



L'offre de pétrole s'ajuste et provoque un bond du cours de +8%

Les producteurs hors OPEP réagissent brutalement à la correction de -60% des prix du brut. L'offre pourrait vite se réduire alors que la demande devrait rester soutenue en 2015.

Points clés

- La chute des cours du brut de -60% « sort » du marché les productions au seuil de rentabilité trop élevé entre 40-75\$ (pétrole de schiste, sables bitumineux...)
- Le nombre de puits en activité chute de -25% en seulement cinq semaines aux Etats-Unis
- La chute s'accélère fin janvier à un rythme jamais observé depuis 1987
- L'offre de pétrole s'ajuste plus rapidement aux Etats-Unis
- La baisse de l'offre pourrait atteindre 2 mbj
- L'accélération de la croissance mondiale devrait ajouter 1-2 mbj à la consommation mondiale de brut entre 2015 et 2016
- Les cours rebondissent de +8% en 1 jour
- Le renversement des positions spéculatives soutiendra la nouvelle tendance haussière

Les cours du brut rebondissent de +8% en réaction à la réduction probable de la production aux Etats-Unis

Depuis le sommet des prix du pétrole observé en juin, les cours du brut ont régulièrement glissé pendant six mois et perdu environ -60% jusqu'en janvier 2015, dans un contexte macro-économique pourtant encourageant.

La baisse de la demande a souvent été évoquée comme le facteur principal justifiant cette plongée des cours avant que la composante « offre » ne porte une plus grande responsabilité dans l'effondrement régulier des prix.

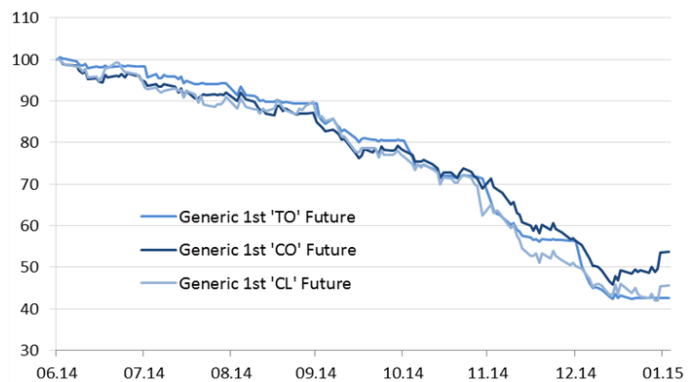
Cette chute des cours, dont la plupart des experts s'accordent à penser qu'elle devrait être durable pour éponger la surproduction actuelle, trouve

peut-être cette semaine un épilogue plus dynamique qu'escompté par le consensus actuel.

Les cours du WTI (West Texas Intermediate) aux Etats-Unis ont en effet bondi vendredi de +8%, enregistrant leur plus forte progression journalière depuis 2012.

Parallèlement, les cours du Brent réalisaient quant à eux leur meilleur résultat journalier depuis 2009.

Cours du Brent (CO), WTI (CL) et Dubai Light (TO)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

En quelques heures, les prix du pétrole prenaient l'ascenseur et rebondissaient de leur plus bas niveau atteint depuis six ans.

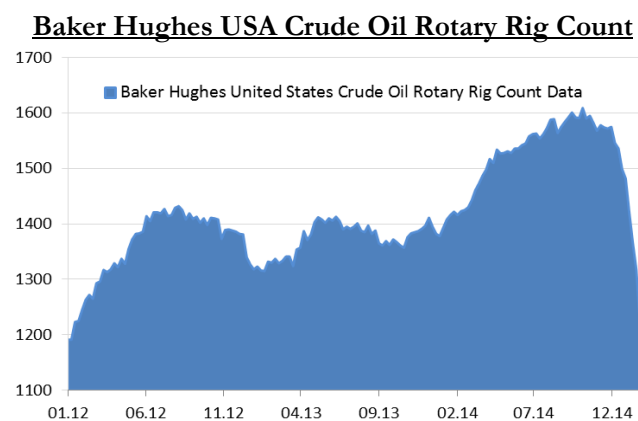
Le facteur géopolitique a d'abord relancé les craintes des investisseurs, alors qu'on annonçait de nouveaux combats en Irak autour de la ville de Kirkuk entre les combattants de l'EI et les forces kurdes.

Mais c'est surtout la publication des dernières statistiques par Baker Hughes – indiquant que la très nette diminution des puits de pétrole en activité aux Etats-Unis observée au cours des premières semaines de janvier s'était très clairement amplifiée au cours de la semaine – qui a cristallisé ces craintes.

