



22 juin 2015

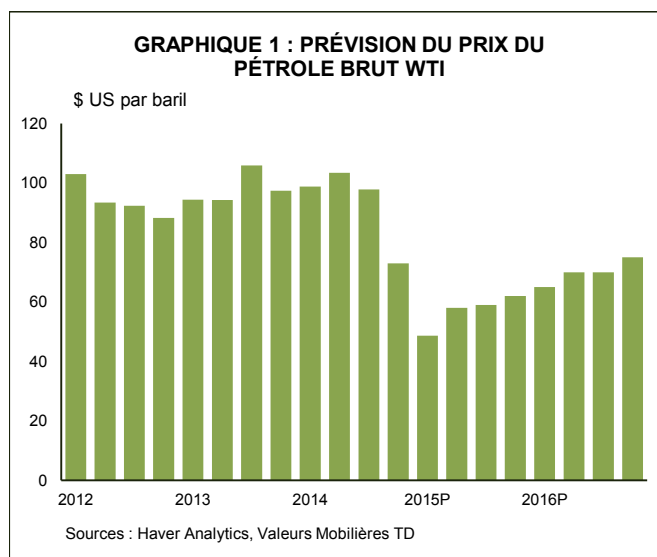
LES PRIX DU PÉTROLE REMONTENT, MAIS LES SURPLUS DEMENTENT

Faits saillants

- À sa réunion semestrielle, l'OPEP a décidé de maintenir ses quotas de production, laissant entrevoir sa détermination à se battre pour conserver sa part de marché. Tant les pays membres de l'OPEP que les États-Unis continuent d'extraire du pétrole à un rythme effréné, ce qui contribue à creuser davantage le fossé entre l'offre et la demande.
- Toutefois, la production américaine devrait commencer à ralentir au second semestre de 2015 et poursuivre son déclin en 2016, victime du manque d'investissement depuis l'effondrement des prix. Cela contribuera à l'équilibre du marché, mais il faudra du temps pour écouler les surplus abondants qui congestionnent actuellement le marché.
- Ainsi, il y a un risque considérable que les prix baissent de nouveau au cours des prochains mois. Globalement, nous croyons que les attentes quant à l'amélioration des dynamiques de marché contribueront à maintenir le prix du baril de pétrole WTI autour de son niveau actuel de 60 \$ US à court terme, avant une hausse jusqu'à une moyenne de 70 \$ US en 2016.

Les prix du pétrole brut ont commencé à chuter il y a environ un an, et quelque six mois se sont écoulés depuis que l'OPEP a décidé de ne plus intervenir pour équilibrer le marché mondial du pétrole brut, ce qui avait auparavant pour effet de contrôler les prix. Ce changement d'attitude de l'OPEP fait suite à un recul de sa part de marché depuis l'essor de la production de pétrole de schiste aux États-Unis. C'est pourquoi tous les regards sont tournés vers les données de production américaine pour déterminer si la stratégie de l'OPEP fonctionne ou non. Quoique les États-Unis continuent d'extraire du pétrole à un niveau presque record, le nombre d'installations de forage a fortement diminué et les stocks ont baissé dans les dernières semaines, ce qui a contribué à faire remonter les prix. Le prix du baril de pétrole WTI avoisine maintenant les 60 \$ US, en hausse par rapport au creux de 43 \$ US en mars.

Cependant, la hausse des prix est attribuable bien davantage à une reprise de confiance des investisseurs qu'à un changement des dynamiques du marché. Le marché mondial demeure en effet inondé de pétrole, l'offre étant de loin supérieure à la demande. On peut donc croire que l'OPEP aura besoin de plus de temps pour que sa stratégie fonctionne. Qui plus est, étant donné que les surplus demeurent, il y a un risque considérable que les prix baissent de nouveau au cours des prochains mois. Nous nous attendons donc à ce que le prix moyen du WTI se situe juste sous la barre des 60



