

Le prix du pétrole entre coûts opératoires et couts complets**Brent, Dec. 2020 : 49,6\$/b (Nov. : 42,7 \$/b)**

Le prix du Brent dépasse les 52 \$/b dans un contexte fragile (Fig. 1). En moyenne hebdomadaire, le cours du Brent ICE (contrat 'future' à 1 mois à Londres) poursuit sa progression et gagne, par rapport à la semaine précédente, 1,8 \$/b (+3,7 %), s'établissant à 51,2 \$/b. Le cours du WTI (pétrole américain) s'est établi à 47,9 \$/b, soit un gain de 1,9 \$/b (+4,2 %). Les prix spots sont également en hausse, se situant à 52,2 \$/b en fin de semaine dernière, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis début mars. Les prix à terme sont, pour leur part, dans une structure particulière : plutôt stables à un horizon de cinq à six mois, ils sont en « backwardation » (prix M+1 < Prix M) au-delà, signe de tendance haussière (Fig. 2). Cette structure souligne les fragilités actuelles et les tendances opposées qui rythment le marché : faiblesse de la demande pétrolière *mais* politique OPEP+, pandémie en hausse *mais* vaccination, contraintes sur la croissance économique *mais* politiques de soutien des Banques centrales et des Etats.

Nouvelles prévisions pétrolières et économiques. La hausse la semaine passée (*retournement ce lundi*) des prix du pétrole intervient alors que différents indicateurs pousseraient à la prudence, que ce soit les dernières prévisions de l'AIE sur le marché pétrolier (15 décembre) ou celles de la Banque de France sur la croissance économique (14 décembre). L'AIE a très légèrement revu à la baisse ses prévisions de demande pour 2021 estimées désormais à 96,9 Mb/j soit 0,2 Mb/j de moins par rapport aux prévisions de novembre. Par rapport à 2019, le recul s'établit à 3,1 Mb/j qui s'explique, d'après l'AIE, pour 80 % par la faiblesse persistante de la demande du secteur aérien. Côté production, la tendance en novembre est orientée à la hausse à hauteur de 1,5 Mb/j portée par des progressions aux Etats-Unis et en Libye. En ce qui concerne le contexte économique, les perspectives de la Banque de France de décembre anticipent des rebonds en 2021 du PIB que ce soit pour la France (5%) ou la zone Euro (4%), inférieurs toutefois aux reculs de 2020 (-9 % et -7 % respectivement). S'agissant des Etats-Unis, la réserve fédérale table sur une contraction du PIB de 2,4 % cette année, avant une croissance de 4,2 % en 2021 et de 3,2 % en 2022.

Bilan sur la pandémie et la vaccination. En Europe, l'agence européenne des médicaments (EMA) a indiqué le 15 décembre qu'elle avait avancé au 21 décembre, les réunions prévues pour l'examen des mises sur le marché des vaccins proposés par les laboratoires Pfizer et Moderna, initialement annoncées pour le 29 décembre et le 12 janvier respectivement. Aux Etats-Unis, un comité consultatif de l'agence américaine des médicaments a approuvé le 17 décembre l'utilisation en urgence du vaccin de Moderna contre la Covid-19, ce qui a permis son autorisation de mise sur le marché (déjà obtenue pour le vaccin Pfizer-BioNTech). Sur ce thème de la vaccination, l'AIE rappelle, dans son dernier rapport mensuel, qu'il faudra attendre plusieurs mois avant que les programmes de vaccination aient un impact sur la demande pétrolière. Côté pandémie, les données montrent que le nombre journalier de cas positifs et de décès reste extrêmement élevé dans toutes les régions du monde, avec une remontée récente des cas en Europe (Fig. 3 et 4). Des risques sont par ailleurs évoqués concernant la remontée des cas après les fêtes ou l'effet d'une possible mutation du virus (Royaume-Uni).