La chute du nombre de puits en activité aux Etats-Unis, déjà mentionnée dans ces colonnes comme l'un des éléments annonciateurs d'une probable réduction significative de l'offre de brut en Amérique, s'est effectivement accélérée fin janvier avec la fermeture de 94 puits, soit près de 7% du nombre total encore en phase de pompage la semaine précédente.

Cette chute était manifestement bien supérieure aux attentes, et par ailleurs la plus forte qui ait été enregistrée depuis que Baker Hughes calcule cette statistique en 1987.

Depuis le plus haut niveau de septembre (1601 puits), c'est désormais 25% des puits de pétrole qui ont été mis « hors d'action » en quelques semaines. Le niveau actuel de 1223 puits correspond au nombre mesuré au début de l'année 2012 lorsque les cours du WTI étaient proches de 100\$ le baril.



Les scénarii possibles en 2015 pour l'or noir

La plupart des prévisionnistes s'attendent à une lente résorption des excédents de production et un effet positif en seconde partie d'année 2015 dans le meilleur des cas.

La prise de position de l'OPEP en novembre 2014, indiquant que l'organisation n'avait pas l'intention de couper sa production pour permettre une diminution unilatérale de l'offre, est l'un des facteurs principalement évoqués pour expliquer la lenteur du processus d'ajustement progressif de l'offre et de la demande.

Parmi les scénarii envisagés par les experts et prévisionnistes du marché de l'or noir, la chute de la production nord-américaine n'apparaît que très rarement en tête de liste.

La rapidité à laquelle le complexe industriel pétrolier semble vouloir ajuster sa production en ce début d'année a donc surpris.

Les scénarii les plus fréquents restent aujourd'hui dépendants d'une future action (ou non) de l'OPEP et de son ampleur le cas échéant.

Le premier scénario est celui d'une absence de décision de l'OPEP laissant le champ totalement libre aux forces du marché. Dans cette optique, la chute des cours finit par affecter les zones de production aux coûts les plus élevés dans les pays non-membres de l'OPEP et réduit la rentabilité au point de déclencher l'interruption de la production des puits les moins rentables. Ce premier scénario est très progressif et n'anticipe pas une réaction rapide du secteur pétrolier américain, mais il laisse entrevoir un cours de 60\$ le baril à la fin de l'année.

Le deuxième scénario, plus optimiste, se fonde sur une action de l'OPEP, qui déciderait de diminuer suffisamment sa production pour réduire l'écart entre l'offre et la demande mondiale, évalué à 1 ou 2 millions de barils par jour. Ce scénario semble a priori improbable au 1^{er} trimestre en raison de commentaires officiels déterminés à laisser les forces du marché agir. La probabilité d'une action augmente au 2^{ème} trimestre avec la volonté d'équilibrer les budgets des États membres grâce à un niveau de prix supérieur. Les cours du brut pourraient alors progresser plus vite et remonter vers 70\$.

Le troisième scénario fait intervenir les risques géopolitiques comme facteur accélérateur d'un probable rebond pouvant pousser les prix plus haut que 70\$ avant la fin de l'année.

Du côté de l'offre, notre scénario comporte deux étapes successives.

Tout d'abord, la baisse de l'activité pétrolière aux Etats-Unis – provoquée par la chute des marges des sociétés pétrolières dans l'exploitation du pétrole – interrompt la tendance baissière et contribue à un renversement des anticipations des investisseurs, désormais plus favorables à un retour progressif des cours du brut vers 60\$-70\$.

Dans un second temps, l'OPEP pourrait ultérieurement faire une annonce indiquant que l'organisation accepte de réduire sa production pour soutenir les cours du brut.

Cette annonce pourrait avoir des effets marginaux, mais elle contribuerait à renforcer l'amélioration des fondamentaux largement obtenue par la baisse de l'offre nord-américaine. Les cours du brut pourraient ainsi rebondir plus rapidement qu'escompté par la plupart des

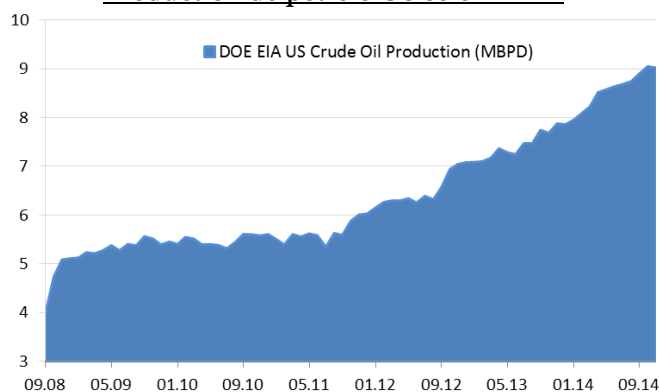
observateurs en ce début d'année et dépasser le niveau de 70\$.

