



L'Arabie saoudite maintient la pression sur le « shale oil »

La stratégie de l'Arabie saoudite lui coûte 110 milliards de dollars et un abaissement de sa notation à A+. Mais la production américaine cède, la demande progresse et le brut en profite.

Points clés

- Rebond du brut de +6% et plus forte hausse journalière depuis 2 mois
- L'offre de brut en baisse de 500'000 bpj depuis le niveau record de juin
- L'Arabie saoudite paye le prix de sa stratégie par un déficit de 110 milliards de dollars
- Abaissement de sa notation Standard & Poors à A+ et hausse des CDS
- L'Arabie saoudite ne changera pas sa politique
- Le surplus de production mondiale est dû à la production de pétrole non-conventionnel US
- L'OPEP ne réduira pas sa production
- Le secteur pétrolier américain sous pression
- La chute du CAPEX a des effets à long terme sur le remplacement des capacités de production
- La croissance mondiale soutient la demande
- Les cours du brut devraient dépasser 50\$-60\$

Les cours du brut enregistrent leur plus forte hausse journalière (+6%) depuis la fin août

Le 28 octobre, les cours du WTI (West Texas Intermediate) ont bondi de +6%, alors que l'activité dans les raffineries américaines suggérait une hausse de la demande après la période de maintenance estivale. Les cours du brut repassaient ainsi au-dessus de 45\$ le baril après avoir connu un affaiblissement de quelques dollars au cours de la seconde moitié du mois. Le baril de brut avait d'abord touché 50\$ avant que le retour des incertitudes liées à la situation de surproduction mondiale ne cause des prises de profits de la part d'investisseurs inquiets que l'excès d'offre actuel perdure jusqu'en 2016. L'annonce du niveau de production de l'OPEP semblait aussi suggérer un dépassement des quotas de production de la part

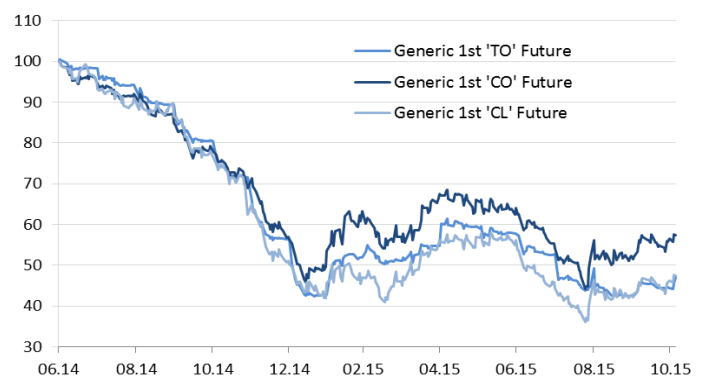
des pays membres au moment où les inventaires de brut américain restaient élevés et proches de 100 millions de barils, soit un peu plus que la moyenne sur 5 ans.

Le sentiment est pourtant peut-être en train de changer dans le marché de l'énergie. Selon les derniers commentaires du secrétaire général de l'OPEP M. Abdalla Salem El-Badri, la demande augmente et l'offre est enfin affectée par les coupes et réductions d'investissements des compagnies pétrolières décidées en début d'année et par la baisse de rentabilité.

La production de brut américaine montre enfin des signes d'affaiblissement estimés à -120'000 bpj en moyenne en septembre et à -500'000 bpj depuis le niveau maximal de production de juin. L'offre de brut des pays non membres de l'OPEP pourrait aussi diminuer de -500'000 bpj en 2016 selon l'IEA, de quoi réduire la surproduction actuelle estimée au total à environ 200 millions de barils.

Les cours du WTI (West Texas Intermediate) aux Etats-Unis devraient donc selon nous bénéficier de l'amélioration du sentiment général dans le marché et repasser au-dessus du niveau de 50\$ avant la fin de l'année et poursuivre ensuite une tendance haussière.

