Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 19 mai 2025

"PÉTROLE : UN GISEMENT DE BONS RENDEMENTS ?"

- Les prix du baril ont fortement décroché, pour s'installer sous le seuil de 65 dollars
- La courbe des futures, en backwardation, offre d'intéressantes possibilités
- Quant aux compagnies pétrolières, elles montrent une forte résilience
- Elles continuent d'attirer les investisseurs en quête de rendement

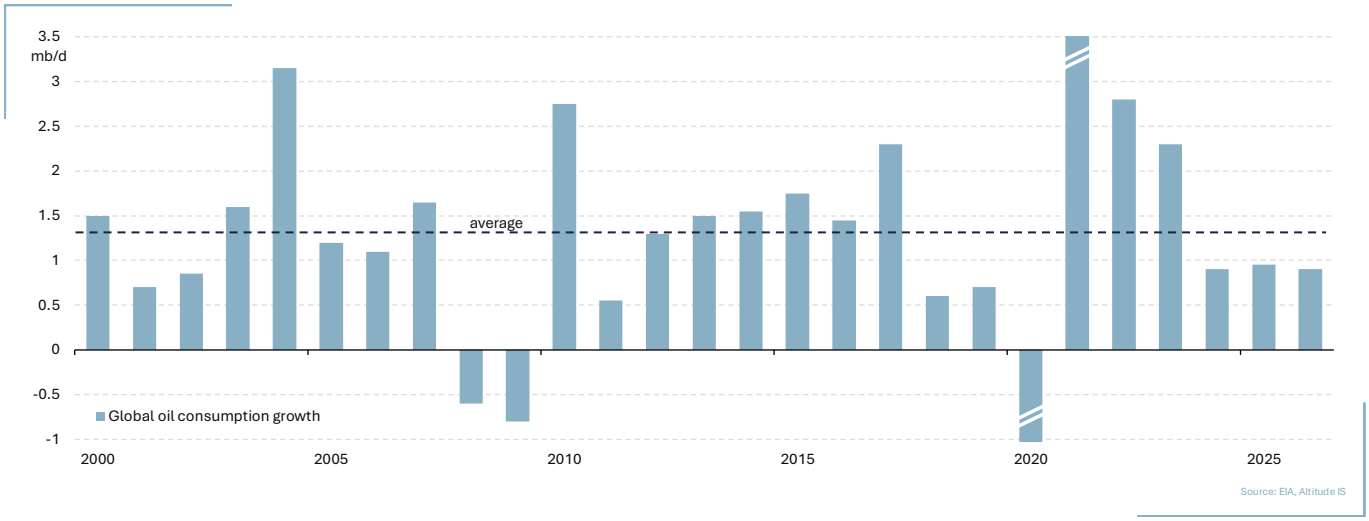
GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le plancher n'a pas pu résister aux dernières pressions"

ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Après deux ans de relative stabilité, le marché pétrolier a connu une forte déconvenue au mois d'avril. Les cours du WTI et du Brent sont respectivement tombés à 55$ et 60$ le baril (cf. Graphique de la semaine). Jeudi dernier, Donald Trump a déclaré que les États-Unis se rapprochaient d'un accord avec Téhéran sur le programme nucléaire iranien. Depuis cette annonce, les investisseurs anticipent une offre excédentaire importante de pétrole. Cette annonce est d'autant plus importante que, de leur côté, les 23 pays de l'OPEP+ avaient au préalable envisagé d'augmenter leur production pétrolière. Alors que le marché était déjà dans une situation d'offre excédentaire, les investisseurs ont instantanément interprété ces deux décisions comme un signal baissier. À cela s'ajoute une inquiétude croissante autour

