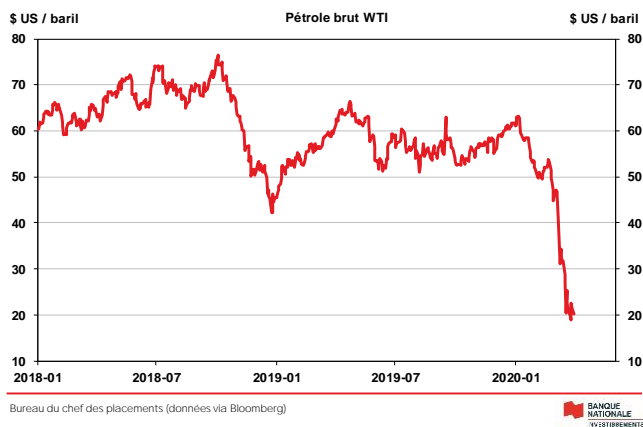


Un réveil brutal : la chute des prix du pétrole en 2020

Une double menace

L'un des facteurs qui ont contribué au déclin généralisé des actifs à risque en mars a été l'effondrement du prix du pétrole brut, qui a chuté de 67 % depuis le début de l'année (graphique 1).

1 Une baisse spectaculaire en quelques semaines



« Un malheur ne vient jamais seul » est le dicton parfait pour décrire cette situation, car un double coup combiné d'offre et de demande a passé le K.O. aux cours énergétiques.

Tout a commencé du côté de la demande, alors que l'impact de la réduction du tourisme, du transit et de l'activité économique provoqués par les quarantaines liées à l'écllosion de la Covid-19 a entraîné une légère chute des prix au moment même où le nombre de cas en Chine (et à l'étranger) augmentait.

En quelques semaines, le problème est passé du côté de l'offre. Face à la faiblesse de la demande, les États membres de l'OPEP ont fait pression pour de nouvelles réductions, appelant la Russie à se joindre à eux pour accélérer la baisse de la production afin de stabiliser les prix. Le précédent accord OPEP+Russie prévoyait une réduction de 2,1 millions de barils par jour (MBPJ), tandis que le nouvel accord potentiel suggéré par le cartel visait une réduction supplémentaire de l'offre de 1,5 MBPJ.

Tout simplement, la Russie a refusé. Leur réticence à subventionner davantage la production américaine de pétrole de schiste, en maintenant artificiellement les prix et leur crainte selon laquelle de nouvelles réductions ne feraient que panser une plaie béante causée par la destruction de la demande dû au Covid-19, ont rendu la nouvelle proposition totalement inacceptable. Ce retrait de la table des négociations a été la première salve de ce qui allait bientôt devenir une véritable guerre des prix, à laquelle l'Arabie saoudite a rapidement répondu en

annonçant une augmentation de sa production de 25 % au 1^{er} avril et en réduisant drastiquement son prix de vente.

Une sensation de déjà-vu

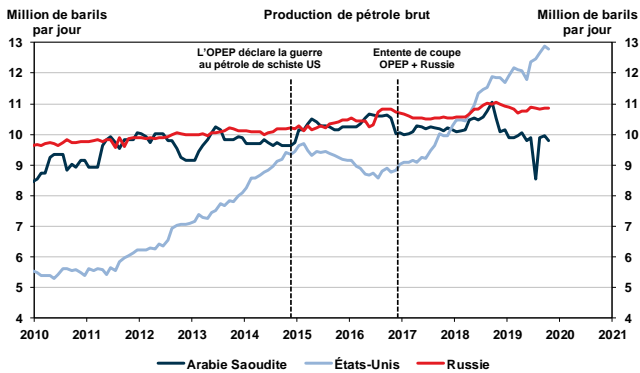
L'accord OPEP+Russie original a toujours été un mariage de convenance, les rivalités géopolitiques entre la Russie et l'Arabie saoudite faisant place à des motifs économiques. Cependant, le potentiel de réduction de la demande mondiale (nous y reviendrons plus tard) a poussé les principaux acteurs à adopter une position défensive avec des objectifs différents :

