



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Pic des stocks de pétrole atteint aux USA

19 juillet 2012

Focus : Anticipations macro et facteurs micro favorables à la hausse des cours

Points clés:

- Normalisation des anticipations conjoncturelles mondiales plus favorables
- Diminution de l'offre plus rapide qu'attendue, l'embargo iranien semble efficace
- Surproduction de l'OPEP peut se réduire
- Pic des stocks US atteint
- Hausse des cours vers 100\$/baril

Le pétrole bénéficie d'une nouvelle conjonction d'éléments favorables. Impact positif sur les matières premières et le secteur énergie au niveau international.

Les cours du pétrole toujours en baisse de -9% depuis le début de l'année

Malgré toutes les sources d'inquiétude politique et les incertitudes sur la croissance qui ont marqué le second trimestre 2012, les actions américaines ont été en mesure de rester en permanence en territoire positif depuis le début de l'année. Elles enregistrent une progression de +10.45% au 18 juillet alors que les matières premières restent légèrement négatives (-0.71%), tirées à la baisse par les cours du pétrole encore en chute de -9.07%.

Les mêmes causes n'ont manifestement pas eu tout à fait les mêmes effets sur ces deux actifs. L'écart de performance entre les actions américaines et les cours du brut (WTI) est effectivement encore très important (20.5%) depuis le début de l'année. **Le brut reste encore trop fortement pénalisé par des anticipations macro-économiques trop négatives.**

Le réajustement des anticipations en matière de croissance aux USA, en Asie et en Europe suite au sommet européen du 28 et 29 juin a produit des effets distincts sur les divers actifs. En effet, les craintes d'un ralentissement conjoncturel global et la chute conjointe des anticipations de la demande de produits pétroliers avaient déjà affecté plus nettement les cours du brut que ceux des marchés

actions. Après avoir été plus nettement pénalisés pendant plusieurs semaines, les cours du brut se sont presque envolés à l'annonce de mesures européennes plus nettes en faveur d'une meilleure solidarité, d'une plus grande gouvernance du secteur bancaire et d'une nouvelle volonté de rééquilibrer un peu les mesures d'austérités et les plans de relances conjoncturelles. Les mesures de soutien également annoncées par les gouvernements des plus grands pays émergents et la stabilisation de la conjoncture aux USA ont renforcé l'amélioration générale du climat des investissements.

Chute du pétrole et rebond des cours Effet du changement d'anticipation dès le 28/6



Source : Bloomberg

Une certaine normalisation des attentes dès le 28 juin, simultanée à l'entrée en vigueur le même jour de l'embargo sur le pétrole iranien, a donc eu un effet supérieur sur les cours du pétrole, qui ont pu profiter d'une progression de +15.68% en quelques jours bien plus importante que celle enregistrée par les actions américaines (+3.29%), qui progressaient tout de même déjà de +7% au 28 juin.

La forte hausse récente des cours du brut (+15.68%) masque la contre-performance du pétrole encore très largement en retard dans son processus de normalisation des cours. Alors que le S&P 500 semble avoir digéré les risques de ralentissement et enregistre des « new highs », le

pétrole se traite encore -18% en-dessous de son top de février.

Chute du pétrole et rebond des cours
Effet du changement d'anticipation dès le 28/6

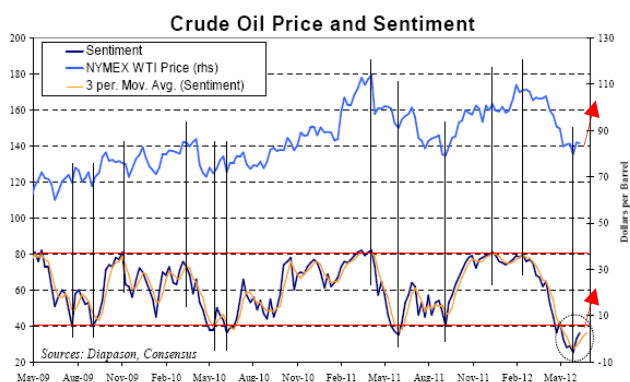


Source : Bloomberg

Les fondamentaux du pétrole s'améliorent pourtant très nettement alors que les indicateurs de sentiments sont toujours au plus bas.

