

Avril 2020

Investir dans l'énergie dans un monde incertain



Auteur : Duncan Mathieson, CFA, *Vice-président directeur, Actions canadiennes*

Au début de 2020, le prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) se négociait dans une fourchette bien établie de 50 à 60 \$ US le baril et les marchés semblaient convaincus que, même si l'offre et la demande n'étaient pas parfaitement équilibrées, suffisamment de leviers pouvaient être manipulés pour empêcher tout dommage important ou persistant aux paramètres fondamentaux. Les évaluations sous-jacentes de nombreux producteurs d'énergie étaient attrayantes, bon nombre d'entre eux étant bien placés pour mener des programmes d'investissements raisonnables, maintenir un bilan souple et continuer de distribuer les dividendes prévus.

Le monde a changé radicalement en mars et, depuis, les marchés boursiers du secteur de l'énergie ont été secoués par la combinaison sans précédent de la demande mondiale causée par la propagation de la COVID et par la réaction confuse et sous-optimale de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) en matière de production, qui a entraîné une panne qui menace les paramètres sous-jacents des marchés financiers du pétrole brut.

La COVID anéantit la demande

Le principal problème auquel font face les investisseurs du secteur de l'énergie est l'impact de la propagation de la COVID sur la demande mondiale de produits raffinés, et donc, indirectement, de pétrole brut. On estime que la période initiale de mise en quarantaine et l'arrêt qui en a résulté pour de nombreuses économies ont réduit la demande de 20 à 30%, soit entre 20 et 30 millions de barils par jour. À mesure que les économies se redresseront, on estime que l'incidence à long terme sur la demande mondiale pourrait représenter environ 10 millions de barils par jour en raison de la baisse de la demande des industries et du secteur du transport, en particulier en ce qui concerne le carburant d'aviation et le carburant lourd pour l'expédition et, dans une moindre mesure, l'essence automobile, qui devrait rebondir plus rapidement. Il est important de noter que ces estimations peuvent faire l'objet de révisions au fil de l'évolution de la pandémie.

La réponse confuse de l'OPEP

Le problème secondaire auquel font face les investisseurs dans le contexte de cette crise a été la réponse de l'OPEP, dont le rôle principal est de gérer la stabilité des prix sur les marchés pétroliers mondiaux en contrôlant l'offre marginale de pétrole. Avec la propagation du virus sur son territoire, l'Arabie saoudite, le pays à la tête de l'OPEP et le plus important producteur de pétrole, a convoqué une réunion d'urgence, mais n'a pas réussi à conclure un accord visant à réduire la production. Le pays a réagi en adoptant une stratégie malveillante et malavisée consistant à inonder les marchés d'offre supplémentaire dans le but d'accaparer des parts de marché et d'amener les autres producteurs à trouver un accord. Cette décision s'est rapidement révélée désastreuse, car les prix du pétrole ont chuté et le cartel a été forcé de mettre en place un accord de panique entre les pays membres et non membres de l'OPEP qui devrait théoriquement retrancher plus de 10 millions de barils de l'offre quotidienne. Malheureusement, l'accord n'entre en vigueur qu'au début de mai et, comme pour la plupart des accords passés de l'OPEP, le niveau de conformité est incertain.

L'émergence de prix négatifs du pétrole

L'échec lamentable de l'OPEP à équilibrer adéquatement l'offre et la demande a entraîné une offre excédentaire massive sur les marchés à court terme et des barils laissés-pour-compte en raison de la capacité de stockage limitée, comme un jeu de chaises musicales où les enfants n'auraient plus nulle part où s'asseoir. Les participants aux marchés mondiaux du pétrole brut peuvent être divisés en deux grands groupes : les acteurs de l'industrie qui produisent du pétrole brut ou qui fabriquent des produits raffinés pour les utilisateurs finaux, et les acteurs financiers qui, dans la plupart des cas, n'ont pas l'intention ni la capacité de prendre livraison du pétrole et qui doivent échanger leurs positions pour s'assurer qu'ils n'en ont pas besoin. Dans le contexte actuel de turbulences sur le marché, les options de stockage sont rares et, à l'approche de l'expiration du dernier contrat pétrolier, bon nombre de ces acteurs financiers ont été contraints d'accepter des livraisons physiques de pétrole pendant que les acheteurs finaux traditionnels (c'est-à-dire les raffineurs) se retiraient du marché. Pour éviter cette situation, ils ont été forcés de payer d'autres entités pour qu'elles prennent en charge le pétrole, d'où l'apparition de prix négatifs du pétrole brut. Selon nous, ce scénario risque de se reproduire à l'approche de la prochaine expiration des contrats, à la fin mai, et le stockage disponible pourra être encore plus limité qu'il ne l'est actuellement. La seule façon d'éviter d'épuiser les capacités de stockage au cours des prochains mois est de réduire radicalement la production et de laisser le pétrole dans le sol, ce qui devrait commencer à se produire à mesure que les réductions annoncées dans le cadre du récent accord de l'OPEP soient mises en oeuvre et que la faiblesse des prix occasionne un arrêt de la production. Au Canada, on estime que la faiblesse des prix pourrait entraîner une réduction de la production de pétrole de plus de 1 million de barils par jour et jusqu'à 3 millions de barils supplémentaires par jour aux États-Unis. Selon un vieil adage, la solution à la faiblesse des prix du pétrole est la faiblesse des prix du pétrole, et c'est la situation actuelle alors que les forces du marché s'efforcent de rétablir un équilibre plus stable entre l'offre et la demande.

