



L'Arabie saoudite bouleverse l'équilibre du marché pétrolier

Le Covid-19 choque le marché du brut. L'Arabie saoudite renverse l'échiquier. Nouvelle guerre des prix du brut. Les producteurs américains dans la tourmente. La structure à terme prédit un rebond.

Points clés

- Le Covid-19 provoque un 1er choc temporaire de la demande
- Le Covid-19 et l'Arabie saoudite provoquent la panique dans un 2ème temps
- L'Arabie saoudite veut reprendre l'initiative et conquérir des parts de marché
- Les producteurs américains de pétrole de schiste dans l'œil du cyclone
- Chute massive du CAPEX, diminution de la production de « shale oil US »
- Un premier semestre caractérisé par une hausse des inventaires
- Une reprise de l'activité et de la demande au second semestre
- Nouvelle hausse des cours du brut avant la fin de l'année, prix moyen de 50\$ en 2020

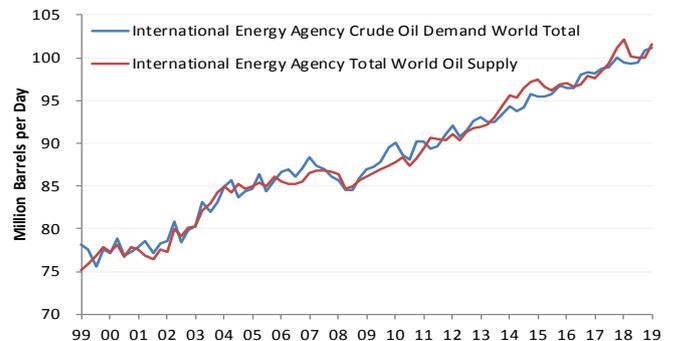
Le Covid-19 provoque un 1^{er} choc temporaire de la demande

Dès le début de la crise du Coronavirus en Chine et bien avant le 21 février 2020, le marché pétrolier commençait à anticiper une chute de la demande mondiale de brut provoquée par une baisse massive probable des importations chinoises au 1er trimestre. Une première correction des cours de 60\$ à 50\$ le baril en janvier témoignait du changement en cours des anticipations de la demande en début d'année. Le plus gros consommateur et importateur de pétrole du monde était alors dans une crise sanitaire sans précédent et entreprenait une lutte sans concession contre l'évolution de l'épidémie en mettant en quarantaine une ville, puis une province, et en établissant ensuite une stratégie globale à l'échelon du pays.

Cette politique a rapidement été synonyme d'effondrement de la demande chinoise de matières premières et à logiquement impacté les cours du brut.

L'année 2020 débutait pourtant sur d'excellents auspices, la demande mondiale était alors estimée en hausse d'environ 1 million de baril par jour en moyenne selon les diverses agences de l'énergie, tandis que l'offre semblait pouvoir être stabilisée par des diminutions de production des pays de l'OPEP et une progression limitée de l'offre américaine de pétrole non conventionnel.

Offre et demande de pétrole brut



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le Covid-19 a ainsi provoqué un choc selon nous temporaire de la demande chinoise en janvier et février, qui devrait reprendre rapidement lorsque l'économie chinoise aura repris un rythme d'activité notable. La situation n'est pas encore prête à se normaliser, mais l'épidémie semble avoir été contrôlée si on en croit les statistiques publiées récemment en Chine. Depuis le 21 février, il semble clair que la chute de la demande chinoise puisse être accompagnée d'une baisse de la demande dans les pays nouvellement touchés par le Covid-19 et qui sont en train de prendre des mesures parfois très strictes de lutte contre la propagation du virus.

Sans aucun doute, les restrictions de voyage et la chute des échanges commerciaux internationaux auront des effets négatifs sur la demande de pétrole également dans un premier temps.

Si l'OMS considère aujourd'hui que l'épidémie est désormais une pandémie, elle relève aussi que celle-ci est contrôlable. En d'autres termes, si le marché pétrolier est actuellement perturbé par un choc temporaire de la demande lié au Covid-19, cette dernière devrait reprendre sans doute déjà au 2ème trimestre lorsque les effets de la pandémie diminueront.

