

Lettre n°157

Le mystère du pétrole.

« L'âge de pierre n'a pas pris fin par manque de pierres et l'âge du pétrole ne prendra pas fin par manque de pétrole » Cheikh Yamani.

Depuis 1974, le spectre d'une rupture dans l'approvisionnement en pétrole et d'une hausse brutale des prix du pétrole hantent la planète et le Cheikh Yamani avait raison de penser que cela allait durer.

Au début du conflit contre l'Iran et du blocage d'Ormuz, beaucoup redoutaient un baril à \$150 ou plus mais il n'en a rien été.

Pour éclaircir ce mystère d'un prix du Brent sous les \$90/b, essayons de comprendre pourquoi la hausse des prix est si mesurée et essayons de voir quels sont les bénéficiaires de la hausse car si le baril n'est pas à \$150, la hausse est néanmoins de 50% depuis le début de l'année.

Pourquoi la hausse des prix reste mesurée ?

Répondre à cette question suppose d'analyser l'offre puis la demande.

L'évolution de l'offre :

En juin, selon l'AIE, la production mondiale était de 98.8Mb/j, un niveau inférieur à celui précédant le début des hostilités contre l'Iran.

Avant le conflit, 15Mb/j de brut empruntaient le détroit d'Ormuz. C'était même 21.6Mb/j au dernier trimestre 2025 en ajoutant les produits raffinés. Au 2^{ème} trimestre de cette année, les chiffres, à prendre avec réserve, étaient inférieurs à 5Mb/j à Ormuz. Ces derniers jours, il semble selon Kpler que 6Mb/j passent par le détroit d'Ormuz le long des côtes omanaises, souvent de nuit, sans transpondeurs, ce qui est un facteur de risque. Beaucoup prennent ce risque car le prix est souvent bradé et ainsi le coût du fret et de l'assurance sont ainsi absorbés comme l'indique le PDG de TotalEnergies. Environ 17% sont des bateaux iraniens. Pour le reste, beaucoup sont chinois, émiratis, grecs. Un chiffre très inférieur au 20Mb/j d'avant le conflit mais très supérieur aux 300 000 à 3Mb/j des premiers mois du début du conflit.

La négociation d'un accord entre l'Iran et Oman sans les Etats-Unis n'avance guère. A défaut d'un péage, des « frais de service » sont à l'étude pour la sécurité du transport et la couverture de l'impact gouvernemental. Les pays du Moyen-Orient semblent se résigner et préférer un péage à une reprise de conflit. Après tout, \$1/b, ce serait quelques centimes/litre à la pompe.

- La confusion sur l'Iran :

Entre l'Iran et les Etats-Unis, la situation est confuse. Militairement, Trump n'est pas parvenu à ses fins et a utilisé une grande partie de ses stocks d'armes. Il semble avoir reculé sur ses exigences, l'abandon du nucléaire, la suppression des missiles balistiques et du soutien iranien aux milices régionales.

Il semble donc vouloir jouer avec Scott Bessent la carte économique des sanctions contre tous les pays susceptibles de faire du commerce avec l'Iran, la carte donc du blocus.

On le sait, l'économie iranienne connaît de graves difficultés, le PIB, selon le FMI, devrait baisser de 5.5% cette année car les ventes de pétrole, 11% du PIB avant le conflit, se sont fortement taries. L'inflation officielle

était de 88% en juillet, et dans la réalité elle est très supérieure, et, selon l'ancien conseiller économique du président Rohani, depuis 2018, la population en dessous du seuil de pauvreté a augmenté de 18 millions. Chaque année, 700 000 jeunes arrivent sur le marché du travail et il n'y aurait que 57 000 emplois créés. Le régime iranien est peut-être plus fragile qu'on ne le croit et joue peut-être sa survie. Il aggrave la répression et le nombre d'exécutions atteint un niveau record. Reste à savoir si Trump mettra en œuvre ou pas ces sanctions économiques car, on le sait, il recule souvent.

