



## LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE MONDIALE FAVORISE UNE DEMANDE DE PÉTROLE SOUTENUE

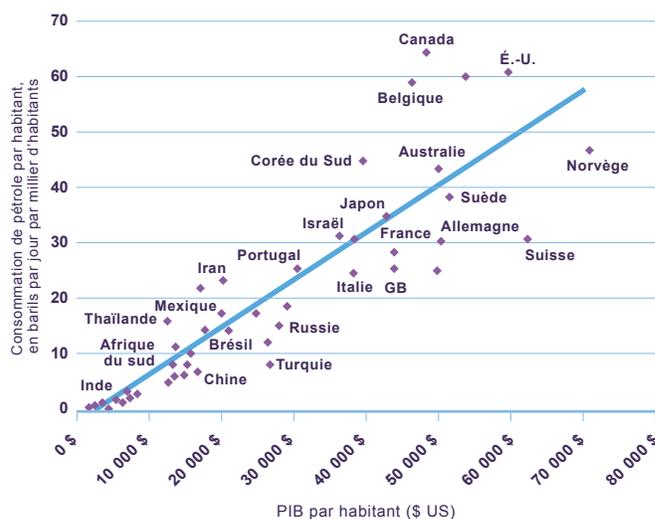
Les Canadiens suivent l'évolution du prix du pétrole presque d'aussi près que celle du dollar. Rien de surprenant : le prix du baril de brut influe fortement sur le coût de la vie, que ce soit à la pompe, au supermarché ou une fois par mois lorsqu'il faut payer la facture de chauffage ou d'électricité, par exemple. Les coûts de transport et la consommation d'énergie s'additionnent.

Qui plus est, le pétrole a une incidence importante sur l'activité économique et les marchés boursiers. Qu'un pays soit producteur ou consommateur, le pétrole demeure un intrant essentiel. Même si notre époque met de l'avant les énergies de substitution et la conservation des ressources, le pétrole demeure incontournable.

Après être resté relativement bon marché pendant trois ans, le brut ne cesse de renchérir depuis le milieu de 2017, la demande ayant dépassé l'offre. Le baril de West Texas Intermediate (WTI), une des principales références sur le marché, a franchi la barre des 70 \$ ce printemps, soit plus du double du prix de 30 \$ auquel il se négociait deux ans plus tôt (tous les prix indiqués sont en dollars américains).

La demande de pétrole est indissociable du développement économique (graphique 1). Au Canada, la consommation moyenne est de 66 barils par jour par millier d'habitants, comparativement à 61 aux États-Unis, 38 au Japon, 30 en Allemagne et, contraste saisissant, 9 en Chine et 3 en Inde. Plus les gens deviennent riches, plus ils consomment d'essence en achetant des automobiles, de diesel en se lançant dans des activités commerciales gourmandes en transport, de carburéacteur en voyageant en avion pour le travail et les loisirs, et de produits pétrochimiques en se procurant des biens industriels et des biens de consommation.

**Graphique 1: La consommation de pétrole liée au développement économique**



Sources : Banque mondiale ; estimations de Letko Brosseau

La qualité du pétrole brut varie; en général, les types de brut plus légers (qui contiennent des chaînes hydrocarbonées plus courtes) et moins corrosifs (qui contiennent moins de soufre) se négocient à prix plus élevé. Les variétés légères comme le WTI, dont le prix est fixé à Cushing, dans l'Oklahoma, et le Brent, dont le prix est fixé en mer du Nord, sont plus faciles à raffiner et donnent des produits à valeur plus élevée, comme l'essence et le diesel, que les pétroles lourds provenant par exemple des sables bitumineux du Canada, du golfe du Mexique ou du Venezuela.

Étant un produit de base mondial, le pétrole brut est évalué quotidiennement sur les marchés physiques et à terme. Cela permet aux acheteurs et aux vendeurs de négocier le produit lui-même, ainsi que se protéger contre les risques de prix et de volume futurs. En fait, pour chaque baril de pétrole réellement produit et consommé, 30 barils se négocient sur les marchés financiers. Même si les opérations à terme sont indispensables au bon fonctionnement du marché, il



est important de noter que leur proportion par rapport au marché physique a plus que doublé depuis 10 ans. Cela crée davantage de spéculation et de volatilité, et peut faire en sorte que les prix s'écartent parfois de leur équilibre physique.

