



## Les sociétés pétrolières et l'OPEP ont besoin d'un brut à 90\$/b

Le tassement conjoncturel aux Etats-Unis pousse les cours à la baisse, mais les cours du brut (WTI) ne devraient pas redescendre en-dessous de 90\$, puis progresser à 120\$ en 2014.

### Points clés

- Deux mois de baisse pour le WTI (-15%)
- Baisse des tensions géopolitiques (Syrie et Iran)
- Risque de ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis au 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestre
- Hausse sensible des stocks pétroliers désormais au-dessus du niveau de 2012
- Stabilisation des cours du WTI aux niveaux actuels (90\$-95\$)
- Equilibre budgétaire des pays de l'OPEP à ~90\$
- Equilibre de « rentabilité » des « majors » à 120\$
- Marges au plus bas des 50 dernières années
- Tendence haussière pour 2014, objectifs 120\$
- Hausse limitée en raison de la révolution du gaz de schiste, de la compétition des énergies alternatives et de la fragilité de la reprise

### Deuxième mois consécutif de baisse des cours du brut aux Etats-Unis

Les cours du brut ont en effet enregistré huit semaines consécutives de baisse. Après avoir atteint un plus haut de l'année à 112.24\$ le 28 août, le cours du WTI (West Texas Intermediate) a glissé de -15% et se retrouve désormais à un niveau proche de sa moyenne à 200 jours (98\$) et sur sa valeur moyenne des trois dernières années (96\$).

La baisse des cours du brut à 96\$ s'est opérée dans un contexte de détente généralisée des conditions qui avaient auparavant soutenu la hausse.

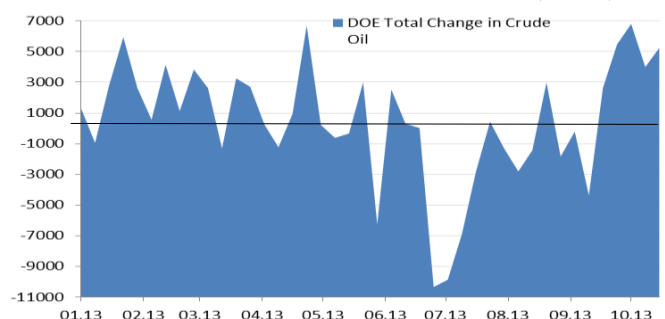
La diminution des tensions géopolitiques au Moyen-Orient consécutive à la proposition syrienne de contrôle et de destruction de son arsenal chimique, ainsi que l'apparition d'un nouveau dialogue possible avec l'Iran, ont toutes

deux contribué à la contraction de la prime de risque existante. Mais c'est aussi l'évolution des perspectives économiques et notamment le ralentissement conjoncturel probablement en cours aux Etats-Unis qui a renforcé les anticipations négatives à court terme.

La hausse des stocks de produits pétroliers publiée par le département de l'énergie américain (DOE) pour la dernière semaine du 18 octobre, confirme une diminution de la demande consécutive à une baisse de l'activité économique. En progression régulière depuis cinq semaines, les inventaires globaux (Pétrole brut, essence, produits distillés) enregistrent cette semaine une nouvelle hausse de 5MMBbls, largement au-dessus du consensus (0.2 MMBbls).

Les stocks de pétrole brut ont progressé de 5.2MMBbls/d à 379.8 MMBbls et dépassent désormais leur niveau de 2012, ainsi que leur niveau le plus élevé des 5 dernières années.

### Evolution des stocks de pétrole brut (DOE)

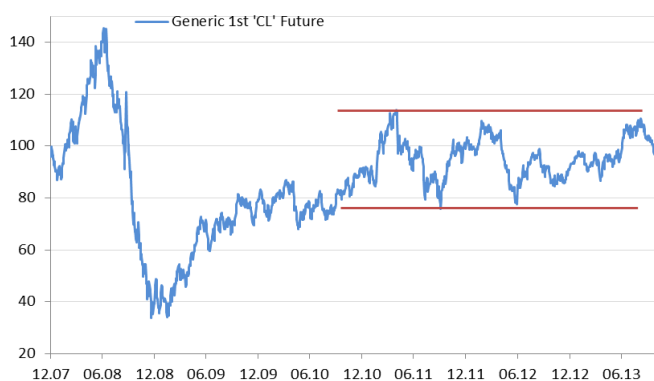


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les stocks de pétrole brut, globalement en diminution pendant l'été, sont à nouveau en phase haussière depuis la mi-septembre.