Le Covid-19 et l'Arabie saoudite provoquent la panique dans un 2^{ème} temps

Le 21 février, les cours du brut avaient repris une tendance baissière poussés par une nouvelle prise de conscience des investisseurs qu'une transmission du Covid-19 était possible hors des frontières de la Chine avec des effets potentiels considérables sur les populations mondiales. Progressivement, le monde réalisait aussi sans pouvoir s'en prémunir que les économies occidentales étaient fragilisées par une interdépendance désormais extrême entre elles et l'économie chinoise. L'effondrement de l'activité chinoise, qui n'avait initialement presque pas affecté les marchés financiers, est désormais apparue comme une menace majeure pouvant affecter les chaînes d'approvisionnement et de production dans un très grand nombre de secteurs industriels en particulier. Les secteurs aériens, maritimes et transport en général ont subi des effets massifs qui ne manqueront pas de provoquer des risques de faillites sans un soutien des gouvernements au cours des prochaines semaines. En même temps, les risques de ralentissement conjoncturels sont ainsi apparus plus sérieux, poussant les taux d'intérêt, les marchés actions et les cours des matières premières à la baisse.

Dans ce contexte de début de panique sur les marchés financiers, la chute des cours du brut était à nouveau significative (-14%), mais elle a été ensuite exacerbée également par le choc provoqué par l'Arabie Saoudite sur le marché du pétrole intervenu le 6 mars.

En décrétant une baisse de ses prix du brut à ses clients (OSP) suite à l'absence d'accord sur la réduction des quotas au sein de l'OPEP+, l'Arabie Saoudite jetait sans le vouloir de l'huile sur le feu et provoquait une nouvelle chute de -40% des cours du WTI en deux jours. Les cours du WTI s'effondraient alors globalement de -55% en six semaines.

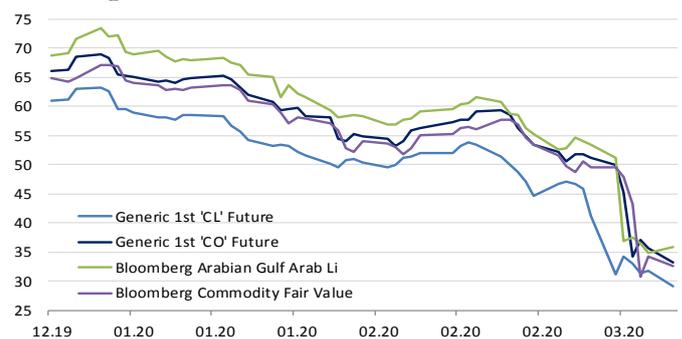
L'Arabie saoudite a ainsi coupé de 6\$ à 8\$ en moyenne le prix officiel de ses livraisons d'Arab Light pour ses clients asiatique, tout en annonçant sa volonté d'augmenter sa production et son offre de brut de 9.7 millions de barils par jour (février) à 12.3 millions de barils par jour en avril.

Cet objectif de livraison dépasse le niveau maximum de production estimé à 12 millions de barils par jour, le ministre saoudien des finances s'est donc adressé à la société Aramco en demandant de pousser le niveau maximum de production à 13 millions de barils par jour.

Cette nouvelle stratégie de l'Arabie saoudite a largement surpris les observateurs pour qui le royaume était attaché à suivre une politique de contrôle de l'offre en limitant la production si nécessaire, et notamment dans le contexte de la crise du Covid-19.

Cette totale volte-face a totalement pris à contre-pied le marché pétrolier, mais a aussi contribué au développement de la panique globale des marchés financiers dans les jours qui ont suivi cette décision.

Arab light – Ural – Brent – West Texas Intermediate



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La décision de l'Arabie saoudite a ainsi fait chuter les cours de l'Arab light, mais les autres cours du brut (Brent de la Mer du Nord, Ural Crude et WTI américain) ont également dû s'ajuster très rapidement.

Les primes existantes se sont contractées, et notamment celles qui prévalaient sur l'Arab light. L'écart observé entre les cours du brut saoudien et celui du brut américain (WTI) s'est réduit drastiquement de plus de 10\$ en début d'année à environ 3\$ à la mi-mars.

L'Arabie saoudite veut reprendre l'initiative et conquérir des parts de marché

Si l'Arabie saoudite a radicalement changé de stratégie c'est sans doute en raison de l'attitude de la Russie. L'absence de soutien de la Russie dans l'effort de l'OPEP d'apporter une réponse à la baisse de la demande causée par le Covid-19, n'a laissé qu'une option à l'Arabie

saoudite, celle d'accroître encore plus l'offre mondiale, de faire chuter les cours temporairement et de ramener à la table de négociation potentiellement ceux qui ne se sentaient pas assez concernés par le pilotage de l'offre dans le contexte tendu du 1er trimestre. Entre temps, l'augmentation de l'offre saoudienne à des prix particulièrement compétitifs lui permettra d'accroître ses parts de marchés et peut-être de les conserver lorsque la crise sera passée.