L'exploration, la mise en valeur et le raffinage du pétrole sont des activités à forte intensité de capital sujettes à des cycles de surinvestissement et de sous-investissement. Par exemple, après l'embargo pétrolier imposé par l'OPEP, le prix de l'or noir a bondi, passant de 3 \$ le baril en 1973 à 40 \$ en 1980. Il en est résulté un effondrement de la demande et une intensification de l'exploration et de la mise en valeur pétrolières dans les pays non membres du cartel. Au point qu'en 1987, le prix du pétrole était retombé en deçà de 20 \$ le baril, niveau qu'il n'a jamais réussi à redépasser de façon durable avant les années 2000, même si l'Arabie saoudite a réduit sa production de plus de 60 %. La faiblesse du prix du pétrole dans les années 1980 et 1990 a elle-même découragé le surinvestissement et ouvert la voie à des prix beaucoup plus élevés au cours de la décennie suivante. La Chine et d'autres pays émergents commençant à accélérer leur expansion, l'essor de la demande mondiale de pétrole a approximativement doublé, passant de 0,7 million de barils par jour en moyenne sur la période 1980-2003 à 1,3 million de barils. Par conséquent, le pétrole a fortement renchéri, passant de 30 \$ à presque 150 \$ le baril en 2008, et s'est maintenu dans une fourchette de 80 \$ à 130 \$ entre 2011 et 2014 (graphique 2).

**Graphique 2: Prix du pétrole brut (1985-2018)**



Source : Bloomberg

## DE LA SUROFFRE AU DÉFICIT

Le krach du marché pétrolier de 2014-2016 est unique en ce qu'il a été causé presque exclusivement par une surabondance massive. En fait, des quatre principaux krachs pétroliers des 40 dernières années, celui de 2014-2016 est le seul qui n'ait pas coïncidé avec un ralentissement de la croissance de la demande de pétrole. Le fait que celle-ci ait progressé au rythme respectable de 1,5 % sur la période 2014-2016 et que le prix du pétrole ait tout de même plongé de 75 % témoigne de l'ampleur de l'offre excédentaire.

La surabondance de pétrole a été causée par plusieurs facteurs :

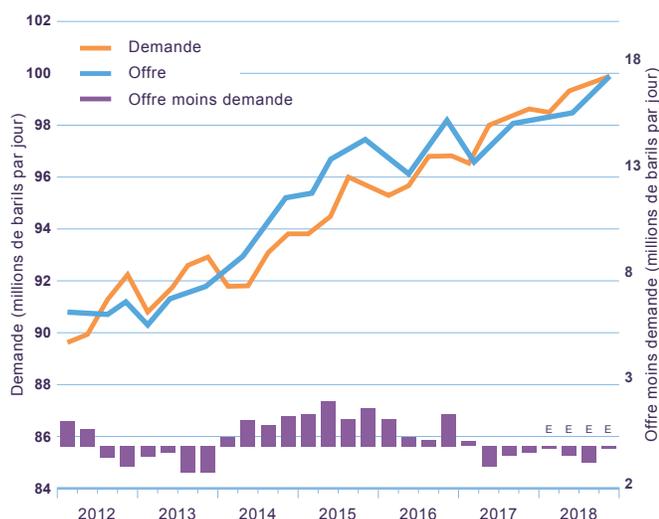
- La vigueur du prix du pétrole entre 2008 et 2014 a entraîné une forte augmentation du nombre d'approbations de projets pétroliers importants dans le monde entier. Comme bon nombre de ces derniers devaient être réalisés sur une longue période, les mises en production se sont poursuivies malgré le plongeon du prix du pétrole, ce qui a aggravé l'offre excédentaire.
- Aux États-Unis, les progrès technologiques foudroyants ont donné naissance à la « révolution des schistes », qui a permis l'exploitation économique de ressources jusqu'alors inaccessibles. L'offre américaine est ainsi passée de 6,9 millions de barils par jour en 2008 à 13,0 millions en 2015.
- Fin 2014, après plusieurs années de gestion des prix, l'OPEP a pris la décision historique de défendre sa part de marché en extrayant davantage de barils d'or noir à un stade du cycle où elle aurait habituellement réduit sa production pour soutenir les prix. Début 2015, le cartel a commencé à accélérer sa production, laquelle, dès novembre 2016, s'était déjà accrue de plus de 3 millions de barils par jour, soit l'équivalent de deux à trois ans de croissance de la demande. Le prix du pétrole a réagi à la baisse, passant d'environ 100 \$ le baril en 2014 à moins de 30 \$ en 2016.