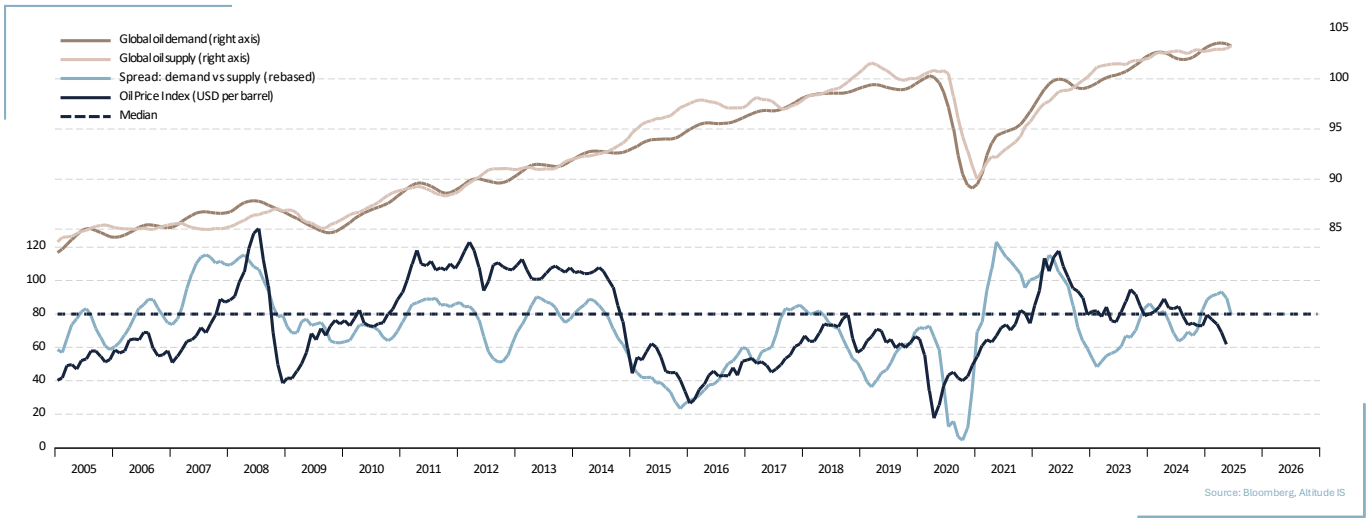
du ralentissement de la demande. En effet, les indicateurs avancés signalent un essoufflement de l'activité économique en Europe, au Japon, en Chine, mais également aux États-Unis. L'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) a récemment revu à la baisse sa prévision de croissance de la demande pétrolière mondiale pour 2025 de 1 million à 740'000 barils par jour (cf. Fig. 2), un rythme relativement faible comparativement aux deux dernières décennies.

Fig. 2 – Croissance de la consommation de pétrole



Ce déséquilibre entre offre croissante et demande incertaine entretient un climat de nervosité sur le marché des matières premières, avec des prix du WTI et du Brent qui ne parviennent plus à conserver leur équilibre, au voisinage de 80 $ (cf. Fig. 3). Cet ajustement à la baisse pourrait temporairement s'accentuer, notamment si le scénario de récession prenait de l'ampleur.

Fig. 3 – Impact du déséquilibre entre l'offre et la demande de pétrole sur le prix du baril



Malgré ce tableau contrasté, plusieurs éléments occasionnels offrent un soutien aux prix à moyen terme. D'abord, le dialogue semble s'ouvrir à nouveau entre Pékin et Washington. Réunis à Genève les 10 et 11 mai derniers, Chinois et Américains se sont accordés pour mettre en pause les droits de douane

appliqués à leurs importations respectives. Il n'en fallait pas davantage pour soutenir la demande de pétrole. Ensuite, la relative faiblesse du dollar américain est venue renforcer le pouvoir d'achat des pays importateurs de brut, en particulier en Asie. Enfin, les tensions géopolitiques persistantes génèrent des tensions sur les prix de l'énergie, notamment au Moyen-Orient où le risque pèse directement sur les flux logistiques mondiaux.

