

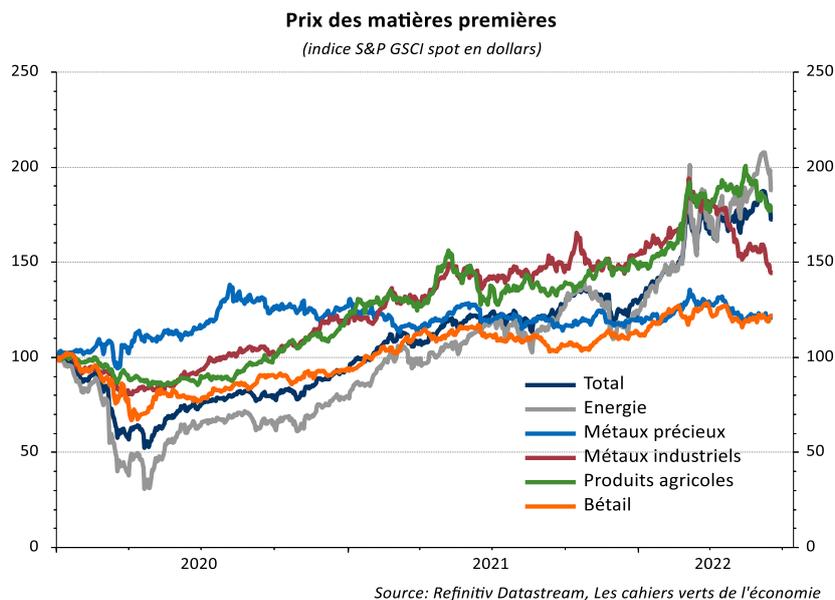


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
20 juin 2022

Que faire avec le pétrole ?

Comme nous l'avons déjà souligné, la « crise » que nous traversons est une crise énergétique (qui concerne au 1^{er} chef le gaz et le charbon) et, plus généralement, une « crise des matières premières » et non uniquement une crise pétrolière (cf. graphique ci-dessous), avec une certaine tendance à la stabilisation depuis quelques semaines.

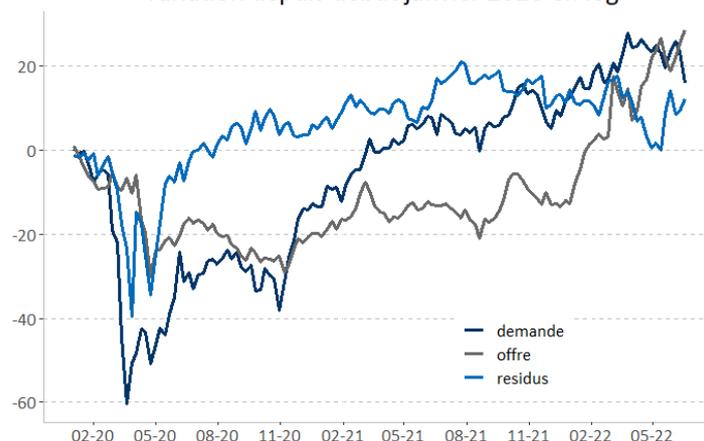


Nous sommes sur pondérés sur les matières premières depuis juin 2020.

Que faut-il penser à propos du pétrole en allocation stratégique ?

La hausse du pétrole est massivement due à un choc d'offre (cf. graphique ci-dessous) depuis la fin 2021 (issue principalement des tensions Ukraine-Russie suivies par le conflit armé à partir du 24 février).