Les politiques de soutien économique, facteur de hausse des marchés. LA BCE a annoncé le 10 décembre le prolongement de neuf mois (jusqu'en mars 2022) de son programme exceptionnel d'achats de titres (PEPP) pour un montant maximum porté à 1850 G€. Elle a également prolongé de 12 mois (jusqu'en juin 2022) les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO), un programme de prêts de liquidités aux banques destinées au financement des entreprises non financières et des particuliers. Ces mesures ont pour objectifs d'une part la réduction des coûts de financement des Etats permettant de soutenir les plans de relance et d'autre part l'accès aux crédits pour l'ensemble des acteurs de l'économie. La FED, qui poursuit une politique similaire, a annoncé le 16 décembre la poursuite de sa politique de rachats d'actifs, « au moins » au niveau actuel de 120 milliards de dollars par mois. La FED estime par ailleurs nécessaire un plan de relance supplémentaire en raison de « l'expiration des allocations chômage, l'expiration des moratoires sur les évictions (locatives), et la propagation du virus ». Un plan d'un montant d'environ 900 G\$ est actuellement discuté au Congrès. Au-delà de l'action OPEP+, les hausses des prix du pétrole de ces dernières semaines, et bien sûr des marchés financiers (Fig. 5), semblent portées par ces politiques de soutien économique engagées par les Banques centrales et les Etats. La corrélation existante entre le Brent et le Dow Jones (Fig. 6) met en évidence cette influence, qui s'explique in fine par l'espoir de la réussite de ces politiques au-delà des craintes évoquées par ailleurs (*poids potentiel en 2021 des prêts douteux – NPL, Non-performing loans - par exemple*).

La hausse du prix à plus de 50 \$/b est-elle justifiée ? Le prix moyen du pétrole en 2020 devrait s'établir à 41,6 \$/b contre 64 \$/b en 2019. Il termine l'année autour de 50 \$/b après l'avoir commencé à 68 \$/b en passant par un minimum à 9 \$/b au cours du mois d'avril. Pour 2021, un prix moyen de 51 \$/b est anticipé actuellement sur la base des prix à terme. Ce prix moyen se situait autour de 40 \$/b en octobre. Ces anticipations très différentes en si peu de temps sont-elles la marque de l'irrationalité ? A l'évidence non. Ces prix s'adaptent à l'évolution des paramètres qui influencent le marché pétrolier.

Pour 2021, la demande pétrolière dépendra bien sûr de l'ampleur du contrôle de la pandémie mais aussi de la croissance économique, impulsée par les plans de soutien proposés par les Banques centrales et les Etats. L'offre évoluera en fonction des modalités de gestion qui seront mises en œuvre en 2021 par les pays de l'OPEP+. On pourrait aussi évoquer les évolutions incertaines de l'offre pour les pays non OPEP+. Le marché anticipe à ce jour, en faisant différentes hypothèses sur ces paramètres, un déficit d'offre en 2021 (voir fig. 8 et tableau). Cela explique la hausse récente des prix du pétrole, prix qui ne sont donc pas déconnectés de la réalité. Tout changement d'anticipation pourra évidemment, comme par le passé, les faire fortement varier. Ils évolueront entre le prix de couverture des coûts opératoires en cas de crise ou des coûts complets en situation de reprise solide. Ils se situent actuellement entre ces deux repères faute de certitudes.

Figure 1 : Prix du Brent en 2020

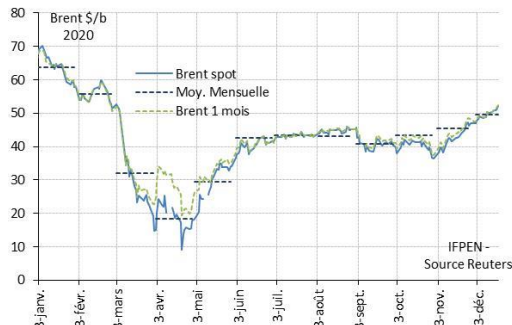
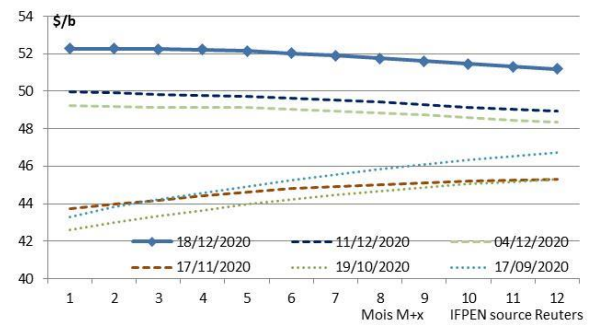


