



Matières premières : Nouvelle hausse probable du pétrole à 55\$

Retournement de tendance probable au second semestre pour les cours du brut. Hausse de la demande soutenue par la Chine et l'Inde. Hausse prochaine des métaux précieux et industriels.

Points clés

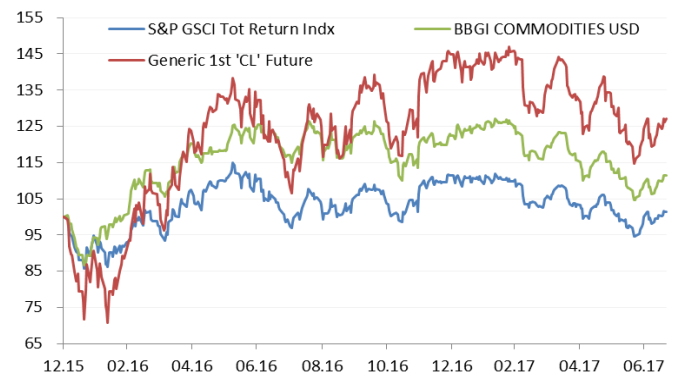
- Hausse de la production américaine et déceptions conjoncturelles ont pesé sur les cours du brut
- Retournement de tendance probable au second semestre
- La chute des réserves de devises saoudiennes renforce l'engagement à soutenir les cours au-dessus de 50\$
- La demande mondiale sera bientôt supérieure à l'offre, tirée par la Chine et l'Inde
- Le pétrole de schiste devient un nouveau « swing producer » autour de 50 \$
- La baisse des inventaires s'intensifie aux USA
- Les facteurs géopolitiques n'ont pas encore stimulé l'investissement spéculatif
- Vers une nouvelle hausse de l'or et de l'argent
- Perspectives positives pour les métaux industriels

Retournement de tendance sur le marché pétrolier au second semestre

Les cours du brut devraient reprendre une tendance haussière après quelques mois de consolidation horizontale. Nous estimons en effet qu'il est probable qu'un nouveau contexte plus favorable se mette en place et justifie une progression sensible de la demande de brut, pouvant pousser les cours à nouveau au-delà de 55\$ le baril.

Cette prévision est fondée sur une amélioration progressive des conditions de l'offre et de la demande, favorisant une réduction plus rapide des inventaires que cela n'a été le cas jusqu'à présent. Par ailleurs, une nouvelle tendance haussière devrait également être accompagnée par une relance de la demande spéculative et d'investissement, particulièrement prudente pour l'instant.

WTI, S&P GSCI, BBGI Commodity fund



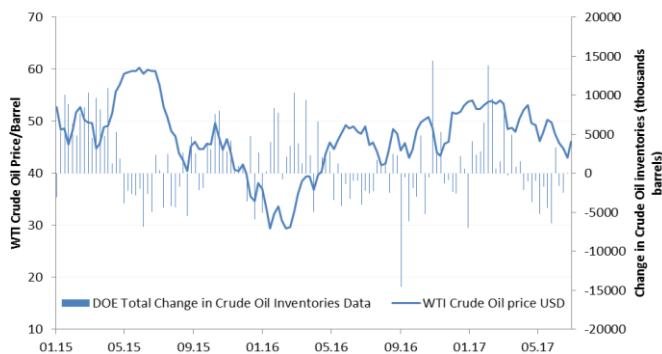
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Hausse de la production US et déceptions conjoncturelles ont miné les cours du brut au T2

Après le doublement des cours pétrole WTI de 26\$ à 55\$ le baril en 2016, les cours du brut sont entrés dans une phase de consolidation au cours des derniers mois, corrigeant presque 50% de la dernière hausse. La faible croissance du PIB américain au 1er trimestre a partiellement modifié l'optimisme qui prévalait en début d'année et qui espérait rapidement voir une hausse de la demande soutenir les cours, grâce à une accélération du cycle de croissance américain. La publication très inférieure aux attentes de la croissance du PIB au 1er trimestre a été le premier catalyseur du changement de sentiment. Le flux de nouvelles statistiques macroéconomiques décevantes au 2ème trimestre a ensuite pesé sur l'appréciation à court terme de l'évolution de la demande. Au 2ème trimestre, le marché de l'énergie a donc davantage été impacté par une diminution des perspectives de croissance immédiate de la demande mondiale et par le retour de la production de pétrole non conventionnel aux Etats-Unis, que par le gel de la production de l'OPEP. En ce qui concerne l'offre, les efforts consentis par les pays membres de l'OPEP et l'engagement répété de l'organisation pour maintenir une réduction de la production globale afin de réduire le

niveau de l'offre mondiale de brut n'ont pas eu les effets escomptés.