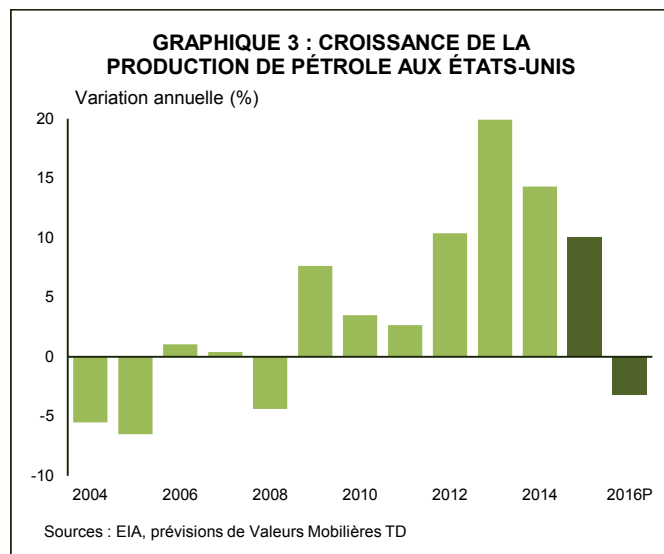
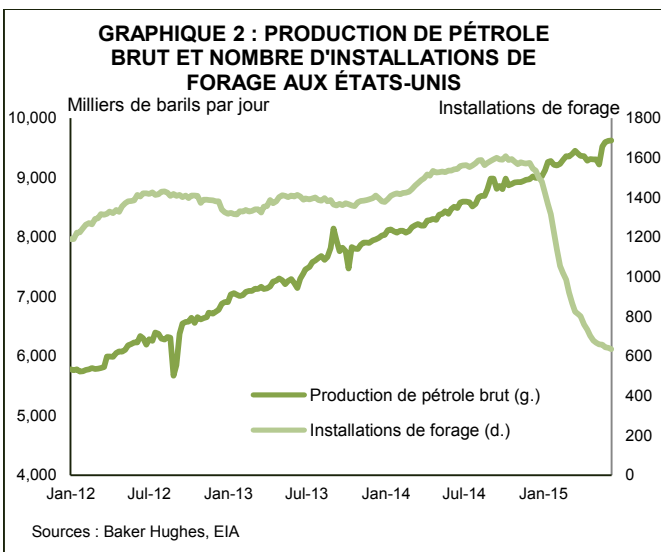
\$ US au troisième trimestre, avant de monter à 70 \$ US en moyenne en 2016.

L'OPEP tient son bout

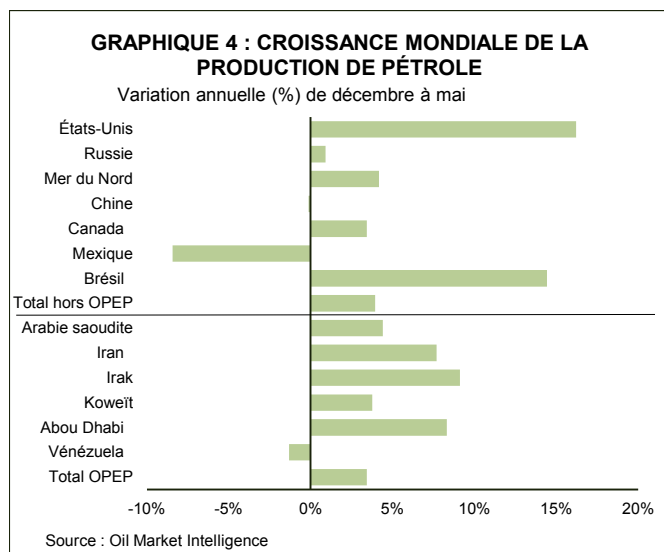
À la réunion de l'OPEP du 5 juin, le cartel a décidé de maintenir ses quotas de production, notant que la forte correction des prix résultant de la surabondance de l'offre était chose du passé et que les prix commençaient à remonter après avoir touché le fond dans les derniers mois. L'OPEP a souligné qu'on s'attendait à une croissance de la demande au second semestre, reflétant la croissance de l'économie mondiale, alors que la croissance de la production de pétrole des pays non membres de l'OPEP devrait ralentir pour correspondre au tiers de la croissance enregistrée l'an dernier. Citant les stocks mondiaux dont le niveau est au-dessus de la moyenne sur cinq ans, l'organisation estime que le marché dispose d'une « offre confortable ».

L'OPEP envoie un message clair : malgré les surplus, elle ne reculera pas. Plusieurs de ses membres préféreraient que les prix soient plus élevés (certains ont besoin de ces revenus pour équilibrer leur budget); toutefois, le cartel ne déroge pas de sa stratégie, dans l'espoir d'écarter du marché les producteurs aux coûts plus élevés, comme les producteurs de pétrole de schiste aux États-Unis.

