

16 février 2015

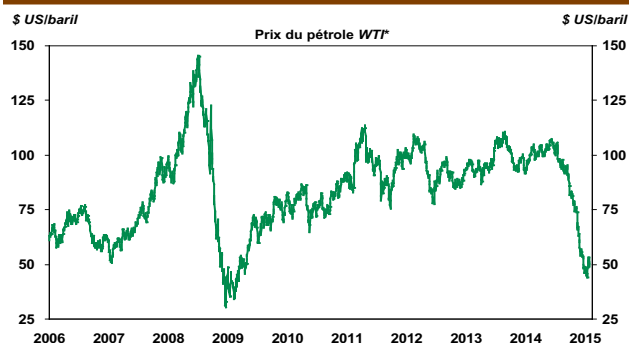
Où s'en vont les prix du pétrole à partir de maintenant? Trois grandes tendances possibles dans un environnement complexe

La baisse des cours du pétrole observée depuis le milieu de l'été est spectaculaire. Le prix d'un baril *WTI* (*West Texas Intermediate*) est passé de plus de 105 \$ US à un peu moins de 45 \$ US en six mois. Bien que les prix aient remonté quelque peu en février, ils demeurent encore fortement déprimés, surtout si l'on considère que l'économie mondiale ne se porte pas si mal. De façon générale, il s'agit d'une bonne nouvelle pour les consommateurs d'énergie, mais le bilan pourrait être plus mitigé pour les pays exportateurs de pétrole comme le Canada. Il y a donc lieu de se questionner sur la trajectoire future des prix du brut. Après un retour sur les facteurs qui expliquent la chute des prix, ce *Point de vue économique* montre qu'une remontée autour de 80 \$ US le baril d'ici deux ans est très probable. Cela dit, différents chemins pourraient nous y conduire et la volatilité pourrait encore être très grande.

RETOUR SUR L'EFFONDREMENT DES COURS PÉTROLIERS

L'effondrement des prix du pétrole (graphique 1) est le phénomène le plus marquant des six derniers mois pour l'économie mondiale. Cette chute a complètement surpris les analystes et les marchés financiers qui misaient plutôt sur des prix demeurant près de 100 \$ US le baril.

Graphique 1 – Forte baisse des prix du pétrole

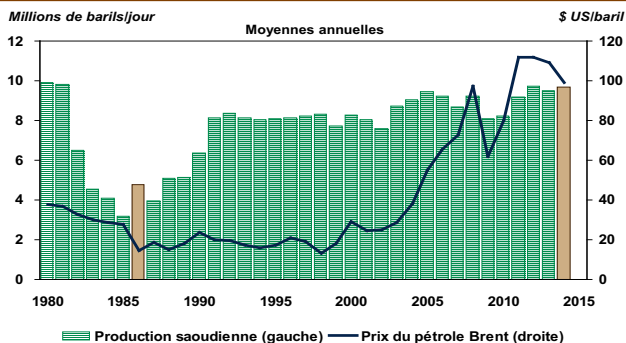


* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Contrairement à d'autres épisodes, la correction actuelle du pétrole n'est pas simple à expliquer. En 2008-2009, par exemple, l'effondrement des prix était intimement lié à la crise financière qui a plongé l'économie mondiale en récession. En 1986, la chute était directement causée par la

décision de l'Arabie saoudite d'inonder le marché en augmentant sa production de brut (graphique 2). La plupart des commentateurs expliquent la chute actuelle des prix par la poussée de la production non conventionnelle aux États-Unis et par un « complot » de l'Arabie saoudite, mais la réalité est un peu plus complexe.

Graphique 2 – Contrairement à l'épisode de 1986, la chute des prix n'est pas causée par une poussée de la production saoudienne



Sources : Bloomberg, Datastream et Desjardins, Études économiques

UNE OFFRE ABONDANTE

L'augmentation spectaculaire de la production américaine de pétrole, liée à l'exploitation des gisements de pétrole de schiste, contribue à la faiblesse actuelle des prix. Ce phénomène ne date cependant pas de la mi-2014, la récente