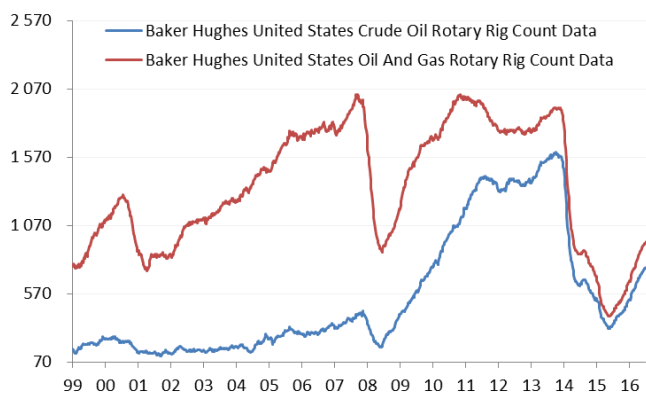
Inventaires (DOE) et cours du pétrole WTI



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La faute essentiellement à la reprise de la production de brut et de pétrole de schiste aux Etats-Unis. Ainsi, alors que les pays du Golf – Arabie-Saoudite en tête – et la Russie s'entendaient 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 malgré un niveau de prix relativement stable et inférieur à 50\$. Le retour de la production au Nigeria et d'une partie des capacités libyennes n'a que marginalement augmenté l'offre globale.

Nombre de puits en activité aux États-Unis



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La chute de 33% des réserves de devises saoudiennes motive l'engagement à soutenir les cours au-dessus de 50\$

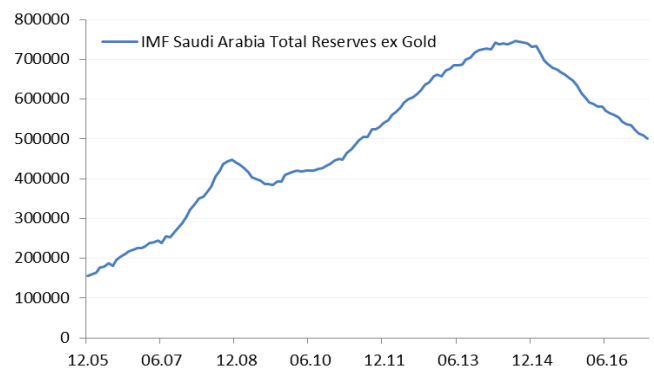
L'Arabie Saoudite avait déclenché la guerre des prix au pétrole de schiste en 2014 en courant le risque de voir son budget et ses réserves temporairement affectés. Elle n'escomptait sans doute pas que la baisse des cours du brut serait durable et envisageait certainement un impact limité sur le niveau de ses réserves. La chute de ces dernières ne s'est pourtant pas arrêtée malgré le renversement de tendance et le rebond des cours au-dessus de 50\$ le baril qui s'est produite en 2016.

A ce jour, les réserves saoudiennes ont ainsi chuté de 750 milliards de dollars en 2014 à seulement 500 milliards au 2ème trimestre 2017. La chute durable des cours du pétrole est clairement inacceptable pour le royaume et constitue directement une menace pour l'équilibre du pays et de la région.

La motivation de l'Arabie saoudite est donc très forte pour pousser les cours du brut au-dessus de la barre des 50\$.

Nous estimons qu'elle pèsera de tout son poids au sein de l'OPEP et auprès de la Russie pour obtenir un contrôle de la production et agir ainsi au maximum de ses possibilités sur le niveau de l'offre globale.

Réserves de devises saoudiennes en millions USD



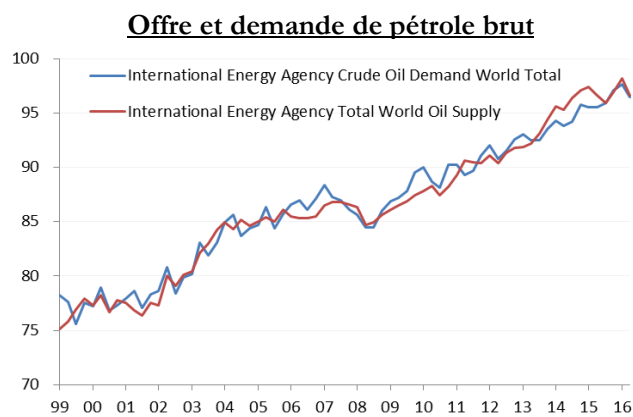
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La demande mondiale bientôt supérieure à l'offre ?