Les compagnies pétrolières sont actuellement en train de réviser de manière brutale le niveau de leurs investissements pour 2015. Face à la chute des cours du brut, elles annoncent des changements souvent très significatifs dans leurs perspectives à court terme. En Europe, Total, Royal Dutch Shell et BP annoncent des baisses supérieures à 10% de leurs investissements ; aux Etats-Unis, ConocoPhillips, Chevron, ExxonMobil et Occidental vont plus loin. Nous estimons que la chute du CAPEX pourrait dépasser 20% en 2015 aux Etats-Unis. Les opérations les plus affectées semblent naturellement être celles dont les coûts de production sont les plus élevés comme le pétrole de schiste, les sables bitumineux, ou encore la production offshore en eaux profondes, dont les seuils de rentabilité sont estimés entre 40 et 75\$. Le secteur des services pétroliers et les sociétés intégrées annoncent déjà des coupes de personnel massives : Baker Hughes licenciera 7'000 employés, Schlumberger 9'000 collaborateurs. Mais si le secteur pétrolier mondial devrait être concerné par cette baisse des investissements à hauteur d'environ 10% à 15%, c'est avant tout aux Etats-Unis que les mesures décidées semblent déjà être les plus fortes.

Nous anticipions déjà en fin d'année 2014 un ajustement plus significatif de l'industrie pétrolière américaine ; la tendance s'est désormais installée et devrait durer.

En effet, les mesures décidées prendront du temps à se concrétiser, ce qui laisse entrevoir une période de diminution régulière de la production de plusieurs mois. Aux Etats-Unis, la production de pétrole a poursuivi sa tendance haussière en enregistrant une progression de 7.9 à 9.02 mbj (novembre 2014) depuis le début de l'année, selon les derniers chiffres publiés par l'EIA (US Energy Information Administration). La production de brut aux Etats-Unis a ainsi plus que doublé depuis le choc de 2008.

Production de pétrole US selon l'EIA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La production de brut américaine a donc certainement retrouvé son pic de février 1986 (9.17 mbj) après vingt ans de constante réduction, qui avaient fait chuter à 3.98 mbj la production lors de la crise financière de 2008.

Il est difficile d'estimer précisément l'impact d'une diminution de l'activité pétrolière aux Etats-Unis, mais une baisse de 10% à 15% pourrait faire retomber la production à 7.5 mbj et représenter une baisse de l'offre de 1 à 1.5 mbj.

A l'échelon mondial, une diminution de l'offre de 2 mbj est donc envisageable, surtout si les pays de l'OPEP décident finalement d'agir de leur côté.

La réduction de l'offre constitue donc l'un des points clés du scénario pour 2015 qui pourrait voir l'or noir se traiter au-delà de 70\$ en fin d'année.

Et la croissance dans tout cela ?

L'EIA estime à 91.4 mbj la consommation de brut mondiale en 2014, en hausse de 0.9 mbj. L'agence prévoit une progression de 1mbj supplémentaire en 2015 et 2016, pour une hausse du PIB mondial de +3%.

La consommation mondiale de brut est évidemment corrélée à l'évolution du PIB mondial. On constate une progression de la demande de brut proche de +1% lorsque le PIB progresse à un rythme modéré de +2% et une hausse de la demande sensiblement plus forte et supérieure à +3% lorsque la croissance du PIB mondial accélère et s'approche de +3%.

Aux Etats-Unis, la demande de pétrole aurait augmenté de +1% en 2014 à un peu plus de 19 mbj. Avec les dernières statistiques de croissance du PIB en accélération à +5% au 3^{ème} trimestre et les chiffres préliminaires de +2.6% pour le 4^{ème} trimestre, la demande de brut pourrait bien rebondir sensiblement en 2015.

