

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



29 octobre 2014

La chute du brut ne reflète pas l'état de l'offre et de la demande

La correction de 25% des prix du pétrole en quatre mois est exagérée. La conjoncture en Europe n'est pas le facteur déterminant. Cet excès de pessimisme conduira à une hausse.

Points clés

- La chute des cours est trop rapidement imputée à la faiblesse de la conjoncture en Europe
- Les cours du brut ont chuté de -25% quelles que soient les zones de production/consommation
- La baisse du brut soutiendra la croissance
- La demande de brut mondial est estimée par l'AIE à 92.4 mbj en septembre, en baisse de -0.5%
- L'offre mondiale est excédentaire avec une capacité de 93.8 mbj, mais ce n'est pas un phénomène récent
- L'Europe ne représente que 15% de la demande
- En 2015, la demande passera à 94.6 mbj et l'Asie deviendra le 1^{er} consommateur mondial
- Les positions spéculatives ont été réduites de 50%
- Une nouvelle hausse vers 100\$ est probable

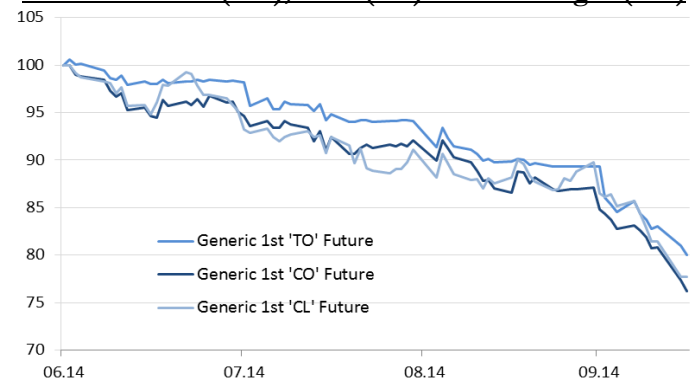
L'accélération à la baisse des cours du brut depuis le mois de septembre est en partie imputée à la faiblesse de la demande

Depuis le sommet des prix du pétrole observé en juin, les cours du brut ont régulièrement glissé et perdu environ -15% jusqu'en septembre, avant d'accélérer leur phase de correction en octobre et de perdre encore -10%. Cette chute globale de -25% des prix du pétrole en seulement quatre mois a souvent été imputée à une faiblesse de la demande, exacerbée par les craintes récentes de ralentissement conjoncturel en Europe et en Allemagne en particulier.

Les cours des trois types de pétrole brut les plus importants servant de référence pour estimer et fixer les cours des autres types de pétrole ont ainsi enregistré des chutes similaires, sans véritable distinction.

Les cours du BRENT, pétrole brut de la mer du Nord, du WTI (West Texas Intermediate) aux Etats-Unis et du Dubai Light, référence pour l'Asie, ont effectivement chuté de concert.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Chaque région du monde et chaque puits de pétrole produisent des qualités de pétrole différentes, caractéristiques des gisements respectifs. Il existe en effet autant de qualités de pétrole aux teneurs en soufre, minéraux, viscosité, qu'il n'existe de puits. Les prix de ces pétroles sont effectivement souvent dictés par les cours du BRENT, mais ils dépendent aussi des conditions de l'offre et de la demande spécifiques en fonction de leur utilisation et du lieu de consommation. Ainsi, par exemple, la production de carburant pour les moteurs diesel nécessite un pétrole riche en molécules plutôt lourdes avant raffinage, tandis que le pétrole plus léger sera utilisé pour la production d'essence.

Le BRENT de la mer du Nord, du nom du gisement pétrolier découvert en 1971 au nord de l'Ecosse (acronyme des cinq principaux champs pétroliers découverts : Broom, Rannock, Etive, Ness et Tarmat) est un pétrole léger et peu souffré. Les cours des pétroles légers plus recherchés sont en général plus élevés que les bruts lourds et sulfureux, plus difficiles à raffiner, plus coûteux et moins efficaces. Même si la production de

BRENT n'est pas très élevée, il constitue en général la référence pour la fixation de prix de près de deux tiers des pétroles extraits et commercialisés dans le monde. Le BRENT est coté à la bourse de Londres. Aux Etats-Unis, la référence est donc le WTI (gravité API 36.4), plus léger que le BRENT (gravité API 38) et plus sulfuré (0.48 contre 0.40 pour le BRENT). Le Dubai Light est l'un des rares bruts vendus dans le Golfe Persique sur la base de contrats au comptant, alors que la plupart des autres bruts sont liés à des contrats à long terme. Si les deux premiers types de pétrole sont dits « légers », le Dubai Light est considéré comme « moyennement sulfuré », sa teneur en soufre étant environ quatre fois supérieure, mais son degré de viscosité ou sa gravité API (31) est de 20% à 30% inférieure.