De manière plus structurelle, le sous-investissement chronique dans l'exploration pétrolière constitue un facteur de vulnérabilité pour l'offre mondiale. Depuis 2014, pour s'adapter à la transition énergétique qui prenait de l'ampleur, les sociétés du secteur ont drastiquement réduit leurs dépenses dans la recherche et le développement de nouveaux gisements (cf. Fig. 4). Cette transition est finalement plus longue à mettre en œuvre que prévu, alors que le cycle d'investissement dans le secteur pétrolier est particulièrement long. Entre la découverte d'un gisement, les études géologiques, les démarches réglementaires, les investissements logistiques et le forage effectif, il faut souvent compter entre 5 et 10 ans avant qu'un puits ne devienne pleinement opérationnel. A titre d'exemple, le développement du champ offshore Johan Sverdrup, en mer du Nord, découvert en 2010, n'a permis de produire du pétrole qu'à partir de 2019. Ainsi, en cas de rebond de la demande ou de choc sur l'offre, la capacité du marché à réagir rapidement est limitée. Cette inertie crée un déséquilibre qui alimente une pression structurellement haussière sur les prix du pétrole.

Fig. 4 – Recherche et développement de gisements

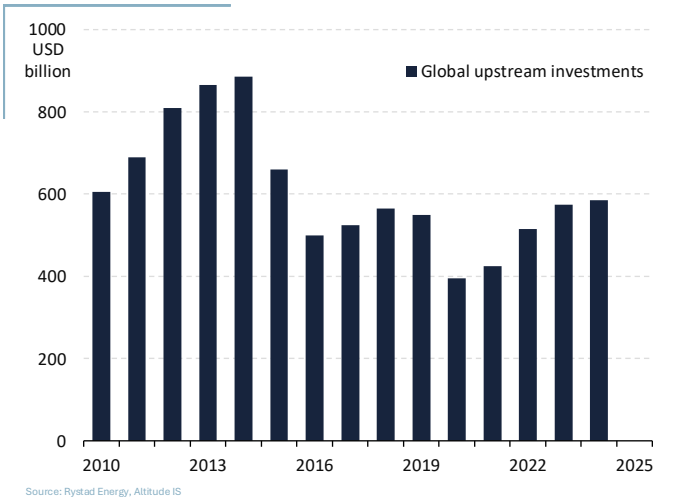
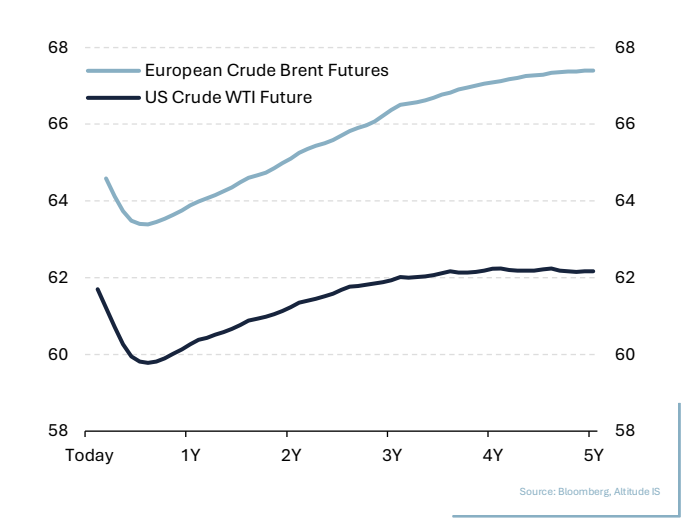


Fig. 5 – Prix des contrats futures, WTI et Brent



Le marché pétrolier se lit à travers la forme de sa courbe : lorsqu'un contrat lointain vaut plus cher qu'un contrat proche, on parle de contango. C'est la courbe que l'on retrouve le plus communément sur le marché des futures. La cause principale de ce phénomène est la prise en compte des coûts de portage. Ces coûts incluent les frais de stockage de la marchandise, ceux liés à son obsolescence, ainsi que les intérêts abandonnés sur l'argent bloqué. La situation en contango peut, dans ce cas, être comprise comme une prime payée au propriétaire du stock du produit sous-jacent. Elle est souvent le signe que le stockage sera rentable. A l'inverse, **la backwardation apparaît lorsque le contrat le plus proche vaut plus cher que les échéances lointaines.** Cette situation exceptionnelle traduit une pénurie immédiate : posséder le baril "ici et maintenant" rend service aux raffineurs et se paie au prix fort.