La logique de l'Arabie saoudite, en particulier dans le contexte des coûts et besoins de financement colossaux des réformes majeures voulues par le Prince MBS, voudrait qu'elle cherche plutôt à maintenir des prix du brut plus élevés. Les précédentes coupes de productions acceptées par le Royaume visaient effectivement à réduire l'offre. Sa dernière proposition de réduire de 1.5 millions de barils par jour des quotas de l'OPEP allait dans ce sens, mais la réaction négative de la Russie a poussé l'Arabie saoudite à l'action, elle ne pouvait clairement pas réduire leur production unilatéralement.

L'impact de la décision saoudienne sur les autres producteurs de brut sera majeur et constitue une relance de la guerre des prix déjà observée en 2014-2015.

Tous les prix des autres exportateurs de brut se sont ajustés rapidement, les exportateurs aux coûts de production plus élevés seront sans doute dans ce nouveau contexte les plus touchés, notamment les exportations de brut de l'Ural et le pétrole de schiste américain.

Les producteurs américains de pétrole de schiste dans l'œil du cyclone

La baisse des prix du baril de brut saoudien n'est évidemment pas sans conséquences pour le Brent ou le WTI qui ont naturellement chuté de concert. L'Arabie saoudite déclare ainsi également la guerre au pétrole de schiste américain et c'est d'une logique évidente et rationnelle si on considère que l'équilibre du marché pétrolier est en fait toujours piloté par l'OPEP et par les producteurs les plus efficaces et aux coûts de production les plus faibles.

La réduction de l'offre mondiale de brut a été pilotée depuis l'émergence de la production américaine non conventionnelle de brut exclusivement par l'OPEP.

D'un point de vue strictement économique, la logique voudrait au contraire que les producteurs aux coûts de production les plus élevés et les moins efficaces soient les premiers à souffrir d'une baisse de la demande et des prix.

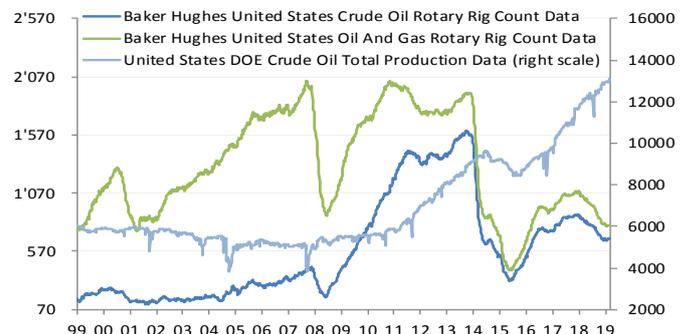
Il est en effet normalement inefficace de réduire la production de pétrole bon marché parce que la production de pétrole de schiste américain augmente.

Le retour à un prix moyen de 30-35\$ le baril a déjà provoqué des effets importants sur les sociétés américaines qui ont annoncé des coupes drastiques de leur CAPEX et de leurs dividendes. Leur production sera certainement réduite également, mais la nécessité de maintenir un cash-flow suffisant pour faire face aux exigences de leurs créanciers limitera partiellement la baisse.

On estime déjà à près de 500 milliards de dollars la chute potentielle du cash-flow de l'ensemble des producteurs de « shale oil » si les prix du brut devaient se stabiliser à 30\$ le baril.

L'Arabie saoudite est parfaitement consciente qu'un prix du brut inférieur à 40\$ ou 35\$ a déjà eu par le passé un impact important sur le nombre de puits de forage en activité aux Etats-Unis. Elle espère que malgré les efforts de rationalisations du secteur depuis 2015, sa décision agira comme un coup de frein brutal au développement du secteur.

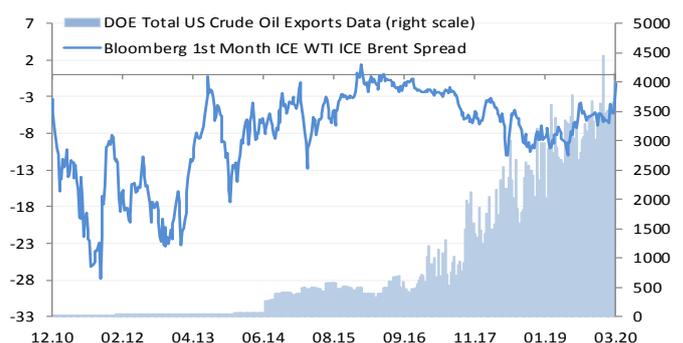
Nombre de puits en activité et production (US)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis 2015, le CAPEX du secteur pétrolier avait déjà largement diminué, ce nouvel épisode ne pourra qu'accroître les risques d'une future diminution des capacités de production aux Etats-Unis.