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



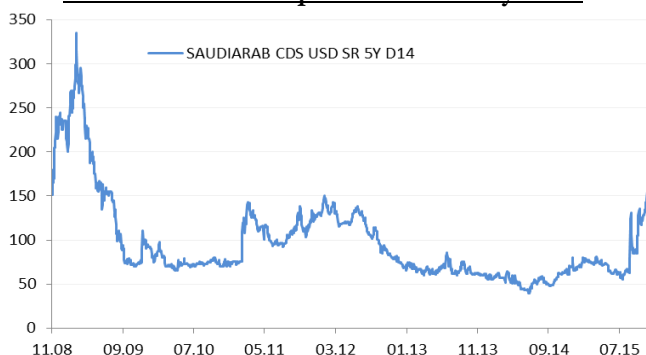
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'agence de notation Standard & Poors abaisse la notation de l'Arabie saoudite à A+ mais cela sera sans effet sur la politique saoudienne

L'agence de notation Standard & Poors a réduit la note de crédit de l'Arabie saoudite ce week-end à A+, soulignant par cette décision sa perception de l'accroissement des risques de défaut du royaume. Il est vrai que les finances du gouvernement saoudien ont été affectées en 2015 par la chute des revenus pétroliers induits par la baisse durable des cours du brut. Le déficit annuel atteindra en effet sans doute 16% du PIB en 2015, soit environ 110 milliards de dollars, et même si le ratio de dette publique par rapport au PIB (2%) restait l'un des plus faibles au monde en 2014, les risques de dégradation des finances publiques sont désormais perçus en nette hausse. Le déficit devrait pourtant se réduire progressivement à 5%/an selon l'agence de notation d'ici 2018. Entre temps le ratio de dette publique relative au PIB pourrait vite dépasser 20% à 30%. Le FMI avait déjà relevé qu'au rythme actuel des déficits du royaume saoudien, ses réserves de devises seraient épuisées en seulement cinq ans. Il est vrai que les actifs nets étrangers ont encore baissé de 7.7 milliards de dollars, atteignant ainsi 646.9 milliards en septembre, ce qui correspond désormais à son plus bas niveau depuis 2012.

La décision de l'agence de notation ne constitue finalement pas vraiment un fait majeur, la perception du risque de défaut saoudien ayant déjà progressé comme l'indique l'évolution du cours des CDS saoudiens en 2015.

Credit Default Swap Saudi Arabia 5y USD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cela ne devrait pas modifier la stratégie saoudienne ; en effet, la dépendance du budget saoudien aux cours du brut n'est pas un fait nouveau, les exportations de pétrole représentant toujours plus de 80% des revenus du pays. Le déficit surprend peut-être cette fois par son ampleur. Après cinq ans d'excédents (le dernier déficit remonte à 2009 lorsque les cours du brut avaient également chuté massivement en raison de l'effondrement de la croissance mondiale), cette

situation inquiète tout de même les autorités, qui ont créé en réaction un bureau spécial pour évaluer les dépenses des ministères. L'Arabie saoudite a aussi étudié un relèvement possible des prix des carburants sur le marché local et une baisse de ses subventions. La banque mondiale avait d'ailleurs estimé en 2014 que les pays du Golfe dépensaient plus de 160 milliards de dollars en subventions, dont près de la moitié concernait l'Arabie saoudite seule. Si cela laisse effectivement une certaine marge de manœuvre théorique à disposition des gouvernements du Golfe, il ne leur sera sans doute pas aisé de procéder à des ajustements significatifs rapides.

Il est indéniable que la chute des cours du brut a eu des effets considérables sur l'économie saoudienne. Mais celle-ci n'est évidemment pas la seule à subir les effets de la baisse des prix du pétrole. La plupart des économies du Golfe dépendantes des exportations de brut vivent des situations similaires. Aux Emirats arabes unis, deuxième plus gros producteur, la politique budgétaire compte désormais avant tout sur une forte progression des recettes pétrolières résultant d'une prévision de hausse de la production de +30% d'ici à 2020.

Malgré ces difficultés, l'Arabie saoudite ne changera pas de stratégie.

L'Arabie saoudite maintient la pression sur l'industrie du pétrole de schiste

La position de l'Arabie saoudite semble risquée dans le contexte actuel, mais elle n'est en fait de loin pas la seule à devoir accepter cette situation inconfortable résultant de sa politique commerciale. La plupart des pays producteurs et exportateurs de pétrole vivent aujourd'hui le même dilemme. Aucun pays membre de l'OPEP ou extérieur à cette organisation ne semble vouloir assumer une baisse de ses volumes de production pour optimiser l'offre globale de brut et réduire les excédents actuels. Aucun pays n'est ainsi disposé à supporter les coûts d'un rééquilibrage du marché en phase de surproduction par une baisse des volumes produits.

L'Arabie saoudite refuse de supporter une baisse de sa production pour réduire les excédents et relancer les cours du brut à la hausse. Elle estime que la surproduction de brut mondiale est avant tout imputable aux Etats-Unis qui devraient seuls supporter une baisse de leur production.

