

## **RALENTISSEMENT MONDIAL EN VUE : DOIT-ON S'ATTENDRE À UNE CORRECTION MARQUÉE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES?**

### Introduction

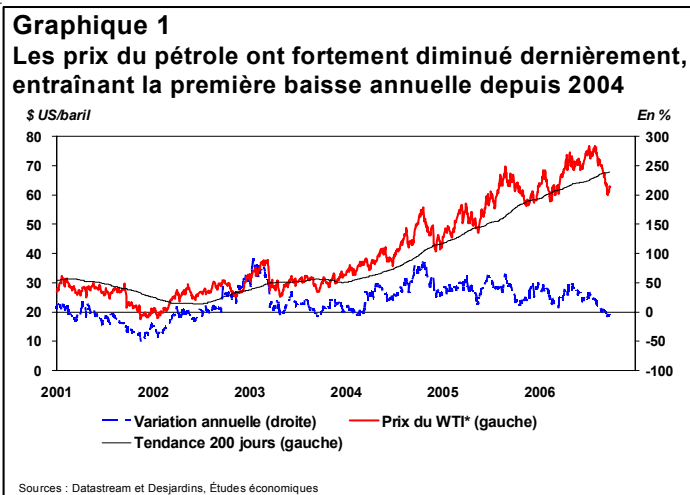
Les prix des matières premières ont fortement augmenté au cours des dernières années, bien au-delà des attentes de la plupart des analystes. Avec le ralentissement en cours de l'économie américaine, plusieurs s'attendent à un repli de la demande pour les ressources naturelles. Déjà, les prix du pétrole ont chuté de façon marquée au cours des deux derniers mois, et le caractère cyclique des prix des métaux porte à croire qu'ils sont aussi sur le point de subir une correction.

Dans ce *Point de vue économique*, nous ne revenons pas sur les méfaits potentiels, largement discutés ultérieurement, des prix élevés du pétrole sur l'économie. Nous nous attardons plutôt sur l'idée de plus en plus véhiculée que la hausse des prix des ressources naturelles n'est pas uniquement attribuable à l'accroissement de la demande mondiale, mais aussi à un problème d'offre. Nous montrons que des changements structurels, d'abord quant à l'importance grandissante de la demande asiatique, puis en ce qui concerne le désinvestissement graduel en exploration au cours des dernières décennies, suggèrent que les prix réels des ressources naturelles ne redescendront pas à leur tendance de long terme.

À court terme, nous ne sommes pas à l'abri d'une correction pour autant, mais la place de plus en plus prépondérante que prennent les économies chinoise et indienne porte à croire que les États-Unis ne sont plus les seuls à influencer sur les prix mondiaux. Nous maintenons ainsi notre optimisme : la correction des prix des matières premières, qui s'annonce de courte durée, ne sera que le prélude à la poursuite de la tendance haussière observée au cours des dernières années. Dans ces conditions, toute période de mollesse représente une occasion d'augmenter les positions de portefeuille, surtout en énergie, pour le moment, et en métaux industriels, éventuellement.

### Une légère correction à court terme...

Les prix des matières premières ont connu une croissance vertigineuse au cours des dernières années. D'un creux de 18 \$ US le baril au début de 2002, les prix du pétrole ont plus que quadruplé, atteignant un record de 78 \$ US le baril le 14 juillet 2006. Plus récemment, toutefois, les cours du brut ont fléchi fortement, cédant près de 20 \$ US le baril en l'espace de deux mois. Cette première baisse annuelle de prix depuis 2004 s'explique par une demande moins vigoureuse, mais surtout, par l'apaisement de plusieurs tensions du côté de l'offre de pétrole (graphique 1). On n'a qu'à penser à la fin du conflit entre le Hezbollah et Israël, au programme nucléaire iranien, aux perturbations climatiques d'envergure moins nombreuses dans le golfe du Mexique et, surtout, aux stocks de pétrole exceptionnellement élevés aux États-Unis.