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

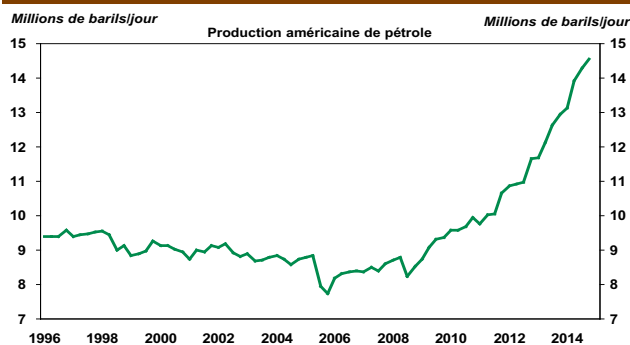
Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

tendance haussière a débuté en 2008 et elle a atteint un rythme très impressionnant dès 2012 (graphique 3). Cette hausse, à laquelle s'ajoute une bonne croissance de la production en provenance des sables bitumeux canadiens, donne une marge de manœuvre importante au marché mondial du pétrole. La croissance de la production dépend ainsi beaucoup moins de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Néanmoins, même si la progression de la production nord-américaine a surpris à la hausse l'an dernier, elle n'a pas été le principal déclencheur de la correction des prix.

Graphique 3 – La production américaine de brut a bondi au cours des dernières années



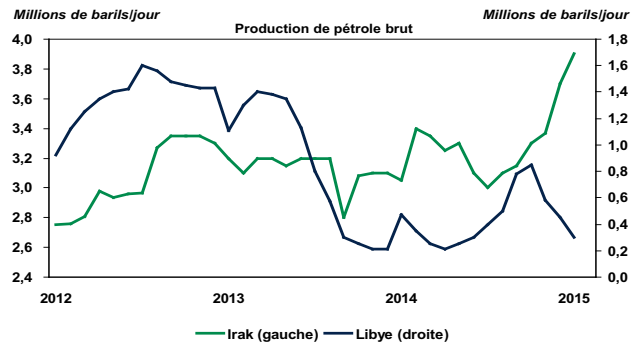
Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

La surprise du côté de l'offre est surtout venue de certains pays de l'OPEP. Après la chute de Mouammar Kadhafi, le chaos s'est installé en Libye, ce qui a fait chuter la production de pétrole. Ce pays a toutefois été capable d'augmenter significativement ses exportations de brut l'été dernier. Cet apport inattendu de pétrole dans un marché mondial déjà très bien approvisionné a créé une situation de surplus et déclenché la baisse des cours pétroliers. Une forte progression de la production irakienne, malgré le conflit avec l'État islamique, a accentué le surplus d'offre et même compensé pour le ressac de la production libyenne observée en fin d'année (graphique 4).

UNE DEMANDE DÉCEVANTE

La situation de surplus sur le marché mondial du pétrole a été amplifiée par une progression beaucoup plus faible que prévu de la demande de pétrole. À la fin de 2013, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoyait que la demande mondiale de pétrole progresserait d'environ 1,2 mbj (million de barils par jour) en 2014. Alors que la croissance mondiale a été plus faible que prévu, l'AIE estime maintenant que la demande n'a progressé que de 0,7 mbj en 2014. Cela s'explique par des reculs plus importants dans les économies avancées d'Europe et d'Asie ainsi que par une progression relativement faible dans les pays émergents, particulièrement en Chine.

Graphique 4 – 2014 a été marquée par un sursaut temporaire de la production en Libye et par une forte progression en Irak



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

L'ABSENCE DE RÉPONSE DE L'ARABIE SAOUDITE A TRANSFORMÉ LA CORRECTION EN EFFONDREMENT

La combinaison de la forte tendance haussière de la production nord-américaine, de la poussée surprise des exportations libyennes et irakiennes et d'une demande faible a fait apparaître un surplus d'environ 1,0 mbj sur le marché mondial du pétrole vers la mi-2014, entraînant une pression baissière sur les prix.

Des déficits ou des surplus de cette ampleur ont souvent été observés au cours des dernières années sans entraîner des mouvements durables des prix. La raison en est que l'Arabie saoudite ajustait rapidement sa production pour rééquilibrer le marché. Si la baisse récente a été aussi brutale, c'est que l'Arabie saoudite a soudainement changé de stratégie. Plutôt que de viser un marché mondial en équilibre et un prix avoisinant 100 \$ US le baril, les dirigeants saoudiens ont décidé de tolérer des prix beaucoup plus faibles pour protéger leurs parts de marchés. Ce changement d'attitude s'est confirmé à la fin novembre lorsque l'OPEP a décidé de maintenir ses quotas inchangés malgré le surplus de pétrole sur le marché mondial. C'est à ce moment que la correction des cours pétroliers s'est transformée en véritable débandade.