La forte chute des cours du brut a été accompagnée par une très nette dégradation du sentiment des investisseurs. L'indicateur de confiance est désormais au plus bas de ces trois dernières années ce qui indique sans doute une probabilité de reprise très significative des cours lorsque le sentiment redeviendra plus normal.

Indicateur de confiance



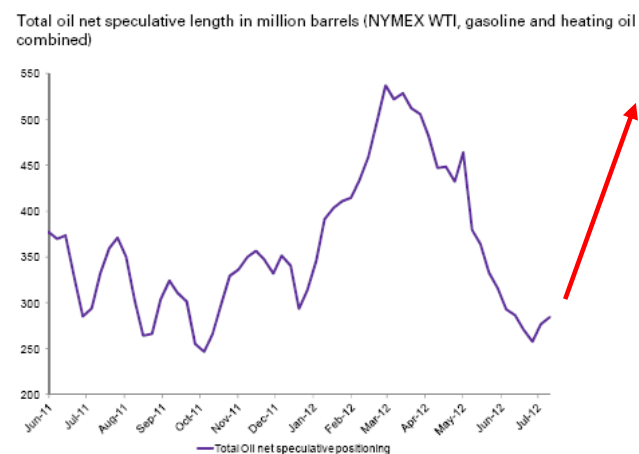
D'autant que cette baisse des cours a été accompagnée par une très forte diminution des positions spéculatives comme le montre le graphique ci-dessous. Les positions longues de spéculateurs étaient d'environ 550 mios. de barils en mars lorsque les cours du brut étaient encore au-dessus de 100\$. Elles ne représentent désormais pas plus de 250 mios. de barils aujourd'hui et retrouvent leur niveau bas du troisième trimestre 2011. Les positions spéculatives probablement prises par les investisseurs au 4^{ème} trimestre 2011 lorsque les perspectives de croissance

se renforçaient régulièrement ont donc été totalement éliminées pendant cette courte période d'incertitude conjoncturelle. Les positions ouvertes de contrats futures au New York Mercantile Exchange ont aussi chuté de 255'000 contrats en mars 2012 à seulement 113'000 contrats à la fin juin.

Nous attendons également un retour des spéculateurs avec la normalisation des perspectives économiques au second semestre.

Une réduction de l'offre et un ajustement des estimations de la demande mondiale à la hausse pourraient conjointement propulser les positions nettes de spéculation à nouveau à leur plus haut de mars.

Estimation des positions spéculatives sur l'énergie



Source: CFTC, Goldman Sachs Global ECS Research.

Offre mondiale de pétrole en baisse dès le mois de juillet

Les craintes d'un tassement de la conjoncture ont été l'élément déclencheur du début de la contre-performance du brut, mais quelques éléments fondamentaux ont aussi noirci le tableau. L'augmentation très importante des stocks de brut aux Etats-Unis notamment témoignait d'un excès de l'offre et ne pouvait que peser sur les cours.

Depuis quelques semaines cependant, la normalisation du cycle économique s'est accompagnée de nombreux changements fondamentaux désormais beaucoup plus positifs pour l'évolution des cours du pétrole au cours des prochains mois.

Les efforts entrepris pour faire pression sur l'Iran semblent déjà porter leurs fruits.

