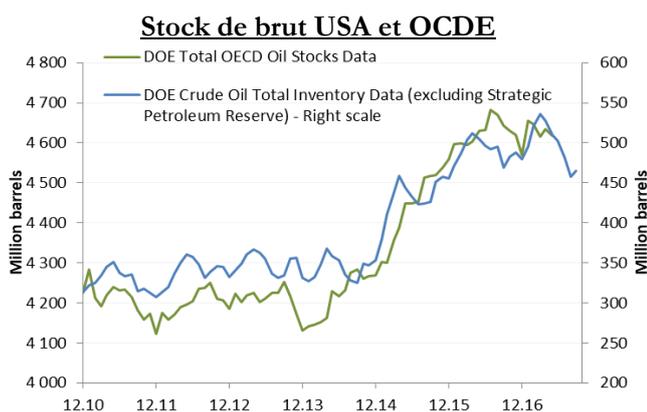
brut (-560'000 barils/j) afin de réduire les inventaires globaux. Malgré une demande jugée forte pour ses produits (7.7mb/j), Aramco réduira le niveau de ses exportations à seulement 7.15 mb/j. L'implication du royaume dans l'effort de rééquilibrage du marché pétrolier est ainsi toujours plus forte dans l'espoir de faire des émules et de maintenir le plus haut niveau de respect des engagements pris par les états membres de l'OPEP, comme ce fut le cas en août.

Enfin une baisse significative des inventaires

Au niveau mondial, les stocks de pétrole montrent des signes très encourageants de retour à l'équilibre.

Les stocks commerciaux de l'OCDE étaient inchangés en juillet alors qu'ils subissent plutôt une hausse à cette période. Le surplus de stocks par rapport à la moyenne de cinq ans a en fait diminué à environ 200mb. Les stocks totaux se sont stabilisés à 4'600mb après avoir atteint un pic en juillet 2016 à 4'680mb.

Aux Etats-Unis, la reprise de la production en début d'année avait temporairement gonflé le niveau des inventaires avant que ceux-ci ne puissent enfin enregistrer un déclin durable depuis le top de mars. La baisse est significative puisqu'en six mois, les stocks américains ont été réduits de près de -15%. Ce facteur sera sans doute encore au 4ème trimestre l'un des éléments clés pouvant affecter l'évolution à court terme des cours du brut.



La demande mondiale de brut progressera encore de +2% en 2017 et 2018

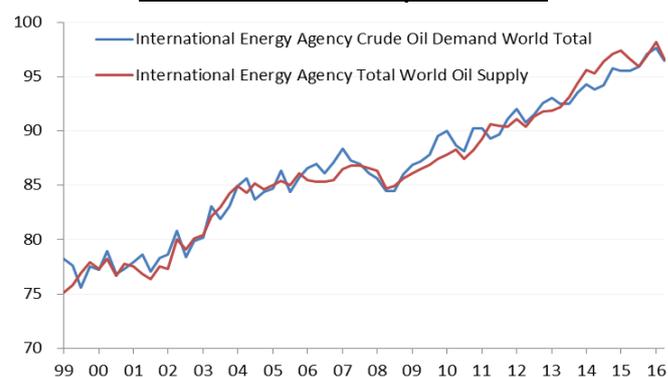
La demande mondiale de pétrole a nettement progressé au 1er semestre selon les estimations de l'IEA. La demande de brut a en effet été en hausse d'environ 2.3 mb/j, représentant une progression de +2.4%. Sur l'ensemble de l'année 2017, l'agence prévoit une augmentation moyenne de 1.6 mb/j, un peu plus que la

précédente évaluation. La demande au sein des pays de l'OCDE a en effet été plus forte qu'attendue tant aux Etats-Unis qu'en Europe. L'accélération de la croissance économique mondiale en 2017 et 2018 devrait renforcer encore cette tendance. En Chine, la demande est aussi restée solide et les importations chinoises sont également en croissance régulière. Dans les marchés émergents, la reprise économique s'installe aussi et la demande de pétrole pourrait aussi s'intensifier.

Une hausse de la demande d'environ 2mb/j en 2018, dans un environnement supposé stable de l'offre, représenterait 700 millions de barils à prélever sur les stocks de brut de l'OCDE. Ceux-ci pourraient donc être fortement impactés et réduits rapidement à moins de 4'000mb, un niveau proche des plus bas atteints pendant les années 1990 et inférieurs au niveau de stocks (4'095mb) qui prévalait lorsque les cours du brut dépassaient 140\$ le baril.

L'hypothèse de stabilisation de la production est peut-être un peu forte compte tenu du rôle des Etats-Unis dans la production mondiale. Mais une stabilisation des exportations de brut et de l'offre disponible est au contraire plus réaliste en raison de la volonté affichée des principaux exportateurs de brut de rééquilibrer le marché pétrolier. Le poids des exportations américaines dans les transactions physiques de brut est encore très faible, nous estimons donc beaucoup plus probable que le niveau des exportations soit contrôlé et réduit par un pilotage plus effectif des pays membres de l'OPEP et de la Russie.