Mais, on l'a souvent noté dans ces Lettres, depuis l'échec du blocus de Napoléon contre l'Angleterre, on ne trouve pas vraiment d'exemple de blocus réussi. On le voit en ce moment avec Cuba qui bénéficie toujours de l'aide chinoise. On l'a vu au Venezuela avant la chute de Maduro et avec l'Iran, on voit mal la Chine s'incliner. Il y a déjà eu des tentatives américaines d'interdire les échanges avec l'Iran. La Chine avait évité d'exposer ses grandes sociétés à des sanctions mais elle avait utilisé des petits raffineurs locaux. Et, aujourd'hui, on voit mal Xi s'incliner. L'Iran, pour éviter Ormuz, peut utiliser la Caspienne et les frontières avec la Turquie ou le Pakistan. Elle utilise aussi une voie ferroviaire vers la Chine à travers le Turkménistan et le Kazakhstan et recourt au Yuan pour ne pas s'exposer au \$.

- *Les alternatives à Ormuz mises en œuvre :*

En Arabie Saoudite, grâce au pipeline, 7Mb/j parviennent aujourd'hui au terminal de Yanbu. 5Mb/j sont exportés (c'était 1Mb/j avant le conflit) et 2Mb/j sont raffinés. Les navires ont ainsi la possibilité de passer par le canal de Suez mais les grands pétroliers ne peuvent passer à plein et doivent compter avec la mansuétude des Houthis.

Dans les Emirats 1.5 Mb/j passe par pipeline à Fujairah contre 1Mb/j avant le conflit.

L'Irak exporte 0.2Mb/j par un pipeline vers la Turquie et 0.2Mb/j par camions via la Syrie. Elle reste très affectée par le blocage d'Ormuz, puisqu'elle n'a pu exporter en juillet que 1.7Mb/j contre 3.4Mb/j avant le conflit, un grave problème car le pétrole représentait 90% des recettes du pays avant le conflit.

Il faut compter aussi avec le développement de l'offre hors Moyen-Orient et ainsi, selon l'AIE, l'offre mondiale de pétrole en 2026 diminue de 4.3Mb/j.

- *Les perspectives pour l'offre de brut ?*

En 2027, à supposer une réouverture d'Ormuz, l'offre de pétrole pourrait, selon l'AIE, augmenter de 8.3Mb/j dont 5.8Mb/j OPEP.

Certes, on observe, indépendamment de la guerre, un lent déclin de la production russe. Une extraction de 8.9Mb/j est attendue cette année contre 9.2Mb/j en 2024 et plus de 10Mb/j en 2020. Le cabinet Rystad anticipe 8.6Mb/j en 2027 car la Russie manque de moyens pour remplacer des puits vieillissants.

Mais, ailleurs, des hausses de production sont escomptées. Fin 2027, les Emirats auront doublé leur pipeline à 3.8Mb/j. Ils sont sortis de l'OPEP pour pouvoir dépasser leur quota de 3.4Mb/j et atteindre à terme 5Mb/j. L'Irak devrait accroître sa capacité de 1Mb/j d'ici 1 an et d'ici 4 ans devrait construire un nouveau pipeline de 1600 kms de 1 à 2.5Mb/j de capacité vers Aqaba en Jordanie. Ainsi, en 2030, si Bab el Mandeb reste ouvert et si Ormuz reste fermé, il manquera encore 5Mb/j dans la région.

Hors OPEP, aux Etats-Unis, Baker Hughes constate une augmentation du nombre de plateformes de forage. La production, en 2027, pourrait atteindre, selon l'AIE, 14.2Mb/j en 2027 contre 13.4Mb/j en 2025. Au Brésil, la production atteint un record de 5.6Mb/j et va encore croître. Au Guyana et au Canada, la production augmente.

- *Quelles perspectives pour l'offre de produits raffinés ?*

5Mb/j de produits raffinés passaient par Ormuz l'année dernière et aujourd'hui cette offre s'est tarie. Pour l'heure, il ne semble pas y avoir d'alternatives, sinon un projet saoudien pour 2Mb/j et la Russie, frappée par l'Ukraine, a perdu beaucoup de capacités.

Construire de nouvelles raffineries en dehors du Golfe prendra du temps et coûtera cher.