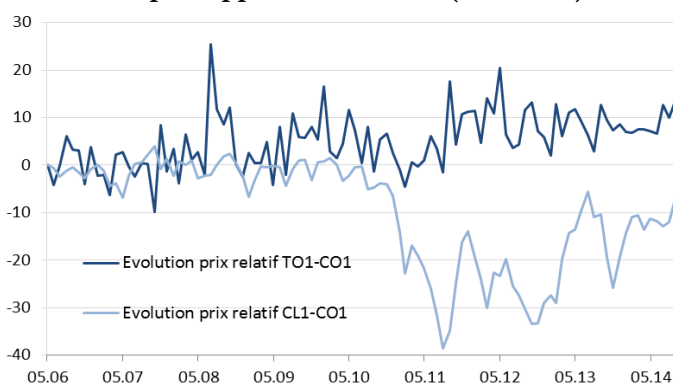
Théoriquement, les cours du pétrole dans les contrats commerciaux sont fixés à partir d'une formule contenant un ou plusieurs bruts de référence et d'un différentiel ou facteur d'ajustement. Ce facteur d'ajustement varie en fonction de la provenance, de la qualité, de la possibilité de raffinage et des coûts de transport liés à l'éloignement du lieu de production et de sa zone de consommation finale notamment.

De ce fait, le pétrole destiné à approvisionner le marché européen aura comme cours de référence le BRENT, alors que celui destiné au marché américain utilisera le WTI comme référence.

La substituabilité est parfois imparfaite comme le suggèrent les écarts de prix historiques

Les cours et le potentiel de substitution des pétroles produits et commercialisés dépendent donc d'un grand nombre de facteurs, ce qui explique notamment que dans certains cas, les cours observés dans les diverses bourses et places de cotation des divers bruts puissent varier sensiblement à court ou moyen terme.

Evolution des prix relatifs du WTI et Dubai Light par rapport au BRENT (2006-2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Pendant cette période allant de 2006 à 2014, on observe tout d'abord que les cours du pétrole Dubai Light ont enregistré la plus forte progression (+50.3%). Le Dubai Light a donc été plus demandé que les autres bruts en progression de +30.6% pour le BRENT et de +26.8% pour le WTI.

Une analyse des écarts de valorisation à plus court terme indique une volatilité comprise entre 0\$ et 20\$ le baril en faveur du Dubai Light par rapport au BRENT. Le Dubai Light s'est ainsi presque systématiquement traité avec une prime de 10 à 15\$ en moyenne dans cet intervalle.

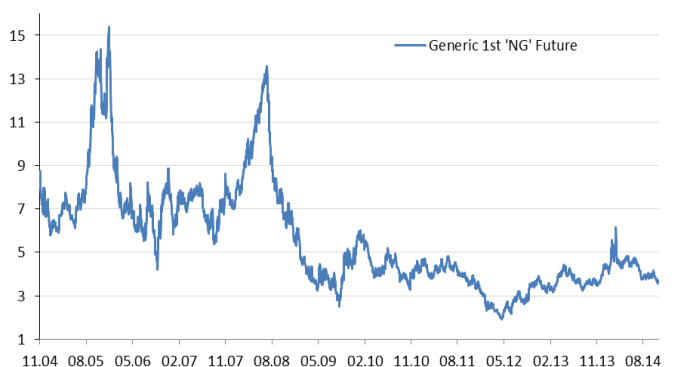
En ce qui concerne le WTI, on observe un phénomène totalement inverse et particulièrement marqué entre 2011 et 2012. Les cours du WTI se sont régulièrement traités très en-dessous de la valeur du BRENT. L'écart entre les deux types de pétrole a atteint près de 30% avant que la tendance des deux dernières années de normalisation ne se mette finalement en place.

Les taux de croissance économique n'expliquent pas tout et masquent des réalités plus complexes

Entre 2011 et 2012, les différentiels de croissance attendus entre les économies européennes et américaines étaient déjà largement en faveur des Etats-Unis. De ce fait, les cours du WTI auraient théoriquement dû profiter du renforcement des perspectives conjoncturelles pour enregistrer une hausse des prix du baril supérieure ou au moins similaire à celles enregistrées par le BRENT ou le Dubai Light.

La substituabilité du gaz et pétroles de schiste aux Etats-Unis a été l'un des facteurs principaux expliquant la divergence soudaine et très importante des cours du WTI et des pétroles européens et moyen-orientaux durant cette période. La chute des prix du gaz en-dessous de la barre des 4\$ a ainsi poussé unilatéralement les cours du WTI à la baisse.