En 2017, la décision de réduction de production de l'OPEP a donc abaissé le niveau de production de l'ensemble des pays membres de 34 millions de barils par jour (mbj) au pic de novembre à 32 mbj en avril, soit environ 2mbj de moins depuis six mois environ. La Russie, de son côté, stabilisait sa production autour de 11.1 mbj. Parallèlement, aux Etats-Unis, la production rebondissait d'un point bas de 8,5 mbj en septembre à près de 9.1 mbj en avril 2017, soit 0.6 mbj. Toutes choses égales par ailleurs, la production mondiale devait donc décliner sous les effets conjoints des principaux producteurs mondiaux. Les statistiques du DOE suggèrent effectivement une réduction de l'offre mondiale de 82.2 mbj en novembre 2016 à 80.5 mbj en février, et une stabilisation de la production depuis juin 2015 à ces niveaux. Selon l'EIG (Energy Intelligence Group) la demande mondiale serait de 96.9 mbj en mai, pour un niveau de l'offre estimé à 98.1 mbj. Le marché du brut serait donc toujours en excédent après avoir pourtant touché un équilibre en mars. Selon les estimations de l'OCDE, l'accélération de la croissance économique mondiale à +3.5% en 2017 et à +3.6% en 2018 devrait soutenir une hausse de la demande d'énergie et de pétrole brut en particulier. S'il est effectivement difficile d'estimer

l'évolution précise du marché mondial, il est plus aisé d'observer l'évolution des inventaires aux Etats-Unis pour évaluer à plus court terme l'évolution de l'offre et de la demande. Aux Etats-Unis, les inventaires de brut ne déclinent que depuis le mois de mars, mais ils restent supérieurs aux niveaux de début d'année ou du pic de mai 2016. La relance de la production mentionnée plus haut était donc prématurée pour être absorbée par le marché jusqu'en mars 2017.

Toutefois, en fin de trimestre, les inventaires de brut (-5.8 millions de barils) et d'essence (-5.7 millions de barils) ont enregistré leurs plus fortes diminutions depuis décembre, suggérant peut-être déjà un changement significatif de tendance.



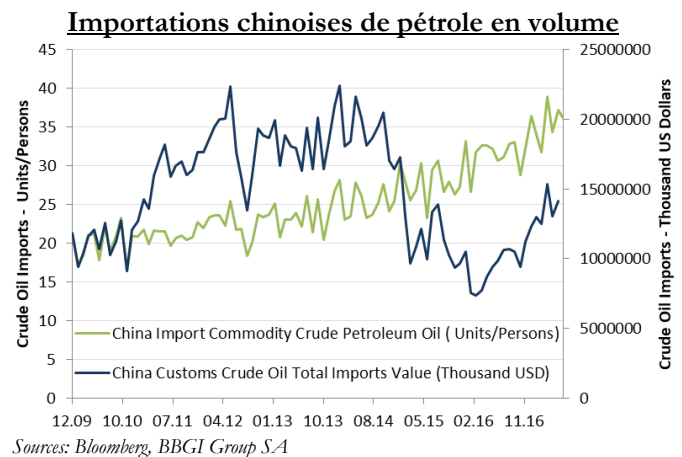
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Hausse de la demande tirée par la Chine et l'Inde

Dans un contexte conjoncturel positif en Europe, aux Etats-Unis, mais surtout en Asie, nous estimons que les perspectives de hausse de la demande de 2mbj sont réalistes pour la fin de l'année. Nous devrions alors assister plus nettement à un rééquilibrage de l'offre et de la demande, mais surtout à une chute des inventaires plus nettement perceptible.

Parmi les composantes clés de la demande, nous estimons que la consommation chinoise devrait être particulièrement importante ces prochains mois dans le processus de rééquilibrage du marché. Avec une croissance du PIB toujours élevée de +6.6% pour 2017 et 2018, l'économie chinoise accroît ses parts de marché de la consommation globale de brut. Entre octobre 2016 et mai 2017, les importations en volume de la Chine ont progressé de 28.8 à 37 millions de tonnes, soit une hausse de près de +30%. Dans les marchés émergents, la reprise économique s'installe aussi et la demande de pétrole pourrait aussi s'intensifier. 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, 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.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le pétrole de schiste devient un nouveau « swing producer » incontrôlable

Cela dit, depuis la révolution du pétrole non-conventionnel et le doublement de la capacité de production pétrolière américaine entre 2008 (5 mbj) et 2015 (9.5 mbj), l'équilibre mondial des cours du brut dépend désormais de facteurs importants échappant à l'OPEP. L'organisation a, de facto, perdu sa capacité d'intervention sur la formation des prix, plus que jamais livrée aux forces globales du marché. Nous ne pensons pas que la hausse de la production américaine se poursuivra au second semestre, ce qui permet d'envisager une stabilisation de l'offre mondiale de brut. Au cours des dernières années, l'industrie du pétrole de schiste s'est imposée comme un nouveau « swing producer » remplaçant ainsi l'Arabie saoudite dans ce rôle, à la différence près que cette industrie est dépendante des cours du marché et des marges d'exploitation.