Plus récemment, le prix du baril de pétrole a rebondi vigoureusement pour atteindre 70 \$, contre 45 \$ il y a un an. Cette remontée n'a pas été tirée par la fièvre spéculative mais par un rééquilibrage des fondamentaux (graphique 3). Selon l'Agence internationale de l'énergie, le marché du pétrole est passé d'un excédent de 1,4 million de barils par jour en 2016 à un déficit de 0,3 million de barils par jour au deuxième trimestre de 2018. En fait, cela fait



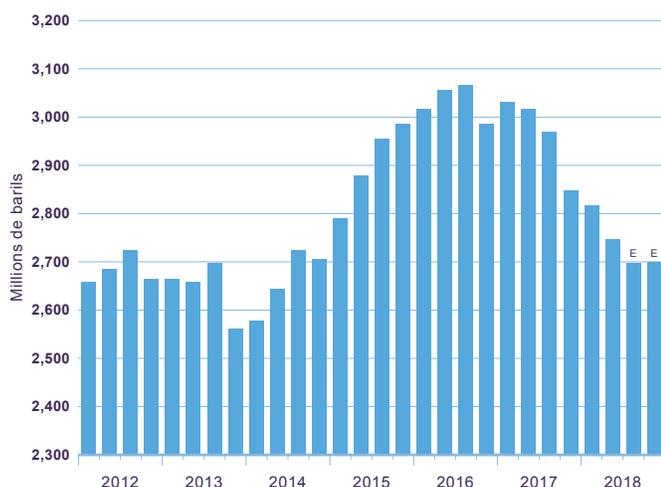
maintenant cinq trimestres d'affilée que la demande mondiale de pétrole dépasse l'offre, après que l'offre eut dépassé la demande pendant 13 trimestres de suite. Par conséquent, les stocks commerciaux de l'OCDE ont chuté à moins de 2,8 milliards de barils, alors qu'ils se chiffraient à plus de 3 milliards au milieu de 2016, et se rapprochent de leur moyenne historique d'environ 2,5 milliards de barils (graphique 4).

**Graphique 3: Équilibre entre l'offre et la demande mondiales de pétrole**



Sources : Agence internationale de l'énergie, Letko Brosseau  
E: Estimations de Letko Brosseau

**Graphique 4: Stocks commerciaux de pétrole de l'OCDE**



Source : Agence internationale de l'énergie, Letko Brosseau  
E: Estimations de Letko Brosseau

Plusieurs facteurs ont favorisé ce rééquilibrage. Deux ans après avoir accru leur production, l'OPEP et ses alliés comme la Russie ont décrété des baisses de l'ordre de 1,8 million de barils par jour. Par ailleurs, la production du Venezuela s'est effondrée, ce qui a amputé l'offre de 0,7 million de barils supplémentaires. De plus, la chute brutale du prix de l'or noir a entraîné de fortes compressions dans les budgets d'exploration et de mise en valeur, ce qui a à la fois freiné la croissance de la production américaine de pétrole de schiste et entraîné une forte diminution des approbations de projets de grande envergure, en particulier à l'extérieur de l'OPEP et des États-Unis.

