

Données sur le marché canadien | 26 septembre 2023

Première partie : Jeu de puissance : le potentiel haussier du secteur de l'énergie lors de la transition à long terme

Synthèse générale

- La transition vers la carboneutralité établie par l'Accord de Paris de 2015 pourrait s'avérer turbulente, compte tenu de l'offre limitée des énergies traditionnelles, alors que la demande ne s'est pas encore complètement adaptée. De l'autre côté de la transition énergétique, un nouveau système stable est possible, mais la transition comporte également des risques, qui peuvent être couverts avec une exposition au secteur de l'énergie.
- Alors que l'offre sur le marché pétrolier devient de plus en plus sensible aux changements attendus dans un avenir lointain, avec une réduction des dépenses d'immobilisations, l'évolution de la demande a été moins réactive. Conjointement, cela signifie que les prix vont probablement être plus élevés en moyenne, mais probablement aussi plus volatils.
- Les investisseurs peuvent participer à la transition énergétique avec une exposition au secteur canadien de l'énergie. Nous croyons que l'industrie du pétrole et du gaz du Canada peut jouer un rôle essentiel dans la transition énergétique des prochaines décennies, malgré un point de vue moins enthousiaste du côté du marché. Les investissements de croissance dans les nouvelles entreprises d'énergie plus propres n'en sont encore qu'au début pour la plupart, mais une politique favorable pourrait leur permettre de s'étendre plus rapidement (et économiquement) que prévu.
- Comparativement à n'importe quel autre secteur de l'indice composé S&P/TSX, le secteur canadien de l'énergie se négocie actuellement à l'escompte le plus important par rapport aux valorisations moyennes à long terme. Nous croyons que ces perspectives pessimistes reflètent une incertitude importante liée à la demande future de pétrole et de gaz, mais ne reflètent toutefois pas le potentiel de réduction de l'écart du prix du brut entre le West Texas Intermediate et le Western Canadian Select (connu sous le nom de « différentiel WTI-WCS ») à court terme, ni une baisse des investissements de croissance dans les technologies renouvelables à long terme. Avec une discipline renouvelée en matière de capital, comme en attestent les rendements des flux de trésorerie disponibles parmi les meilleurs du marché (+8 %), les investisseurs dans le secteur canadien de l'énergie s'exposent à une croissance potentielle des dividendes (+6 % du rendement actuel des dividendes).
- Les producteurs d'énergie du Canada n'ont pas besoin d'un prix élevé du pétrole pour être durables. L'analyse suggère que les producteurs peuvent maintenir les dépenses en immobilisations, verser les dividendes, atteindre les objectifs de carboneutralité et amortir leur dette en cours avec un WTI au-dessus de 65 \$ par baril (prix actuel d'environ 80 \$ par baril). Bien que nous nous attendions à une plus grande volatilité des prix du pétrole à long terme, la durabilité du secteur à plus de 65 \$ le baril remet en perspective le scénario pessimiste concernant le secteur canadien de l'énergie.

Stu Morrow, CFA

Directeur général, stratège en chef des placements
Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada
stu.morrow@morganstanley.com
+1 416 943-8530

La transition vers la carboneutralité – quand et comment?

La transition vers la carboneutralité établie par l'Accord de Paris de 2015 pourrait s'avérer turbulente, compte tenu de l'offre limitée des énergies traditionnelles, alors que la demande ne s'est pas encore complètement adaptée. De l'autre côté de la transition énergétique, un nouveau système stable est possible, mais la période de transition comporte également des risques, qui peuvent être couverts avec une exposition au secteur de l'énergie.

Objectifs de carboneutralité au Canada : selon l'examen de la politique énergétique du Canada de 2022 par l'Agence internationale de l'énergie, « le Canada a pris une série d'engagements à l'échelle nationale et internationale, ce qui a mis le pays sur la voie d'une transformation ambitieuse de son système énergétique, tout en demeurant un fournisseur stable et fiable d'énergie pour le monde. Plus récemment, le Canada s'est fixé l'objectif de réduire les émissions de gaz à effet de serre de 40 à 45 % par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030 et s'est engagé à atteindre la carboneutralité d'ici 2050 ».

Les objectifs précis fixés par le gouvernement fédéral canadien comprennent:

- exiger que le secteur pétrolier et gazier soit carboneutre d'ici 2050 et fixer des objectifs intermédiaires sur cinq ans;
- exiger que les sociétés pétrolières et gazières réduisent leurs émissions de méthane d'au moins 75 % en dessous des niveaux de 2012 d'ici 2030;
- créer un système électrique entièrement carboneutre d'ici 2035;
- soutenir l'approvisionnement national en technologies propres au Canada.