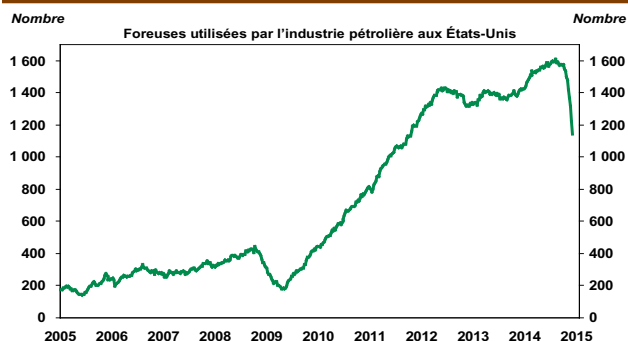
MARCHÉ DU PÉTROLE LIBRE = AJUSTEMENTS VIOLENTS DES PRIX

Alors que les Saoudiens ne semblent plus vouloir jouer le rôle d'arbitre du marché mondial du pétrole, le rééquilibrage entre l'offre et la demande doit se faire par les mécanismes normaux de marché, c'est-à-dire en trouvant un prix qui permet d'équilibrer l'offre et la demande. Le problème dans le cas du pétrole est que l'offre et la demande réagissent peu aux prix à court terme. En termes économiques, on dit qu'elles sont inélastiques. Du côté de la demande, par exemple, un mouvement marqué des prix ne changera pas immédiatement le comportement des automobilistes

qui doivent souvent utiliser leurs véhicules pour des raisons essentielles. La chute des prix de l'essence semble déjà avoir augmenté la popularité des véhicules économes aux États-Unis, mais il faudra plusieurs trimestres avant que cela ait un effet notable sur le parc automobile américain et sur la demande d'essence.

Du côté de l'offre, la correction des prix a déjà un impact sur les investissements visant à développer de nouvelles capacités de production de pétrole (graphique 5). Dans la grande majorité des cas, les producteurs ne fermeront toutefois pas les puits déjà construits puisque, une fois toutes les dépenses d'investissement assumées, ces derniers demeurent profitables si les prix se maintiennent au-dessus de leur coût marginal de production. De plus, certains pays très dépendants du pétrole pourraient être tentés d'augmenter au maximum leur production pour limiter la chute de leurs revenus.

Graphique 5 – L'industrie pétrolière commence à ralentir ses activités



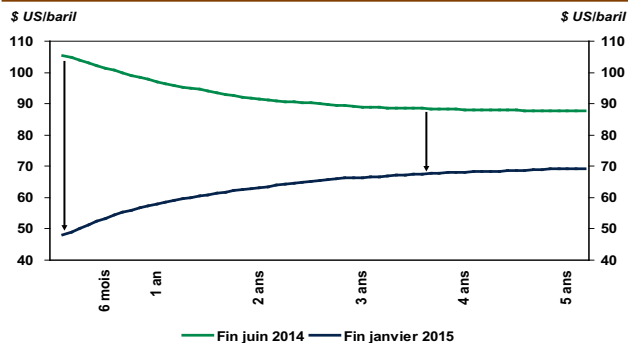
Sources : Baker Hugues et Desjardins, Études économiques

Cette combinaison d'une offre et d'une demande très inélastiques à court terme explique qu'il faut des mouvements très importants des prix pour rééquilibrer le marché du pétrole, entre autres pour inciter des spéculateurs à entreposer du pétrole pour le revendre plus tard. Il n'est donc pas surprenant que la baisse des prix à terme ait été beaucoup moins marquée que pour les prix au comptant du pétrole (graphique 6), ce qui supporte ce type de spéculation. Si l'OPEP n'essaie pas de reprendre le contrôle du marché du pétrole, il faut prévoir une forte volatilité des prix à partir de maintenant, à l'image de ce que l'on observe pour d'autres matières premières dont l'offre et la demande sont inélastiques (par exemple le gaz naturel et les céréales).