Offre et demande de pétrole brut



Ainsi, après une période caractérisée par un excès de l'offre, l'année 2018 devrait voir un rééquilibrage du marché et un déficit de l'offre favorable à la hausse des cours de l'énergie. Le déséquilibre provoqué par un excès de la demande des années 2006-2007 avait poussé les cours du brut de 60\$ à 140\$. Sans envisager un tel impact pour les prochaines années, nous estimons cependant que les cours du brut bénéficieront de développements positifs au cours des prochains trimestres qui devraient permettre une progression au-delà de 60\$ le baril.

Selon une publication récente de l'IEA, 40% de la croissance de la demande mondiale de pétrole est directement liée à la consommation des poids lourds et des grands véhicules de transports. L'agence relève que la demande émanant du transport routier représentera 5mbj de plus dans les prochaines années, ce qui constituera d'ailleurs un frein très important aux objectifs de contrôle des émissions de gaz à effet de serre. Cette demande progresse même dans les pays industrialisés qui ont déjà vu une stabilisation de la demande de véhicules privés. Mais c'est essentiellement en Chine et en Inde que 90% de la demande additionnelle sera localisée.

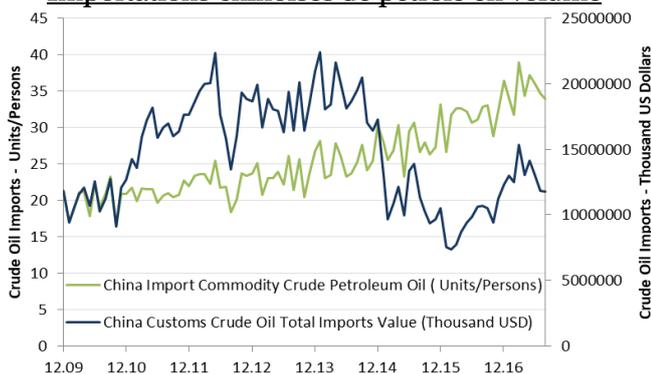
Focus sur la problématique chinoise

L'évolution de la demande chinoise n'a certainement pas de raison de ralentir selon nous, même si le rythme de croissance économique devait fléchir. La production chinoise est à la peine et il apparaît probable que la Chine approche rapidement d'un pic d'extraction de brut. Une étude récente de la China University of Petroleum de Pékin suggère un top de production de pétrole conventionnel et de pétrole de schiste dès que 2018. Le déficit de production chinoise sera immanquablement comblé par une hausse des importations de brut, alors même que la politique chinoise visant à réduire la production d'énergie à base de charbon produira un pic également en 2020 de l'extraction de charbon. Rappelons que l'énergie issue du charbon représente aujourd'hui deux tiers de la production d'énergie en Chine.

Les perspectives de croissance soutenue des importations chinoises de brut considèrent également les contraintes posées par les besoins d'eau potable et les limites d'exploitation du pétrole et gaz de schiste.

L'approvisionnement énergétique de la Chine est clairement dans ce contexte un enjeu majeur qui, s'il n'est pas géré efficacement, pourrait remettre en question la croissance même de la Chine. Cette éventualité est certainement prise très au sérieux par les autorités chinoises, qui n'ont d'autre solution que de considérer plusieurs stratégies à combiner. L'accélération de la transition vers des énergies alternatives est la première stratégie positive suivie. La Chine est en effet le premier pays en termes de développement d'installations de nouvelles capacités de production électrique de sources alternatives. La Chine poursuivra sans doute aussi d'autres stratégies devant permettre d'utiliser des moyens de production et de consommation moins intensifs en énergie. La manière dont la Chine pilotera cette transition aura des répercussions fondamentales sur les prix de l'énergie mais aussi sur la situation géopolitique mondiale. La militarisation du sud de la mer de Chine est déjà un problème politique perturbant les relations diplomatiques avec les pays de la région. De nombreux experts chinois du secteur énergie reconnaissent la problématique chinoise du pic de production, mais ils ne considèrent pourtant pas encore le risque d'un pic au niveau mondial. La conclusion à moyen terme de ces prévisions est que le déficit de production chinois sera comblé par une poursuite des importations de pétrole soutenant la demande mondiale de brut.

Importations chinoises de pétrole en volume



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Hausse des cours du brut au-dessus de 60\$

Les fondamentaux du marché devraient progressivement soutenir une baisse graduelle des inventaires grâce à une stabilisation des exportations et à une progression de la demande.

Un développement de l'investissement spéculatif renforcera la tendance fondamentale qui devrait pousser les cours du pétrole au-delà de 60\$ le baril.

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