Une tendance qui pousse les cours du pétrole brut à la baisse ; le WTI a en effet débuté sa phase de correction à peu près au même moment.

### Cours du pétrole brut WTI



**Malgré la chute récente des cours du WTI, le prix du pétrole brut s'est stabilisé depuis trois ans maintenant à un niveau moyen légèrement inférieur à 100\$.**

**Ce niveau semble aujourd'hui correspondre au cours minimum souhaité par les pays producteurs et exportateurs de pétrole (OPEP et Russie) pour équilibrer leurs budgets.**

Même si les coûts de production du pétrole dans la plupart des pays de l'OPEP et la Russie sont relativement bas, ces pays font face à une très forte hausse de leurs coûts sociaux. En seulement cinq ans, le niveau de prix du pétrole pour atteindre l'équilibre budgétaire a doublé, ou presque pour l'Arabie Saoudite (de 45\$ à 90\$), les Emirats Arabes Unis (de 30\$ à 60\$) et la Russie par exemple (de 65\$ à 110\$). Globalement, on estime que le niveau moyen du prix du pétrole nécessaire pour équilibrer les budgets des pays de l'OPEP a progressé de 20\$ le baril en 2000 à 100\$ en 2013.

Mais il correspond aussi à un niveau d'équilibre important pour de nombreuses sociétés internationales, dont les coûts de production ont fortement progressé depuis quelques années. Une comparaison similaire montre qu'un cours du pétrole inférieur à 20\$ en 2000 permettait aux sociétés pétrolières internationales de dégager un cash-flow positif, après dépenses d'investissement et versements de dividendes.

**Aujourd'hui le point d'équilibre est 6x plus élevé et s'est établi à environ 120\$ pour une grande majorité des « majors » du secteur.**

On observe donc que depuis dix ans, l'environnement dans lequel évoluent les multinationales du secteur a donc fortement muté et que les conditions

d'exploitation sont très sensiblement différentes en 2013. Bien que les cours du brut aient fortement progressé depuis le début de la crise, ils restent encore globalement 33% en-dessous du pic atteint en juin 2008 à 147.27 pour le WTI.

### **Pourquoi le point mort des compagnies pétrolières est désormais au-dessus de 100\$ ?**

**Il est intéressant de constater que malgré la hausse des prix du pétrole de ces dernières années, l'industrie pétrolière a toujours du mal à améliorer globalement sa profitabilité. Les plus grandes sociétés pétrolières ont en effet des difficultés depuis 2007 à maintenir un niveau élevé de rentabilité.**

**Leur capacité à générer des revenus par rapport aux capitaux investis n'a cessé de décroître depuis 2007 et se situe d'ailleurs aujourd'hui à des niveaux proches des plus basses rentabilités observées dans les années 90'.**

Désormais inférieur à 10%, il faut rappeler que ce ratio était supérieur à 15% entre 2005 et 2008 et qu'il avait dépassé 20% au début des années 80'. En d'autres termes, la rentabilité de l'industrie pétrolière est aujourd'hui globalement au plus bas niveau de ces 50 dernières années.

Comprendre les raisons qui ont provoqué cette chute de rentabilité est fondamental pour déterminer les stratégies gagnantes de demain.

**Le premier facteur clé réside certainement dans le vieillissement et l'épuisement progressif des sources de production.**

Les taux d'extraction de pétrole et de gaz des nappes existantes n'ont cessé de diminuer dans la plupart des régions depuis dix ans. Les sociétés européennes semblent avoir été plus touchées encore que les sociétés intégrées américaines ou russes. Les pétrolières intégrées asiatiques semblent au contraire avoir été en mesure de maintenir un ratio positif relativement stable dans le même temps.

**Le deuxième facteur essentiel qui a pénalisé les résultats des sociétés productrices est la forte progression des coûts de maintenance et d'exploitation.**

C'est une conséquence en partie aussi du vieillissement des champs pétroliers. Les coûts de maintenance et d'exploitation ont fortement progressé et sont devenus indispensables pour tenter de maintenir un degré de production le plus élevé possible. Sans de telles dépenses, la productivité des puits de pétrole aurait sans doute été

encore plus affectée. Au cours des dernières années, les coûts de maintenance et d'investissement ont fortement progressé, affectant presque sans grande distinction les sociétés intégrées européennes, américaines, russes et autres. En moyenne, ces coûts ont progressé de 100% à 150%. Estimés à environ 5\$ par baril pour les sociétés intégrées européennes et américaines en 2005, ces coûts ont bondi à près de 15\$ en 2012.