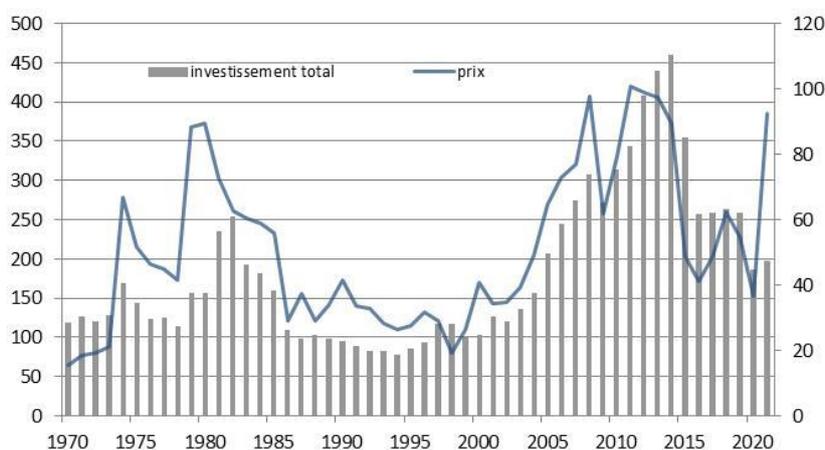
Décomposition de la variation du prix du Brent
variation depuis début janvier 2020 en log



Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

Au-delà, rappelons également qu'au niveau mondial, les investissements dans le secteur pétrolier sont faibles depuis 8 ans désormais (cf. graphique ci-dessous), c'est-à-dire depuis le sommet de juin 2014 (prix du Brent à près de 115 dollars).

Investissements dans le secteur pétrolier (en Mds de dollars 2010)
et prix du Brent (dollars 2010)

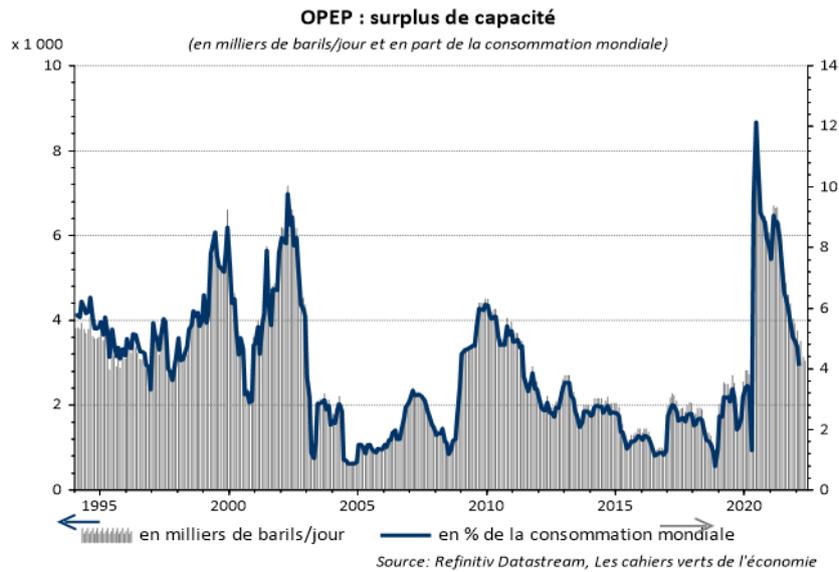


Source: FMI, Rystad, Les Cahiers Verts

Récemment, l'OPEP a annoncé une normalisation plus rapide de sa production en juillet et août (+650k chaque mois vs 400k initialement prévu). En outre, l'Arabie Saoudite (1,5 million de barils par jours) a annoncé être prête à en faire plus.

Certes, le signal est important et montre une volonté de l'OPEP d'atténuer les tensions sur le marché.

Mais fondamentalement, les excès de capacités se réduisent assez rapidement du côté de l'OPEP en raison de la hausse de la demande au niveau mondial (cf. graphique ci-dessous).