C'est le cas actuellement sur la partie courte, tant pour le WTI que pour le Brent, mais la pente est nettement plus négative côté américain (cf. Fig. 5). Les stocks du hub de Cushing, point de livraison du

WTI, flirtent depuis des mois avec le seuil technique minimal, de sorte qu'un baril livré immédiatement procure un "convenience yield" exceptionnel. Sur le Brent aussi les stocks sont bas, mais les cargaisons maritimes offrent davantage de souplesse pour gérer la pénurie. De plus, les oléoducs et terminaux américains fonctionnent à pleine capacité. Ces goulots d'étranglement accentuent la pression sur le WTI et attirent les fonds spéculatifs, qui sont acheteurs nets de pétrole à court terme. A l'inverse, le Brent est un baril marin qui circule par de nombreux tankers bon marché, capables de rediriger rapidement l'offre vers tous les ports d'Europe. La prime d'immédiateté est moindre, ce qui limite la pente inversée.

Pour investir sur le marché des futures, les investisseurs effectuent un roulement. Ils vendent leurs anciens contrats juste avant qu'ils n'arrivent à échéance et achètent de nouveaux contrats sur les échéances suivantes. Ils parviennent ainsi à éviter la livraison physique du pétrole. Dans le cas classique du contango, les prix des nouveaux contrats seront supérieurs aux précédents et les investisseurs essuieront des pertes. A l'opposé, **en cas de backwardation, le prix des nouveaux contrats sera inférieur aux précédents et les investisseurs réaliseront une plus-value. C'est le cas aujourd'hui.**

Il est possible d'obtenir des conditions nettement plus rémunératrices en se positionnant sur le WTI plutôt que sur le Brent. Plusieurs éléments entrent en compte. Premièrement, le contrat proche du WTI reste coté presque jusqu'à la livraison, alors que celui du Brent disparaît des écrans près de deux mois plus tôt. Aujourd'hui, par exemple, le front-month WTI est encore le contrat de juin 2025, tandis que le Brent a déjà basculé sur juillet 2025. Côté américain, le roulage capte donc la portion de courbe où la backwardation est la plus accentuée. Deuxièmement, parce que le Brent "saute" plus vite, on ne roule en pratique qu'un segment d'environ dix mois sur un cycle annuel, tandis que l'on profite de douze mois complets sur le WTI. La backwardation cumulée est donc plus élevée outre-Atlantique. Troisièmement, la place de cotation du WTI (CME/NYMEX) est nettement plus liquide que celle du Brent sur l'ICE Europe. Les volumes y étant plus élevés, les spreads plus serrés et les frais de transaction plus faibles, l'économie réalisée permet d'envisager un coupon plus généreux ou une barrière plus protectrice. Pour toutes ces raisons, les produits structurés de participation offrent généralement de meilleures conditions lorsqu'ils sont indexés sur le WTI plutôt que sur le Brent.

Les compagnies pétrolières cotées ont souffert de la baisse récente du baril de pétrole mais elles sont restées relativement résilientes. Si l'indice sectoriel MSCI World Energy a reculé de plus de 18% début avril, la pire secousse depuis le printemps 2020, il affiche une performance très légèrement positive depuis le début de l'année (cf. Fig. 6). Il a été porté par le récent rebond et les résultats solides de certaines sociétés de renom telles que Marathon, Phillips 66, Valero et, dans une moindre mesure, ENI, ExxonMobil, Shell, Chevron ou TotalEnergies.

ExxonMobil a surpris positivement le marché et a déjà redirigé une large part de sa trésorerie vers les actionnaires grâce à des dividendes soutenus et à un programme de rachat d'actions qui progresse rapidement. Chevron offre également un retour généreux aux investisseurs tout en mettant en production le champ Ballymore, appelé à réduire encore ses coûts de revient. TotalEnergies a publié des résultats robustes, relevé son acompte sur dividende et maintenu le rythme de ses rachats. La société a également donné son feu vert au projet de gaz naturel liquéfié Papua et bouclé l'acquisition d'un portefeuille solaire-stockage en Espagne, signe qu'elle finance sa transition sans dégrader son équilibre financier. Shell, pour sa part, a relancé un important programme de rachat après la cession de la plupart de ses actifs terrestres au Nigeria et concentre désormais ses investissements sur le gaz naturel liquéfié ainsi que sur un corridor hydrogène Rotterdam-Rhénanie. ENI renforce son exposition au gaz. Une seconde installation flottante de gaz naturel liquéfié au Mozambique doit bientôt entrer en service. Dans