### SOURCES D'APPROVISIONNEMENT

Les puits de pétrole brut voient leur production décliner au fil du temps à mesure que la pression de fond diminue. Par exemple, les puits situés au large des côtes américaines du golfe du Mexique perdent 20 à 25 % de leur production par an en l'absence de mesures d'atténuation, alors que les puits horizontaux forés par fracturation dans le Bassin permien (ouest du Texas) ou la formation de Bakken (Dakota du Nord) peuvent perdre 60 % de leur production dès la première année. Uniquement pour freiner ces taux d'épuisement, l'industrie doit prendre diverses mesures d'atténuation telles que le forage d'injection et d'autres techniques de récupération secondaire – un investissement de plusieurs milliards de dollars par an. Il en résulte un taux d'épuisement moyen d'environ 5 % à l'échelle mondiale.

À l'extérieur de l'OPEP et des États-Unis, la production pétrolière diminuera probablement au cours des cinq prochaines années. L'absence d'approbations de projets de grande envergure sur fond de faiblesse du prix du pétrole continuera de faire baisser l'offre sur la période 2019-2022. L'actualité politique, elle, aura une incidence plus immédiate. Le retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien pourrait retirer plus de 1 million de barils par jour du marché. La chute précipitée de la production vénézuélienne se poursuivant au rythme de 50 000 barils par mois, les pertes attribuables à ces deux pays pourraient totaliser 1,5 million de barils par jour dès la fin de 2018.

Ces réductions ont été quelque peu compensées par l'augmentation de la production américaine, grâce surtout à la mise en valeur des schistes du Bassin



permien. Tout récemment cependant, cette croissance a subi un coup d'arrêt, les pipelines transportant le pétrole vers les raffineries et les ports du golfe du Mexique ayant atteint leur capacité maximale. Par ailleurs, les coûts de forage et de complétion sont allés en augmentant. Qui plus est, l'industrie commence à adopter une approche plus mesurée dans la mise en valeur des schistes, en mettant l'accent sur les rendements et sur une affectation du capital favorable aux actionnaires, plutôt que sur la seule croissance de la production.

### ACCÉLÉRATION DE LA DEMANDE

La croissance mondiale synchronisée a avivé la demande de pétrole ces dernières années, laquelle ne semble guère devoir s'essouffler malgré les menaces telles que les véhicules électriques (nous y reviendrons plus loin). Les marchés émergents, en particulier la Chine, ont de plus en plus besoin de pétrole. À mesure que ces marchés prennent de l'expansion, leur consommation de pétrole devrait suivre.

Le pétrole bon marché a également dopé la consommation des marchés développés, la baisse du coût du carburant qu'elle a occasionnée ayant influé sur le comportement des consommateurs. Ainsi, depuis trois ans, le nombre de milles-automobile conduits aux États-Unis a grimpé de 8 %, et deux tiers des nouveaux véhicules de tourisme achetés sont des VUS gourmands en essence.

Pour évaluer la demande mondiale future de pétrole, il faut bien comprendre comment celui-ci est consommé.

En voici la ventilation par utilisation :

- 56 % : toutes les formes de transport (terrestre, aérien et maritime), bien que la croissance de la demande soit légèrement inférieure à celle du PIB mondial en raison d'une meilleure efficacité énergétique.
- 14 % : chauffage résidentiel et production d'électricité (8 % et 6 % respectivement), mais la demande diminue à mesure que le gaz naturel remplace le pétrole comme source de combustible.
- 11 % : pétrochimie, dont la demande croît au même rythme que le PIB.
- 7 % : industrie et agriculture, dont la demande devrait continuer de s'accroître à un rythme soutenu.

Nous prévoyons que la demande mondiale de pétrole continuera de progresser d'environ la moitié du taux de croissance du PIB mondial, à mesure que le revenu par habitant augmente dans les pays émergents.

### ET LES VÉHICULES ÉLECTRIQUES?

Nous ne doutons pas que les ventes de véhicules électriques (VE) se multiplieront au cours des vingt prochaines années, mais nous pensons que la croissance économique, tirée par les marchés émergents, empêchera la demande de pétrole d'atteindre un pic avant environ 2030. Cela suppose que les VE réalisent d'ici là un taux de pénétration ambitieux de 10 % du parc automobile, contre 0,5 % actuellement.