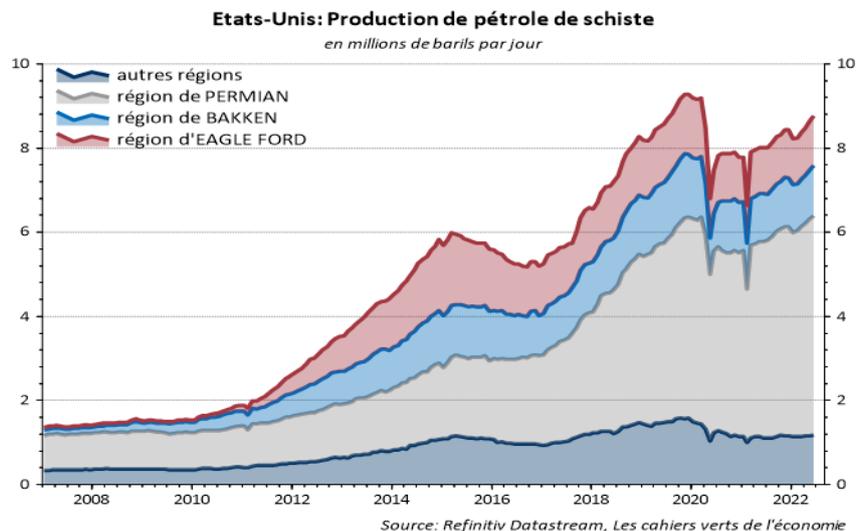


Cette dernière est soutenue par la reprise des transports dans le monde développé (tourisme en particulier). Le nombre de vols commerciaux au niveau mondial est en hausse de près de 30% par rapport à 2021).

Nous tablons ainsi de notre côté sur des surplus de capacité de l'OPEP de l'ordre de 1 à 2 millions de barils par jour fin 2022, soit des niveaux historiquement faibles (vs moyenne depuis 1994 de 2.9 Mbj) et proches de ceux de l'été 2014.

Par ailleurs, les espoirs d'un accord rapide sur le dossier iranien s'éloignent et réduisent considérablement le potentiel de retour sur le marché du brut iranien. Or, l'Iran dispose d'un surplus de capacité de l'ordre de 1/1,5 million de barils par jour.

Enfin, la hausse de la production de pétrole américaine, qui avait été poussive jusque-là, est désormais bien plus notable. Elle atteint environ 12 millions de baril par jour. Cela est encore en dessous du pic pré-Covid (13 millions) mais le potentiel haussier se réduit progressivement (cf. graphique ci-dessous).



Au total, la marge de manœuvre se réduit en termes de potentiel de hausse de production.

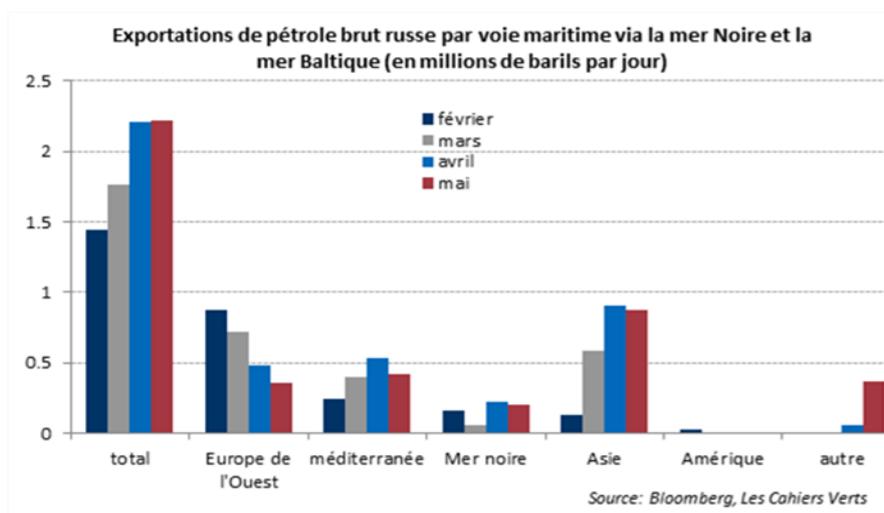
Quid de la guerre d'Ukraine et des sanctions européennes contre le pétrole russe ?

On sait que l'UE a finalement adopté un embargo sur le pétrole russe.