Les sanctions américaines et européennes sont entrées en vigueur le 28 juin et le 1^{er} juillet. Parallèlement, les sociétés d'assurance européennes se sont retirées du marché et n'assurent plus les tankers transportant du brut iranien. Elles détenaient près de 90% du marché mondial de l'assurance, leur décision ne laisse donc que peu de place à une alternative. A l'exception du gouvernement japonais qui continue d'assurer le transport de brut iranien vers ses raffineries, les coréens et même les chinois semblent avoir décidé de chercher de nouvelles sources d'approvisionnement alternatives. Le ralliement de la Chine au pays imposants des sanctions à l'Iran lui aura permis d'améliorer sa position vis-à-vis des Etats-Unis. Les exportations iraniennes dépendront donc de la capacité de la flotte iranienne à transporter son propre brut dans les ports indiens et chinois. Mais une bonne partie de cette flotte est déjà utilisée comme réserve de stockage. Il semble donc que l'embargo aux exportations iraniennes soit donc plus efficace qu'estimé.

L'offre de pétrole iranien s'embles donc se réduire rapidement et pourrait être diminuée de plus de -50%.

Alors que les exportations iraniennes étaient de 2.4 mios. de barils par jour en moyenne en 2011, elles pourraient avoir été réduites à seulement 1 million de barils par jour depuis le début du mois de juillet. La demande européenne devrait normalement chuter de 600'000 barils, alors que les huit autres importateurs usuels de brut iraniens devraient réduire leur demande de 700'000 autres barils. Une action plus nette de la Chine et de l'Inde pourrait encore diminuer de quelques centaines de milliers de barils de brut par jour la capacité d'exportation iranienne.

En Libye, le retour du brut sur le marché pourrait aussi être remis en question ponctuellement par l'instabilité du pouvoir politique en place. En effet, les milices locales conservent le pouvoir de perturber la production et l'exportation de brut par les terminaux pétroliers. La fermeture récente et temporaire de trois terminaux d'une capacité d'environ 700'000 barils par jour pour des raisons politiques montre la fragilité de la capacité d'exportation du pays évaluée à 1.5 mios. de barils par jour.

La production de pays membre de l'OPEP comme l'Arabie Saoudite, le Koweït et les Emirats Arabes Unis est restée élevée en juin mais devrait tout de même diminuer dans les prochains mois. La production globale de l'OPEP hors Iran semble en effet supérieure de 3 mios. de barils par jour par rapport à celle de l'année passée.

Sur le plan politique, la surproduction temporaire de brut permet de renforcer les chances de succès du bras de fer en cours avec l'Iran. Les sanctions ont en effet plus de chances

de fonctionner si l'Iran voit clairement ses revenus pétroliers chuter drastiquement en raison de l'effondrement de ses volumes d'exportations et du niveau de prix moyen obtenu pour celles-ci.

Demande en hausse au 3 trimestre

Malgré les craintes de ralentissement de la croissance chinoise, les importations chinoises de pétrole ont atteint environ 6 mios. de barils/jours en juin. La demande chinoise a donc progressé de +11% en 12 mois et malgré le ralentissement économique chinois, les importations croissent encore légèrement en 2012.

Au Japon, la demande de pétrole reste naturellement très importante en raison de la nouvelle politique énergétique japonaise établie après la catastrophe nucléaire de Fukushima.

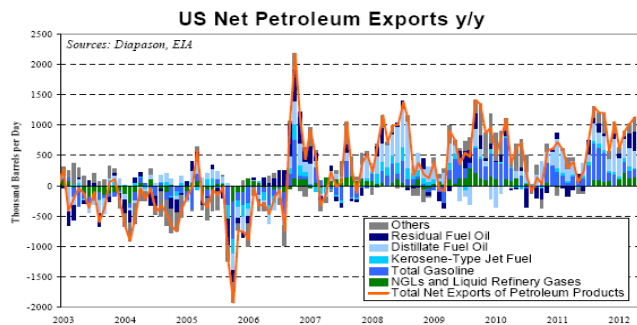
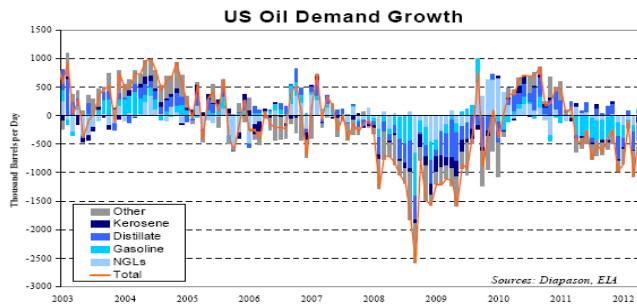
Au Moyen-Orient, la saison chaude a débuté et la consommation interne de pétrole augmente pour faire face à la hausse de la demande d'électricité en période de forte chaleur et d'utilisation de systèmes de refroidissement et d'air conditionné.