PERSPECTIVES INCERTAINES POUR L'OFFRE À MOYEN TERME

Étant donné l'inélasticité de l'offre de pétrole, il faut prévoir une nouvelle augmentation significative de la production mondiale de brut cette année. L'AIE table sur une hausse de

Graphique 6 – La baisse des prix à terme du pétrole a été beaucoup moins prononcée que pour les prix au comptant



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

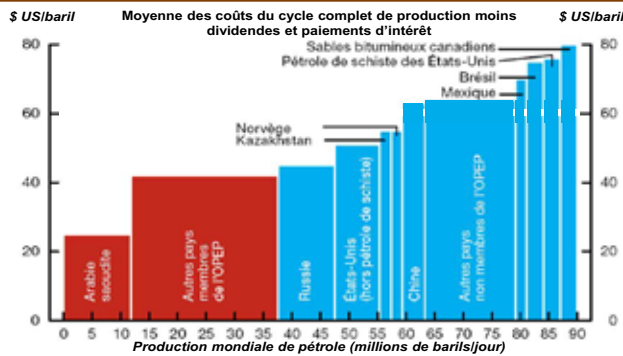
0,8 mbj de la production hors OPEP en 2015, qui proviendra essentiellement des États-Unis et du Canada. Notons toutefois que cette augmentation prévue est moins de la moitié de celle de 2014. Cela reflète les effets graduels de la chute de l'investissement et du forage sur la production, particulièrement en seconde moitié de 2015.

Dans l'ensemble, la production de l'OPEP devrait être relativement stable en 2015. La situation chaotique en Libye ne laisse pas entrevoir une hausse durable de la production dans ce pays. La production irakienne pourrait encore augmenter quelque peu, mais les risques d'incidents affectant la production dans ce pays sont très élevés. Alors que la plupart des pays de l'OPEP produisent déjà pratiquement à leur plein potentiel, seule une poussée de la production iranienne ou saoudienne pourrait créer un nouveau choc. Dans le cas de l'Iran, cela suppose toutefois une levée des sanctions liées à son programme nucléaire, ce qui semble peu probable. Du côté de l'Arabie saoudite, une hausse notable de la production serait aussi surprenante, à moins d'une remontée significative des prix. Au final, nous estimons ainsi que la production mondiale de pétrole devrait augmenter d'un peu moins de 1,0 mbj cette année.

Les effets à moyen terme pourraient cependant être très importants sur l'offre de pétrole si les prix restent trop longtemps aux niveaux actuels. L'essentiel des gisements à l'extérieur de l'OPEP et de la Russie ne sont pas rentables à moins de 50 \$ US le baril (graphique 7 à la page 4). Par conséquent, les grandes compagnies pétrolières ont déjà annoncé des mesures de rationalisation ou des coupures majeures à leur plan d'investissement pour cette année, et cette tendance se poursuivra tant que les prix n'auront pas remonté de façon convaincante.

Étant donné que les gisements de pétrole de schiste tendent à s'épuiser rapidement, de nouveaux forages sont essentiels pour accroître, ou même seulement maintenir, la production

Graphique 7 – Les cours pétroliers ont diminué suffisamment pour freiner le développement de nouvelles capacités de production



Sources : Banque du Canada et Energy Aspects

américaine de pétrole. Cette caractéristique des gisements de schiste pourrait entraîner une réponse plus rapide de l'offre à la chute des prix du pétrole que ce qui a été observé par le passé. Selon la Banque du Canada, le seuil de rentabilité des principaux sites de pétrole de schiste est évalué entre 40 \$ US et 80 \$ US le baril¹ et les producteurs voudront l'assurance d'un prix significativement plus élevé avant d'investir. Les seuils de rentabilité des nouveaux projets de sables bitumineux canadiens sont encore plus élevés, entre 60 \$ US et 100 \$ US le baril. À l'inverse de ce qui a été observé au cours des dernières années, le maintien des cours pétroliers en dessous de 50 \$ US le baril pendant une période prolongée risquerait ainsi d'entraîner une baisse significative de la production nord-américaine à moyen terme.

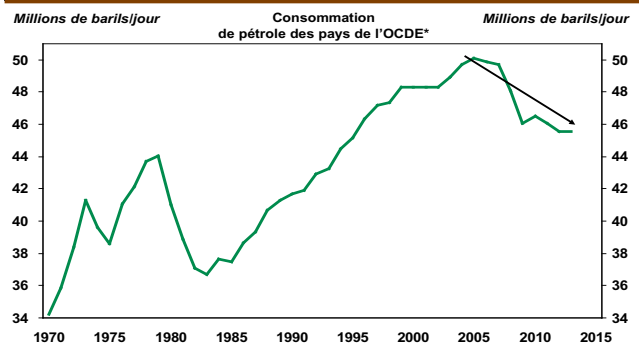
UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE PLUS FAVORABLE DANS LES PAYS AVANCÉS