Figure 2 : Prix à terme du Brent (Mois 1 à 12)



Signe de tendances haussières si $Mn+1 < Mn$ (backwardation)

Figure 3 : Contaminations par jour à la Covid-19 dans le monde

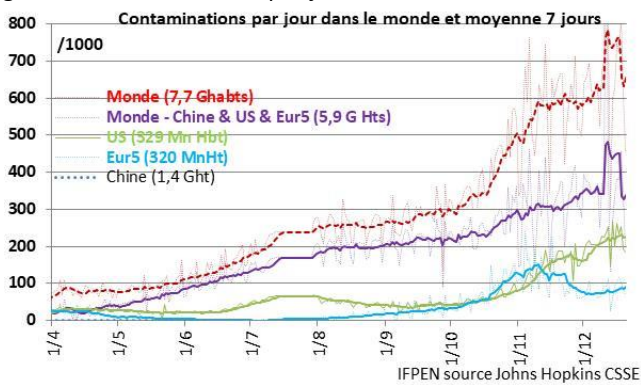


Figure 4 : Décès par jour liés à la Covid-19

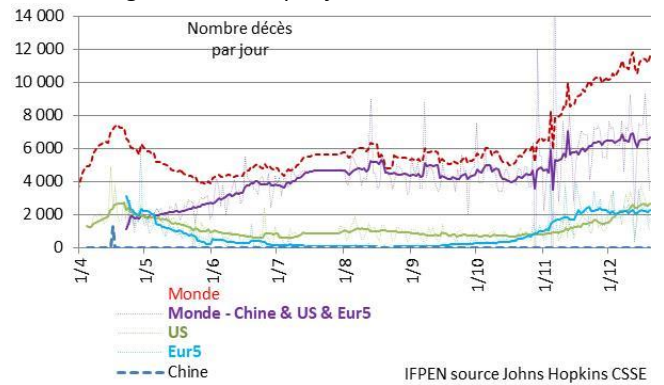


Figure 5 : Dow Jones et Brent en 2020

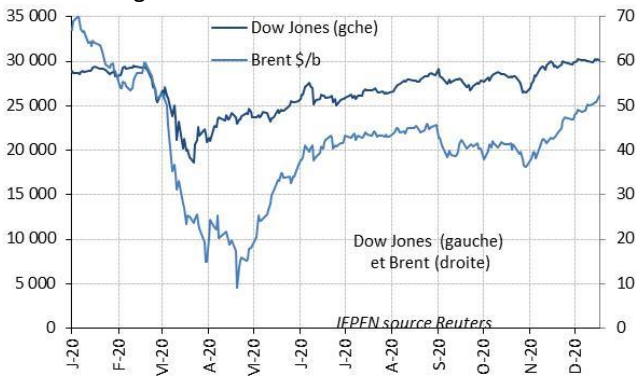


Figure 6 : Coeff. de corrélation Dow Jones et Brent

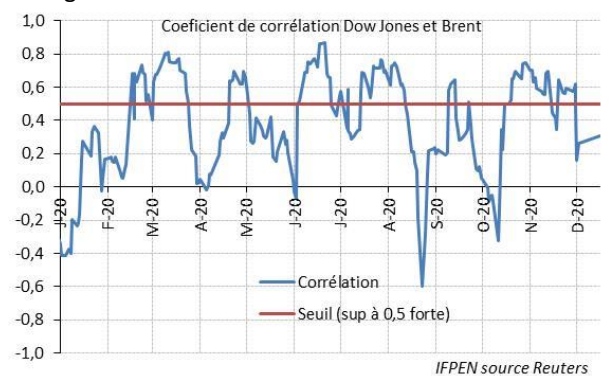


Figure 7 : Bilan pétrolier américain

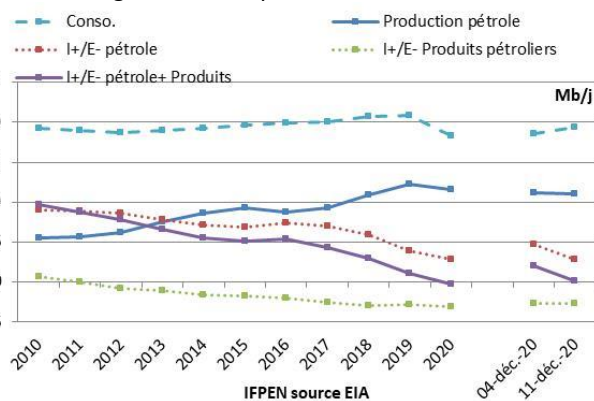
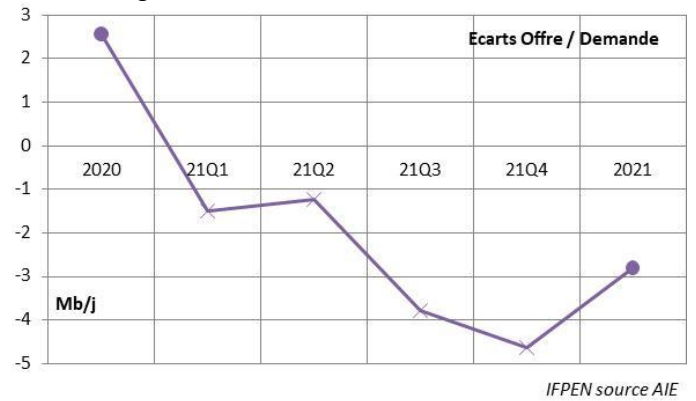


Figure 8 : Ecart Offres/Demande en 2021



Equilibre Offre / Demande – Prix – Croissance économique

Hypothèses : +1,5 Mb/j pour l'OPEP+ au 1^{er} trimestre 2021 et production libyenne à 1 Mb/j en 2021

	déc-20	2017	2018	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	20-19	21-20
Offre/Demande (Mb/j)																
OCDE		47,7	48,0	47,7	45,4	37,5	42,3	43,3	42,2	43,6	43,9	45,8	46,5	44,9	-5,5	2,8
non-OCDE		50,4	51,2	52,3	48,6	45,5	50,7	51,4	49,1	51,1	51,5	52,5	52,7	52,0	-3,3	2,9
<i>Dont Chine</i>		12,5	13,0	13,7	11,9	14,2	14,7	14,6	13,8	14,4	14,8	14,7	14,8	14,7	0,1	0,8
Demande totale		98,1	99,2	100,0	94,1	83,1	93,0	94,7	91,2	94,7	95,4	98,3	99,2	96,9	-8,8	5,7
non-OPEP+																