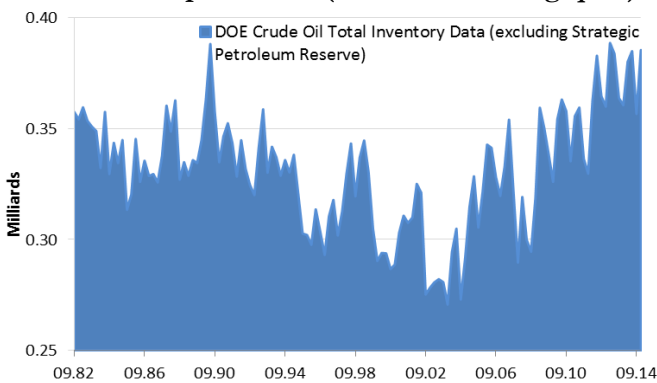
En Chine, la demande de brut aurait aussi progressé de +2.2% en 2014. Au cours des dix dernières années, la consommation chinoise de brut est passée de 6.437 mbj à 10.116 mbj, alors que le PIB chinois progressait à un rythme de +9.2% /an. Au cours des quatre dernières années, la croissance du PIB s'est réduite à +7.3%/an, mais la consommation de pétrole a encore progressé de 8 mbj à 10.1 mbj pendant la même période, ce qui correspond à une hausse d'environ +6%/an. Le PIB chinois devrait à nouveau avancer de +7.5% en 2015 et soutenir la demande chinoise de brut qui pourrait bien s'accroître de 0.6 mbj à 1 mbj en 2015. En Europe, la consommation de pétrole aurait augmenté de +4.16% selon l'EIA, progressant de 13.027 mbj à 13.569 au 31

décembre 2014. Les effets du QE européen mettront du temps à se matérialiser et il faudra certainement attendre quelques mois avant qu'une hausse de la demande de brut ne se concrétise. Globalement, une hausse de la consommation mondiale de brut pourrait être supérieure aux attentes de l'EIA dès 2015 en cas de reprise conjoncturelle mondiale. Une hausse de la demande devrait renforcer progressivement les prix. Mais l'importance des stocks accumulés ces derniers mois pourrait retarder le processus de revalorisation des cours du pétrole.

Hausse des stocks de brut

Les inventaires commerciaux de pétrole brut de l'OCDE ont augmenté de 140 mb en 2014 pour atteindre 2'710 mb, environ 75 mb au-dessus de la moyenne sur cinq ans. L'excès d'offre, actuellement estimé à 1 mbj – 1.5 mbj, continuera à se diriger vers les zones de stockage de brut dans les prochaines semaines, qui pourraient encore accueillir environ 100 mb aux USA seulement et la moitié en Europe et en Asie. Ultérieurement, d'autres capacités de stockage pourraient encore être exploitées en ayant plus largement recours aux tankers. On estime à environ 40 mb les stocks flottants actuels. En 2009, lors de la dernière chute massive des cours, environ 60 tankers étaient utilisés à ces mêmes fins pour près de 100 mb.

Stocks de pétrole US (ex réserves stratégiques)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

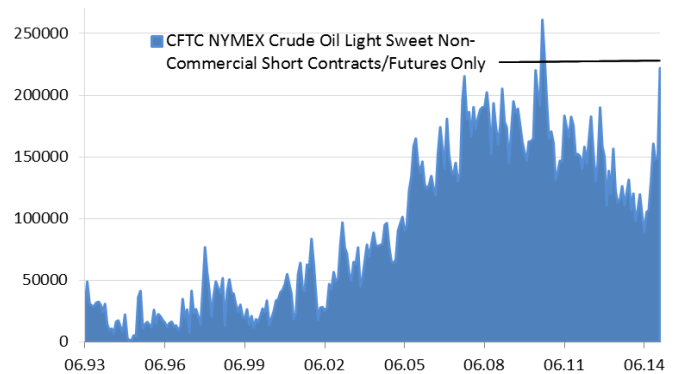
Les stocks de pétrole ont augmenté de 8.9 mb au cours de la dernière semaine. A 406.7 mb, les stocks de brut américains sont au plus haut depuis 80 ans.

Mais la tendance n'est pas nouvelle, les stocks ont régulièrement progressé de 270 à 406 mb depuis 2003. Par ailleurs, le sentiment des investisseurs reste très négatif pour l'évolution prochaine des cours du brut si l'on en croit le niveau très élevé des positions spéculatives anticipant une poursuite de la baisse des cours.

Positions spéculatives toujours très négatives

Les positions spéculatives sur le marché à terme des matières premières aux Etats-Unis (NYMEX) sont à nouveau à leur plus haut niveau des trente dernières années. Depuis juin 2014, on observe un doublement de ces positions à plus de 220'000 contrats spéculant sur la baisse des cours du brut. Nous pensons que le renversement de ces stratégies baissières accompagnera la prochaine dynamique haussière du pétrole.

Crude Oil Non-Commercial Short Contracts



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

En 2015, l'offre de brut devrait diminuer de 1-2 mbj au moment même où la demande pourrait progresser grâce à une reprise de la croissance mondiale.

La chute des cours du pétrole est aujourd'hui excessive et « sort » du marché une production au seuil de rentabilité trop élevé.

Les cours du brut devraient rebondir vers 75\$.

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