Notre conclusion se base sur notre analyse de variables clés telles que le taux de rotation du parc automobile et les prévisions par pays. Le taux hypothétique de 10 % suppose que les ventes de VE augmenteront pour atteindre 40 % des ventes totales d'ici 2030, contre à peine 2 % en 2018. Même si, comme le prévoit ce scénario, les VE réduisent la demande de pétrole de 1,8 million de barils par jour d'ici 2030, la consommation globale dépassera tout de même de 2,6 millions de barils par jour son niveau actuel. Autrement dit, même dans un scénario où les VE représenteraient presque 40 % des ventes de véhicules de tourisme, le marché du pétrole aurait encore de beaux jours devant lui.

Au bout du compte, c'est le nombre et non les ventes de VE qui influe sur la demande de pétrole. Même si ces dernières augmentent de manière significative, il faudra des années pour que la transformation du parc automobile influe sur la demande.





## PERSPECTIVES

En raison de l'ampleur de la baisse des dépenses d'investissement depuis trois ans, l'offre mondiale de pétrole demeurera insuffisante jusqu'à la fin de la décennie. Entretemps, l'expansion continue de l'économie mondiale favorisera une demande de pétrole soutenue. Afin de répondre à cette demande croissante, un nombre important de nouveaux projets devront être approuvés et réalisés. S'il est vrai que la production du Bassin permien, au Texas, peut en partie combler ce déficit, nous pensons que l'équilibre du marché et la stabilité future de l'offre dépendront de la mise en chantier de projets coûteux, de longue durée et misant sur l'exploitation de réserves importantes, par exemple les gisements en eau profonde, les sables bitumineux et le schiste aux États-Unis.

Les pertes de production attribuables à un épuisement naturel de 5 % par an, combinées à une croissance soutenue de la demande de 1,5 %, impliquent la nécessité d'accélérer la production au rythme de 6,5 %. Pour ce faire, le prix du pétrole devra atteindre un niveau qui rend ces projets viables pour les sociétés et les gouvernements. Notre estimation de ces seuils de prix repose sur la triangulation de plusieurs données, soit la rentabilité des nouveaux projets, l'information financière des sociétés pétrolières et les budgets des pays de l'OPEP :

- **Coût marginal de l'offre.** Au cours des cinq prochaines années, presque 30 millions de barils par jour de nouvelle production seront nécessaires pour compenser l'épuisement naturel des gisements et satisfaire la demande croissante. Cette offre supplémentaire proviendra non seulement d'une augmentation de la production des pays de l'OPEP, mais aussi de sources plus chères qui exigent un prix de l'ordre de 65 \$ à 70 \$. Ce raisonnement repose sur l'idée voulant que la pénurie d'offre favorise la hausse actuelle du prix de l'or noir.
- **Données financières des sociétés.** Les plus grandes sociétés d'exploration et de production du monde ont besoin d'un Brent à 70 \$ le baril pour couvrir leurs dépenses d'investissement et leurs versements de dividendes, et les sociétés américaines, d'un prix légèrement plus bas pour générer un rendement du capital investi de 10 %.
- **Budgets gouvernementaux.** Dans de nombreux pays, l'équilibre budgétaire et, dans certains cas, le financement des programmes sociaux et le maintien de

la stabilité politique dépendent pour beaucoup des revenus pétroliers. En moyenne, un Brent à environ 65 \$ est nécessaire à l'équilibre budgétaire en Arabie saoudite, en Iran, en Irak, aux Émirats arabes unis, au Koweït, en Libye, au Venezuela, en Angola, en Équateur et au Nigeria.

## NOUS RESTONS OPTIMISTES SUR LES ACTIONS LIÉES AU PÉTROLE ET À L'ÉNERGIE

Nos prévisions concernant le pétrole demeurent résolument positives d'ici à 2019, compte tenu en particulier des récents problèmes d'accès au marché dans le Bassin permien, du repli continu de la production vénézuélienne et de la chute prévue des exportations en provenance d'Iran. Nous prévoyons que le prix moyen du baril de WTI atteindra 60 \$ en 2018 et 70 \$ en 2019 et par la suite. Le sous-investissement dans les projets pétroliers ouvre la voie à une future hausse des prix, vu en particulier les tensions continues au Moyen-Orient. Selon nous, cela contribue à créer une conjoncture favorable aux producteurs pétroliers.