La demande jouera un rôle crucial dans l'évolution des prix. À cet égard, on peut être plus optimiste pour 2015 avec les États-Unis qui maintiendront un bon rythme de croissance économique en plus de la situation qui devrait s'améliorer quelque peu au Japon et en zone euro. Plus précisément, le Japon n'aura pas à revivre les contrecoups d'une augmentation de la taxe de vente, d'autant plus que le gouvernement a annoncé un nouveau plan de soutien. Cette mesure s'ajoute aux efforts de la Banque du Japon qui a dernièrement bonifié sa politique monétaire et accentué la dépréciation du yen. En zone euro, la Banque centrale européenne s'est finalement décidée à acheter des obligations souveraines pour accroître la détente monétaire, ce qui devrait maintenir la faiblesse de la devise et des taux d'intérêt. Cela ne résoudra évidemment pas tous les problèmes de la zone, mais l'aidera tout de même à progresser dans la bonne direction.

¹ Discours du sous-gouverneur, Timothy Lane, de la Banque du Canada, le 13 janvier 2015, www.banqueducanada.ca/2015/01/comprehension-raffinee-prix-petrole/.

Une plus forte croissance économique n'est cependant pas une garantie pour une demande accrue de pétrole. Depuis plusieurs années, on observe une tendance à la baisse dans la consommation de pétrole des pays avancés (graphique 8). Certes, la crise de 2008-2009 a été accompagnée par une diminution importante du pétrole consommé, mais le terrain perdu n'a jamais été regagné par la suite malgré la reprise économique. Cela dit, un contexte économique plus favorable et les faibles prix du pétrole aideront tout de même à freiner le déclin de la demande d'or noir des pays avancés et pourraient même la stabiliser. L'AIE prévoit d'ailleurs une consommation inchangée dans les pays de l'OCDE en 2015 à 45,6 mbj.

Graphique 8 – La consommation de pétrole des pays avancés est en baisse depuis le sommet de 2005

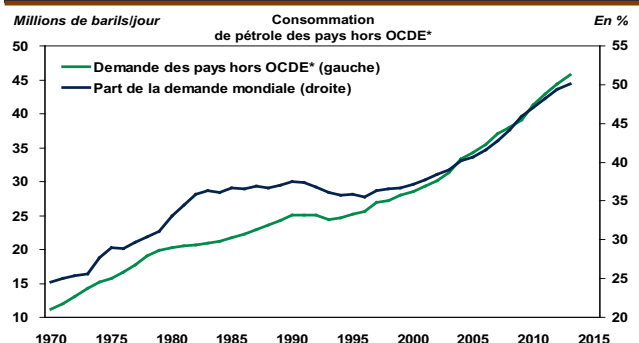


* Organisation de coopération et de développement économiques.
Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

L'APPORT DES PAYS ÉMERGENTS SERA PLUS DÉTERMINANT

Contrairement à la tendance observée dans les pays avancés, la consommation de pétrole est en nette progression dans les pays émergents qui comptent maintenant pour un peu plus de la moitié de la demande mondiale (graphique 9). À elle seule, la Chine occupe 12 % du marché, ce qui place le pays au second rang, derrière les États-Unis à 20 %. La Chine se démarque toutefois davantage en termes de variation de la demande alors que l'augmentation de sa

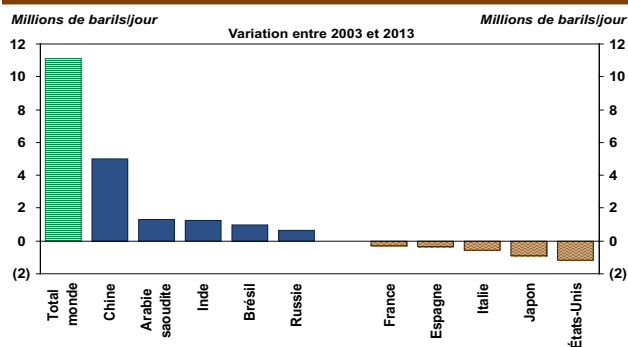
Graphique 9 – La consommation de pétrole des pays émergents demeure en forte progression



* Organisation de coopération et de développement économiques.
Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

consommation de pétrole au cours des dix dernières années a représenté environ 45 % de la variation mondiale (graphique 10). Sur ce plan, les États-Unis arrivent bons derniers avec une réduction de sa consommation de plus de 1,0 mbj depuis 2003.