Bien que la carboneutralité implique des changements majeurs dans le secteur de l'énergie, nous croyons que le secteur de l'énergie du Canada pourrait offrir aux investisseurs des dividendes et une plus-value en capital durables au cours de la prochaine décennie, en supposant des perspectives raisonnables quant au prix du pétrole. Les solutions de rechange aux combustibles fossiles finiront par se développer de manière à pouvoir rivaliser avec les sources d'énergie traditionnelles, mais il existe des obstacles potentiels à l'offre et à la demande qui pourraient prolonger la période de transition prévue. Il pourrait en résulter une plus grande volatilité des prix, à la fois à la hausse et à la baisse, un risque dont les investisseurs peuvent se protéger, selon nous, avec une exposition au secteur canadien de l'énergie.

Dans cette série en deux parties, nous abordons des considérations importantes pour les investisseurs dans le secteur de l'énergie :

- **Première partie:** une période de transition potentiellement plus longue que prévu;
- **Deuxième partie:** couvrir le risque d'une période de transition plus longue que prévu avec une exposition au secteur canadien de l'énergie.

Une période de transition turbulente en raison d'un déséquilibre de l'offre et de la demande :

Depuis plus de 100 ans, le pétrole a transformé l'économie mondiale et les modes de vie de la majeure partie de la population mondiale. En plus d'être le principal carburant pour le transport, le pétrole est utilisé partout, des textiles aux articles de sport, en passant par les appareils électroniques et les fournitures médicales. C'est le deuxième liquide le plus abondant sur Terre après l'eau.

De combien d'énergie avons-nous besoin? La demande énergétique mondiale est stimulée par trois facteurs : la croissance de la population, l'augmentation des niveaux moyens de richesse et la nature inégale de la consommation d'énergie. Selon la Banque mondiale, la population croît d'environ un milliard de personnes tous les 13 à 14 ans. D'après les données de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), tous les 13 à 14 ans, le PIB par habitant en termes réels augmente d'environ 35 %, et la consommation d'énergie par habitant varie entre 280 GJ par an aux États-Unis et 28 GJ par an en Inde. De plus, MS & Co. Research estime que si la consommation d'énergie par habitant continue d'augmenter parallèlement à la consommation supérieure à la moyenne dans certaines régions, la courbe de la demande énergétique totale suivra une pente ascendante.

La demande énergétique mondiale totale augmentera, tandis que la part du pétrole diminuera avec le temps. Au cours des dernières décennies, les litres de pétrole consommés par 1 000 \$ US du PIB mondial ont constamment diminué, passant de 100 litres au début des années 1980 à 65 litres aujourd'hui, selon l'Agence internationale de l'énergie (« AIE »). Malgré le déclin du pétrole en tant que part du PIB mondial, la demande nette de pétrole a augmenté. Inversement, le scénario de référence de l'AIE prévoit une amélioration annualisée de l'intensité énergétique de 2,4 % entre 2021 et 2030, contribuant ainsi à la baisse linéaire de la demande de pétrole qui devrait atteindre un sommet de 107 millions de barils par jour (Mb/j) d'ici 2033, ce qui est encore au-dessus des 99,2 Mb/j consommés en 2022. Morgan Stanley & Co. LLC (« Morgan Stanley ») prévoit que la part de marché supplémentaire de l'énergie mondiale du pétrole diminuera d'environ 0,50 % par année au cours de la prochaine décennie, tout en laissant une demande considérable par la suite.

La croissance du parc de véhicules électriques (VÉ) peut éroder encore davantage la part dominante du pétrole dans la demande énergétique mondiale. La baisse de la demande de pétrole ci-dessus ne tient pas compte de la part croissante des véhicules électriques en circulation d'ici 2035 environ, selon Morgan Stanley Research. L'AIE s'attend à ce que les véhicules électriques représentent 60 % des ventes mondiales d'automobiles neuves et contribuent de façon significative à la baisse de la demande de pétrole et de gaz. À l'heure actuelle, l'AIE prévoit une baisse de 29 % de la demande de pétrole d'ici 2033 et une baisse de 7 % de la demande de gaz naturel par rapport aux chiffres de 2019.