Cours du gaz naturel (USA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Aujourd'hui, la croissance économique américaine montre plutôt d'excellents signes de vigueur, comme l'indique d'ailleurs la croissance du PIB publiée pour le 3^{ème} trimestre (+3.5%). En Europe, les statistiques sont au contraire plus pessimistes. La chute des exportations allemandes et de la production industrielle a contribué à relancer les craintes d'une plus faible demande de produits pétroliers en Europe.

Toute la question aujourd'hui est d'évaluer réellement quelles sont les conséquences sur la demande mondiale des développements à moyen terme pour les principales zones économiques.

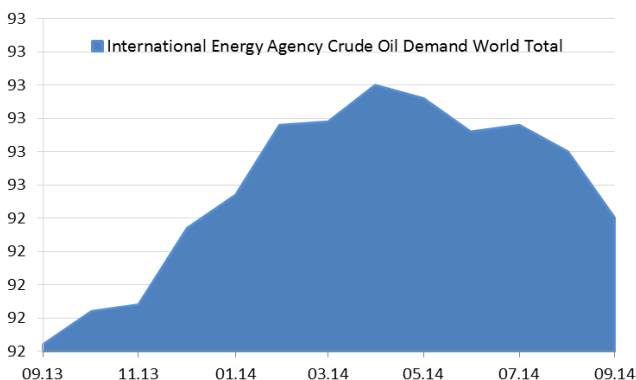
A l'heure actuelle, les marchés semblent se convaincre que le ralentissement européen et les révisions à la baisse de la croissance mondiale par le FMI sont de nature à faire chuter la demande mondiale et à provoquer un déséquilibre suffisant pour faire plonger les cours du brut de manière non discriminante, quelle que soit sa provenance, et de manière substantielle.

Mais qu'en est-il réellement de la demande mondiale de brut ?

Le marché ne présente pas un déséquilibre manifeste entre le niveau de l'offre et la demande

Selon les dernières statistiques publiées par l'AIE (Agence Internationale de l'Energie), la demande mondiale de brut au 30 septembre était estimée à 92.4 mbj (millions de barils par jour) pour 2014, en déclin de 0.2 mbj par rapport aux prévisions précédentes. Le graphique ci-après montre l'évolution de cette demande mondiale au cours des douze derniers mois.

Demande mondiale de pétrole selon l'AIE



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

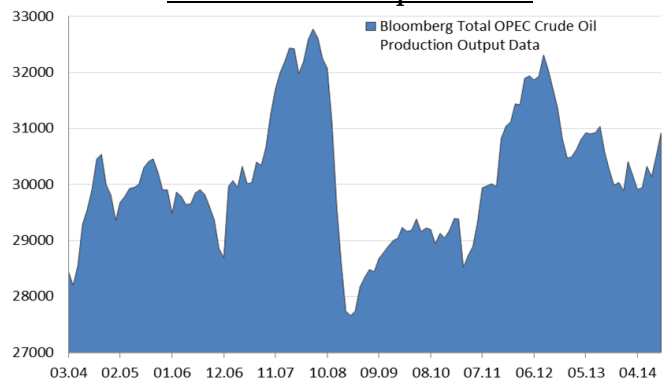
Si l'on observe effectivement une baisse de la demande mondiale, celle-ci semble toutefois extrêmement limitée, puisque le déclin entre le niveau maximal estimé en avril à 92.8 mbj et le niveau de consommation d'août estimé

à 92.4 mbj, ne représentent que 0,4 mbj, ou autrement dit à peine 0.5% de la consommation journalière.

De quoi s'interroger en tout cas sur le lien de causalité entre l'évolution de la demande (-0.5%) et celle des cours du brut (-25%). L'explication de la volatilité récente des cours provient peut-être de l'autre déterminant de l'équation.

L'offre mondiale de pétrole a-t-elle réellement fortement progressé ces derniers mois au point de provoquer la chute récente du brut ? Les estimations de l'AIE font état d'une hausse de l'offre mondiale de 910'000 bj à 93.8 mbj en septembre en raison d'une hausse des pays de l'OPEP et des pays non membres. Du côté de l'OPEP, la production semble avoir progressé entre juin et septembre de 900'000 bj pour retrouver les niveaux déjà atteints en août 2013. La hausse de 30.3 mbj en juin à 30.97 mbj en septembre représente une progression de +2% de l'offre de l'OPEP et semble due à la hausse de la production irakienne et libyenne.

