



Jean-Louis Le Mee, fondateur et CEO de Westbeck Capital

Jean-Louis, vous êtes un gérant alternatif spécialisé sur les matières premières et en particulier le pétrole depuis de très nombreuses années. Vous avez un style de gestion très particulier puisque vous êtes actif aussi bien sur les sociétés pétrolières que sur les futures liés directement aux prix des différents produits pétroliers. Votre gestion est particulièrement dynamique pour une partie de votre exposition sur le pétrole et plus long terme sur les actions. RJ Management partage vos fortes convictions sur ce secteur et après un processus de due diligence interne a décidé d'investir dans votre hedge fund Westbeck Energy Opportunity en début d'année 2021.



De gauche à droite: Xavier Roesle, Jean-Louis Le Mee et Elie Joory

On constate un fort engouement pour les énergies renouvelables et en particulier les véhicules électriques (Evs). Depuis le début de la crise COVID on a vu le prix des sociétés comme Tesla ou NIO littéralement « explosé » à la hausse, elles ont notamment profité d'un enthousiasme généralisé autours des investissements ESG. Le pétrole et les compagnies pétrolières restent cependant incontournables pour les prochaines années, pourquoi ?



La transition énergétique va prendre du temps. L'Europe, par décision politique est la zone la plus agressive et aussi la zone où le régime de taxation très élevé sur l'essence va permettre aux véhicules électriques de faire concurrence économique aux véhicules traditionnels le plus rapidement. Mais même les pronostics les plus optimistes (40% des ventes de véhicules seront électriques à horizon 2030) se retranscrivent à seulement ~10% du parc automobile européen électrique a la fin de la décennie. Dans le reste du monde ce sera moins rapide. Le parc automobile mondial croit également d'environ 1% chaque année. Il est donc vraisemblable que la demande de pétrole pour le transport automobile en 2030 soit très proche de ce qu'elle était en 2019 avant la pandémie. D'autres types de demande comme la pétrochimie ou le transport aérien seront plus élevés. Nous sommes aussi inquiets de la capacité de l'industrie minière à répondre au choc de demande en cuivre, nickel, cobalt, lithium et certaines terres rares, implicite dans les prévisions de ventes d'EVs. Au minimum, cela va demander quelques années et des prix beaucoup plus élevés pour ces matières premières. De nombreux constructeurs automobiles semblent « naïfs » quand à la solidité de leurs chaines d'approvisionnements. Il va être difficile de continuer à faire baisser le prix des batteries si le prix des composants a l'étape extraction explosent à la hausse.

En quelques mots, quels sont les grands facteurs qui impactent historiquement l'offre et la demande de pétrole. Qu'en est-il de la situation actuelle post COVID et du potentiel « exponentiel » sur le prix du pétrole à la hausse ? Les sociétés pétrolières offrent-elles toujours une opportunité intéressante ?

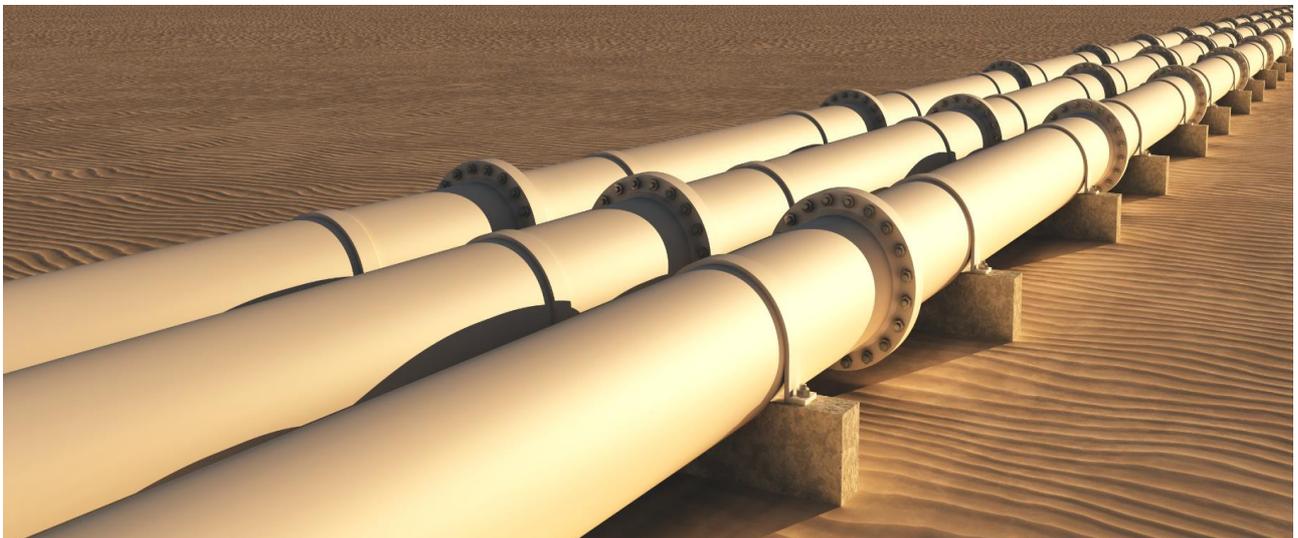
Très simplement la demande de pétrole est étroitement liée à la croissance économique mondiale.

La relation est identique sur 10, 20 et 30 ans : +3% à +3.5% de croissance économique mondiale entraîne +1% à +1.5% de croissance de la demande pour le pétrole. Cette relation risque de tenir sur les 4 à 5 prochaines années avant que les véhicules électriques commencent à l'amoinrir.

