

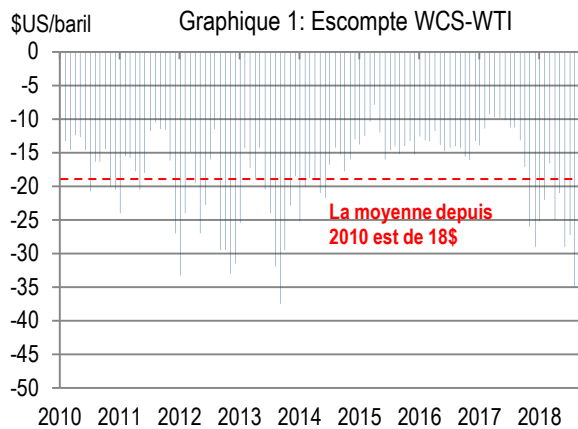


Valeurs mobilières Banque Laurentienne

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE

Le point sur la récente baisse des prix du pétrole canadien et son incidence sur le budget de l'Alberta

Le niveau record de l'escompte sur le prix du pétrole canadien continue de faire les manchettes, ce qui a notamment pesé sur les écarts de taux obligataires de l'Alberta. Combiné à l'accroissement de la production de pétrole venant des sables bitumineux, le revers judiciaire concernant l'oléoduc Trans Mountain à la fin d'août allongera la période pendant laquelle le pétrole canadien sera vendu à un prix nettement inférieur à celui du WTI. Cela dit, la situation de la semaine dernière, qui a conduit à un escompte record de 50 \$ US sur le baril de pétrole Western Canadian Select (WCS), ne devrait pas persister, car elle est surtout attribuable à une combinaison de facteurs temporaires.



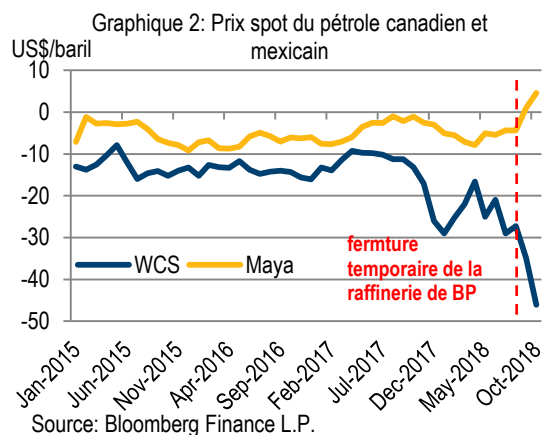
Source: Bloomberg Finance L.P.

Premièrement, pour mettre les choses en contexte, il n'est pas rare d'observer de fortes variations de l'escompte sur le pétrole canadien (graphique 1). Par rapport à une moyenne de l'escompte de 18 \$ US WCS-WTI depuis le début de 2010, un écart-type mensuel de 7 \$ US est élevé. Qui plus est, les prix quotidiens montrent des fluctuations encore plus fortes.

Deuxièmement, les contraintes de transport actuelles et les retards dans la construction de l'oléoduc Trans Mountain étaient, selon nous, déjà pris en compte dans les prix du pétrole canadien avant la forte baisse observée en octobre. Pour étayer notre opinion, nous comparons deux types de pétrole brut de même qualité : le pétrole brut Maya, un pétrole brut de référence latino-américain dont le prix est établi au Mexique, et le WCS. Depuis le début de 2015, l'écart

entre le WCS et le Maya a été relativement constant et faible. En effet, au cours de cette période, l'écart moyen de 8 \$ US reflétait les coûts supplémentaires afin d'amener le pétrole canadien sur les marchés. Cependant, lorsque les contraintes de capacité de transport ont commencé à s'intensifier à la fin de 2017, l'écart entre le WCS et le Maya a commencé à augmenter. Il a atteint des niveaux record à la fin de septembre et en octobre, lorsque la raffinerie Whiting de BP, en Indiana, le plus gros acheteur de pétrole lourd canadien à 250 000 barils par jour, a temporairement cessé ses activités à des fins d'entretien (graphique 2). Cependant, la raffinerie devrait rouvrir en novembre, ce qui réduira l'escompte sur le WCS. De plus, la nouvelle raffinerie Sturgeon près d'Edmonton, qui est censée accroître de 80 000 barils par jour la capacité de raffinage canadien de pétrole brut lourd, ne fonctionne pas encore à plein régime, mais elle devrait le faire avant la fin de l'année.