Aux Etats-Unis, l'analyse des statistiques hebdomadaires de stocks de pétrole est souvent considérée comme un baromètre de la demande mondiale en raison de la taille du marché américain (21% de la demande mondiale). Le niveau très élevé en juin des inventaires de brut n'est pourtant qu'un indicateur et peut être particulièrement trompeur. En effet, une analyse de l'évolution globale des stocks incluant les produits raffinés montre que ceux-ci sont en fait en déclin régulier depuis 2009.

Les stocks de brut sont donc restés élevés encore en fin de trimestre aux USA en raison d'importations canadiennes plus importantes et une production domestique plus élevée. Ils devraient décliner avec la relance de l'activité de raffinage.

La relative faiblesse de la consommation américaine de produits pétroliers (diminution de 0.6 mios. de barils par jour) est par contre totalement contrebalancée par la hausse des exportations en direction de l'Amérique latine (1.1 mios. de barils par jour) ce qui a fait chuter les stocks de produits raffinés. Le manque de raffineries en Amérique du Sud capable de faire face à l'augmentation de la demande locale explique la hausse des importations. Parallèlement, la sécheresse et la hausse des produits agricoles de base utilisés pour la production de biocarburants affectent la production d'éthanol. Les raffineries qui tournent déjà à plus de 90% de capacités devraient encore profiter de cette situation en augmentant leur production et leur demande de brut.

Diminution de la demande US compensée par les exportations



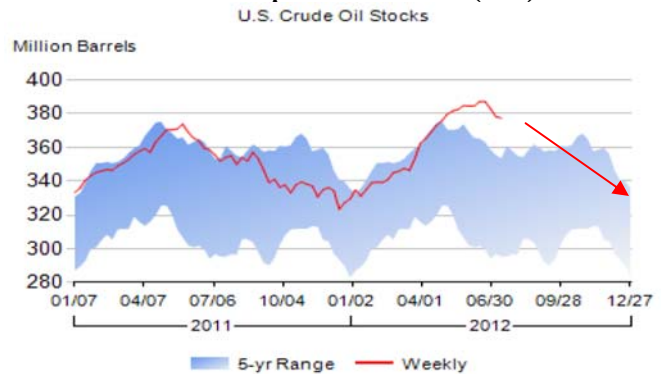
La diminution des stocks de brut change la perception du marché

Les stocks de pétrole brut ont suivi la saisonnalité moyenne observée au cours des cinq dernières années jusqu'en avril 2012.

Mais la poursuite de la progression des stocks a ensuite contribué à la formation d'anticipations négatives durables sur les prix du pétrole. Cette poursuite de la hausse des inventaires en mai et juin a été expliquée par les facteurs déjà décrits plus haut et ne nous semblait pas durable.

Les dernières statistiques publiées par l'Energy Information Administration (EIA) aux Etats-Unis montrent enfin un retour à la normale des inventaires de brut.

Stocks de pétrole brut US (EIA)



Source : EIA

La poursuite de cette tendance corrective devrait contribuer à l'amélioration régulière du sentiment des investisseurs.

Les cours du brut devraient prochainement atteindre 100\$/baril à nouveau ce qui soutiendra aussi la performance relative du secteur de l'énergie. En retard de l'ordre de 7 à 9% par rapport à la hausse de l'indice MSCI World, le secteur énergie surperforme depuis le 31 mai de 2-3% les actions internationales.

Secteurs Energie US et Monde vs actions internationales (MSCI)



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