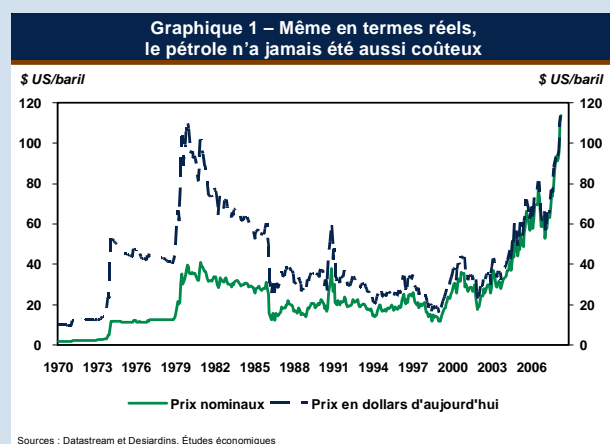


Les prix actuels du pétrole sont-ils justifiés?

Depuis quelques semaines, le niveau élevé des cours pétroliers soulève plusieurs inquiétudes. L'appréciation du baril de WTI (*West Texas Intermediate*), dont le prix a plus que quintuplé en six ans, s'est encore accélérée au cours des derniers mois. Le baril frôle maintenant les 120 \$ US, un nouveau sommet historique, et ce, même si l'on tient compte de l'inflation (graphique 1).



La poussée des cours pétroliers se reflète de plus en plus sur les prix de l'essence et du mazout, ce qui exerce un frein supplémentaire à la croissance économique. Pourtant, le ralentissement de la demande, observable depuis le dernier trimestre de 2007, aurait dû entraîner un repli des cours pétroliers. Qu'est-ce qui justifie la frénésie actuelle entourant les prix du pétrole?

La forte croissance de la consommation de pétrole des pays émergents au cours des dernières années, alors que le développement des nouvelles capacités de production a été limité, a certainement joué un rôle important dans l'appréciation de l'or noir. Cependant, plusieurs blâment aussi la spéculation et les tensions géopolitiques. Ces facteurs semblent particulièrement importants récemment.

Dans ce *Point de vue économique*, nous modélisons d'abord les prix du pétrole afin de déterminer un niveau d'équilibre. Il apparaît clairement que le niveau actuel n'est pas justifié par les facteurs fondamentaux. Nous estimons une prime d'au moins 20 \$ US associée à la spéculation et aux anticipations d'une correction additionnelle du dollar américain. Toutefois, alors que nous prévoyons une baisse à court terme, les changements structurels suggèrent que les prix du pétrole vont demeurer élevés au cours des prochaines années. Les scénarios élaborés à partir de notre modèle montrent que les prix pourraient même s'apprécier davantage.

ESTIMATION DES PRIX DU PÉTROLE SELON LES FACTEURS FONDAMENTAUX

Nous commençons par modéliser l'évolution du prix du WTI depuis le début des années 90 (voir l'encadré technique pour plus de détails). Plusieurs variables peuvent expliquer les

mouvements des prix du pétrole. Nous nous sommes limités à celles qui nous ont paru les plus significatives sur le plan statistique. La forme du modèle choisi permet d'utiliser à la fois des variables liées à des ajustements de plus long terme et des variables liées à des ajustements de plus court terme.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Martin Lefebvre
Économiste senior

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Encadré technique

Notre modèle de détermination des prix du pétrole est un modèle à correction d'erreur qui regroupe à la fois des ajustements de long terme et des ajustements de court terme. Il a été estimé à partir de la méthode des moments généralisés (MMG) et se résume à l'équation suivante :

$$\begin{aligned} \Delta p_t = & c + seas1 + seas2 + seas4 + \alpha(p_{t-1} - \eta_1 s_{t-1} - \eta_2 d_{t-1}) + (\theta_{OCDE})_t \beta_1 \Delta dOCDE_t \\ & + (1 - \theta_{OCDE})_t \beta_2 \Delta dnonOCDE_t + (1 - \theta_{OPEP})_t \beta_3 \Delta snonOPEP_t + \beta_4 \Delta StockOCDE_t \\ & + \beta_5 GapOPEP_t + \beta_6 WES_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Où :

p représente le prix réel d'un baril de pétrole *WTI*;

s , la production mondiale de pétrole;

d , la consommation mondiale de pétrole;

$dOCDE$, la consommation des pays de l'OCDE;

$dnonOCDE$, la consommation des pays en dehors de l'OCDE;

θ_{OCDE} , la part mondiale de la consommation de pétrole des pays de l'OCDE;

$snonOPEP$, la production de pétrole dans les pays non membres de l'OPEP;

θ_{OPEP} , la part mondiale de la production de pétrole dans les pays membres de l'OPEP (excluant l'Iraq);

$StockOCDE$, le volume des stocks de pétrole des pays de l'OCDE;

$GapOPEP$, l'écart en pourcentage de la production de l'OPEP par rapport aux quotas fixés;

WES , un indicateur du climat économique mondial publié par Ifo.