Même si certaines compagnies prétendent avoir réduit drastiquement leurs niveaux de « point mort » il semble difficile d'imaginer que l'ensemble des sociétés actives du secteur puissent réaliser des profits en dessous de 50\$ le baril.

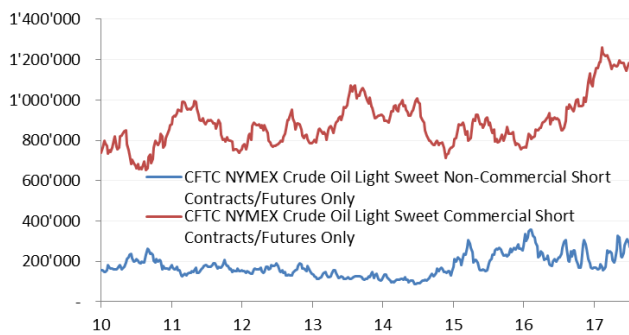
Les facteurs géopolitiques n'ont pas dynamisé l'investissement spéculatif

La crise politique majeure qui a éclaté entre le Qatar et la plupart des Etats membres du GCC au mois de juin ne

semble pas avoir d'impact significatif à ce jour sur l'investissement spéculatif. Le marché semble en effet considérer que les pressions devraient certainement s'intensifier sur l'Émirat, sans pourtant développer d'effets secondaires sur la stabilité politique de la région, et par conséquent sur la production et l'acheminement du pétrole dans le Golfe. Les positions des traders répertoriées par le CFTC montraient déjà depuis plusieurs mois une chute des positions nettes à la hausse. On observe encore ces dernières semaines une poursuite de la diminution des positions spéculatives à la hausse du pétrole du pic de 550'000 contrats haussiers nets en février à seulement 327'000 contrats à la fin juin.

L'investissement spéculatif ne reflète donc que très modérément un positionnement haussier.

CFTC Positions "long" et "short"



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous estimons en conclusion que les fondamentaux du marché devraient progressivement soutenir une diminution des inventaires grâce à un développement de la demande de 1-2 mbj, dans un contexte de progression plus limitée de l'offre.

Sur les marchés spot et à terme, les cours devraient plus rapidement reprendre une tendance haussière, relayée par une reprise graduelle de l'investissement spéculatif. Cette prévision dépend toutefois fortement de la prochaine publication de la croissance du PIB américain au 2ème trimestre qui devrait jouer le rôle de catalyseur dans le changement de perception des investisseurs sur l'évolution prochaine des cours du brut.

Vers une nouvelle hausse de l'or et de l'argent

Les risques systémiques, politiques et géopolitiques ont assez nettement augmenté et l'accroissement récent des risques de prises de profits sur les marchés actions pourraient bien relancer la demande de protection et d'investissement en or. Par ailleurs, le retour annoncé de l'inflation aux Etats-Unis et dans la plupart des régions en début d'année devrait aussi se poursuivre au second semestre, redonnant de fait un certain attrait au métal jaune en tant que « hedge » historique contre l'inflation.

Sur le plan fondamental, l'offre mondiale des producteurs reste stable alors que la demande de bijouterie est attendue en hausse. En Inde, la démonétisation a redonné de la valeur à l'or physique, une très large majorité d'indiens déclare en effet avoir beaucoup plus confiance dans le métal jaune que dans n'importe quelle devise. La consommation indienne devrait atteindre près de 1'000 tonnes par an d'ici 2020, soit près de 300 tonnes de plus qu'en 2016, ce qui représentera près de 30% de la production mondiale d'or.

Nous anticipons toujours une hausse de la demande physique et d'investissement qui devrait permettre aux cours de l'or de retrouver dans un premier temps les niveaux de 1'400 à 1'500 dollars l'once.

Perspectives positives pour les métaux industriels

Les métaux industriels devraient encore bénéficier du renforcement attendu des perspectives de croissance mondiale et des investissements annoncés dans les infrastructures. Les fondamentaux s'améliorent avec la réduction des capacités de production en Chine notamment. L'offre s'ajuste donc progressivement, ce qui devrait permettre une hausse des cours lorsque la demande sera renforcée par l'accélération de la croissance et de l'investissement.

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 informel 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