Graphique 10 – Les cinq plus fortes hausses et les cinq plus fortes baisses de demande de pétrole



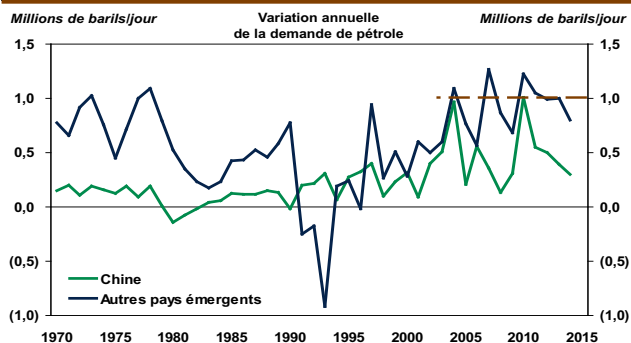
Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

Le fait que la croissance économique chinoise flirte maintenant avec la barre des 7 % plutôt que celle des 10 % peut justifier certains doutes sur la demande future de pétrole. La demande chinoise pourrait augmenter 30 % moins vite que la moyenne des dix dernières années en supposant une relation proportionnelle au rythme de la croissance économique. La tendance des dernières années pour la consommation de pétrole montrait une hausse annuelle d'environ 0,5 mbj en Chine. La hausse pourrait donc n'être que de 0,3 mbj pour les prochaines années, soit environ la progression observée en 2014.

Les autres pays émergents devraient néanmoins compenser la plus faible croissance économique chinoise. Nos prévisions tablent sur une croissance globale des économies émergentes de 4,4 % en 2015 et 4,9 % en 2016. Il s'agit d'une accélération notable par rapport à celle de 4,1 % estimée jusqu'à présent pour l'année 2014. Au final, cela devrait permettre aux autres pays émergents d'ajouter annuellement environ 1,0 mbj à la consommation mondiale. L'augmentation correspondrait à la moyenne des dernières années et serait supérieure à celle enregistrée en 2014 (graphique 11).

Se baser sur la croissance économique risque toutefois de sous-estimer la demande de pétrole dans les pays émergents, surtout à plus long terme. L'atteinte d'un stade de développement supérieur et l'émergence d'une classe moyenne qui adopte les habitudes de transport des pays avancés devraient normalement concorder avec une forte augmentation de la demande pétrolière. En comparaison, la Chine est encore loin d'avoir connu l'essor de la demande

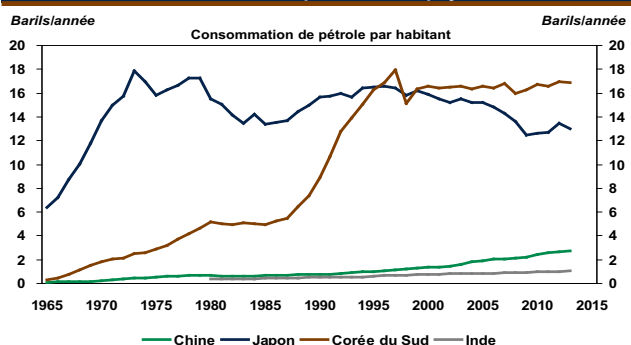
Graphique 11 – La croissance de la consommation de pétrole demeurera soutenue dans les autres pays émergents



Sources : British Petroleum, Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

observé au Japon dans les années 1970 et en Corée dans les années 1990 (graphique 12). Une augmentation de la consommation de l'ordre de cinq barils par personne en dix ans représenterait une hausse beaucoup plus forte que celle des dix dernières années. Plus précisément, il serait question d'une hausse annuelle moyenne de 1,86 mbj, uniquement pour la Chine.² Si cette prévision apparaît improbable à court terme, elle demeure crédible sur un horizon d'une dizaine d'années, d'autant plus que cette hypothèse ne reflète qu'une fraction de la progression qui a été observée au Japon et en Corée. Des contraintes environnementales rendent moins probables des scénarios trop optimistes pour la Chine.

Graphique 12 – Les habitants des pays émergents sont encore loin de consommer autant que ceux des pays avancés



Sources : British Petroleum, Fonds monétaire international, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

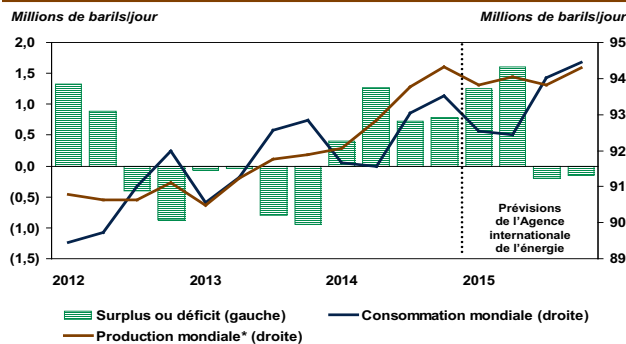
LE SURPLUS DE PÉTROLE DEVRAIT DISPARAÎTRE D'ICI QUELQUES TRIMESTRES

Nous misons donc sur une progression d'un peu moins de 1,0 mbj de la production mondiale de pétrole en 2015 et d'une hausse de la demande légèrement supérieure, soit

² Calcul : 1,36 milliard d'habitants X 0,5 baril de plus par année = 680 millions de barils par année ou 1,86 million de barils par jour.