OPEP (LGN)		41,5	45,1	47,2	48,0	44,5	45,6	45,5	45,9	45,8	46,2	46,5	46,5	46,2	-1,3	0,4
Offre OPEP (brut)		5,4	5,5	5,4	5,4	5,2	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	-0,2	0,1
Offre OPEP 10 PP		31,5	31,4	29,5	28,2	25,6	24,1	24,8	25,7	25,6	25,9	25,9	25,9	25,8	-3,8	0,2
Offre OPEP +		18,4	18,5	18,4	18,6	16,9	16,3	16,6	17,1	16,6	16,9	16,9	16,9	16,8	-1,3	-0,3
Offre OPEP +		55,8	55,3	53,3	52,2	47,6	45,4	46,5	47,9	47,4	48,0	48,0	48,0	47,9	-5,4	0,0
Offre totale		97,3	100,4	100,2	100,2	92,1	91,0	91,9	93,8	93,2	94,2	94,5	94,6	94,1	-6,7	0,3
Offre-Demande (Mb/j)		-0,8	1,2	0,4	6,1	9,0	-2,0	-2,8	2,6	-1,5	-1,2	-3,8	-4,6	-2,8		
Brent																
\$/b		54,2	71,2	64,2	50,4	29,3	43,0	44,1	42	51	52	51	51	51	-35,1	22,9
€/b		47,9	60,4	57,4	45,8	26,5	36,7	37,0	37	42	42	42	41	42	-36,4	14,9
€/l		0,30	0,38	0,36	0,29	0,17	0,23	0,23	0,23	0,26	0,27	0,26	0,26	0,26	-36,4	14,9
Produits pétroliers																
Super SP95-E10		1,35	1,48	1,48	1,45	1,26	1,32	1,32	1,34						-9,8	
Gazole		1,23	1,44	1,44	1,39	1,20	1,23	1,22	1,26						-12,5	
taux change																
US\$/€		1,13	1,18	1,12	1,10	1,10	1,17	1,19	1,14	1,22	1,22	1,22	1,23	1,22	1,8	7,3
Croissance économique %																
Monde		2017	2018	2019					2020					2021		
OCDE		3,9	3,6	2,8					-4,4					5,2		
NON OCDE		2,5	2,2	1,7					-5,8					3,9		
		4,8	4,5	3,7					-3,3					6,0		