La mise en place est prévue sur un horizon maximal de 6 à 8 mois (respectivement pour les produits bruts et les produits raffinés). Pour parvenir à un tel accord, des exemptions ont été accordées pour le pétrole arrivant par oléoduc. Dans les faits, cela concerne uniquement la Slovaquie, la Hongrie et la République Tchèque dans la mesure où la Pologne et l'Allemagne (également alimentées par oléoducs) s'étaient déjà engagées à interrompre leurs importations de pétrole russe d'ici fin 2022. Au total, les autorités européennes estiment que 75% des exportations russes à destination de l'Europe vont être immédiatement impactées et 90% d'ici la fin d'année. Nous arrivons à des calculs similaires de notre côté pour la fin d'année.

Avec l'embargo des autres pays développés (pays du G7 en particulier) c'est désormais environ 3 millions de barils par jour qui sont touchés par l'embargo sur une production russe totale de 10 millions de barils par jour (7 millions environ d'exportations en temps normal).

L'impact de l'embargo actuel est néanmoins partiellement compensé. D'abord, il convient de tenir compte de la mobilisation des réserves stratégiques des Etats-Unis (1 million de barils par jour actuellement). Ensuite, la dynamique récente des exportations russes indique une redirection notable des flux de pétrole brut en direction de l'Asie (cf. graphique ci-dessous).

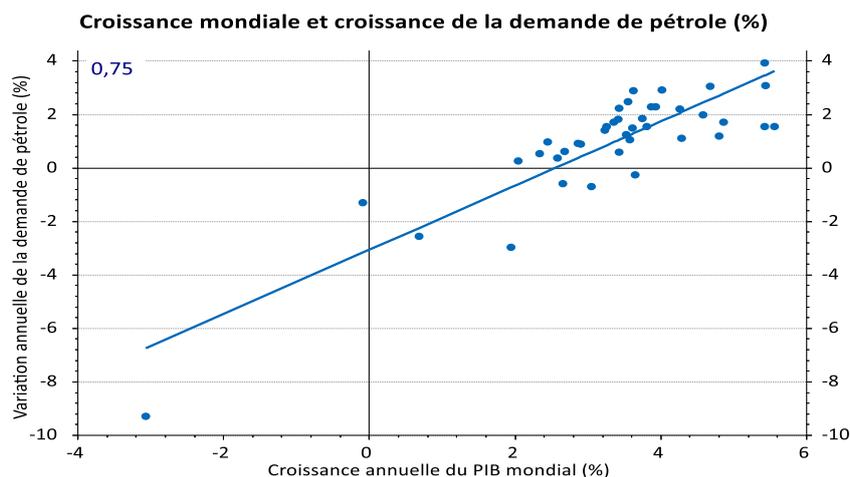


Au total, on peut considérer qu'environ 4 millions de barils par jour de pétrole russe seront pénalisés par l'embargo et, si l'on se base sur une redirection des flux de l'ordre de 2/3, l'impact net sur l'offre serait alors d'un peu plus d'1 million de barils par jour.

Nous pouvons considérer que ce déficit est « pricé » aujourd'hui.

Reste la demande mondiale finale.

D'abord elle est évidemment liée à la croissance mondiale (cf. graphique ci-dessous).