L'évolution de la demande :

La demande pétrolière mondiale a baissé de 5%, 5Mb/j au 2^{ème} trimestre et l'AIE a révisé en baisse ses attentes de demande pour cette année à -1.6Mb/j, une baisse sans précédent qu'il faut expliquer.

La cause principale est la diminution de la consommation chinoise, -1.6Mb/j au 2^{ème} trimestre. En 2025, la Chine, 1^{er} importateur mondial, achetait 11Mb/j. Une moitié provenait du Moyen-Orient. Cette part au 2^{ème} trimestre est tombée à 30% et, globalement, les importations ont diminué de près de 5.8Mb/j, c'est-à-dire de 50%. Une baisse apparemment étonnante dans un pays en cours d'industrialisation et supposé en croissance. La Chine a utilisé une partie de ses réserves mais personne ne connaît le volume de ces réserves. Certains parlent de 1 à 1.4 milliard de barils en réserve contre 350Mb aux Etats-Unis et 260Mb au Japon. A ce recours aux réserves s'ajoutent une conjonction de facteurs : les raffineries ont réduit leurs exportations de jet fuel, diesel et essence et abaissé leur taux d'utilisation à 70%, le recours au charbon a augmenté, les vols en avion ont baissé de 7%.

Point important à retenir, grâce aux effets de la transition énergétique, au désir d'indépendance énergétique, la baisse de la demande chinoise semble avoir indéniablement une composante structurelle. Le cabinet Rystad Energy évalue cette baisse entre 0.2Mb/j et 0.6Mb/j.

Les bénéficiaires de la conjoncture actuelle :

Les pays producteurs hors OPEP : l'exemple du Venezuela.

Exxon et Chevron, échaudés par de précédentes nationalisations dans les années 1970 et au début des années 2000, hésitent à investir mais une petite société californienne Pacific Coast Energy est intéressée et Trafigura et Vitol s'occupent de l'écoulement de la production. On peut donc s'attendre à une augmentation de la production du pays. Mais, cela va prendre du temps car le pays a perdu beaucoup d'ingénieurs, les infrastructures sont dégradées et, même si le pays dispose des plus importantes réserves mondiales, il s'agit d'un brut lourd nécessitant un traitement spécifique. Les raffineurs américains des états du sud sont néanmoins bien équipés.

Les sociétés pétrolières :

Elles profitent de la hausse des prix du pétrole. A titre d'exemple, les 5 premières sociétés pétrolières mondiales devraient dégager cette année \$75 milliards de Free cash-flow supplémentaires. TotalEnergies a ainsi enregistré des profits records à \$5.4 milliards au 2^{ème} trimestre. Shell, également. Les bénéfices d'Exxon ont plus que doublé. Chevron, Marathon, Valero ont aussi publié des résultats record. En Arabie Saoudite, malgré la guerre, Aramco a réalisé \$33 milliards de profits au 2^{ème} trimestre avec un chiffre d'affaires en hausse de 22%.

Parmi les sociétés pétrolières, les grands gagnants sont les raffineurs. Les marges sur les produits sont actuellement très élevées puisque la hausse du prix des produits est très supérieure à celle du brut. Le « crack », c'est-à-dire la marge, sur le kérosène est passée de \$25 en début d'année à \$76 aujourd'hui. Pour le diesel, l'écart est plus grand encore, \$20 en début d'année, \$77 aujourd'hui. Pour l'essence, l'écart est moindre, \$12 en début d'année, \$35 aujourd'hui.

Les raffineurs américains travaillent à pleine capacité et exportent des quantités record de diesel et de jet fuel car des capacités, 5Mb/j sur une consommation mondiale de 65Mb/j de gazoline et jet fuel, sont indisponibles au Moyen-Orient et en Russie. On le sait, la Russie, affaiblie par les destructions dans ses raffineries, a stoppé ses exportations et la Chine également car elle veut privilégier son marché.

Les producteurs de gaz :

Les prix du gaz restent élevés car le niveau de stockage en Europe, 61%, reste bas contre une moyenne de 74% à cette période. Le 2^{ème} plus bas niveau depuis 2011. Même tendance en Asie même si de nouvelles capacités de GNL sont disponibles.