1. Pour l'Arabie saoudite : inciter la Russie à accepter un nouvel accord de production en attaquant sa santé fiscale et lui faire comprendre que sa position est improductive.
2. Pour la Russie : gagner des parts de marché et résister le plus longtemps possible sur le front fiscal face à l'Arabie Saoudite.
3. Pour l'Arabie saoudite et la Russie : freiner l'exploitation du pétrole de schiste aux États-Unis et ainsi diminuer la croissance des parts de marché du pays, soit en forçant les entreprises à faire faillite, soit en réduisant fortement la rentabilité de leurs projets. Le fait que les facilités de crédit se tarissent en raison de la crise n'est qu'une occasion supplémentaire d'amplifier l'effet de cette pression.
4. Pour les producteurs américains et canadiens : réduire les coûts d'exploitation au maximum et traverser la tempête. Résister à la pression jusqu'à ce que des réductions de production ou les faillites des concurrents réduisent suffisamment l'offre pour que les prix rebondissent et rendent les projets à nouveau rentables une fois la demande normalisée.

Comme le dit l'adage : « L'histoire se répète ». Si l'on se souvient, l'OPEP a tenté une stratégie similaire en 2014, avec des résultats mitigés (graphique 2, page suivante).

Reste à savoir si le cartel réussira ou non cette fois-ci. Une étude récente de la Fed de Dallas montre toutefois qu'une partie de la production est menacée, le prix moyen du WTI nécessaire pour couvrir les coûts d'exploitation étant d'environ 30 dollars le baril (graphique 3, page suivante). La question est maintenant une de trésoreries, d'accès au crédit et de solidité du bilan des producteurs.

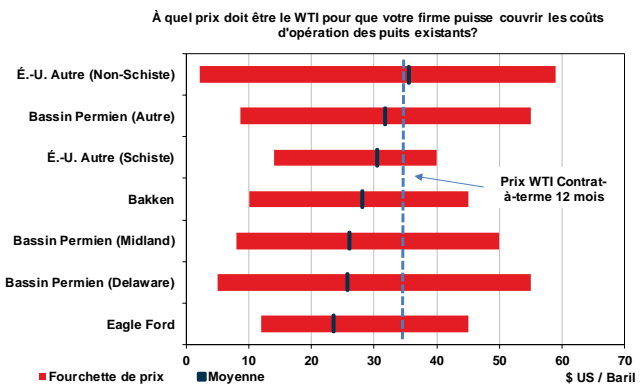
2 É.-U. : Une importance croissante des parts de marché



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)



3 Une rationalisation est probable

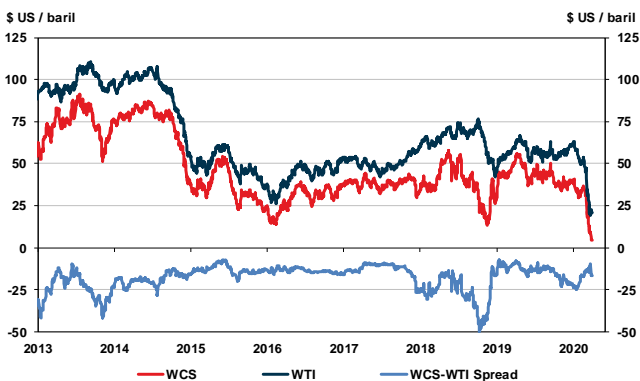


Bureau du chef des placements (données via la Fed de Dallas, prix du contrat-à-terme via Refinitiv)



La question est la même pour les entreprises énergétiques canadiennes, qui vont certainement souffrir beaucoup de tout cela, surtout lorsque le « Western Canada Select » (WCS) se négocie maintenant à des niveaux extrêmement bas (graphique 4). Dans ce contexte, un plan de sauvetage gouvernemental est actuellement en cours d'élaboration

4 Malheureusement, la crise n'a pas épargné le WCS



Bureau du chef des placements (source: EIA, données via Refinitiv)



pour aider le secteur, ce qui devrait permettre aux producteurs énergétiques d'amortir le coup.

Demande et stocks de pétrole : le temps presse

Pour l'instant, la destruction de la demande induite par la Covid-19 continue de s'amplifier. Elle éclipse tout développement potentiel du côté de l'offre et cette situation persistera tant et aussi longtemps que les perturbations liées au virus se feront sentir. Soyons clairs, le marché énergétique est un écosystème où chaque baril incrémental compte dans un ensemble où l'offre et la demande se situent autour de 100 MBPJ.