Bien que les investissements dans le secteur pétrolier aux États-Unis aient pâti de cette stratégie (ce qui se répercutera dans la production future), elle n'a pas encore eu d'effets notables sur les niveaux de production. En outre, comme les prix ont rebondi à environ 60 \$ US le baril, de nombreux projets demeurent rentables. Quant aux prix des contrats à terme, supérieurs au prix du disponible, ils incitent au stockage du pétrole. Les États-Unis continuent de profiter



de l'élan donné par des investissements passés, qui ont fait en sorte que 90 % de la hausse totale de la production des pays non membres de l'OPEP depuis novembre (moment où l'OPEP a déclaré qu'elle ne jouerait plus le rôle de producteur d'appoint) leur soit attribuable. Toutefois, les intervenants du marché sont encouragés par la diminution de moitié du nombre des installations de forage aux États-Unis. En théorie, une baisse de ce nombre devrait entraîner une baisse de la production. Ce sera vraisemblablement le cas à la longue, mais la baisse de la production tardera à se concrétiser, vu la productivité améliorée des puits ainsi que les taux élevés de production initiale et les courbes de déclin prononcées, particulièrement en ce qui concerne l'extraction du pétrole de schiste. Ainsi, bien que la production américaine semble s'être stabilisée, elle demeurera plutôt élevée jusqu'à ce que les puits de pétrole présentement exploités



se tarissent; nous devrions commencer à en voir des signes au second semestre. Valeurs Mobilières TD s'attend à ce que la production américaine baisse légèrement de 9,6 à 9,3 millions de barils par jour d'ici la fin de l'année, puis poursuive son déclin en 2016; la moyenne annuelle devrait alors demeurer assez élevée à 9,1 millions de barils par jour.

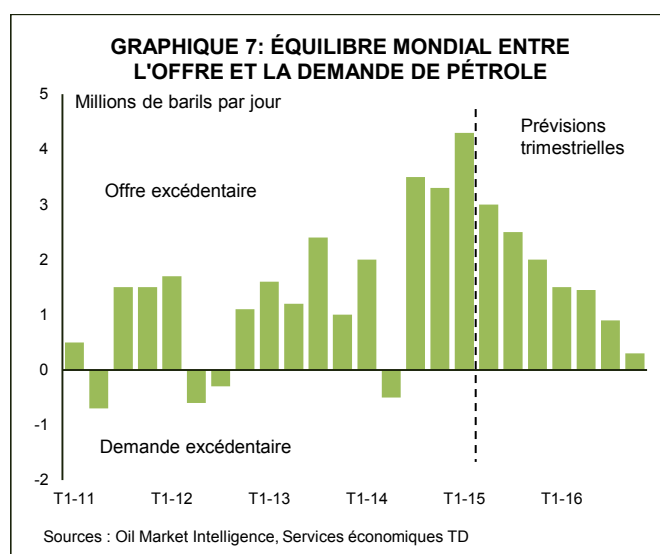
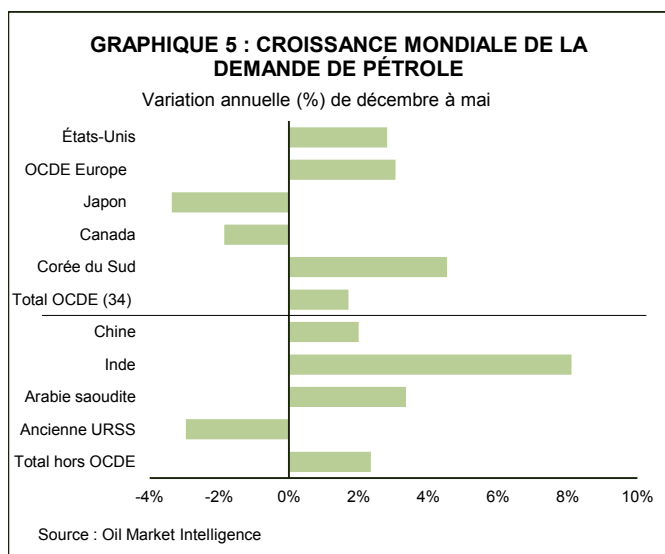
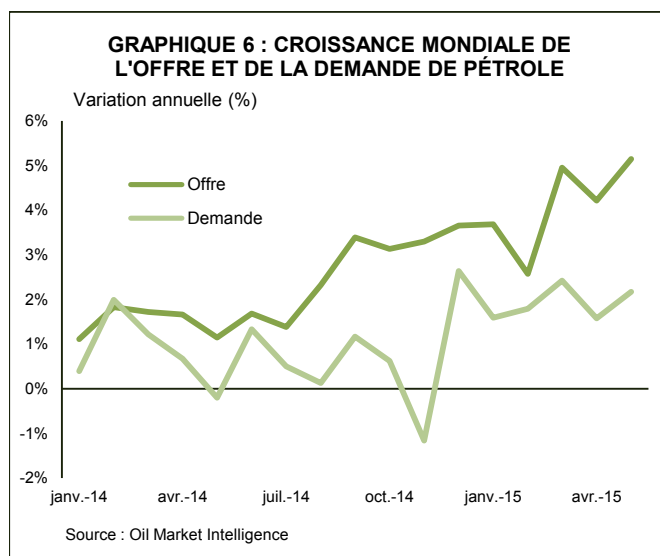
Les États-Unis mis à part, la tendance pour la production de pétrole a été variable dans les principales régions hors OPEP. Au Canada, au Brésil et dans la mer du Nord, la tendance est toujours à la hausse, alors que la production est relativement stable en Russie et en Chine. Le Mexique et d'autres petits pays producteurs non membres de l'OPEP ont quant à eux connu une baisse de leur production.