Sources : Reuters / AIE / FMI – WEO / EIA / OPEP

Figure 9 : Production non OPEP+ et OPEP+ de pétrole et LGN

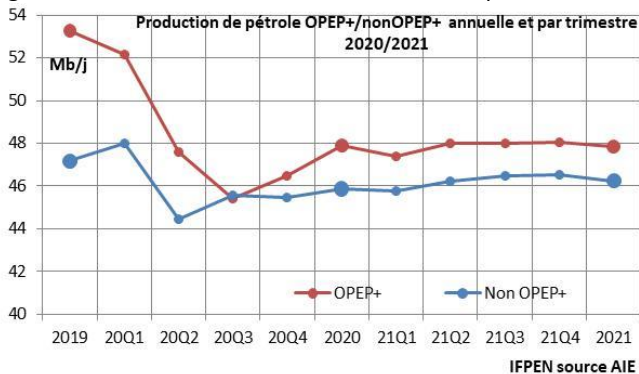


Figure 10 : Bilan pétrolier annuel et par trimestre

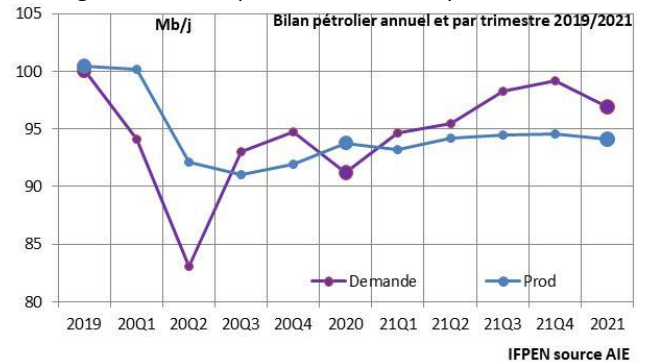


Figure 11 : Cotations des produits pétroliers en Europe

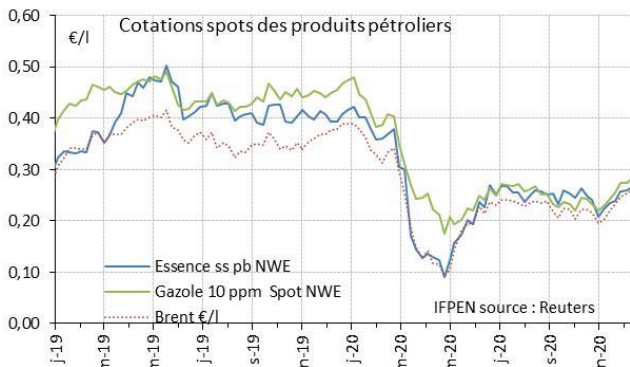


Figure 12 : Prix du Brent et des produits pétroliers en France