En outre, nous pensons que l'industrie pétrolière a réorienté ses efforts et qu'elle offre aujourd'hui, dans une certaine mesure, des perspectives plus prometteuses aux investisseurs que par le passé, car l'augmentation du prix du pétrole devrait permettre aux entreprises de redistribuer des liquidités à leurs actionnaires. Certains des plus grands producteurs du monde, tels Royal Dutch Shell PLC, ConocoPhillips Co. et Suncor Énergie Inc., ont précisé que les rendements pour les actionnaires – sous forme de dividendes croissants et durables et de programmes massifs de rachat d'actions – seront au cœur de leurs priorités en matière d'affectation du capital, à mesure que la hausse des prix générera des bénéfices exceptionnels.

Dans un monde où la pénétration des VE fait peser une menace permanente – qu'elle soit exagérée ou non à court terme – sur les perspectives de l'industrie, nous pensons que les sociétés pétrolières seront de plus en plus forcées de compenser l'incertitude au moyen de politiques généreuses et transparentes de rémunération des actionnaires, ce qui augure bien pour les actions du secteur. De plus, si les sociétés affectent de plus en plus de capitaux aux dividendes et aux rachats d'actions au



détriment de l'exploration et de la mise en valeur, la hausse du prix du pétrole n'entraînera pas nécessairement un accroissement de l'offre aussi rapide qu'au cours des cycles précédents, ce qui devrait soutenir les prix pendant une plus longue période.

Lorsque nous choisissons des actions du secteur de l'énergie, nous réalisons une analyse à long-terme des sociétés basé sur leurs réserves. Nous élaborons des prévisions des volumes de production et des recettes selon divers scénarios de prix, puis nous soustrayons les redevances, les coûts d'exploitation, les dépenses en capital et les impôts. Nous considérons également les versements d'intérêts et le remboursement de la dette afin de déterminer la valeur actualisée de l'entreprise. Nous croyons que cette discipline, combinée à un regard vigilant pour saisir les opportunités d'achat d'actions à un prix inférieur à la valeur intrinsèque d'une société, font partie de la

recette pour des placements profitables dans le secteur de l'énergie.

Les autres critères privilégiés incluent :

- des réserves de qualité et prévisibles dans des territoires sécuritaires;
- une situation financière solide;
- de faibles coûts et la capacité de générer des flux de trésorerie élevés aux prix actuels de l'énergie;
- une approche d'allocation du capital équilibrée qui concilie croissance et retour de capital aux actionnaires.

Dans le secteur de l'énergie, nos portefeuilles contiennent notamment les actions des sociétés suivantes : Suncor Énergie Inc., Canadian Natural Resources Ltd., Cenovus Energy Inc. et Husky Energy Inc. au Canada, ConocoPhillips Co. aux États-Unis, et Royal Dutch Shell PLC et Total SA ailleurs dans le monde.

*Le présent document a été préparé par Letko, Brosseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel.*

*Lorsque les renseignements contenus dans le présent document proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans le présent rapport constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.*

*Le présent document peut contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.*

#### MONTRÉAL

1800 ave. McGill College  
Suite 2510, Montréal (Québec)  
H3A 3J6 Canada  
T 514.499.1200

#### TORONTO

145 rue King Ouest  
Bureau 2101, Toronto (Ontario)  
M5H 1J8 Canada  
T 647.426.1987

#### CALGARY

355 - 4<sup>e</sup> avenue S.O.  
Bureau 800, Calgary (Alberta)  
T2P 0J1 Canada  
T 587.350.1706

## À propos de nous

**Letko Brosseau** est un gestionnaire de placement indépendant fondé en 1987. L'entreprise gère environ 30 milliards \$ en actifs pour plus de 450 investisseurs institutionnels et plusieurs milliers de clients privés.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec nous au **1 800 307 8557** ou visiter le site **lba.ca**