L'OPEP a toutefois ouvert les vannes dans les derniers mois; on peut lui attribuer quelque deux tiers de la hausse de la production mondiale depuis novembre. Environ la moitié de ce gain provient de l'Arabie saoudite, où la production a dépassé 10 millions de barils par jour, un sommet. La production irakienne s'est amplifiée et devrait continuer de croître. Dans son ensemble, le cartel a continuellement extrait des quantités de pétrole supérieures au quota cible : au cours des trois derniers mois, le dépassement était en moyenne d'un million de barils par jour. Bien que nous ne puissions dire avec certitude qu'un accord nucléaire sera conclu, l'Iran se prépare à revenir à son niveau de production d'avant les sanctions; le cas échéant, dès que celles-ci seront levées, la production iranienne viendra gonfler encore davantage les stocks de pétrole de l'OPEP.

La demande toujours à la traîne

Entre-temps, la faiblesse des prix n'a pas encore entraîné une hausse notable de la consommation mondiale. La crois-

sance de la demande hors de l'OCDE (qui représente la part la plus importante de la croissance globale de la demande) a été plus lente qu'elle ne l'a été historiquement, étant donné que plusieurs marchés émergents connaissent des difficultés économiques. La croissance de la demande de pétrole en Chine (deuxième consommateur mondial de pétrole) est demeurée constante à 2 % au cours des six derniers mois, un taux beaucoup plus faible que le taux de croissance moyen de 6 % des dernières années. En Amérique latine, la demande a été relativement stable au cours des derniers mois. Il y a toutefois eu quelques bonnes nouvelles. L'Inde s'est démarquée avec une croissance de la demande de 8,1 % depuis novembre; elle a même pris la place du Japon comme troisième consommateur mondial de pétrole. La hausse de sa demande est attribuable en partie à l'expansion de ses raffineries. L'Arabie saoudite a également eu une solide



consommation, dont la croissance moyenne a été de 3,4 % au cours des six derniers mois.

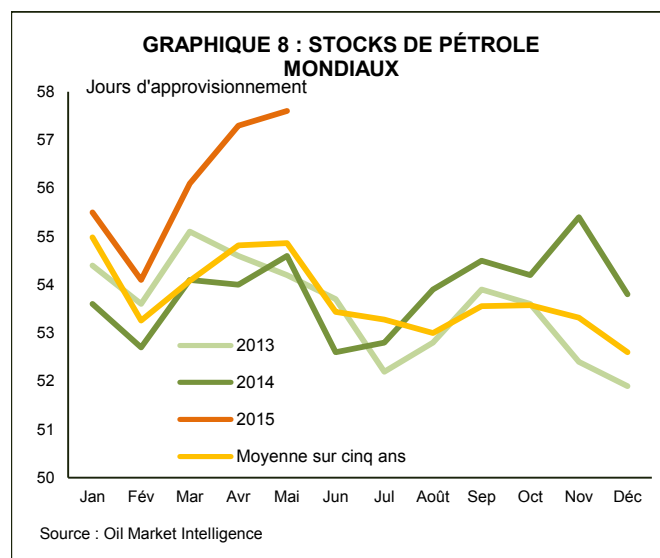
Dans les marchés développés, les États-Unis, qui sont le premier consommateur mondial de pétrole, ont joué un rôle clé dans la croissance de la demande, avec une hausse moyenne de 2,8 % (d'une année à l'autre) par mois depuis novembre. La consommation a été particulièrement forte en mai, avec une hausse de 4,8 % d'une année à l'autre. En Europe, la croissance de la demande a été solide de décembre à février, mais a stagné depuis. La consommation de pétrole de la Corée du Sud a également connu une forte croissance de 4,5 % depuis novembre. Dans les autres pays de l'OCDE, la demande a été plutôt faible.