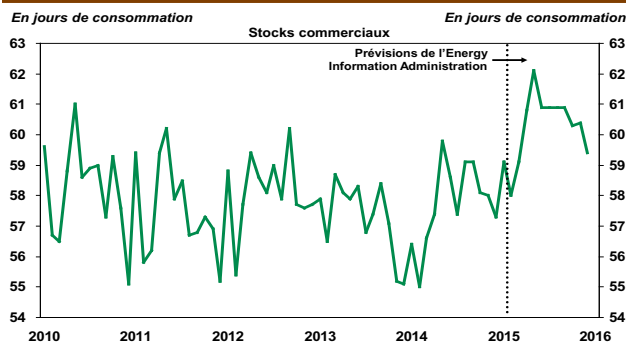
1,3 mbj. Cela devrait contribuer à réduire le surplus d'environ 0,8 mbj observé sur le marché mondial l'an dernier. Les prévisions trimestrielles de l'AIE, qui sont compatibles avec nos attentes annuelles, laissent entrevoir qu'un surplus notable en première moitié d'année fera place à un marché pratiquement équilibré à la fin de 2015 (graphique 13). Il faut toutefois prévoir une augmentation des stocks mondiaux de brut au cours des prochains mois (graphique 14), ce qui devrait contribuer à maintenir des prix relativement faibles encore un certain temps.

Graphique 13 – Après s'être creusé au début de 2015, le surplus d'offre de pétrole disparaîtra au second semestre



* En supposant une production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) stable à 30 millions barils par jour.
Sources : Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – Les stocks de produits pétroliers des pays de l'OCDE* augmenteront au cours des prochains mois



* Organisation de coopération et de développement économiques.
Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

La situation pourrait toutefois changer plus significativement dès 2016 si les prix demeurent à des niveaux qui découragent le développement de nouvelles capacités de production. La poussée de la production nord-américaine risque ainsi de faire place à une quasi-stagnation dès l'an prochain si les cours pétroliers demeurent aux environs de 50 \$ US le baril. Alors que la demande mondiale pourrait facilement progresser de 1,5 mbj par année, dans un contexte de croissance économique plus robuste et de prix des produits pétroliers très faibles, l'approvisionnement mondial deviendrait très dépendant de l'OPEP, à l'image du début des années 2000. Les craintes d'une pénurie de pétrole risqueraient de revenir rapidement hanter l'économie mondiale.

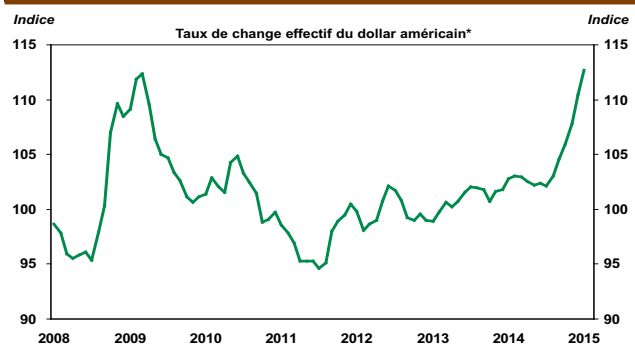
Un tel scénario faisait dire récemment au Secrétaire général de l'OPEP qu'un prix trop faible, qui découragerait l'investissement, ouvrirait la porte à un baril de pétrole à 200 \$ US.

Une remontée des cours pétroliers pourrait permettre de ramener puis maintenir le marché mondial à équilibre. Si la croissance de la demande est modeste, un retour dans les 70 \$ US le baril pourrait suffire à moyen terme puisqu'il supporterait la production de pétrole de schiste. Si la demande est plus robuste, une remontée vers les 90 \$ US le baril serait nécessaire pour encourager le développement rapide des gisements plus coûteux, comme les sables bitumineux.