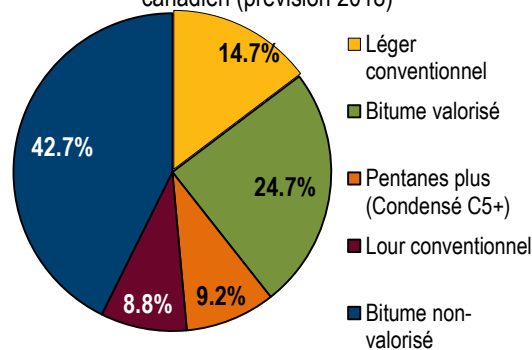


Troisièmement, il est important de souligner que le pétrole lourd conventionnel et le bitume non valorisé de l'Ouest canadien ne représentent « qu'un peu plus » de la moitié de la production totale de la région, qui est estimée à 4,3 millions de barils par jour en 2018. De plus, vraisemblablement plus de la moitié de cette production de pétrole et de bitume n'est pas vendue au prix au comptant actuel du WSC. Par conséquent, une fraction importante de la production de pétrole brut de l'Ouest canadien est vendue à des prix supérieurs à celui qui serait indiqué par le niveau actuel de l'escompte WSC-WTI. Par exemple, le pétrole léger conventionnel et le bitume valorisé (une forme de pétrole brut non conventionnel) représentent environ 40 % de la production de pétrole brut de l'Ouest canadien (graphique 3).¹ Les prix de ces flux de pétrole brut ont fortement diminué à la suite de l'annonce de la fermeture de la raffinerie Whiting de BP, mais leurs prix de référence présentent un escompte par rapport au WTI qui est d'environ la moitié de celui sur le WSC. C'est le cas également du pétrole brut synthétique (valorisé), qui représente environ le quart de la production totale de l'Ouest canadien. Enfin, le prix du condensat de l'Alberta, qui constitue 9 % de la production, a connu une baisse moins forte surtout attribuable à une offre excédentaire aux raffineries américaines et à une baisse de la demande pour les

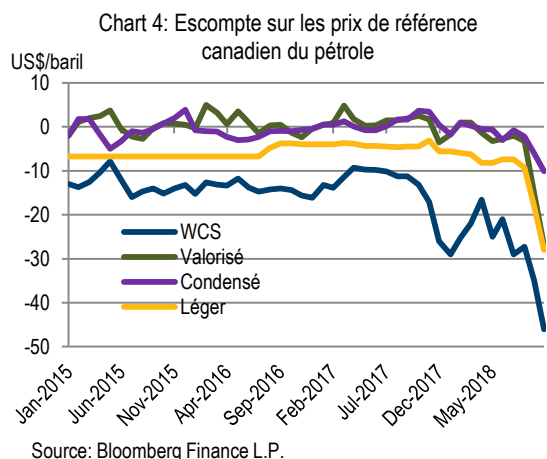
¹ La production de pétrole dans l'Ouest canadien est concentrée en Alberta (88 % de la production).

diluants. Alors que son prix est habituellement équivalent à celui du WTI, il se négocie actuellement pour un escompte de moins de 10 \$ (graphique 4).

Graphique 3: Production de pétrole de l'Ouest canadien (prévision 2018)

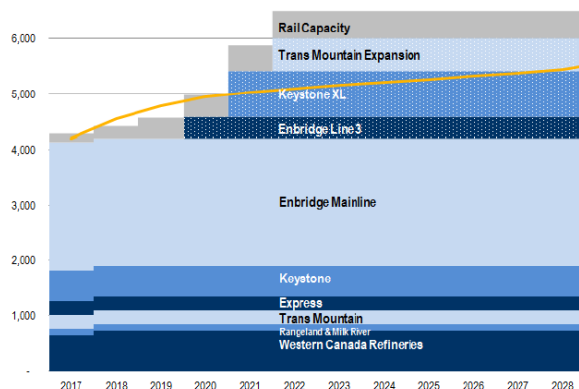


Cela vaut la peine de le répéter, tout le pétrole brut n'est pas vendu sur le marché aux prix au comptant ou aux prix de contrats à court terme. De nombreux acheteurs de pétrole brut ont conclu des contrats à long terme qui leur garantissent un certain prix vraisemblablement supérieur aux prix au comptant actuels (qui ont diminué). De plus, les producteurs et les acheteurs concluent des contrats de couverture qui les protègent des fortes fluctuations, ce qui leur garantit une certaine stabilité dans leurs revenus et dans leurs dépenses futurs. Bien que les contrats à terme et les contrats de couverture offrent une protection seulement pour une période limitée, il nous paraît peu probable que les escomptes record actuels persistent.



En résumé, les contraintes de transport continueront de peser sur le prix du WCS, mais le rétablissement de la capacité de raffinage aux États-Unis et l'augmentation de la capacité de la raffinerie Sturgeon à Edmonton dans un avenir rapproché devraient atténuer les pressions sur tous les prix de référence canadiens, y compris ceux du pétrole léger, du pétrole synthétique valorisé et du condensat. L'escompte WCS-WTI devrait alors se situer entre 20 \$ US et 30 \$ US jusqu'à ce que la capacité de transport ait rejoint l'offre. D'après des renseignements fournis par l'Association canadienne des producteurs pétroliers (ACPP), cela ne devrait pas se produire avant 2020, lorsque l'inversion de la Ligne 3 d'Enbridge sera achevée et que la capacité de transport par train aura augmenté (graphique 5).

Graphique 5: Production de pétrole de l'Ouest canadien et processus de sortie



Source: ACPP et VMBL Institutionnel Actions.

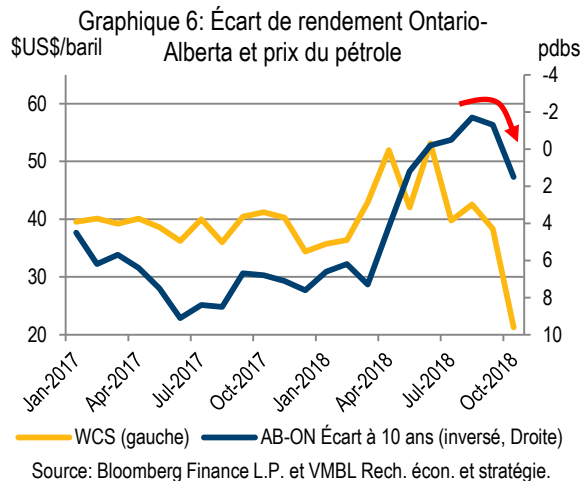
Du côté des finances publiques, les hypothèses prudentes adoptées par le ministre des Finances de l'Alberta concernant le prix du WTI, l'escompte WCS-WTI et le dollar canadien aideront la province à traverser cette période difficile sans problème budgétaire majeur. En effet, la [première mise à jour trimestrielle](#) publiée à la fin d'août postule un escompte WCS-WTI de 24 \$ US pour tout l'exercice financier 2018-2019. L'escompte était beaucoup plus faible entre avril et août, à environ 19 \$ US par baril. Par conséquent, cet escompte pourrait être en moyenne de 30\$ US d'ici la fin de l'exercice 2018-2019 sans engendrer une détérioration du solde budgétaire de la province et des besoins d'emprunts plus élevés que prévu. Dans le pire des cas, celui où l'escompte record de 50 \$ US persiste jusqu'à la fin de l'exercice, le déficit de l'exercice 2018-2019 ne s'aggraverait que d'environ 3 G\$ selon nos calculs (vous trouverez [ici](#) des estimations de la sensibilité du solde budgétaire de l'Alberta au prix du WTI, à l'escompte WCS-WTI et au dollar canadien). En ajoutant cette détérioration à un déficit estimé à 7,8 G\$ dans la première mise à jour trimestrielle, on obtient un manque à gagner de 10,8 G\$, ce qui est modérément plus élevé que celui de 8,8 G\$ initialement prévu dans le budget de mars 2018.

Voyons maintenant ce qui pourrait se passer après l'exercice 2018-2019. L'escompte sur le WCS postulé par la province est de 21 \$ pour l'exercice 2019-2020 et 22,30 \$ pour l'exercice 2020-2021. Bien que l'escompte puisse être plus important, il devrait être entièrement contrebalancé par une dépréciation du dollar canadien (hypothèse d'une valeur de 80 cents US pour les exercices 2019-2020 et 2020-2021 dans le budget de 2018) et un prix du WTI plus élevé que prévu (hypothèse d'un prix de 60 \$ US le baril pour l'exercice 2019-2020 et de 63 \$ US pour l'exercice 2020-2021).

Enfin, sur le **plan du crédit,** l'écart entre les taux des obligations à 10 ans de l'Alberta et de l'Ontario s'est élargi de 3,1 points de base (6 point de base par rapport au taux des obligations à 10 ans du Canada) depuis le dernier jour ouvrable de septembre, en

raison de préoccupations concernant les incidences budgétaires de la baisse des prix du pétrole (graphique 6). Toutefois, comme l'escompte sur le prix du pétrole brut canadien devrait diminuer à court ou à moyen terme, les écarts de taux des obligations de l'Alberta devraient s'améliorer.

En conclusion : L'important écart entre les prix du WTI et du WCS pourrait légèrement détériorer le solde budgétaire de l'Alberta pour l'exercice 2018-2019, mais il est peu probable qu'il ait une forte incidence à plus long terme. Les récentes inquiétudes au sujet de la dette de la province – et, par conséquent, de l'élargissement de ses écarts de taux – pourraient donc avoir été exagérées.



Luc Vallée | Stratège en chef
514 350-3000 | valleel@vmbi.ca

Sébastien Lavoie | Économiste en chef
514 350-2931 | lavoies@vmbi.ca

Dominique Lapointe | Économiste
514 350-2924 | lapointed@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.