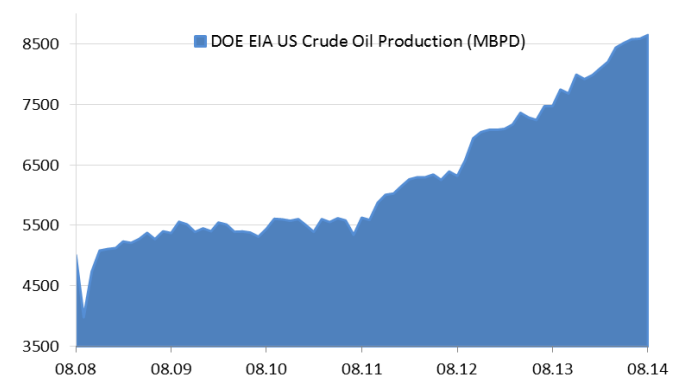
Offre de l'OPEP - production



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Aux Etats-Unis, la production de pétrole poursuit sa tendance haussière en enregistrant une progression de 7.9 à 8.6 mbj 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 semble bien en hausse, mais il en va aussi de même pour les attentes de l'AIIE qui s'établissent à 94.6 mbj pour le 4^{ème} trimestre 2015. La consommation dépassera alors le niveau actuel de production.

En 2014, l'Amérique du Nord sera toujours le 1^{er} consommateur avec 30.4 mbj, suivie de l'Asie (30.1 mbj) et de l'Europe (14.1 mbj), qui ne représentera toujours que 15% de la demande mondiale.

Mais 2015 verra sans doute l'Asie s'imposer comme premier consommateur mondial avec la plus forte progression de sa demande (30.6 mbj à 31.1 mbj).

La chute des cours n'est pas soutenable et arrive à son terme selon nous

Parmi les pays producteurs de l'OPEP, les cours du brut permettant d'assurer un équilibre budgétaire oscillent entre 80\$ (Koweït) et 120\$ pour l'Arabie Saoudite. Clairement, il n'est pas dans l'intérêt de l'OPEP de laisser glisser durablement les cours du brut, mais les excédents amassés au cours des précédentes années - lorsque les cours étaient plus élevés - pourraient motiver les pays du GCC et l'Arabie Saoudite à ne pas proposer de réduction unilatérale de production lors du prochain meeting de l'OPEP le 27 novembre. L'Arabie Saoudite, d'habitude plus réactive lorsque les cours du brut chutent, brille aujourd'hui par l'absence de réelle réaction et par une certaine défiance. En affirmant qu'elle pouvait s'accommoder de prix bas pendant un an, le pays cherche certainement à provoquer des réactions d'autres producteurs prêts à réagir pour soutenir les prix.

Aux Etats-Unis, la chute des cours du gaz et du pétrole conventionnel n'arrange pas non plus les affaires des producteurs de gaz et de pétrole de schiste. Ainsi, une baisse durable des prix de l'énergie devrait aussi pousser les producteurs américains à diminuer leur niveau de production.

Les pays les plus affectés par la baisse actuelle sont certainement l'Iran, le Venezuela et la Russie.

Alors que les raffineries achèvent leur période de maintenance, la demande de brut devrait à nouveau augmenter. Mais aux Etats-Unis, la difficulté d'exporter les productions excédentaires de gaz ou de pétrole pourraient cependant contribuer à peser sur les cours.

Cela dit, les positions nettes non commerciales publiées par le CFTC (Commodity Futures Trading Commission) pour le pétrole, montrent une chute de 459'000 contrats haussiers en juin à seulement 267'000 contrats à la fin octobre. Les positions dites « spéculatives » observées en janvier représentaient environ 350'000 contrats. On constate donc déjà en octobre une très forte réduction des positions haussières non commerciales indiquant dès lors un très net renversement de tendance qui a accompagné la chute des cours. Il faut remonter à mars 2011 pour retrouver un niveau similaire de positions nettes non commerciales selon la CFTC.

Relevons encore que les cours du gaz aux Etats-Unis ont déjà enregistré un rebond de près de +25% depuis leur plus bas d'octobre à 3.54\$. Cette hausse pourrait bien annoncer une prochaine reprise des cours du WTI et du Dubai Light. Compte tenu des différentiels de croissance et de demande, les cours du BRENT devraient rester en retrait. L'écart entre les cours du BRENT (81\$) et du WTI (77\$) devrait donc encore se réduire et peut-être même redevenir positif comme c'était le cas jusqu'en 2011.

Conclusion

Malgré le ralentissement de la croissance européenne, la demande de brut restera soutenue et presque inchangée en 2014, avant de connaître une nouvelle hausse en 2015.

La chute des cours du pétrole est excessive et ne correspond pas à la réalité du marché.

Les cours actuels constituent un facteur positif pour la consommation et la croissance dans le monde.

Les cours du brut profiteront aussi d'un effet saisonnier et devraient rebondir vers 100\$.

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