Le 'super cycle' en pétrole dont beaucoup de banques et de spécialistes commencent à parler n'est pas du tout basé sur un optimisme déplacé concernant la demande. Il est construit sur 3 variables qui affectent chacune négativement l'offre et risquent de se combiner pour créer un 'supply gap' sans précédent.

1. La première c'est que suite au COVID plus de 7 mbd (Million Barrels per Day) de production existante ont été mise à l'arrêt total depuis plus d'un an. Ceci a créé d'importants problèmes techniques au niveau des puits avec notamment des contraintes de pression et de corrosion. De nombreux spécialistes pensent que 500kbd (kilo barrels per day) à 1 mbd de capacité de production sont perdues de façon permanente suite à cet arrêt de production. D'autre part il faudra d'importants investissements pour retrouver 2 mbd (sur les 7 mbd initiaux).

Un champ de pétrole ce n'est pas du tout comme ouvrir ou fermer un robinet.



2. La deuxième c'est ce qui se passe dans le « shale » (pétrole de schiste) aux US, le seule type de production qui peut répondre à des prix plus élevés avec un lag de 'seulement' 6 à 9 mois. La croissance effrénée du shale depuis 2010 (à peu près 100% de la croissance mondiale de la production de pétrole entre 2010 et 2019) était basée sur un business model voué à l'échec et finalement rejeté par le marché. Ces entreprises réinvestissaient ~130% de leur cash flow opérationnel sous forme de capex, elles ont ensuite levé \$350bn de financement sous forme de nouvelles actions ou dettes pour combler le gouffre. Toutes ces valeurs ont perdu ~70% entre leur pic de 2014 et la fin 2019 (pre-Covid). La pandémie a permis d'accélérer un changement fondamental et durable du business plan de toutes ces entreprises.

Dorénavant les dépenses d'investissements (CAPEX) sont capées à 65%-70% du cash flow, ce qui mécaniquement limite la croissance de production de pétrole américain. Sans rentrer dans trop de détails, nous commençons également à voir des signes inquiétants provenant de la géologie du shale (la plupart des forages depuis 2016 vieillissent mal) pendant que l'administration Biden s'est mise en guerre contre la production fédérale (~3mbd).



3. La troisième et dernière variable c'est l'effondrement de l'investissement dans des projets de pétrole plus conventionnels, 'à cycle long' depuis 2014. Le capex 2015-19 a chuté d'à peu près -65% vs 2010-2014. Il faut 5 à 7 ans pour construire ces projets et les mettre en production. 2015-2020 a vu le bénéfice de tous ces gros projets lancés lorsque le prix du pétrole était supérieur à \$100. Les 5 prochaines années vont être marquées par des déclin de production quasiment assurés dans de nombreuses zones géographiques puisqu'il n'y a pas suffisamment de nouveaux projets pour contrer les déclin de production naturels.

Total, la société française, prévoit un 'supply gap' de ~10mbd a horizon 2025 un chiffre simplement effrayant.

Et paradoxalement, malgré cette configuration exceptionnelle et dangereuse pour l'économie mondiale, l'investissement ne rebondit pas avec les prix. A cause du 'capital discipline' dans le shale. Et à cause des pressions ESG / contraintes climatiques qui obligent tous les majors à faire baisser leur production de pétrole pour essayer d'atteindre la neutralité carbone.

Quelque part en 2022 ou 2023, toute la capacité de production mondiale risque d'être épuisée. Le mécanisme d'équilibrage du marché (comme en 2007-2008) devient alors une montée très déstabilisante des prix pour étouffer la demande et pourrait entraîner des prix records.

Evidemment, au début du nouveau 'super cycle' que nous décrivons ci-dessus, les valeurs pétrolières sont très intéressantes. Elles génèrent déjà des niveaux de FCF (Free Cash Flow) records aux prix du brut actuel. Le poids de l'énergie dans le S&P, par exemple, a rebondi de ~2% l'année passée à ~3% aujourd'hui mais reste très loin de la moyenne historique de 9% entre 1990 et 2018. Le potentiel de hausse absolu et relatif est énorme.



Westbeck Capital Management

FEATURED AS HAVING A

Top Performing Macro Strategies Hedge Fund, January 2018 - December 2020

PREQIN SPECIAL REPORT:
TOP PERFORMING HEDGE FUNDS IN 2020



La situation macroéconomique est inédite. Nos économies profitent à la fois de taux d'intérêt historiquement bas et en même temps de plans de relances inégalés depuis des générations qui sont financés par des déficits publics grandissants.

Quelles pourraient être les conséquences sur le comportement des investisseurs et en particulier sur le prix de l'énergie ?

Il est clair que l'inflation est la conséquence inévitable. Nous doutons qu'elle soit transitoire. La dépréciation des monnaies du G7 et le retour de l'inflation sont des éléments très positifs pour le prix des matières premières. Historiquement le pétrole est la matière première qui a le mieux protégé contre l'inflation. Ces potentiels nouveaux flux financiers de « hedging » d'inflation pourraient amplifier la montée du prix du brut.



Vous affichez déjà une excellente performance pour 2021 (+61% au 21 mai). Pourquoi votre stratégie Westbeck Energy Opportunity recèle-t-elle encore d'un important potentiel d'appréciation ?

Nous pensons que le pétrole va atteindre \$80-\$85 dès cette année. Avec une forte probabilité de retour au-dessus de \$100 dès 2022 et un risque grandissant de prix records dans les quatre à cinq prochaines années. A la fois la montée des prix et un régime de volatilité élevée sont deux composants dont notre stratégie devrait pouvoir bénéficier, avec, nous l'espérons, l'opportunité de produire à nouveau des performances élevées pour nos investisseurs.

RJ Management SA