Dans l'ensemble, les prix des métaux n'ont pas augmenté au même rythme que ceux du pétrole, mais ils ont

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

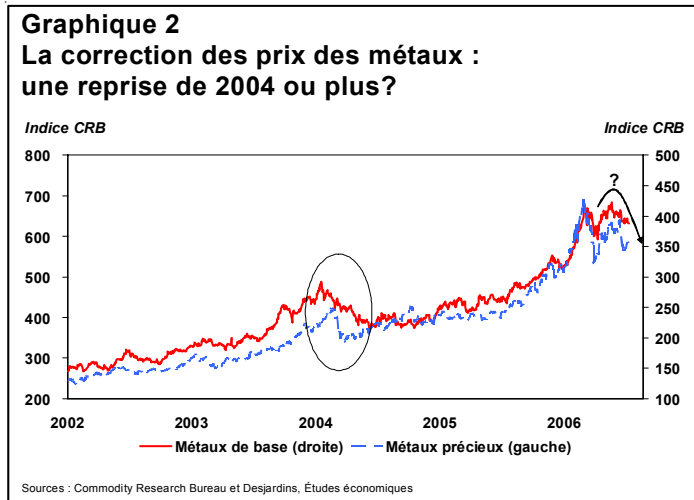
Tél. : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

**Martin Lefebvre**

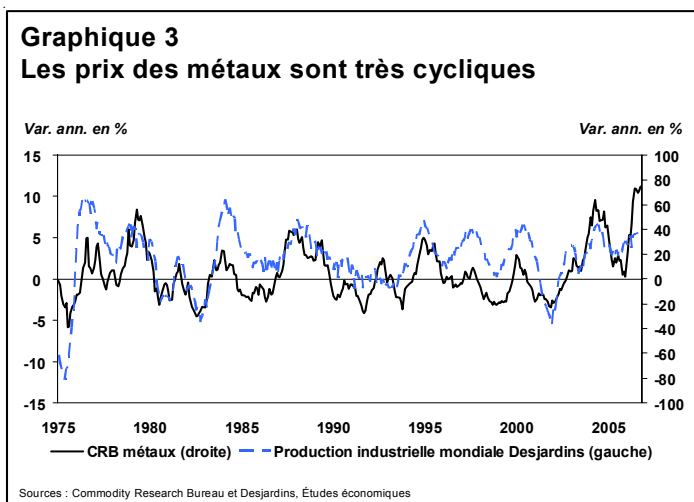
Économiste

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

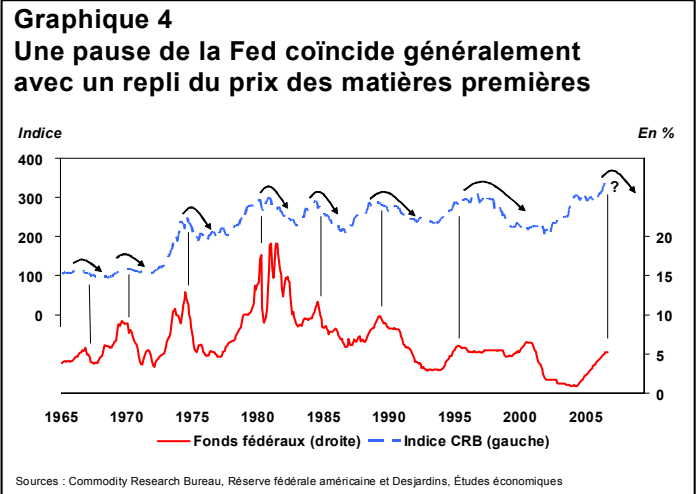
tout de même presque triplé depuis 2002, et certains d'entre eux, notamment ceux du cuivre, se sont appréciés de façon quasi exponentielle depuis la fin de 2005. Au cours des derniers mois, les prix des métaux précieux ont emboîté le pas au pétrole et ont cédé les gains du printemps 2006, mais les métaux de base continuent de défier la gravité (graphique 2). Les développements récents indiquent toutefois que le vent s'apprête peut-être à tourner.