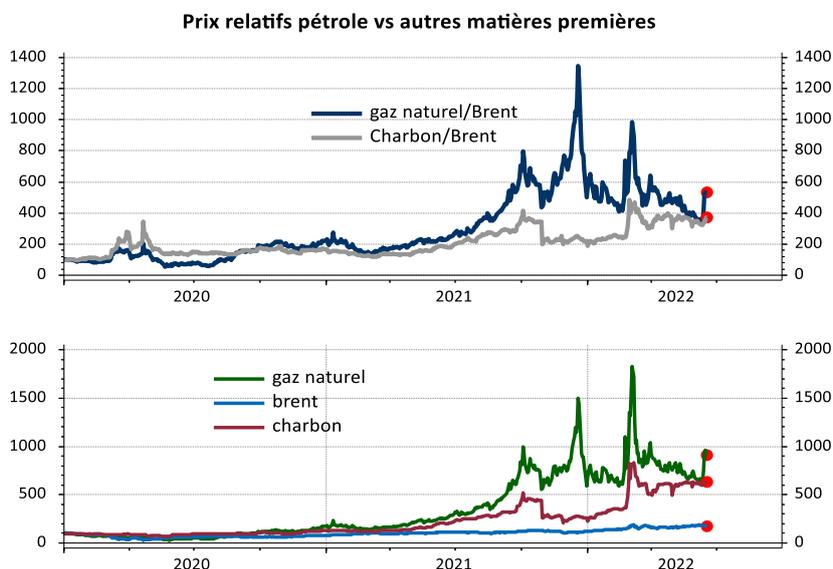


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Bien sûr, on peut tabler sur un ralentissement américain (20% de la consommation mondiale de pétrole), au-delà de la driving season, et européen (15% de la consommation mondiale pour l'UE). Mais il faut en revanche prendre en compte le rebond assez vif de la demande chinoise (14% de la consommation mondiale) après le choc pandémique subi au T2 2022, comme nous l'avons déjà souligné dans nos différentes publications¹.

Mais n'oublions surtout pas que la hausse du pétrole est aussi partiellement due à la faiblesse des stocks du charbon et du gaz.

Il semble assez clair que le niveau du baril de pétrole reste faible par rapport à son historique relatif vs le charbon et le gaz naturel malgré la baisse des derniers mois (cf. graphiques ci-dessous).



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Si ces matières premières énergétiques ne sont pas parfaitement substituables (notamment compte tenu des contraintes de transport et des systèmes de production), loin s'en faut, le niveau de prix au regard des propriétés physiques rend le pétrole attractif a priori vs le gaz et le charbon. Ce d'autant

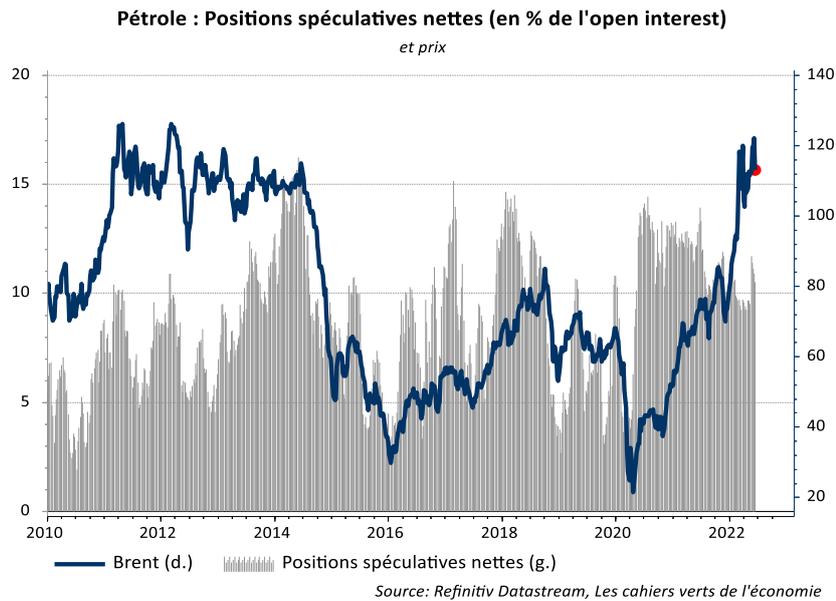
¹ Voir notre chronique hebdo du 13 juin : « D'ici fin 2022, que faire des actifs chinois ? » et notre revue mensuelle Asset Allocation de juin.

que les pressions russes (via Gazprom) se manifestent d'ores et déjà et devraient se renforcer à nouveau au milieu de l'automne prochain lorsque la demande de gaz naturel va repartir à la hausse.