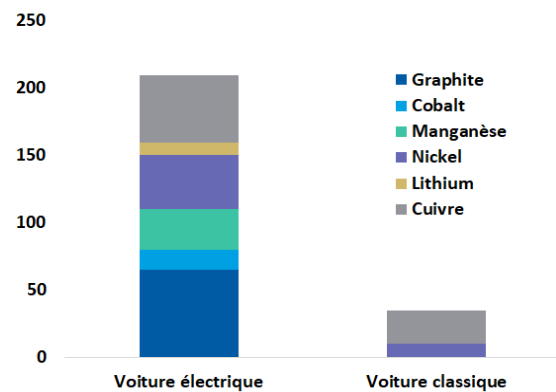
Bien que la carboneutralité représente une menace évidente pour la demande de pétrole, certaines mises en garde s'imposent avant d'écarter complètement la dépendance mondiale à l'égard de ce produit de base.

1) **Il faudra peut-être plus de temps pour que les véhicules électriques deviennent une part importante du parc automobile mondial.** Le scénario de carboneutralité de l'AIE prévoit qu'à partir de 2030, les véhicules électriques représenteront 60 % des ventes de voitures neuves et qu'ils représenteront également 20 % du total des voitures en circulation. Toutefois, dans le cas de la Norvège (où les véhicules électriques ont dépassé l'objectif de 60 % des ventes de voitures neuves en 2022), les véhicules électriques représentaient seulement 12 % des voitures en circulation, tandis que la consommation totale de pétrole reste inchangée, selon Morgan Stanley Research. Selon le Weatherhead Center for International Affairs de l'Université Harvard, tandis que le pétrole représente seulement 32 % du marché mondial de l'énergie, la plus grande partie de cette demande est attribuable au secteur des transports, qui représente également la plus grande source d'augmentation de la demande, en particulier dans les pays en développement comme la Chine et l'Inde où le nombre de véhicules augmente rapidement. Au cours des trente prochaines années, la consommation d'énergie mondiale continuera d'évoluer proportionnellement aux économies en développement, où la croissance démographique et la croissance économique sont plus rapides que la moyenne mondiale. Nous croyons que les perspectives mondiales de la demande de pétrole reposent sur une transition mondiale implicite des moteurs à combustion vers les véhicules électriques, et que toute déception pourrait entraîner une forte réaction des prix du pétrole.

2) **La rareté des principaux métaux nécessaires à la production de véhicules électriques a entraîné des asymétries supplémentaires de l'offre et de la demande, ce qui ralentit davantage la transition vers la carboneutralité.** Selon BCA Research Inc., les principes fondamentaux de l'offre et de la demande à l'égard des principaux métaux dans la transition vers des véhicules électriques demeureront restrictifs au cours de la prochaine décennie. Les États-Unis, l'Europe et la Chine surenchérisent pour jouer un rôle dans la transition mondiale vers les énergies renouvelables à coup de vastes programmes de dépenses budgétaires. Les échéanciers de

carboneutralité ambitieux et les objectifs de production des véhicules électriques stimuleront la concurrence relativement aux métaux essentiels et gêneront la pénétration des véhicules électriques parmi les parcs automobiles mondiaux, exacerbant les contraintes de capacité que l'on connaît actuellement. Comme le montre le graphique 1 ci-dessous, la production de véhicules électriques exige un approvisionnement en métaux essentiels beaucoup plus important et plus diversifié que les voitures conventionnelles. De plus, la Chine domine de nombreuses chaînes d'approvisionnement de métaux essentiels, et compte tenu des tensions géopolitiques actuelles entre la Chine et les pays du G7, nous estimons que cela présente des risques pour l'évolutivité des VÉ à court terme.

Graphique 1. Apport de métaux requis pour les voitures électriques et conventionnelles



Sources: BCA Research Inc., AIE.

3) **Les projets d'infrastructure pour la mise à niveau des réseaux électriques ne doivent pas être sous-estimés.** Puisque le parc mondial de véhicules électriques devrait dépasser la croissance des moteurs à combustion, les réseaux électriques existants devront être actualisés et améliorés pour répondre aux demandes croissantes d'électricité. Les réseaux électriques existants sont généralement axés sur la gestion de charges fixes d'électricité à partir d'usines spécialisées situées à proximité des consommateurs. En conséquence, les lignes de transmission sont conçues pour être aussi courtes que possible. Les projets de mise à niveau des réseaux électriques pourraient connaître des retards dans l'aide gouvernementale et des coûts supplémentaires si le réacheminement des voies de transmission s'avère nécessaire, ce qui présente un risque pour les délais de la transition vers la carboneutralité. L'AIE estime que les investissements dans les réseaux électriques devront représenter en moyenne 600 milliards de dollars par année jusqu'en 2030 (soit le double des dépenses annuelles actuelles) pour atteindre les objectifs de carboneutralité.

- 4) **Une politique monétaire incertaine ne joue pas en faveur, non plus, de la transition vers la carboneutralité.** Au cours des 18 derniers mois, les banques centrales mondiales ont resserré leur politique monétaire pour lutter contre un taux d'inflation record depuis dix ans. Tout comme le coût de l'argent, les taux de rendement minimal des nouveaux projets miniers ont augmenté, ce qui pourrait entraîner le retard ou l'annulation de projets indispensables pour répondre aux exigences des objectifs de carboneutralité.

En outre, les effets inflationnistes à court terme des dépenses transitoires requises pour atteindre la carboneutralité peuvent contribuer à des taux d'intérêt élevés, voire à une période de transition prolongée.

Pour conclure en ce qui a trait à la demande, nous estimons que ces quatre obstacles potentiels vont à l'encontre de l'opinion consensuelle voulant que la demande de pétrole diminue sensiblement d'ici la fin de cette décennie. Nous constatons qu'il existe de nombreuses estimations quant à la demande de pétrole au cours des prochaines décennies. Les disparités pourraient être importantes entre ce qui se produira et ce que les décideurs souhaitent voir se produire. Par conséquent, nous croyons que l'exposition à l'énergie pourrait potentiellement couvrir les portefeuilles contre un large éventail de résultats.

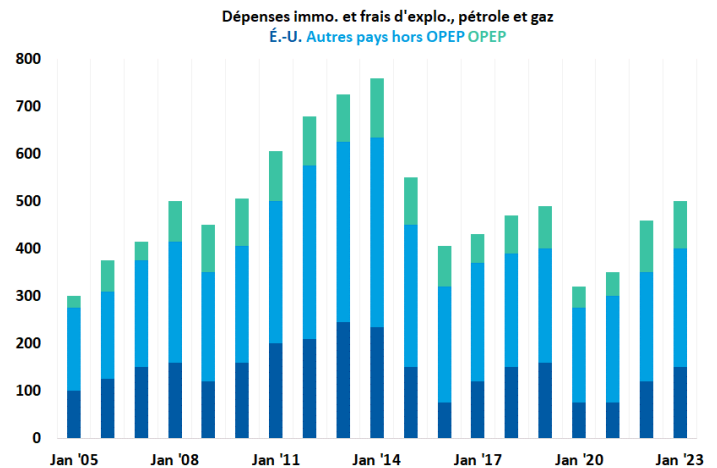
Nous allons maintenant explorer les tendances de l'offre sur lesquelles reposent nos attentes en matière de volatilité accrue du prix du pétrole.

L'offre pétrolière commence à se positionner pour la carboneutralité

Le sous-investissement dans l'approvisionnement en produits de base au cours de la dernière décennie devrait se poursuivre alors que la transition attendue vers une économie plus sobre en carbone crée de l'incertitude quant à la demande future en énergie et autres produits de base. Nous croyons également que les approvisionnements auront de la difficulté à répondre à la demande, ce qui entraînera des pressions sur les prix.

Comme le montre le graphique 2 ci-dessous, les dépenses d'immobilisation ont atteint un sommet dans le secteur mondial du pétrole et du gaz en 2014, soit environ 780 milliards de dollars américains, avant de diminuer pour atteindre un creux d'environ 350 milliards de dollars américains en 2020 et en 2021, soit moins de la moitié des dépenses de 2014. Nous prévoyons que les dépenses d'immobilisation équivalront à environ 500 milliards de dollars américains en 2023. Veuillez noter qu'au cours de la période suivant la pandémie, la majeure partie de l'augmentation des dépenses nominales a été attribuable à l'inflation, de sorte que les dépenses réelles ont été bien inférieures aux niveaux de dépenses requis précédents.

Graphique 2. Dépenses d'immobilisation mondiales pour le pétrole et le gaz (É.-U., autres pays non-OPEP et OPEP)



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., Wood Mackenzie. Remarque : L'OPEP fait référence aux 13 membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). L'OPEP+ comprend 11 autres pays non membres de l'OPEP.

Selon l'U.S. Energy Information Administration (octobre 2021), l'approvisionnement mondial de base en pétrole devrait baisser pour atteindre un TCAC de 6 % entre 2020 et 2040, un recul qui devrait dépasser la baisse de la demande de pétrole. Étant donné que le pétrole et le gaz naturel sont des ressources épuisables, le sous-investissement à long terme risque d'entraîner une volatilité des prix supérieure pour les produits de base.

La nouvelle offre pétrolière pourrait prendre un certain temps à se mettre en place, ce qui pourrait soutenir le pouvoir de fixation des prix. Selon Morgan Stanley Research, si l'offre de pétrole atteint son apogée vers le milieu de la décennie tandis que la demande n'atteindra le sien qu'au tournant de la décennie, la tension potentielle sur le marché du pétrole sera considérable. De plus, la mise en place d'une nouvelle offre de pétrole peut prendre du temps. Par exemple, Saudi Aramco a indiqué que l'expansion prévue de sa capacité de 1 Mb/jour ne sera pas réalisée avant 2027.

Un monde/une géopolitique multipolaire peut entraîner une volatilité accrue du prix du pétrole. Nous examinons souvent les cycles précédents pour comprendre le comportement de l'économie et celui des marchés financiers/de produits de base au fil du temps, sous l'influence de divers facteurs externes. Historiquement, il existe une corrélation entre la volatilité du prix du pétrole et les risques géopolitiques. Toutefois, la réponse tarifaire traditionnelle, les dépendances du commerce de l'énergie et la dominance du dollar américain dans le commerce mondial et les prix de l'énergie ont peut-être atteint un point d'inflexion. À la suite des tarifs douaniers imposés à la Chine par l'administration Trump en 2018, et éventuellement accélérés après l'invasion russe de l'Ukraine, dans un monde multipolaire

qui est potentiellement partagé entre les alliés des États-Unis et de l'OTAN et les pays BRICS, nous nous attendons à une volatilité plus élevée des prix du pétrole, toutes choses égales par ailleurs.

Où pourrions-nous nous tromper en ce qui concerne l'offre?

Nous nous attendons à ce que l'offre demeure limitée au cours de la prochaine décennie de transition vers la carboneutralité. Toutefois, à court terme, Morgan Stanley Research constate qu'en dépit d'un faible investissement, **l'offre hors OPEP+ a augmenté et l'offre en provenance de Russie, d'Iran et du Vénézuéla grimpe en flèche**. Comme nos observations sur la demande, du côté de l'offre de pétrole brut, les prévisions pluriannuelles comportent de larges intervalles d'incertitude quant aux tendances actuelles et, malgré un faible investissement, il y a peu de tensions à l'horizon.

Bien que les dépenses d'immobilisation aient déjà été ajustées par rapport aux prévisions de la demande liée à la carboneutralité, l'offre en pétrole est demeurée solide, selon Morgan Stanley Research. Cette situation est reflétée par l'US Energy Information Administration (EIA) qui prévoit que la production de pétrole brut américain se chiffrera en moyenne à 12,8 millions de barils/jour en 2023 et à 13,1 millions de barils/jour en 2024, un niveau de production record malgré des politiques énergétiques gouvernementales loin d'être enthousiastes à l'égard de l'industrie. La production américaine représentait 20 % du brut mondial fourni en 2022, le plus grand pays producteur hors OPEP, ce qui donne à la production américaine un certain poids dans l'équilibre de l'offre mondiale de pétrole brut.

En outre, l'EIA prévoit que la production mondiale sera à la hauteur de la demande courant 2024, malgré les réductions de production annoncées par l'OPEP. Selon l'EIA, toutes choses étant égales par ailleurs, des niveaux inférieurs de l'offre hors OPEP tendent à exercer une pression à la hausse sur les prix en réduisant l'offre mondiale totale et en augmentant l'influence de l'OPEP. Inversement, des niveaux plus élevés d'offre hors OPEP tendent à exercer une pression à la baisse sur les prix en augmentant l'offre mondiale totale et en diminuant l'influence de l'OPEP.

Alors que l'offre sur le marché pétrolier devient de plus en plus sensible aux changements attendus dans un avenir lointain, avec une réduction des dépenses d'immobilisations, l'évolution de la demande n'a pas suivi. Conjointement, cela signifie que les prix vont probablement être plus élevés en moyenne, mais probablement aussi plus volatils.