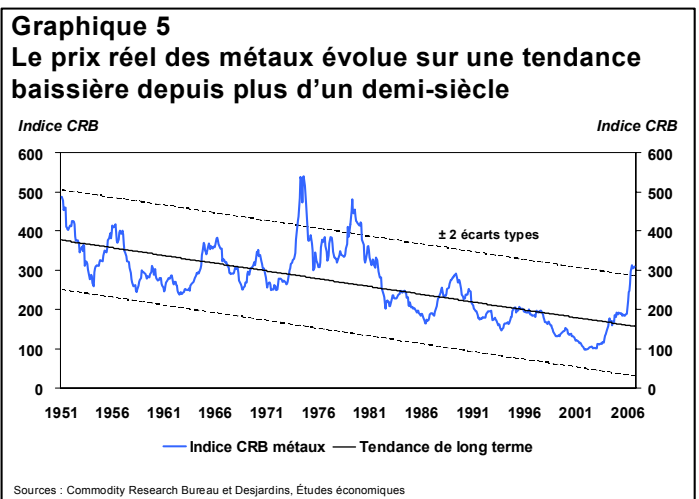
Il faut comprendre que les prix des matières premières sont très cycliques (graphique 3). En raison de la rigidité de l'offre à court terme, l'accroissement de l'activité économique tend à exercer des pressions à la hausse sur les prix. La hausse de prix incite les producteurs de ressources naturelles à augmenter leurs dépenses d'investissement, mais les ajustements sont très graduels. Pendant ce temps, les économies industrialisées entrent dans la phase d'expansion de leur cycle économique. La croissance économique est alors moins élevée, la demande diminue au moment où l'offre est à son comble, et les prix des matières premières se corrigent à la baisse.



Historiquement, cela a presque toujours coïncidé avec la fin du resserrement monétaire de la Réserve fédérale (Fed) américaine (graphique 4). Or, avec le ralentissement de l'économie américaine déjà visible<sup>1</sup>, tout porte à croire que la Fed a vraisemblablement terminé ses hausses de taux directeurs, et qu'une période de faiblesse attend ainsi les prix des matières premières.



D'ailleurs, sur une perspective de long terme, l'évolution récente prend de plus en plus des allures de bulle, et le niveau des prix des matières premières nous semble insoutenable. Dans le passé, les prix réels ont oscillé aux alentours d'une tendance baissière, et les quelques épisodes de forte croissance ont toujours été suivis par des périodes de correction qui ont ramené les prix en ligne avec la tendance de long terme (graphique 5). Le présent épisode ne devrait pas être différent.

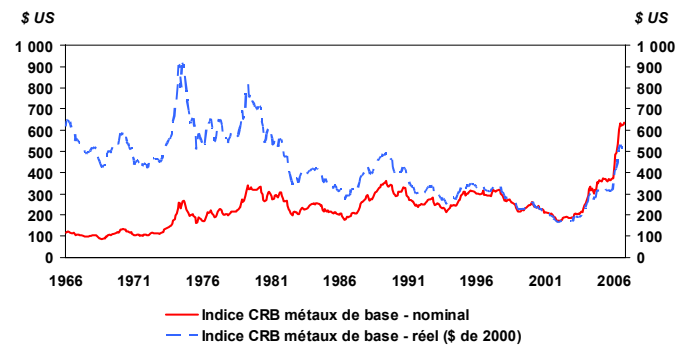


<sup>1</sup> Le PIB réel américain a ralenti de 5,6 %, à rythme trimestriel annualisé, au premier trimestre de 2006, à 2,6 % et 1,6 %, respectivement, au cours des deux trimestres suivants.

### ... mais tendance haussière à long terme

Dans les faits, rien n'est moins sûr. Certes, le prix des matières premières a explosé au cours des dernières années, mais si l'on tient compte de l'inflation, les niveaux atteints récemment sont à peine plus élevés que leur moyenne historique et restent faibles par rapport aux sommets établis lors des chocs pétroliers des années 70 (graphique 6). Par ailleurs, si correction il y a, plusieurs forces présentement à l'œuvre portent à croire que les prix des matières premières de base ne retourneront pas vers leur tendance baissière au cours des prochaines années. Cela s'explique en partie par d'importants changements structurels, tant sur le plan de la demande que de l'offre.

**Graphique 6**  
**La hausse réelle des prix des métaux reste modérée sur une base historique**

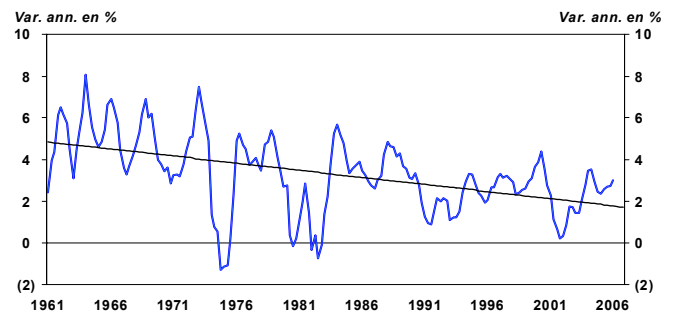


Sources : Commodity Research Bureau et Desjardins, Études économiques

Du côté de l'offre, on a observé un désinvestissement massif des producteurs de ressources au cours des années 90, alors que les attentes d'un fort rebondissement de la croissance économique, après plusieurs décennies de décélération au sein des pays les plus industrialisés, n'ont pas été satisfaites (graphique 7)<sup>2</sup>. La progression économique plus rapide depuis la récession américaine de 2001 et la hausse des prix des ressources devraient inciter certaines entreprises à favoriser l'exploration et le développement, mais il faudra plusieurs années de croissance soutenue des prix des matières premières pour renverser la tendance. Il faut dire que les ajustements se font lentement, la mise en opération d'une mine pouvant prendre, en moyenne, de huit à dix ans.

<sup>2</sup> La croissance économique a été particulièrement faible lors de la première moitié des années 90, et comme elle entreprenait un rebond, la crise asiatique l'a frappée de plein fouet, heurtant lourdement la demande pour les matières premières.

**Graphique 7**  
**La croissance du PIB réel du G7 a connu une décélération constante depuis les années 60**

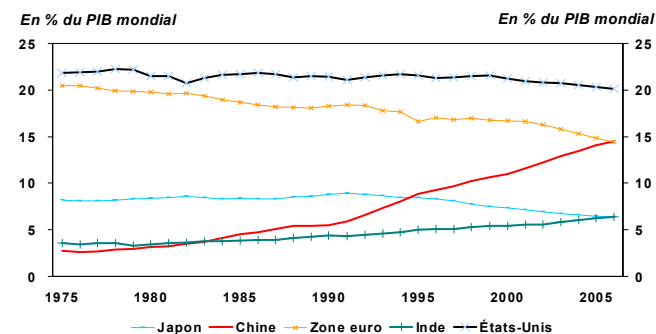


Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, qu'il s'agisse de pétrole ou de minéraux, les nouvelles découvertes se font souvent dans des endroits difficiles d'accès et dans un contexte politique et économique instable. Ainsi, bien que plusieurs entreprises de ressources aient bénéficié de l'augmentation globale des prix des matières premières pour nager dans des profits records, elles privilégient plutôt le versement de dividendes aux actionnaires, le rachat d'actions ou l'acquisition de compétiteurs que l'investissement en exploration et l'accroissement de leur production. Les nombreuses fusions et acquisitions un peu partout dans le monde depuis le début de l'année en sont un bon exemple.

Du côté de la demande, le changement structurel reflète l'industrialisation rapide des économies asiatiques. Au cours du dernier siècle, les industries minières et pétrolières ont eu tendance à fonder leurs perspectives de croissance sur l'activité économique aux États-Unis, le plus gros joueur mondial. Or, il est clair que la contribution à la croissance économique mondiale qui découle de la progression phénoménale des économies asiatiques, notamment de la Chine et de l'Inde, a été sous-estimée au cours des dernières années. Cela s'explique par le fait que si la croissance économique chinoise est demeurée relativement stable, à près de 10 % au cours des 15 dernières années, sa contribution au PIB mondial a été quasi exponentielle. Ainsi, après avoir doublé son poids de 1975 à 1990, son importance planétaire a presque triplé au cours des 15 années subséquentes, passant de 5,5 % du PIB mondial en 1991, à 14,6 % en 2006 (graphique 8). La Chine devance maintenant la zone euro et se retrouve bonne deuxième derrière les États-Unis. La progression de l'Inde n'a pas été aussi rapide, mais si l'on additionne son poids à celui de la Chine, le bloc sino-indien, que l'on estime à 20,9 % du PIB mondial pour 2006, est maintenant plus important que les États-Unis, en baisse d'un sommet de 22,3 % en 1978 à 20,1 % en 2006.

**Graphique 8**  
Le poids mondial de la Chine a connu une croissance quasi exponentielle depuis 1990

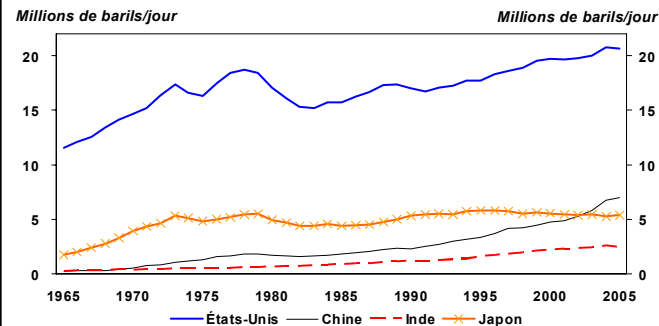


Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Avec un poids économique de plus en plus élevé, la demande chinoise n'a ainsi pas fini d'influencer le marché des matières premières. Il faut comprendre que la Chine n'en est qu'à ses premiers balbutiements, qu'il s'agisse de sa consommation de pétrole ou de métaux (tableau 1). Au niveau du pétrole, la consommation chinoise dépasse déjà largement la production locale, et le volume des importations de pétrole continue de croître dans les deux chiffres de trimestre en trimestre. Conséquemment, la Chine, dont la hausse de près de 17 % de la consommation de pétrole a contribué pour plus du tiers de l'accroissement mondial en 2004, a devancé le Japon au titre du deuxième plus grand consommateur de brut (graphique 9). Or, l'accès au crédit, le développement des réseaux routiers et la mise en marché d'automobiles à petit prix font que le nombre grandissant de voitures – mais encore restreint relativement à la taille de la population – est appelé à exploser au cours des prochaines années.

Le scénario s'applique pour les métaux. Certes, la demande chinoise de matériaux de base a quelque peu

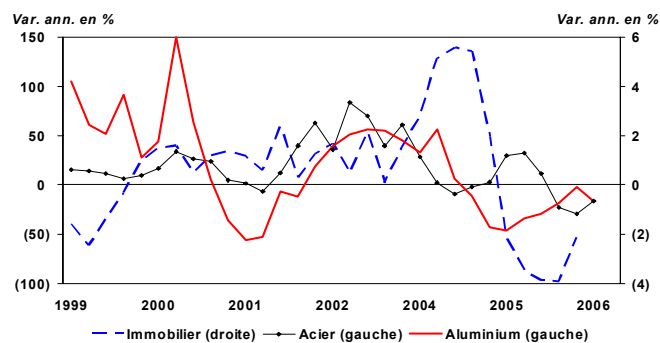
**Graphique 9**  
La Chine est le deuxième plus important consommateur de pétrole



Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

ralenti en raison des efforts du gouvernement pour prévenir la surchauffe dans certains secteurs à risque, comme l'immobilier, mais l'industrialisation du pays commence à peine et les besoins vont se faire sentir encore pendant plusieurs années (graphique 10).

**Graphique 10**  
Le ralentissement du secteur immobilier a entraîné une baisse des importations de métaux...



Sources : Statistics Bureau of China et Desjardins, Études économiques

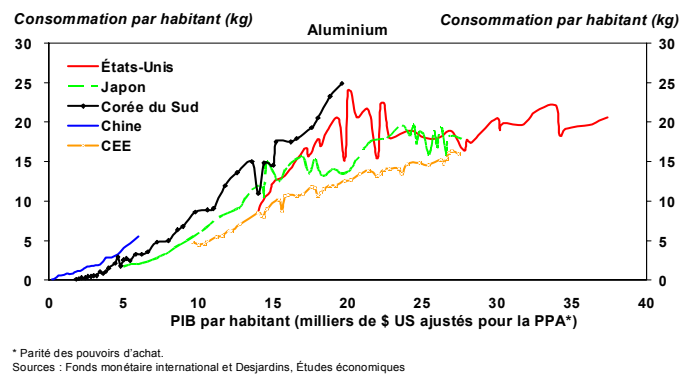
**Tableau 1**  
Consommation de matières premières par habitant

	Aluminium (kg)	Cuivre (kg)	Acier (kg)	Pétrole (barils)
États-Unis	20.6	7.7	411.5	25.3
Zone euro	15.9	9.5	366.4	13.5
Japon	17.8	9.6	602.1	15.3
Corée du Sud	24.9	17.7	981.7	17.4
Chine	5.5	2.8	209.2	2.0
Bésil	4.1	1.8	100.9	3.6

Source : Fonds monétaire international, British Petroleum et Desjardins, Études économiques

Cela se reflète principalement par la relation qui unit le revenu à la consommation de matières de base. Habituellement, on remarque que la consommation tend à augmenter jusqu'à ce que le revenu atteigne environ 25 000 \$ US par habitant. Cela a été le cas pour les États-Unis et le Japon où la post-industrialisation de leur économie a mené à un plafonnement de la consommation de métaux (graphique 11). À l'inverse, la Chine, dont le revenu par habitant est encore très faible, promet d'assurer une certaine pérennité aux prix élevés actuels. Cela, d'autant plus que le pays, à l'instar d'autres économies asiatiques, notamment la Corée du Sud, a des besoins plus intensifs en métaux.

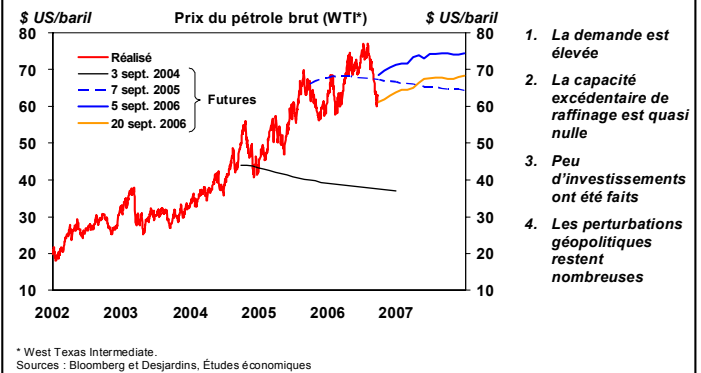
**Graphique 11**  
... mais la consommation de métaux par habitant devrait continuer de croître avec les revenus



## Conclusion

À court terme, il est clair que les prix des matières premières semblent destinés à une période de faiblesse. La correction des prix du pétrole nous semble toutefois bien avancée et nous anticipons un rebond potentiel sous peu. D'ailleurs, le marché à terme montre que les risques sur les cours du brut sont maintenant plus orientés à la hausse qu'à la baisse (graphique 12). Il faut dire que la capacité excédentaire de raffinage est de plus en plus mince et que toutes ruptures dans l'approvisionnement et le transport se répercuteront par une hausse de prix. Les prix des métaux de base sont encore étonnamment solides, mais dans un contexte de ralentissement de l'économie américaine, ils devraient emboîter le pas à ceux du pétrole et se corriger prochainement. Toutefois, en raison du transfert de croissance des États-Unis vers l'Asie, la progression de l'économie mondiale restera vigoureuse sur une base historique, ce qui devrait permettre une baisse des prix des matières premières plus modérée que lors des fins de cycle précédentes.

**Graphique 12**  
Les risques restent orientés à la hausse



À plus long terme, plusieurs entreprises de ressources auront été incitées à accroître leur production. Cependant, la poursuite de l'industrialisation de la Chine et de l'Inde, jumelée à la reprise économique aux États-Unis, devrait faire que la demande augmentera à un rythme plus élevé que l'offre au cours des prochaines années. Dans ces conditions, nous estimons que les prix des ressources pourraient reprendre leur tendance haussière vers la fin de 2007.

Nous maintenons ainsi notre optimisme. Avec la correction des prix du pétrole, il nous apparaît opportun de regarnir les portefeuilles en titres énergétiques. Il est encore trop tôt pour se prononcer sur les matières de base, mais nous recommandons de profiter des périodes de faiblesse pour augmenter les positions longues. L'impact positif d'un rebond potentiel des prix des matières premières énergétiques et non énergétiques sur le huard nous incite à favoriser le marché canadien. Dans cette optique, il est probable que la Bourse de Toronto, après une période plus creuse au début de 2007, connaîtra encore de bonnes années de croissance par la suite.

**Martin Lefebvre**  
Économiste  
514 281-2317