L'EFFET DOLLAR

La vigueur du dollar américain pourrait limiter le potentiel de hausse des prix du pétrole. Le dollar américain s'est apprécié de plus de 10 % depuis le mois de juillet par rapport à l'ensemble des devises du monde (graphique 15). En dehors des États-Unis, un baril à 90 \$ US aurait aujourd'hui le même coût qu'un baril à 100 \$ US il y a six mois. Évidemment, la relation entre le prix d'équilibre et le taux de change est plus complexe. Les États-Unis eux-mêmes consomment beaucoup de pétrole et ne vivent pas directement l'effet des mouvements de change. On pourrait tout de même croire en un prix d'équilibre un peu plus faible aujourd'hui en raison de l'appréciation du billet vert. Il est d'ailleurs prévu que le dollar américain demeurera fort au cours des prochains trimestres.

Graphique 15 – Le dollar américain s'est fortement apprécié depuis l'été dernier



* Indice calculé selon un panier élargi de devises et pondéré selon les échanges commerciaux.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

HAUSSE DE PRIX EN VUE : TOUT SERA DANS LE RYTHME

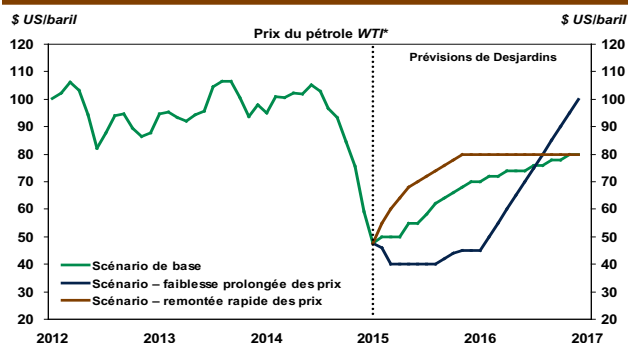
En résumé, les faibles prix du pétrole actuellement observés ne semblent pas soutenables sur une longue période. Pour les maintenir, il faudrait un choc important du côté de la demande, comme un retour en récession de l'économie mondiale, ou une expansion rapide de l'offre, ce qui est moins probable avec des prix aussi faibles. L'analyse des tendances de l'offre et de la demande milite pour une



fourchette d'équilibre variant entre 70 \$ US et 90 \$ US pour un baril *WTI*. Cette fourchette de prix permettrait un développement suffisant des capacités de production conformément aux projections de la demande. Cela dit, la remontée ne sera pas nécessairement rapide et la volatilité pourrait encore être très forte.

Nous entrevoyons trois principaux scénarios pour la remontée des prix du brut (graphique 16). Le premier scénario serait celui d'une remontée graduelle qui commencerait vers la mi-2015 et qui serait alimentée par les signes d'amélioration de la croissance économique mondiale. Les investissements dans les capacités de production connaîtraient un ralentissement modéré, ce qui serait suffisant pour éviter d'entretenir un surplus de pétrole sans affecter trop fortement l'offre à moyen terme. Ce scénario nous semble le plus probable étant donné nos perspectives économiques.

Graphique 16 – Scénarios envisagés pour les cours pétroliers



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le second scénario en est un de faiblesse prolongée des prix du pétrole, voire d'un repli supplémentaire à court terme. La nouvelle attitude de l'OPEP, combinée à une faiblesse plus persistante de l'économie mondiale, maintiendrait plus longtemps un surplus de pétrole malgré le ralentissement initial de la progression de la production pétrolière. L'augmentation prévue des stocks de pétrole à court terme pourrait également générer plus de pressions baissières sur les prix. Une longue période de prix faibles se traduirait toutefois par une baisse encore plus marquée des investissements dans les nouvelles capacités de production. Après plusieurs trimestres de sous-investissements, des craintes de pénuries émergeraient, ce qui alimenterait une vive remontée des prix du pétrole. Les prix augmenteraient probablement au-dessus de la fourchette d'équilibre, avant de rebaisser plus tard lorsque les capacités de production seraient jugées suffisantes pour répondre à la demande.

Finalement, les marchés pourraient se montrer plus réactifs aux bonnes nouvelles économiques ou aux signes que l'offre s'ajuste aux faibles prix du pétrole. La remontée des prix commencerait tôt et serait alors plus rapide que dans le premier scénario. Les risques de surévaluation seraient toutefois plus faibles que dans les deux premiers scénarios étant donné que le ralentissement de l'investissement dans le secteur pétrolier aurait été plus limité.

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior