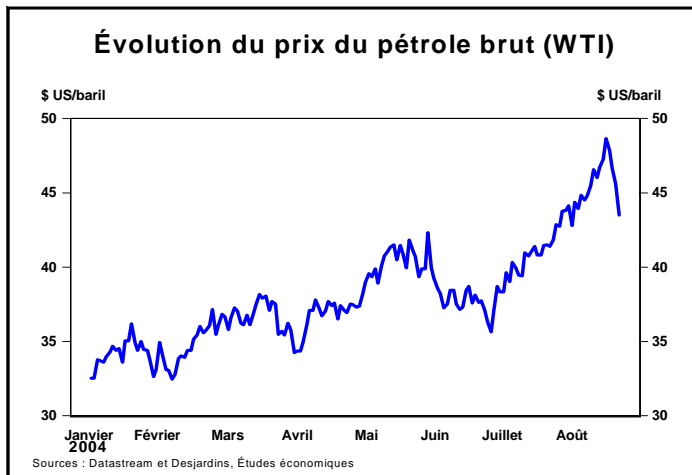


## Pétrole : les appréhensions font flamber les prix

Nous avons déjà fait le point sur la question du pétrole le 28 mai dernier en présentant les éléments susceptibles d'alimenter la hausse des cours du brut et les effets éventuels sur les économies américaine et canadienne. Depuis, le prix du pétrole s'est emballé et a pratiquement atteint les 50 \$ US le baril au cours de la semaine du 16 août dernier. De nouveaux éléments doivent être pris en compte, et il convient, par conséquent, de revenir sur la question pour faire le point sur la situation qui prévaut actuellement afin de mieux évaluer les répercussions sur l'économie nord-américaine et les marchés financiers.



### Une offre limitée face à une demande plus forte que prévu

Actuellement, nous disposons d'une meilleure appréciation de l'offre et de la demande pétrolière mondiale pour 2004 et 2005. En mai, nous savions que la demande avait crû de façon importante par rapport à l'année précédente. Toutefois, l'analyse des données depuis janvier montre une accélération de la demande (notamment en Chine et aux États-Unis) encore plus rapide que nous l'anticipions antérieurement. Dans un tel contexte, les craintes d'un approvisionnement insuffisant, déjà présentes au printemps, se sont avivées au cours de l'été. Alors que l'offre de pétrole couvre suffisamment les besoins actuels, c'est la crainte d'une rupture des approvisionnements qui alimente les hausses de prix.

Tous les événements susceptibles de nuire à la production, à l'exportation ou au raffinage du pétrole deviennent des sources d'inquiétude et alimentent la peur de manquer de pétrole. À l'heure actuelle, les craintes l'emportent sur la rationalité. C'est un peu comme si l'on donnait un prix à chacune des probabilités de rupture de la chaîne d'approvisionnement et que la somme de ces prix se reflétait dans le cours du brut. Dans un marché comme celui du pétrole, les maillons de cette chaîne sont nombreux, ce qui multiplie les sources d'anxiété et de spéculation.

### La sécurité des approvisionnements remise en cause

À l'équilibre offre/demande déjà serré, aux violences au Proche-Orient (Palestine-Israël) et aux tensions déjà présentes au Moyen-Orient (depuis le conflit avec l'Irak) se sont ajoutées d'autres sources de préoccupations. La question de la sécurité des installations en Arabie saoudite (premier producteur mondial, dont la place est disputée par la Russie) est remise en cause depuis que des attentats ont été perpétrés sur des travailleurs étrangers en juin. La résistance active de groupes armés irakiens face aux troupes américaines en place et au nouveau gouvernement se traduit par des actes de sabotage sur des installations pétrolières (sites de production, pipeline). Dans ce pays, la production a été réduite de 1,8 M b/j (barils par jour) en avril à environ 1 M b/j pendant quelques semaines en août. La production, cependant, est à la hausse depuis quelques jours.

La saga entourant la compagnie Yukos en Russie a aussi des répercussions sur le marché. Le gouvernement russe menace de saisir son plus important champ pétrolier en Sibérie (1 M b/j) pour non-paiement d'arriérés d'impôt. La situation ne semble pas sur le point de s'éclaircir et génère à son tour beaucoup de tensions.

L'instabilité politique au Venezuela (troisième producteur mondial), qui s'est traduite par la remise en cause de la légitimité du chef de gouvernement, Hugo Chavez, a contribué à nourrir les inquiétudes quant à l'approvisionnement en pétrole. Lors de la contestation du leadership d'Hugo Chavez, en 2002, la production avait été réduite de moitié pendant plusieurs semaines et a mis longtemps avant d'être rétablie.

**François Dupuis**

Chef économiste adjoint et stratège

Tél. : 514-281-2336 ou 1 866 866-7000 poste 2336

**Joëlle Noreau**

Économiste

**Benoit P. Durocher**

Économiste

Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Francis Généreux**

Économiste

## Le problème de la rigidité de l'offre

Par ailleurs, la capacité excédentaire de l'Arabie saoudite (1,3 M b/j) pourrait n'être disponible que dans plusieurs mois. Dans certains cas, il faudrait rouvrir certaines installations. Même si la Russie décidait de mettre davantage de brut sur le marché, elle demeure limitée par ses infrastructures de transport, par pipeline notamment.

À ce tourbillon d'incertitudes s'ajoute la hausse des tarifs des super tankers. La mise hors service des pétroliers à simple coque complique singulièrement les choses. La congestion actuelle des chantiers maritimes asiatiques ne leur permet pas de livrer rapidement de nouveaux bateaux. Cela crée un goulot d'étranglement au chapitre de la livraison du pétrole et des produits raffinés, mais, surtout, limite les possibilités quant au transport de quantités supplémentaires au fur et à mesure que la demande s'affirme.

Pour finir, les prévisions pour 2005 de l'IEA (International Energy Agency), une autorité en la matière, présentent un portrait encore plus serré de l'équilibre entre l'offre et la demande mondiale de pétrole. Cette estimation mousses les anticipations négatives quant à une pénurie de pétrole. Elle a d'autant plus de prise que s'amorcera bientôt l'hiver dans l'hémisphère nord, générant une demande supplémentaire d'énergie.

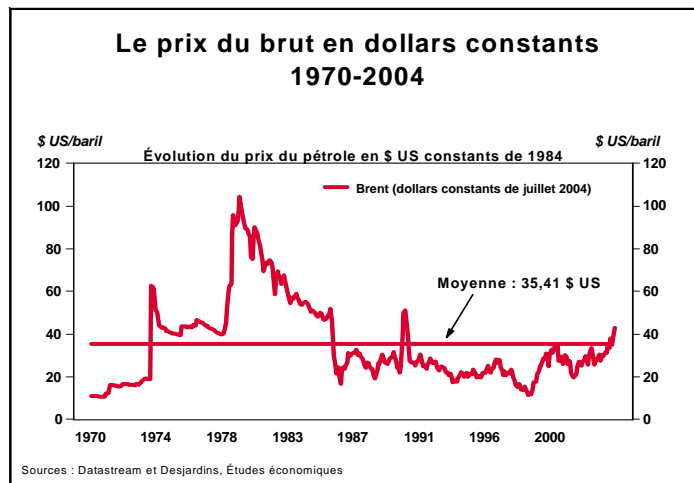
## Le prix, baromètre des angoisses

Question de prix, le WTI (Western Texas Intermediate) est passé de 35,15 \$ US le baril en janvier, à 40,27 \$ US en mai, puis à 38,04 \$ US en juin et a presque atteint 50 \$ US le 20 août dernier. Jusqu'où peut-il aller? La barre des 50 \$ US qui semblait utopique en mai a pratiquement été atteinte. Peut-on rejoindre les 60 \$ US le baril? Ce n'est pas impossible, mais ce serait temporaire compte tenu qu'à ce prix, la demande commencerait à décliner et la pression sur les prix en ferait tout autant. Ce matin, le WTI se transige aux alentours de 43,50 \$ le baril.

Que nous réservent les prochains mois? Les conditions actuelles risquent peu d'évoluer rapidement, voilà pourquoi les prix demeureront élevés (autour de 40 \$ et au-delà) encore un moment. Parmi tous les scénarios possibles, il semble que le plus probable soit celui d'un prix du baril oscillant autour de 45 \$ US (WTI) au troisième trimestre et plus près de 40 \$ US au quatrième trimestre. Ces hypothèses reposent sur la remise en production graduelle d'une partie des installations en Irak au quatrième trimestre de 2004, sur un léger accroissement de la production des pays non membres de l'OPEP, d'une hausse de la production d'au moins 300 000 b/j par l'Arabie saoudite ainsi que d'un règlement sans heurt de la saga opposant Yukos et le gouvernement russe (pas d'arrêt de la production et des

exportations). Ce pronostic suppose un ralentissement de cadence des économies américaine et chinoise par rapport au rythme soutenu de la première moitié d'année. Le ralentissement modéré des deux pays, les plus grands consommateurs de la planète, n'est cependant pas attribuable uniquement au prix de l'énergie.

Il n'y a pas lieu de s'alarmer pour le moment. Si l'on exprime les prix du pétrole de 1970 à nos jours sur une base unique, soit exprimés en dollars de 2004, on constate que la situation n'est pas aussi catastrophique qu'elle apparaît à première vue. Le prix actuel du baril de pétrole est encore loin des niveaux atteints lors des crises pétrolières de la fin des années 70 et du début des années 80. On se rappellera que les économies développées avaient été plongées dans une grave récession à l'époque. En 1991, le prix du pétrole avait aussi atteint un sommet durant la guerre du Golfe persique. Combinée à d'autres facteurs, cette escalade du prix du pétrole avait contribué aux difficultés économiques du début des années 90 aux États-Unis. Non seulement le prix actuel du pétrole brut est encore éloigné de ces sommets, mais les économies des pays industrialisés sont de moins en moins dépendantes du pétrole, ce qui réduit leur vulnérabilité aux soubresauts des prix pétroliers.



## Que peut-on espérer au cours des prochains mois?

Dans la mesure où il n'y a pas de bouleversements économiques importants et que les craintes d'attentats ne se matérialisent pas, les prix demeureront élevés d'ici la fin de l'année compte tenu des conditions en place. Bien qu'il soit hasardeux de se prononcer sur le prix du pétrole, il nous apparaît raisonnable de croire que ce dernier se situera dans une fourchette de 40 \$ US à 50 \$ US, avec quelques incursions possibles au-delà de cette marque. À la lumière des informations disponibles à ce jour, il pourrait évoluer en moyenne autour de 34 \$ US à 38 \$ US l'an prochain.

## La montée du prix du brut

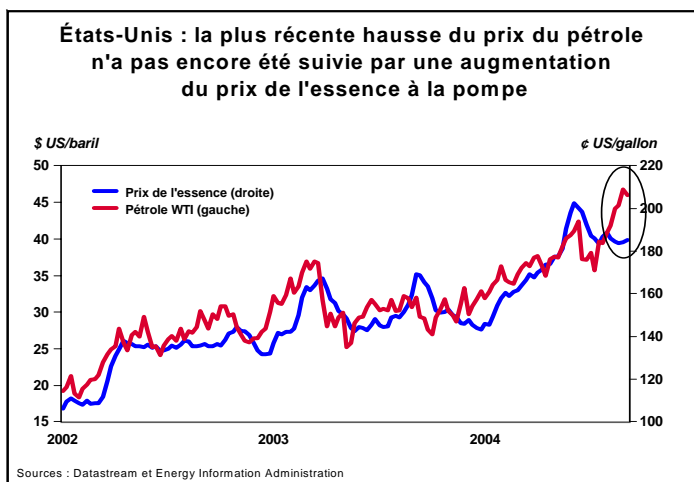
Notre scénario de prévisions (26 août)

	WTI en \$ US le baril	
	Scénario d'août 2004	Scénario de juin 2004
T1 2004	35,21 \$	35,21 \$
T2 2004	38,34 \$	38,30 \$
	----- Prévisions -----	
T3 2004	45,00 \$	36,50 \$
T4 2004	40,00 \$	36,50 \$
Moyenne 2004	40,00 \$	36,00 \$
Moyenne 2005	34,00 \$ à 38,00 \$	32,00 \$

Pas de chocs majeurs sur l'approvisionnement en pétrole, mais l'incertitude géopolitique persiste au Moyen-Orient : pas de retour à la fourchette de l'OPEP (24,00 à 28,00 \$ US le baril).

### Effet sur les économies américaine et canadienne

Bien qu'elle demeure historiquement relativement modérée, la hausse du prix du pétrole risque tout de même de perturber l'activité économique américaine. Déjà, le PIB réel a progressé sous sa croissance potentielle au printemps, et les plus récentes difficultés économiques, telles que la faiblesse des dépenses de consommation, en termes réels, au deuxième trimestre et la perte de confiance des consommateurs, ont été en partie provoquées par les inquiétudes causées par la hausse du prix du pétrole et, jusqu'à l'été, des prix de l'essence à la pompe. Paradoxalement, malgré la flambée des prix du baril de pétrole brut, le prix de l'essence a légèrement diminué depuis son sommet du début de juillet. Cette dichotomie entre ces variations de prix donne un certain répit à l'économie. Mais, si l'essence augmente vers des niveaux relativement plus élevés que ceux que les Américains retrouvent à la pompe présentement, l'effet économique de la hausse du prix du pétrole sera beaucoup plus dommageable. Une hausse du prix de l'essence agit comme une taxe à la croissance du PIB et chaque cent de plus payé pour un gallon d'essence retire environ 1,4 milliard \$ US des poches des consommateurs.



La plupart des simulations économiques portant sur l'effet d'une augmentation marquée du prix du pétrole sur la croissance du PIB réel américain montrent qu'une augmentation de 50 % du prix du pétrole par rapport à un scénario de base (c'est-à-dire 45 \$ US au lieu de 30 \$ US) contribuerait à une croissance plus faible du PIB réel d'environ 0,5 % à 1,0 %. Comme nos scénarios prévoient, à partir de l'automne et en 2005, une diminution d'environ 20 % du prix du baril, l'effet économique pourrait être moins important. Mais, pour le second semestre de 2004, la croissance du PIB réel passerait d'une croissance moyenne de 3,8 % à une croissance de 3,4 %. Notre estimation de croissance du PIB réel pour 2005 passerait de 3,8 % à 3,5 %. Bien entendu, le prix du pétrole n'est pas le seul facteur influençant ces prévisions, mais il joue tout de même un rôle prédominant dans la baisse des niveaux de croissance par rapport aux scénarios économiques publiés plus tôt cet été.

Il est évident que la hausse du prix du pétrole, surtout si elle se traduit par une augmentation du prix de l'essence, aura des conséquences directes sur l'inflation totale aux États-Unis. Même si l'énergie n'occupe que 7,1 % de l'indice des prix à la consommation (IPC), les importantes fluctuations des coûts énergétiques affectent directement l'évolution de l'IPC total. Par contre, comparativement à la situation des années 70 et 80, l'évolution du prix du pétrole a bien peu d'effets sur les variations de prix des biens non énergétiques, l'économie américaine étant proportionnellement moins énergivore qu'il y a 20 ou 30 ans. Ainsi, la hausse récente du prix du pétrole ne devrait pas avoir trop de répercussions sur l'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie, et les pressions inflationnistes devraient demeurer relativement modestes. L'inflation de base américaine devrait progresser à près de 2 % au cours des prochains trimestres.

Au Canada, à l'image de la situation américaine, la récente flambée des prix du pétrole brut n'a pas encore commencé à faire son effet sur les prix de détail de l'énergie. Par exemple, le prix de l'essence a diminué de 3,5 % en juillet dernier. Le prix du baril de pétrole brut avait pourtant augmenté d'environ 15 % durant le même mois. Comme la croissance des prix du brut a poursuivi son ascension durant une bonne partie du mois d'août, la remontée des prix sur les marchés internationaux se répercutera probablement dans les prochains mois au sein des prix à la consommation au Canada. Il faut donc s'attendre à un éventuel sursaut de l'indice global des prix à la consommation. Mais cette augmentation ne devrait être que passagère, soit le temps d'absorber la forte croissance des dernières semaines. Dans ces circonstances, nous devons porter notre attention sur l'inflation tendancielle (IPCX), qui exclut les éléments les plus volatils tels que l'essence. Or, on s'attend à ce que la variation annuelle de

l'inflation tendancielle demeure plus ou moins stable dans les mois à venir, soit aux alentours de 2 %.

La forte augmentation des prix du pétrole risque plutôt de se faire sentir sur la consommation des Canadiens. Puisque l'essence et les autres biens énergétiques sont plutôt inélastiques à court terme (c'est-à-dire que les variations des prix n'affectent pas beaucoup la demande), la remontée des prix équivaut à une réduction du revenu disponible des Canadiens. On peut donc craindre un ralentissement de la progression des dépenses de consommation. Le Canada pourrait être touché deux fois plutôt qu'une par ce phénomène puisque la demande américaine pourrait aussi être freinée par la diminution du revenu disponible des ménages américains et nos exportations en subiraient alors les effets néfastes.

D'un autre côté, le Canada est un producteur de pétrole et un exportateur net de produits pétroliers. La forte augmentation des prix du pétrole, combinée à l'accroissement de la demande mondiale, est donc bénéfique pour les compagnies pétrolières canadiennes. En bout de ligne, les effets sur l'économie canadienne d'une augmentation des prix du pétrole sont donc moins néfastes que l'on pourrait l'imaginer. Selon une étude du ministère des Finances du Canada, une augmentation de 1 \$ du prix réel entraîne une diminution de 0,05 % du PIB réel après quatre trimestres et de 0,1 % après huit trimestres. Comme le prix du pétrole brut a augmenté d'environ 10 \$, en termes réels, depuis le printemps, la croissance du PIB réel canadien pourrait être diminuée de près de 0,5 % au cours des prochains trimestres.

### Effet sur les marchés financiers

Ces pressions exercées par la flambée du prix du pétrole sur l'économie et l'inflation en Amérique du Nord devraient inciter la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada à se montrer prudentes au cours des prochains mois. Il nous semble clair que l'effet de la hausse des prix de l'énergie sera, dans un premier temps, perçu, par les banques centrales du continent, comme un risque à la croissance plutôt qu'un risque envers une hausse démesurée de l'inflation. Une croissance économique plus faible entraîne inévitablement un délai entre l'évolution de l'activité économique et la pleine utilisation de son potentiel, réduisant ainsi les pressions qu'une forte demande pourrait exercer sur l'inflation de base. Ainsi, la Réserve fédérale pourrait opter pour une pause dans la remontée des taux d'intérêts. De la même manière, la Banque du Canada devrait se montrer davantage patiente avant de commencer à augmenter ses taux directeurs.

Du côté du marché obligataire, les taux devraient continuer, à court terme, à évoluer dans la fourchette connue

depuis quelques semaines. Les incertitudes reliées au prix du brut et les perspectives d'une cadence moins élevée pour l'économie de nos voisins du Sud rendent pessimistes les intervenants. Par contre, nous croyons toujours que sur un horizon de quelques trimestres, les taux obligataires seront entre 1 % et 1,5 %, selon les échéances, plus élevés que les niveaux actuels.

La faiblesse marquée actuelle des cours boursiers sera également un phénomène transitoire. Bien que les progressions prévues demeurent toujours modestes pour les prochains trimestres (entre 5 % et 8 %, selon les indices), la Bourse devrait mieux performer une fois que les incertitudes auront diminué et que les craintes d'une pause prolongée de l'économie américaine se seront dissipées.