Dès lors, notre estimation quantitative pour le S2 2022 est de 110 dollars b/j, c'est-à-dire à peu près le niveau du prix spot actuel à l'heure où nous écrivons ces lignes (20 juin au matin).

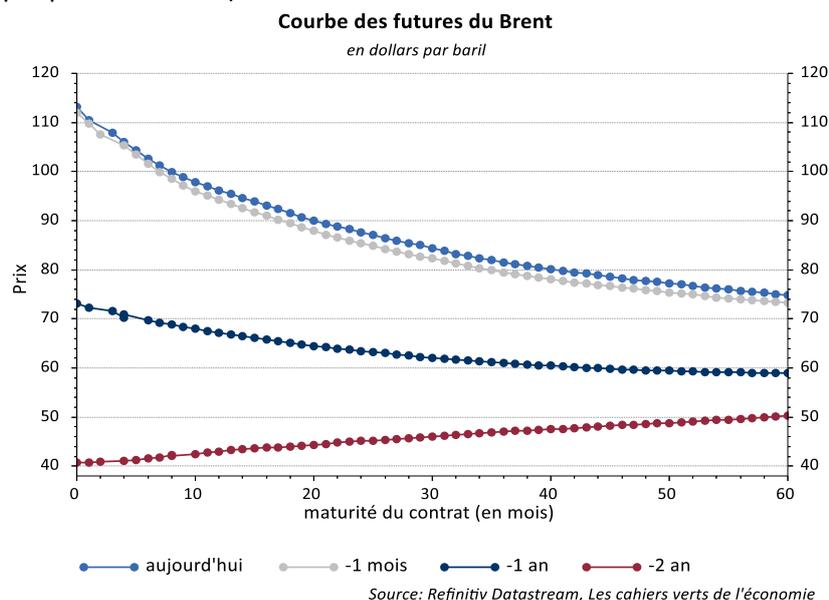
Partant de là, que tirer comme conclusion en termes de stratégie d'investissement ?

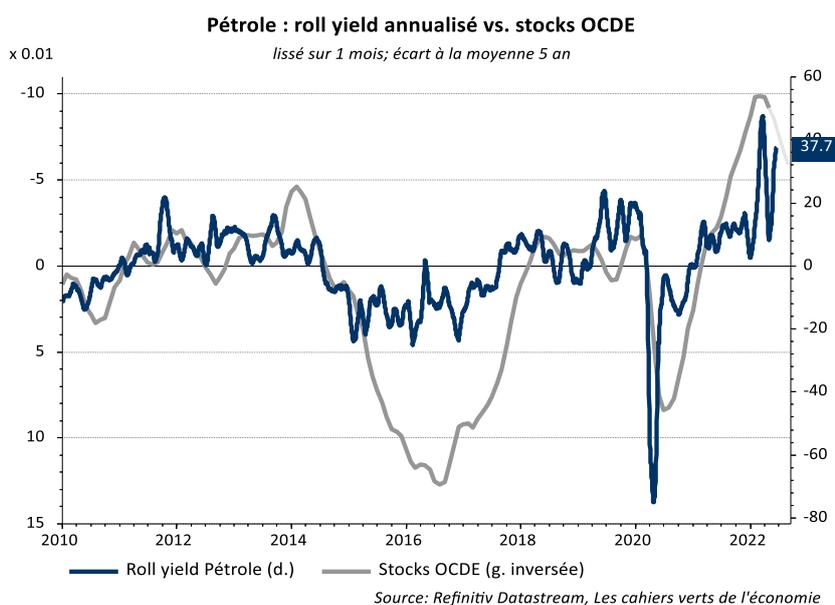
Maintenir le pétrole en sur pondération à horizon court, même si l'on doit réduire la position compte tenu du niveau élevé des positions spéculatives (cf. graphique ci-dessous).