Investir dans les actions à travers la tourmente

Cette extraordinaire superposition d'événements a mis en péril la viabilité économique de la majeure partie du secteur canadien de l'énergie et rendu l'investissement dans ce secteur difficile. Étant donné que le prix du baril de pétrole WTI est actuellement inférieur à 20 \$ US, les producteurs canadiens obtiennent moins de 10 \$ CA pour leur pétrole brut de meilleure qualité. Selon la durée pendant laquelle le prix du pétrole restera bas, nous craignons que de nombreuses sociétés fassent faillite ou, à tout le moins, soient forcées de réduire leurs dépenses de façon significative (en investissement et d'exploitation) et de réduire considérablement ou d'éliminer leurs versements de dividendes. De nombreux producteurs, en particulier les plus petits, voient leur notation de crédit réduite et, dans de nombreux cas, leur accès aux capitaux éliminé. De toute évidence, les sociétés à un niveau d'endettement élevé connaissent de plus grandes difficultés que celles qui disposent d'un bilan plus sain, mais la situation financière globale du secteur demeure faible et, selon nous, elle risque de se détériorer davantage à court terme.

Aucune société canadienne du secteur de l'énergie n'a des coûts d'exploitation suffisamment bas pour supporter un prix de 20 \$ le baril pendant un certain temps, mais les sociétés pétrolières intégrées (Imperial Oil, Husky Energy, Suncor et Cenovus) qui ont des activités de raffinage et de commercialisation permettant de générer des flux de trésorerie se trouveront en meilleure position. D'autres secteurs ont subi des dommages collatéraux, notamment le secteur des infrastructures énergétiques et, dans une moindre mesure, les grandes sociétés de pipelines, car certains producteurs pourraient être forcés de manquer à leurs engagements envers ces sociétés.

Notre réaction en matière d'investissement

L'équipe des actions canadiennes d'Addenda Capital a rapidement réduit l'exposition du portefeuille en fonction des changements au profil risque-rendement du secteur canadien de l'énergie. Dans le cadre des mandats concentrés, la pondération des producteurs d'énergie (y compris les sociétés intégrées) a été éliminée et, dans le cadre des mandats CORE plus importants, les placements, qui se limitent à Suncor Énergie, ont été réduits à moins de la moitié de la pondération de l'indice de référence S&P TSX. Dans les secteurs des pipelines et des infrastructures énergétiques, certains placements ont été éliminés et la pondération globale a été réduite en mettant davantage l'accent sur les sociétés dotées d'une situation financière appropriée pour surmonter la tempête.

Selon notre analyse, à mesure que la demande redeviendra « normale » et que l'offre sera supprimée (volontairement ou non), les marchés pétroliers mondiaux finiront par renouer avec l'équilibre, ce qui permettra aux prix d'augmenter. Nous surveillons et analysons de près la réaction de chaque société au nouveau contexte et examinons les évaluations sous-jacentes selon plusieurs scénarios de prix potentiels. Au fur et à mesure que des occasions se présenteront, nous prévoyons reconstituer prudemment notre pondération du secteur du pétrole en mettant l'accent sur les sociétés dont le titre se négocie à un cours intéressant par rapport à leur valeur intrinsèque sous-jacente selon notre scénario de prix de base et qui se trouvent également dans une situation financière appropriée pour être en mesure de supporter une période prolongée de prix inférieurs à la normale. Il y a une citation souvent utilisée dans le monde du sport automobile qui convient bien au contexte de placement actuel du secteur de l'énergie et à notre approche en matière de construction de portefeuille :

« La course est longue. Pour finir premier, vous devez d'abord finir »

– Garth Stein, auteur à succès du New York Times.