Certains pays comme la Belgique continuent à se tourner vers la Russie pour leur approvisionnement en gaz mais l'UE veut y mettre un terme.

La transition énergétique :

Nonobstant les prises de position de Trump, les Etats-Unis installent des capacités record dans le solaire et l'éolien car il y a une demande de production supplémentaire d'électricité, 40% d'ici 2035 selon le consultant ICF, et solaire comme éolien sont les moyens les plus rapides de développer la production d'électricité. En outre, la suppression des subventions décidée par Trump prenant effet à début juillet, beaucoup de projets ont démarré en début d'année.

Dans le solaire, la Chine est le leader incontesté avec 80% du marché mondial, mais les surcapacités sont telles, 2x la demande mondiale, que même les sociétés chinoises perdent de l'argent. Plus d'une quarantaine de sociétés chinoises ont disparu et la réduction des effectifs y atteint 30%. Longi, le chinois leader mondial, a perdu \$280 millions au 1^{er} trimestre. Jinko Solar et Triana Solar, autres grands acteurs chinois, sont aussi en perte.

Le nucléaire :

Tous les grands pays sont engagés dans des programmes de développement. D'ici 2050, selon l'AIE, 1/3 de l'augmentation des capacités sera en Chine. La Chine prévoit d'augmenter de plus de 40% sa capacité nucléaire d'ici 2030. La Chine veut ainsi obtenir son indépendance énergétique et réduire la production de charbon.

La Chine a un gros avantage sur les coûts de réalisation. La construction des centrales est réalisée par des entreprises publiques, financées à 70% par de la dette à des taux préférentiels inférieurs à 1.4% alors que dans les pays occidentaux les entreprises sont souvent privées et l'endettement ne dépasse guère 30% des besoins de financement selon l'AIE.

Aux Etats-Unis, le gouvernement offre \$17 milliards de prêts à taux bonifiés pour accélérer le développement de 10 nouveaux réacteurs.

Les producteurs de voitures électriques :

En Chine, plus de la moitié des véhicules neufs sont électriques et, dans le monde l'AIE anticipe un chiffre de 29% en 2026 contre 25% en 2025.

La Chine profite du conflit iranien et est donc la grande gagnante du développement de l'électrique. Déjà en 2025, les ¾ des voitures électriques vendues dans le monde étaient chinoises. Au 1^{er} semestre, les exportations de véhicules électriques ont augmenté de 120% par rapport au 1^{er} semestre 2025. Dans les pays émergents la Chine a une part de marché des véhicules électriques de 60% à comparer avec une part de marché de 10% pour des véhicules traditionnels. Fabriquer une voiture électrique coûte 35% moins cher en Chine qu'en Europe car la main-d'œuvre est moins chère. Les 5 principaux constructeurs chinois ont réalisé 12% des immatriculations en Europe en juin contre 7.7% l'année dernière le même mois.

Il n'y a pas simplement les voitures. Egalement, les camions. En Chine, selon une étude ICCT, le développement de l'électrification des camions est rapide. 230 000 camions de plus de 13 tonnes ont été ainsi vendus en 2025 (5000 en Europe en 2025), soit 3 fois plus qu'en 2024. Cette année ces ventes représentent près de 30% de ce segment. La Chine développe également l'hydrogène pour les camions. Sur les camions de taille moyenne, le % de véhicules électriques vendus en 2025, 22% en Chine, était proche du chiffre européen, 21%.

Conclusion : « L'eau sera plus importante que le pétrole ce siècle » Boutros Boutros-Ghali.

L'ancien dirigeant des Nations Unies avait raison mais il est trop tôt pour se délester de notre exposition aux valeurs pétrolières. Un arrêt du conflit iranien pourrait induire une chute des prix du pétrole mais l'horizon est loin d'être dégagé. La baisse des prix sera freinée par la nécessité de reconstituer les stocks dans les pays occidentaux et de les développer dans beaucoup de pays émergents, exemple Pakistan, Philippines, très touchés cette année.

Nous sommes également positionnés sur le nucléaire et le développement de la demande d'électricité.

Genève, le 26 août 2026

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com



SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre,
248 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@singalliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.