le raffinage, Marathon Petroleum s'appuie sur son activité midstream, c'est-à-dire le stockage, le traitement et le transport des produits pétroliers. Cela lui permet de préserver des flux de trésorerie solides, malgré la compression des marges. De son côté, Phillips 66 a vu sa production et ses résultats amputés par la vaste opération de maintenance menée sur le complexe de Los Angeles. Ce site est par ailleurs visé par une procédure fédérale pour des rejets d'eaux usées non conformes. Le dossier est toujours en cours, la société ayant plaidé non coupable. Malgré ces deux handicaps, la rémunération des actionnaires et la réduction de la dette sont au rendez-vous.

Fig. 6 – Indice sectoriel de l'énergie

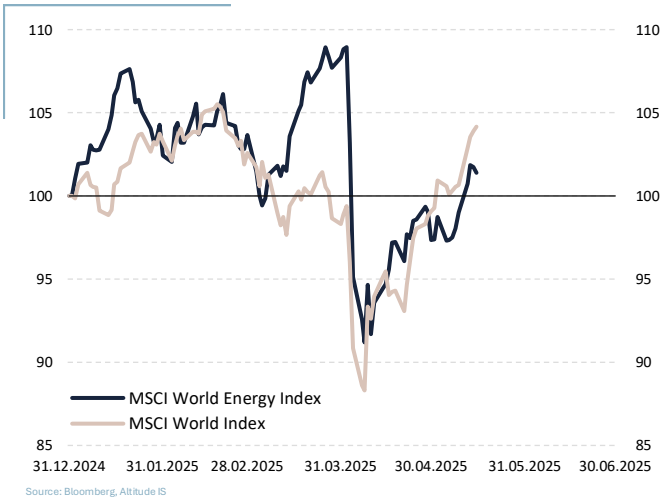
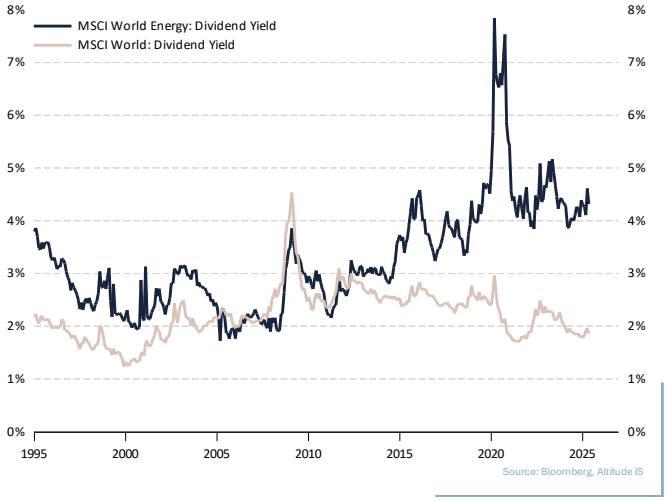


Fig. 7 – Rendement du dividende



Dans l'ensemble, les groupes pétroliers bénéficient d'un flux de trésorerie solide, d'un endettement maîtrisé, de programmes de rachat d'actions massifs et de dividendes très élevés (cf. Fig. 7). Ils **continuent donc à attirer les investisseurs en quête de rendement.**

Conclusion :

La discipline budgétaire maintenue depuis 2020, combinée au sous-investissement chronique dans l'exploration, rend le secteur des compagnies pétrolières attractif aux yeux des investisseurs. Ce sera d'autant plus le cas lorsque les prix du pétrole oscilleront de nouveau au-dessus de 65$ le baril.

RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	880.6	73.49	4.1%	11.6%	5.6%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5 958	69.76	5.3%	13.1%	1.8%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	42 655	63.51	3.5%	7.7%	0.9%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 211	70.89	7.2%	17.9%	-0.2%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	568.6	68.63	2.4%	10.7%	14.6%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 685	64.34	1.8%	5.5%	8.1%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 335	58.48	2.2%	7.2%	9.3%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	37 473	62.72	0.7%	11.3%	-4.5%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 172	72.21	3.1%	11.0%	10.2%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	139 187	70.86	2.0%	8.5%	15.7%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	57 987	65.33	2.6%	10.5%	18.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	82 291	64.42	3.7%	7.0%	5.7%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 875	58.32	1.2%	3.3%	-0.7%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	132.0	69.90	5.3%	13.5%	6.2%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	422.4	70.32	5.6%	15.5%	0.7%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	295.8	55.88	0.4%	2.4%	9.7%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	243.7	58.77	2.8%	6.6%	2.9%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	200.4	74.53	3.1%	10.9%	13.0%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	341.8	44.70	0.1%	-0.6%	-1.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	421.7	78.34	4.0%	13.0%	12.9%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	772.5	74.20	7.5%	20.4%	0.7%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	329.0	65.75	1.5%	5.8%	8.6%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	990	59.33	0.4%	5.0%	4.0%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	178.9	63.89	1.5%	4.8%	12.8%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.62%	47.44	-0.5%	-0.6%	4.2%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.27%	44.83	-0.3%	-0.6%	2.1%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.74%	53.11	0.0%	0.1%	0.1%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.30%	48.38	-0.2%	-0.6%	-0.9%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.53%	46.87	-0.6%	0.1%	1.9%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.44%	58.21	-0.2%	1.1%	0.3%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.18%	40.50	-0.6%	-1.1%	-1.5%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.90%	62.47	0.3%	1.8%	2.8%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.29%	52.43	0.4%	0.7%	1.7%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.18%	59.44	0.3%	0.1%	1.0%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.68%	62.24	0.3%	1.5%	2.3%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.46%	70.25	0.1%	2.6%	2.4%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.74%	70.46	0.1%	1.8%	1.8%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.45%	70.64	0.3%	2.8%	2.9%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	470.6	78.03	1.7%	7.1%	6.9%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	624.3	72.80	2.2%	8.5%	4.3%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	274.2	73.39	0.5%	6.5%	17.8%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	274.4	58.72	-0.8%	2.3%	13.9%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	228.5	63.42	0.4%	2.8%	0.8%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 596	73.18	n.a.	-0.3%	-0.9%	11.1%	7.8%
Macro	1 317	59.44	n.a.	-2.1%	-1.9%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 136	61.58	n.a.	0.4%	-3.4%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 664	71.29	n.a.	0.6%	-0.7%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 697	68.93	n.a.	-1.0%	-1.7%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 652	89.68	n.a.	-0.2%	0.0%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 645	71.56	n.a.	-3.2%	-1.2%	9.8%	7.8%
Credit	1 623	95.78	n.a.	0.3%	1.7%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 641	99.84	n.a.	0.0%	0.8%	10.0%	11.2%
Commodity	1 874	92.95	n.a.	2.7%	4.7%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 278	48.35	n.a.	-3.5%	-4.7%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	17.24	36.10	-21.3%	-47.2%	-0.6%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	16.36	37.43	-20.3%	-37.8%	-3.8%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	557.6	n.a.	2.2%	3.7%	3.9%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 217	n.a.	-0.6%	-6.0%	22.6%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	32.39	n.a.	-0.7%	-0.9%	12.1%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	62.49	n.a.	2.4%	0.0%	-12.9%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	65.08	n.a.	2.6%	-3.7%	-12.2%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	100.79	50.33	-1.0%	1.4%	-7.1%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1186	48.47	0.9%	-2.9%	8.0%	-6.2%	3.1%
JPY	145.20	50.16	2.2%	-3.0%	8.3%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3302	54.39	1.0%	-0.6%	6.3%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6404	51.94	0.5%	-0.2%	3.5%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3970	47.59	0.0%	-0.9%	3.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8362	49.81	1.1%	-3.2%	8.5%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2159	62.49	-0.1%	1.1%	1.2%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.467	58.82	0.9%	1.4%	7.0%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 815.5	77.39	0.3%	2.8%	5.1%	-0.7%	4.8%
XBT	102 937	n.a.	-0.6%	20.8%	9.8%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)

AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.