Si l'on regarde le graphique 5, on peut remarquer comment une offre excédentaire surprise, même de 1,5 MBPJ, peut avoir un impact important sur les prix. L'année 2015 en est un parfait exemple, car l'excédent a été une cause majeure de la baisse importante des cours du brut durant cette période.

5 Un écosystème à 100 millions de barils par jour

Pétrole (et liquides): offre et demande mondiale (en million de barils par jour)							
Année	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Production OCDE	24.0	26.1	27.2	26.9	27.7	30.2	31.6
Production ex-OCDE	67.6	68.2	69.9	70.7	70.4	70.6	69.0
Production Mondiale	91.7	94.3	97.1	97.6	98.1	100.8	100.6
Demande OCDE	45.9	45.7	46.5	46.9	47.4	47.6	47.4
Demande ex-OCDE	46.4	48.2	49.2	49.9	51.3	52.3	53.4
Demande Mondiale	92.1	93.5	95.7	96.8	98.7	100.0	100.8
Surplus / Déficit Mondial	(0.4)	0.8	1.4	0.8	(0.6)	0.8	(0.2)
Production OPEP	35.1	35.2	36.4	37.5	37.4	37.3	35.2
Production Canada	4.1	4.4	4.5	4.6	5.0	5.4	5.5
Production É-U	12.4	14.1	15.1	14.8	15.7	17.9	19.5
Demande Chine	11.1	11.6	12.5	13.0	13.6	14.0	14.5

Bureau du chef des placements (source: EIA, données via Refinitiv)

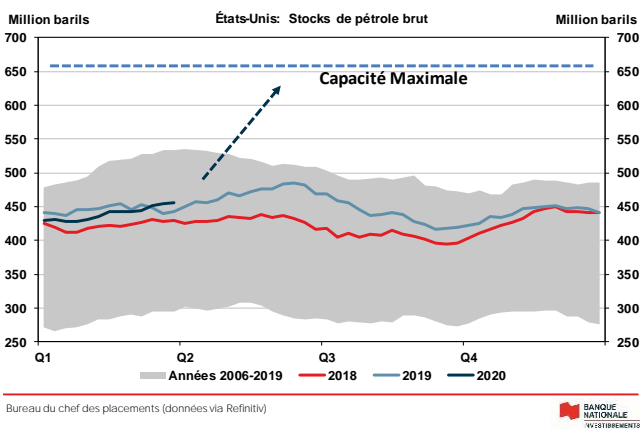


Dans le cas présent, la plupart des grandes sociétés financières prévoient maintenant que l'impact de la quarantaine et de la baisse de l'activité économique pourrait réduire la demande mondiale et générer un surplus de production incroyable de 10 à 20 MBPJ pour les prochaines semaines, voire les prochains mois. Ce qui nous amène à penser que si la guerre d'approvisionnement entre l'OPEP et la Russie a été l'élément déclencheur de la déroute des prix, ce n'était qu'une question de temps avant que l'excédent de production induit par la chute de la demande ne se fasse sentir.

Cette crise agit sur deux axes : l'amplitude et le temps. L'amplitude frappe le surplus de production tandis que le temps frappe l'augmentation des stocks. Plus la crise est longue, plus l'accumulation de stocks est importante et plus il est probable que nous atteignons des contraintes de capacité au niveau mondial (graphique 6, page suivante).

Si une crise liée à un manque de capacité des stocks devait se produire, les risques de baisse supplémentaire des cours énergétiques sont importants. Nous avons tendance à

6 La capacité de stockage pourrait être testée



oublier que le pétrole brut est un produit physique qui est soumis à des contraintes qui ne s'appliquent pas à autres actifs financiers traditionnels. Lorsque le stockage est plein, les mouvements extrêmes deviennent plus probables et les prix peuvent se détacher des ancrages traditionnels. Par exemple, les écarts de prix régionaux, tel que pour le WCS, peuvent connaître une volatilité démesurée alors que certaines alternatives de transport, comme les pétroliers, deviennent des unités de stockage sur mer. Les contraintes opérationnelles deviennent alors un handicap encore plus important, car la facilité d'accès au stockage ou aux alternatives d'exportation devient alors extrêmement précieuse.