Le monde est toujours inondé de pétrole

Alors que les stocks mondiaux de pétrole ont connu une hausse de 4 % d'une année à l'autre depuis novembre, ce qui indique qu'ils n'ont pas subi les contrecoups de la baisse des prix, la demande mondiale a cru à un taux deux fois moindre. Ainsi, le marché du pétrole est loin d'être équilibré. Le surplus sur le marché a atteint 4 millions de barils par jour en mai, le plus haut niveau depuis 2005. L'écart entre l'offre et la demande devrait commencer à se rétrécir au second semestre de cette année, lorsque la demande profitera de l'amélioration de la croissance mondiale et que la production s'essouffera. Il n'en demeure pas moins qu'il faudra du temps pour écouler l'abondant surplus, et il semble peu probable que le marché retrouve l'équilibre avant la fin de 2016.

La croyance que l'équilibre entre l'offre et la demande s'améliorera a joué un rôle important dans la reprise de confiance des investisseurs, ce qui s'est soldé par une remontée des prix. Quoi qu'il en soit, certains risques importants demeurent et pourraient entraîner une nouvelle chute des prix. La capacité de stockage est utilisée à 88 % aux États-Unis, ce qui pourrait devenir problématique après la période de consommation de pointe de l'été, lorsque les raffineries seront arrêtées aux fins de maintenance. De plus, les stocks mondiaux équivalent à 57 jours d'approvisionnement, ce qui est un niveau record. Il semble également que de plus en plus de pétrole soit stocké en mer, comme en témoigne la demande en capacité à bord des superpétroliers, qui a fait un bond en mai. Si la production continue de dépasser largement la consommation, la capacité de stockage pourrait causer des difficultés, et ce, partout dans le monde.

Entre-temps, le léger resserrement du marché pétrolier américain (avec ses stocks en baisse) et la détente du marché



mondial a presque réduit à néant l'écart entre le prix des bruts de référence WTI et Brent. Il serait étonnant que cette situation perdure, puisque les importations de pétrole aux États-Unis, dont le déclin est la principale raison de la baisse des stocks, devraient renverser la vapeur à court terme et ainsi contribuer à une certaine décontraction du marché. L'écart entre le prix du WTI et celui du Brent devrait croître au deuxième semestre de 2015 et en 2016.

En conclusion

Il y a deux impondérables dans le marché pétrolier : la production de l'OPEP et celle des États-Unis. Si les deux continuent d'extraire du pétrole à un rythme effréné, les prix en subiront vraisemblablement les contrecoups. L'OPEP n'a manifestement pas l'intention de ralentir sa production. Si l'Irak et l'Iran réalisent en plus leur potentiel d'augmentation de la production (dans le cas de l'Iran, on peut douter que cela se produise dans un avenir très rapproché), la production de l'OPEP pourrait dépasser encore davantage les quotas, ce qui retarderait tout retour à l'équilibre entre l'offre et la demande et exercerait une pression sur les prix. Ainsi, ce sera vraisemblablement aux États-Unis de ralentir leur production. Nous croyons que cela se produira dans les prochains mois, quand les puits de pétrole se tariront. Nous prévoyons que les attentes d'une diminution des stocks de pétrole contribueront à garder les prix à leur niveau actuel, avant une remontée à une moyenne de 70 \$ US le baril l'an prochain, alors que nous pourrions constater des signes réels de retour à l'équilibre de marché.

Notons toutefois avec prudence que plusieurs facteurs (notamment un niveau de production élevé, une capacité de stockage limitée, des tensions géopolitiques et une activité

économique ralentie dans certaines régions importantes, comme la Chine, les États-Unis et l'Europe) pourraient entraîner une nouvelle correction des prix et augmenter la volatilité. Qui plus est, si les prix grimpent suffisamment (de façon soutenue, jusqu'à environ 75-80 \$ le baril) pour inciter certains producteurs aux coûts élevés à augmenter

leur production de nouveau, les prix pourraient de nouveau subir des pressions baissières pour compenser l'offre à la hausse. Bref, pour que la stratégie de l'OPEP fonctionne, les prix devront demeurer pendant un bon moment en deçà du niveau qui inciterait les producteurs à extraire davantage de pétrole.

Dina Ignjatovic, économiste
416-982-2555

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.