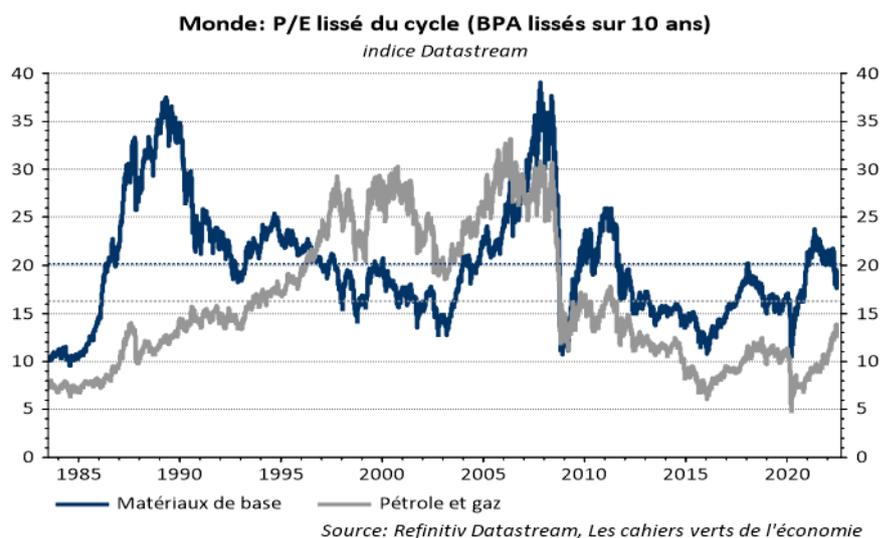
Le point le plus significatif n'est pas uniquement l'anticipation du niveau des prix futurs du Brent.

Il s'agit aussi de jouer la courbe qui reste en intense backwardation. Ainsi, le portage est très significatif (plus de 30% en rythme annualisé) et de nature à absorber une baisse importante du prix du baril (cf. graphiques ci-dessous).





- Maintenir notre Long couronne norvégienne et dollar canadien vs EUR
- Maintenir notre Long oil & gas monde/MSCI W AC. La valorisation relative reste assez attractive, même si, ici aussi, il faut sans doute alléger la position compte tenu du rattrapage effectué (cf. graphique ci-dessous). Les contraintes ESG des investisseurs justifient en bonne partie la décote du secteur oil & gas vs le marché dans son ensemble.



- Conserver par prudence une position d'un léger long obligations souveraines/actions. L'histoire des chocs d'offre pétroliers montre qu'après le pic du prix du baril, la performance relative des Govies est un peu plus favorable (cf. tableau ci-dessous).

Performances des actions et des obligations aux Etats-Unis un an après le pic du prix du baril

évènement	période	Brent vs pic précédent	Performance du T-Note 10 ans	Performance S&P500 (dividendes réinvestis)	Performance relative Actions/ obligations
1er choc pétrolier	Janv. 74-janv. 75	-17%	7%	-10%	-16%
2nd choc pétrolier	Déc. 80-déc. 81	-13%	6%	-2%	-8%
1ère guerre du Golfe	Oct. 90- oct. 91	-38%	18%	30%	11%
guerre en Libye	Mai 11- mai 12	-1%	16%	6%	-9%
crise Iran+ Venezuela	mai 18- nov 18	-31%	20%	4%	2%
	moyenne	-20%	13%	6%	-4%
	médiane	-17%	16%	4%	-8%

Source: Datastream, Les Cahiers verts

- D'une manière générale, à mesure que le ralentissement macro va s'intensifier dans les mois à venir, les perspectives de demande énergétique vont être revues à la baisse. L'évolution du prix des matières premières énergétique est plus retardé que celle des actions mais également plus brutale dans les phases de retournement macro. Ainsi, faudra être prêt à réduire l'exposition sur les matières premières cycliques de manière rapide. Une manière de tenir compte de ces risques de moyen terme est d'acheter des puts hors de la monnaie sur le pétrole financés par la vente de call sur le pétrole.