Concrètement, cela signifie que les « planchers », qui auraient traditionnellement pu être fixés par les coûts de production ou les possibilités d'arbitrage, deviennent insignifiants et que les prix pourraient passer à travers ces niveaux pour accélérer encore plus rapidement la destruction de l'offre aux États-Unis et au Canada, jusqu'à ce que l'excédent de production s'effondre et que la pression diminue enfin.

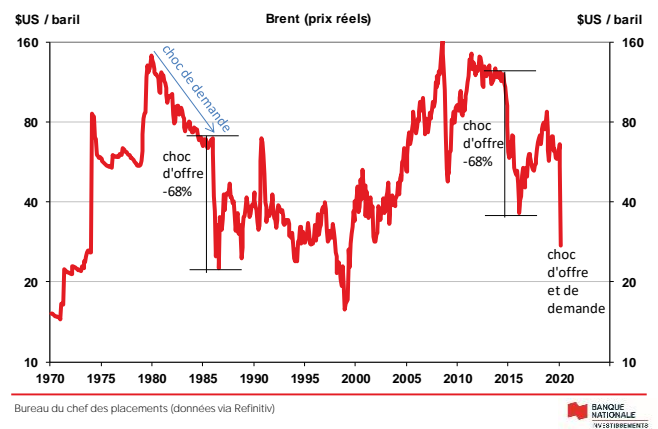
Cycle classique de surchauffe et d'effondrement

Malgré la nature sans précédent de la situation actuelle, ce n'est pas la première fois que les marchés de l'énergie connaissent des périodes aussi volatiles (graphique 7).

Pour l'instant, il est important de rappeler que la volatilité des marchés de l'énergie reflète ce que vivent les autres classes d'actifs : un choc exogène sans précédent. En général, en temps de crise, les actifs financiers ont tendance à performer de manière synchrone, c'est-à-dire en mode « risk-on » ou « risk-off ». Cela est particulièrement vrai lorsque la cause de cette volatilité provient d'un événement mondial, comme c'est le cas actuellement.

Un déficit de production sera nécessaire pour éliminer tout excédent de stocks découlant de la crise, ce qui signifie que des arrêts de production devront avoir lieu aux États-Unis et au Canada.

7 Le cycle se répète



Plus le changement sera rapide, plus la réaction sera violente. Dans ce cas particulier, la vitesse à laquelle les prix ont chuté et que les stocks risquent de s'accumuler justifie les attentes selon lesquelles les arrêts de production pourraient être massifs. Il reste à voir si les prix reflètent pleinement la situation actuelle, surtout en considérant qu'il n'y a pas d'échéancier précis marquant la fin de la crise.

Nous mettons aussi en garde l'utilisation de seuils historiques comme guides marquant les creux, principalement parce que le rebond potentiel sera généré par la fin des quarantaines, pas une demande accrue générée par des prix plus bas.

Ce qui semble de plus en plus probable est que la douleur ressentie dans les marchés énergétiques générera éventuellement un rebond équivalent, ce qui signifie que la reprise en « V » des prix pourrait être rapide et violente une fois que la demande se sera normalisée en fin d'année et que des déficits d'approvisionnement importants seront causés par des fermetures permanentes. Nous nous attendons donc à des prix beaucoup plus élevés d'ici l'an prochain. La voie est tracée, les seules informations manquantes de l'équation sont l'ampleur de cette crise et la durée pendant laquelle elle se fera sentir.

Du côté de l'allocation d'actifs, nous conseillons la prudence dans la prise de position sur des actifs financiers qui sont liés aux prix de l'énergie tels que le dollar canadien ou les actions pétrolières. N'oublions pas qu'un rebondissement des prix du pétrole brut se produira au détriment de l'industrie énergétique, qui doit faire l'objet d'un processus de rationalisation.

Ce risque de désappariement des corrélations, de volatilité générale des marchés, du potentiel de support gouvernemental et de la nature sans précédent de cette crise rend très délicat le « timing » pour bénéficier des creux du secteur énergétique et du huard.

Bureau du chef des placements

cio-office@bnc.ca

Martin Lefebvre

Chef des placements et
stratège
martin.lefebvre@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry

Analyste en chef
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Louis Lajoie

Analyste principal
louis.lajoie@bnc.ca

Nicolas Charlton

Analyste
nicolas.charlton@bnc.ca

Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, BNI et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2020 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.