Au cours des dernières années, la hausse de la production mondiale de brut n'a pas été le fait des pays de l'OPEP, mais elle est plutôt attribuable à la hausse de la production américaine de pétrole conventionnel et non-conventionnel. En 2009, puis en 2013, la baisse de production des pays de l'OPEP avait permis une hausse

des prix du brut, mais les productions de pétrole des Etats-Unis et de la Russie avaient parallèlement encore progressé, provoquant naturellement l'insatisfaction des membres de l'OPEP.

La production de pétrole et de gaz de schiste aux Etats-Unis a pratiquement doublé entre 2009 et 2015. L'augmentation de 4 mbj de la production explique ainsi à elle seule la surproduction mondiale actuelle.

La politique saoudienne en deux étapes

La volonté affichée des Etats-Unis de vouloir devenir le premier producteur de brut mondial n'est pourtant crédible qu'à un certain niveau de prix permettant la rentabilité de l'exploitation des pétroles non-conventionnels. L'Arabie saoudite l'a bien compris et est naturellement passée à l'action en refusant de soutenir unilatéralement les prix du brut.

La stratégie était simple et consistait à laisser glisser les cours à des niveaux suffisamment bas et assez longtemps pour affecter durablement les producteurs aux coûts d'exploitation plus élevés.

La guerre contre les producteurs américains de pétrole non-conventionnel était ainsi déjà largement engagée à l'automne 2014 en parfaite connaissance de cause et elle se poursuit en 2015.

L'Arabie saoudite prévoyait alors une baisse sensible de ses revenus pétroliers. Elle espérait dans un premier temps rapidement réduire l'offre et affaiblir durablement la capacité de production des acteurs du secteur. L'Arabie saoudite provoquait donc un choc psychologique et un déclin progressif des cours. Toute la difficulté de l'opération résidait alors dans l'ampleur et la durée du déclin souhaité. L'amplitude de la baisse devait être juste suffisante pour éliminer ou écarter les acteurs non-conventionnels, mais elle devait aussi être limitée pour ne pas peser trop nettement sur ses propres revenus pétroliers.

La stratégie envisagée devait donc d'abord faire plier l'industrie pétrolière non-conventionnelle et réduire sa capacité ultérieure de production.

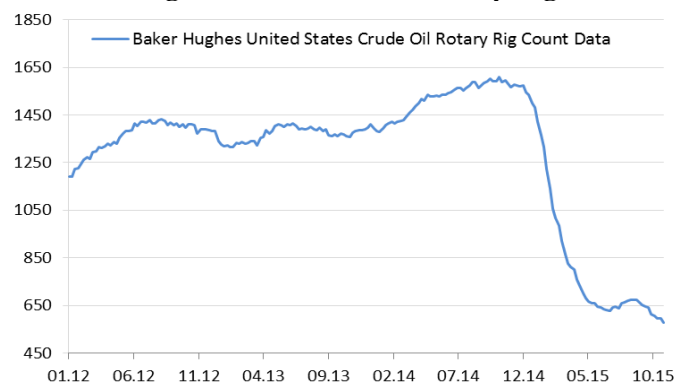
Mais il subsistait quelques inconnues dans cette stratégie. La première tenait en fait dans la capacité de résistance de cette industrie, car il était difficile de déterminer précisément quelles pouvaient être les réactions des producteurs face à la chute de leurs profits et de leurs revenus. On a souvent évoqué le niveau de 60\$ à 80\$ comme étant le niveau de prix indispensable pour une exploitation profitable des pétroles de schiste.

Une baisse des cours du brut en-dessous de ce niveau semblait donc nécessaire à une modification de l'offre. Cet objectif a été atteint dès le mois de décembre 2014 et dépassé au 1er trimestre 2015 lorsque les cours du WTI ont touché le niveau de 42\$. Tout semblait désormais en place pour qu'un déclin de la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis se concrétise.

Enfin la production baisse aux Etats-Unis

La chute des cours du brut de -60% a commencé à développer ses premiers effets sur les investissements des compagnies pétrolières américaines en 2015. Un grand nombre d'entre-elles annonçait des coupes drastiques dans leurs dépenses d'investissement. L'industrie pétrolière américaine s'est ensuite ajustée aux nouveaux cours du WTI en fermant progressivement les puits en activité. Ceux-ci ont désormais retrouvé le niveau de 2010 après une contraction du nombre de puits actifs de -60%. L'absence de rebond dans les cours du brut pourrait encore, si elle se poursuit dans les prochains mois, ralentir l'activité de forage et le nombre de puits en fonction.