Mentions

Le Comité mondial de placement est un groupe de professionnels chevronnés en placements de Morgan Stanley & Co. et de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine qui se rencontrent régulièrement pour discuter de l'économie mondiale et des marchés. Le comité détermine les perspectives d'investissement qui guident nos conseils aux clients. Il surveille continuellement la situation économique et du marché, examine les perspectives tactiques et recommande les pondérations du modèle de répartition de l'actif. Il produit en outre une série de stratégies, d'analyses, de commentaires, de suggestions de positionnement du portefeuille et d'autres rapports et émissions.

Définitions des indices

Indice S&P 500 : l'indice Standard & Poor's (S&P) 500 assure le suivi du rendement de 500 actions américaines à forte capitalisation largement répandues.

Indice composé S&P/TSX : L'indice composé S&P/Bourse de Toronto est un indice pondéré en fonction de la capitalisation conçu pour mesurer l'activité du marché des actions inscrites à la Bourse de Toronto. L'indice a été élaboré avec un niveau de base de 1 000 à partir de 1975.

Considérations relatives aux risques

Les titres de participation peuvent fluctuer en réponse aux nouvelles sur les sociétés, les industries, la situation du marché et l'environnement économique général.

La valeur des titres à revenu fixe fluctue et, lors d'une vente, peut être supérieure ou inférieure au coût initial ou à la valeur à l'échéance. Les obligations sont assujetties aux risques liés aux taux d'intérêt, au risque de remboursement anticipé, au risque de réinvestissement, au risque de liquidité et au risque de crédit de l'émetteur.

Les obligations à rendement élevé (obligations dont la cote est inférieure à la catégorie d'investissement) peuvent avoir des caractéristiques spéculatives et présenter des risques importants au-delà de ceux des autres titres, y compris un risque de crédit plus élevé, une volatilité des prix et une liquidité limitée dans le marché secondaire. Dans un portefeuille équilibré, les obligations à rendement élevé doivent représenter seulement une portion du portefeuille.

Les sociétés qui versent des dividendes peuvent réduire ou interrompre ces paiements en tout temps.

La répartition des actifs et la diversification ne garantissent pas un profit ni ne protègent contre les pertes sur les marchés financiers en déclin.

L'investissement dans des entreprises de petite à moyenne taille comporte des risques particuliers, comme des gammes de produits, des ressources financières et des marchés limités, et une plus grande volatilité que les titres d'entreprises plus importantes et plus établies.

En raison de leur étroite concentration, les investissements sectoriels ont tendance à être plus volatils que les investissements qui se diversifient dans de nombreux secteurs et entreprises. Les actions du secteur technologique peuvent être particulièrement volatiles. Les risques applicables aux entreprises des secteurs des ressources énergétiques et naturelles comprennent le risque lié au cours des produits de base, le risque lié à l'offre et à la demande, le risque d'épuisement et le risque lié à l'exploration. Les actions du secteur de la santé sont assujetties à la réglementation gouvernementale, ainsi qu'à l'approbation gouvernementale des produits et services, ce qui peut entraîner des répercussions importantes sur les cours et la disponibilité. Elles peuvent également être considérablement affectées par l'obsolescence rapide et l'expiration des brevets.

Les indices sont non gérés. Un investisseur ne peut pas investir directement dans un indice. Ils sont présentés à titre informatif seulement et ne représentent pas le rendement d'un placement particulier.

Les indices choisis par Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada pour mesurer le rendement sont représentatifs de grandes catégories d'actifs. Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada se réserve le droit de modifier les indices représentatifs en tout temps.

Mentions légales

Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc. (« MSGPC ») est une filiale en propriété exclusive de Solium Capital ULC, laquelle est une filiale en propriété exclusive de Morgan Stanley, une société ouverte inscrite à la bourse de New York et dont le siège social mondial est situé dans la ville de New York.

Ce document a été préparé à titre informatif seulement et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres ou d'autres instruments financiers, ni une participation à une stratégie commerciale. Le rendement passé n'indique pas nécessairement ce que sera le rendement futur.

Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., ses sociétés affiliées et les conseillers financiers de Morgan Stanley ne fournissent pas de conseils juridiques ni fiscaux.

Chaque client/cliente doit toujours consulter son conseiller fiscal ou juridique pour obtenir des renseignements sur sa situation personnelle et pour connaître les répercussions fiscales potentielles découlant d'une recommandation particulière.

Le présent document, ou toute partie de celui-ci, ne peut être réimprimé, vendu ou redistribué sans le consentement écrit de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc.

© Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., 2023.