Différentiel WTI-Brent et Exportations de brut US

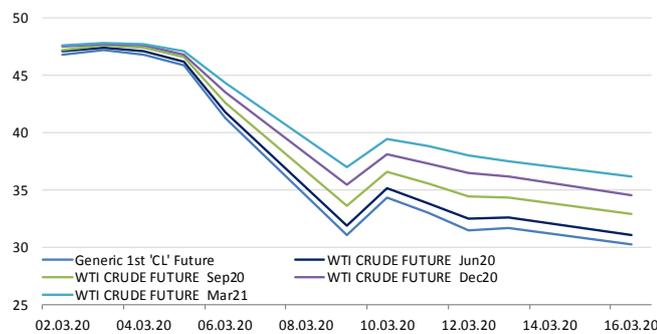


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nouvelle hausse des cours du brut avant la fin de l'année, prix moyen de 50\$ en 2020

La structure des prix à terme pour le pétrole semble clairement indiquer une prochaine hausse importante des cours du brut.

Evolution de la structure des prix à terme WTI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

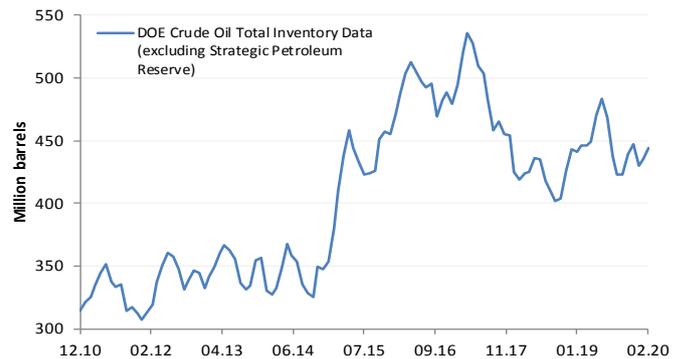
En effet, le marché des futures pour le Brent présente déjà une situation exceptionnelle de « contango ».

L'écart actuel entre les prix « spot » et le prix du baril de pétrole dans six et douze mois est à nouveau le plus élevé depuis 2014 et s'établit entre 6\$ et 7\$. Le marché s'attend donc à une augmentation temporaire des inventaires, qui sera suivie d'une reprise de la demande et une hausse significative des cours de près de +20%.

Notre scénario global pour l'année 2020 privilégie une évolution du marché en deux phases. La première phase est en cours et se caractérise par une diminution de la demande liée à la crise du Covid-19 (entre 0.5 et 1 million de barils par jour) et à une augmentation de l'offre poussée par la stratégie de conquête de parts de marchés de l'Arabie saoudite d'environ 1.5 millions de barils par jour.

Nous estimons qu'une période de quelques mois d'offre excédentaire provoquera une hausse des inventaires d'environ 2.5 millions de barils par jour.

Stock de brut USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Une diminution probable de la production américaine, un accord sur de nouveaux quotas de l'OPEP+ incluant la Russie et une reprise ultérieure de la demande (+1 million de barils par jour) après la crise du Covid-19 devrait caractériser le deuxième semestre. Ces conditions de marchés devraient permettre d'atteindre un cours moyen de 50\$ sur l'année 2020.

En résumé, la chute de ces dernières semaines s'apparente donc à celle observée en 2015 qui avait touché 26\$ le baril avant de rebondir au-delà de 50\$ et de se stabiliser ensuite pendant quatre ans entre 50\$ et 60\$. La stratégie initiale de l'Arabie saoudite qui cherchait à réduire la production de l'OPEP pour maintenir un équilibre entre l'offre et la demande dans le contexte de baisse des perspectives économiques liées au Covid-19 n'a pas été suivie par la Russie. L'Arabie saoudite a temporairement fait chuter les cours qui devraient selon nous remonter progressivement au-dessus de 50\$.

Bien qu'il ne soit pas exclu que les effets du Covid-19 sur la demande mondiale de brut puissent être un peu plus durables qu'escompté, nous considérons qu'au niveau actuel de 30-35\$ le baril, les cours du WTI offrent des opportunités d'investissement particulièrement intéressantes avec un horizon de placement de neuf mois. Par ailleurs, les sociétés pétrolières diversifiées aux coûts de production inférieurs et plus compétitifs à ceux des producteurs américains de pétrole non conventionnel seront favorisées par un dividende élevé et une reprise des cours consécutive à la remontée des cours du brut.

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 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
reception@bbgi.ch - www.bbgi.ch