### **Les nouveaux projets et développements sont plus rentables mais ils ne sont pas nombreux**

Le cash-flow généré par l'industrie est donc en déclin, mais cela masque une réalité intéressante lorsque l'on décompose la rentabilité entre nouveaux sites de production et anciens sites. Le problème majeur réside dans le fait que globalement, les sociétés intégrées européennes et américaines n'ont pas été capables de développer suffisamment des nouveaux gisements pétroliers pour remplacer les sites de production existants.

### **Les sociétés d'exploration et de production aux Etats-Unis, au Canada et en Russie ont été plus efficaces en la matière.**

Les coûts associés à cet exercice ont aussi considérablement progressé et le peu de succès obtenu par les géants du secteur contribue naturellement à la baisse de leur rentabilité. Les coûts de recherche et de développement (F&D) de nouveaux sites de production ont atteint des niveaux record en 2012 et dépassent 16\$/baril en moyenne. En Europe, ces coûts ont même atteint 22\$/baril en 2012.

L'efficacité des compagnies pétrolières intégrées à remplacer leurs ressources en exploitation et à développer de nouvelles capacités de production sera un élément déterminant de leur survie.

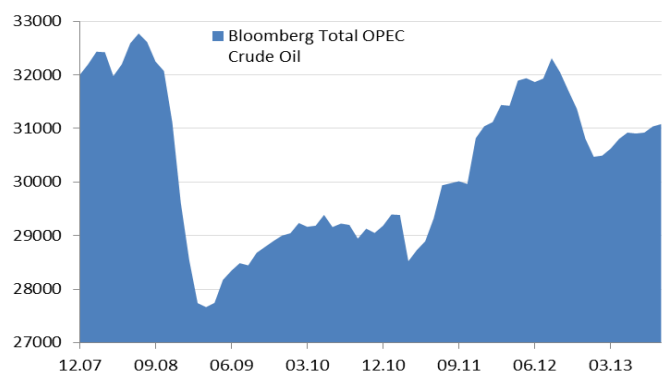
Elles devront démontrer leur capacité à se repositionner sur les segments les plus porteurs, améliorer leurs capacités d'exploration et participer plus largement au développement du « shale oil » et « shale gas ».

### **Une hausse prochaine des cours du brut au-dessus de 120 \$ est-elle probable ?**

La baisse des cours et la hausse récente des stocks de brut aux Etats-Unis laissent penser qu'à très court terme on assiste peut-être à une normalisation de la situation avec un risque de surproduction temporaire. Plus largement, les dernières statistiques de l'OCDE ont plutôt tendance à démontrer que l'offre globale de pétrole est en contraction, comme l'indique la chute de

600'000 bpd de l'offre en septembre. Du côté de l'OPEP, la production journalière reste stable à moins de 30 millions de barils par jour. La production totale des pays de l'OPEP avait atteint son premier pic en 1977 à 31 mbj avant de voir sa production chuter à moins de 15 mbj au milieu des années 80'. Il aura fallu vingt années pour retrouver une production d'un niveau similaire (2004-2005) et quelques années de plus pour que la production maximale historique de l'OPEP ait été enregistrée en 2008 (32.7mbj), lorsque les cours du brut réalisaient de nouveaux records. Aujourd'hui, la production de l'OPEP (31mbj) est à nouveau en déclin par rapport au niveau d'août 2012 (32mbj).

### **Production totale de l'OPEP (Bloomberg)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si de son côté l'agence américaine de l'énergie (EIA) s'attend à une baisse des stocks globaux de pétrole aux 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestres, cela implique qu'elle prévoit sans doute un déficit de production, à court terme en tout cas, par rapport à la demande.

Une amélioration des conditions économiques en 2014, qui verrait notamment la convergence des cycles conjoncturels enfin se mettre en place dans toutes les régions du monde, aurait certainement un impact non négligeable sur l'équilibre du marché mondial de l'énergie.

La reprise récente des PMI en Europe et les surprises plutôt positives dans les marchés émergents laissent espérer qu'après un trimestre peut-être incertain aux Etats-Unis, la croissance mondiale accélère réellement en 2014.