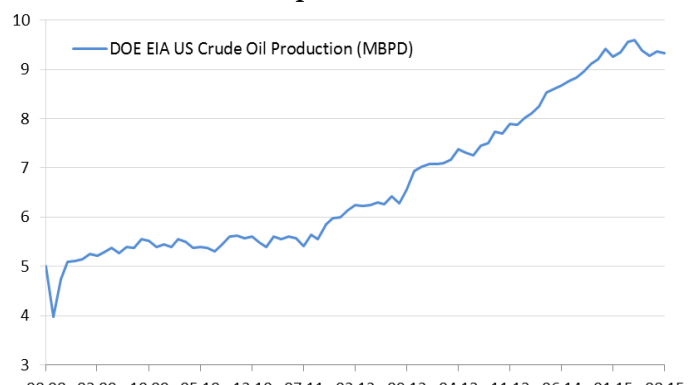
Baker Hughes USA Crude Oil Rotary Rig Count



Sources: Bloomberg, Baker Hughes, BBGi Group S.A

A ce jour, malgré la chute du nombre de puits en action déjà très significative sur un an, la production ne s'est pas effondrée, mais elle montre tout de même quelques signes de tassement très encourageants.

Production de pétrole US selon l'EIA



Sources: Bloomberg, BBGi Group S.A

L'EIA révélait dans ses derniers chiffres publiés que la production restait proche de 9.1 millions de barils par jour aux Etats-Unis. Elle n'a donc pas encore significativement baissé, sans doute en raison des stratégies d'optimisation tentées par les producteurs concentrant leur action sur les puits les plus rentables.

Mais la tendance est en place et on devrait assister à une poursuite de la diminution de la production aux Etats-Unis au cours de cet hiver.

Le bras de fer tournera-t-il enfin plus nettement à l'avantage de l'Arabie saoudite ?

La production américaine semble donc marquer le pas et l'Arabie saoudite voit enfin quelques effets positifs de sa stratégie se mettre en place en 2015. Elle peut aussi apprécier les effets indirects sur deux pays producteurs que sont l'Iran et la Russie, dont les politiques s'opposent à la sienne, affaiblis par la baisse des cours du brut. Aujourd'hui, l'Arabie saoudite n'est sans doute pas dans la position la plus confortable qu'elle puisse espérer, mais que dire de celle de ses compétiteurs. L'agence de notation S&P souligne en effet la dégradation des comptes du pays, mais cette situation peut être supportée grâce aux réserves accumulées ces dernières années. La hausse des CDS fait craindre une diminution de la capacité à emprunter du pays, mais la situation présente n'a rien de commun avec celle de la Russie, de l'Iran ou même de celles des producteurs de pétrole non conventionnel américains dont les notations sont en général inférieures.

Nous estimons que la très grande majorité des producteurs de brut non-conventionnel auront des difficultés à réaliser des profits en 2015, malgré leurs efforts de rationalisation et la concentration de leur production sur les unités les plus rentables.

L'industrie du pétrole de schiste tente de résister, mais elle touche peut-être ses limites au niveau de prix actuel.

Les risques de défaut augmentent et le financement de leurs activités n'en sera que plus difficile à l'avenir.

Hausse de la demande attendue pour 2016

L'offre est donc en baisse et l'IEA estime que la demande mondiale pourrait progresser de 1.5 millions de barils par jour, atteignant ainsi 96.8 mbj en 2016. L'élasticité de la demande est l'une des raisons de cette prévision, mais une progression de +3.5% du PIB mondial soutiendra aussi la demande d'énergie.

A moyen terme, il faut rappeler que l'offre de brut se réduit de 5%/an en moyenne simplement par la baisse de productivité des puits en exploitation qui doit être compensée par des investissements en exploration et par de nouvelles production.

La chute du Capex aura un effet à terme sur la capacité de remplacement des capacités de production actuelles déclinantes. En 2015 seulement, l'industrie pétrolière a coupé ou reporté des projets de développement et de production estimés à près de 200 milliards de dollars, représentant près d'un tiers des investissements totaux annuels nécessaires.

Globalement, une hausse de la consommation mondiale de brut pourrait selon nous être supérieure aux attentes de l'IEA dès 2016 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.

Conclusion

Le sentiment est en train de changer.

La stratégie de l'Arabie saoudite lui coûtera 110 milliards de dollars en 2015, mais elle semble désormais produire les effets escomptés. L'affaîsissement de la production américaine devrait se poursuivre.

La demande mondiale devrait par ailleurs être soutenue par la reprise économique mondiale et contribuer à réduire les excédents de production.

Ce contexte est favorable et les cours du brut devraient repasser au-dessus de 50\$ puis 60\$.

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