### **Un tel contexte de convergence des cycles économiques poussera sans doute les cours des produits pétroliers à la hausse.**

Mais il faut rappeler tout d'abord qu'il existe sans doute quelques réserves de production de brut notamment en Iran, Lybie, Venezuela et Irak qui pourraient, sous certaines conditions politiques notamment, permettre d'accroître l'offre. Par ailleurs, l'évolution des énergies alternatives a été très sensible au cours des dernières

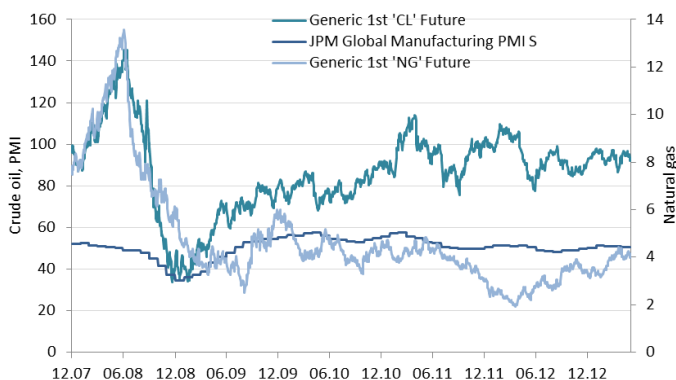
années. La tendance actuelle devrait clairement se poursuivre et contribuer à diminuer les risques de déséquilibre entre l'offre et la demande d'énergie fossile.

Conjointement, le développement des énergies alternatives (solaire, éolien, biocarburant et efficacité énergétique) et l'exploitation des gaz et pétrole de schiste devraient donc contribuer à une augmentation de la production énergétique non conventionnelle et diminuer la probabilité de forte hausse des cours du brut à moyen terme.

D'autre part, même si nous envisageons un alignement très probable des cycles conjoncturels en 2014 favorable aux cours du brut, il n'en reste pas moins que dans un premier temps, la reprise mondiale devrait rester fragile. Relevons à ce propos qu'au cours des derniers trimestres, la hausse des cours du brut était plutôt coïncidente avec l'amélioration des perspectives conjoncturelles globales. Cette forte corrélation récente indique aussi que la hausse des cours du brut dans un contexte économique encore fragile peut provoquer une baisse de l'activité et de la demande.

On observe dans le graphique ci-dessous que les phases de hausse des indices PMI globaux au-dessus des niveaux de 50 (indicateur de croissance) ont provoqué entre 2007 et 2013 une progression nette des prix du pétrole par anticipation. Mais ensuite, cette même hausse a semblé-t-il agir comme un frein au renforcement de la croissance économique (baisse des PMI).

### Indice global PMI (JP Morgan), pétrole et gaz



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Par conséquent, il nous semble important de souligner qu'une hausse rapide et de forte amplitude des cours du brut n'est à la fois pas souhaitable pour la viabilité de la reprise mondiale qui se dessine, mais qu'elle est d'autre part très peu probable à moyen terme.**

Aux Etats-Unis en particulier, la hausse du WTI devrait rester modérée, même en cas de reprise conjoncturelle.

Ceci, essentiellement en raison de la compétition que représente le développement de l'industrie du gaz et pétrole de schiste. Nous anticipons donc désormais une évolution conjointe des cours du brut et du gaz aux Etats-Unis, tout en relevant les effets de substitution potentiels existants entre ces deux sources d'énergie.

Sur le plan mondial, une reprise du cycle en Europe pourrait avoir des effets différents sur les cours du brut, notamment en raison de l'absence de compétition entre sources énergétiques. La révolution des gaz et pétrole de schiste est en effet essentiellement un développement américain, tandis que les cours du gaz en Europe et en Asie n'offrent pas les mêmes avantages économiques qu'aux Etats-Unis. En effet, à moins de 4\$ par MMBtu aux Etats-Unis, le gaz naturel américain reste très largement meilleur marché que le gaz naturel en Europe (10\$) et en Asie (Japon 17\$).

### Conclusion

**Les cours du pétrole devraient prochainement se stabiliser entre 95\$ et 90\$ avant de reprendre une tendance haussière plus nette en 2014.**

**La relative faiblesse structurelle de la reprise mondiale devrait empêcher un emballement des cours dans la prochaine phase de hausse. La concurrence des énergies alternatives et la révolution des gaz de schiste agiront également comme un élément modérateur de la progression des cours.**

**Les cours du brut devraient à nouveau se situer durablement au-dessus du WTI.**

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