À l'exception de la variable WES , toutes les variables ont subi une transformation logarithmique et le symbole Δ signifie dès lors un changement en pourcentage sur une période. Les variables c , $seas1$, $seas2$ et $seas4$ sont respectivement une constante et des variables saisonnières, et ε est une variable aléatoire. La production mondiale de pétrole et la consommation sont les variables servant à modéliser les ajustements de long terme par l'entremise d'un processus à correction d'erreur; les autres variables servent aux ajustements de court terme. La fréquence des données utilisées est trimestrielle. Les coefficients estimés sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Estimation des coefficients

Coefficient	Valeur estimée	P-value*
α	-0,129086	0,0047
η_1	-13,76624	0,0530
η_2	15,15172	0,0225
β_1	3,684419	0,0242
β_2	6,906556	0,0000
β_3	-8,021974	0,0069
β_4	-1,997360	0,0019
β_5	-0,496513	0,0181
β_6	0,003258	0,0048

* Probabilité d'erreur de rejet de l'hypothèse nulle. Un coefficient est significativement différent de zéro au seuil de 5 % si la p-value est plus petite ou égale à 0,05.

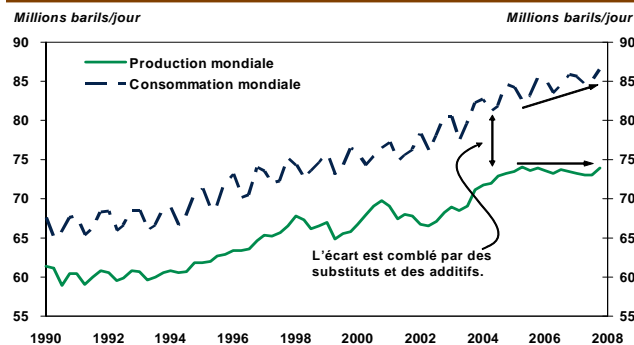
Encadré technique (suite)

Les coefficients η_1 et η_2 représentent respectivement l'élasticité à long terme du prix réel du pétrole par rapport à la quantité consommée et par rapport à la quantité produite. Le prix change peu si les deux variables progressent proportionnellement dans le temps, car la somme des élasticités est presque égale à zéro. Le coefficient α est une mesure de la vitesse d'ajustement de long terme de la quantité produite et consommée de pétrole sur son prix. Entre trois et quatre trimestres sont nécessaires pour que la moitié des ajustements de long terme se transmette au prix. Les autres coefficients mesurent des effets de court terme, c'est-à-dire des impacts directement observés sur la variation trimestrielle du prix du brut. On constate, entre autres, qu'à court terme la variation de la demande de pétrole dans les pays en dehors de l'OCDE a plus d'influence sur le prix du brut que la variation de la demande dans les pays de l'OCDE.

Production et consommation de pétrole

Sur une longue période, on constate que la production, qui s'apparente à l'offre, et la consommation, qui s'apparente à la demande, sont d'importants déterminants des prix du pétrole. Toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse (baisse) de la production fait diminuer (augmenter) les prix, tandis qu'une hausse (baisse) de la consommation fait augmenter (diminuer) les prix. Nous utilisons des données sur la production mondiale de pétrole brut et sur la consommation mondiale publiées par le Département de l'énergie américain. Un écart subsiste entre les deux séries, car la consommation comprend aussi des additifs ajoutés au pétrole brut ainsi que certains substituts (par exemple l'éthanol et le gaz naturel liquéfié). Depuis 2005, on constate que cet écart s'élargit sous l'effet d'une stagnation de l'extraction du brut (graphique 2). Il devient de plus en plus difficile de répondre à la demande, ce qui explique en partie pourquoi les prix ont plus que doublé en trois ans. Les solutions de rechange au pétrole brut conventionnel sont généralement plus coûteuses.

Graphique 2 – Production et consommation de pétrole : il est de plus en plus difficile de répondre à la demande



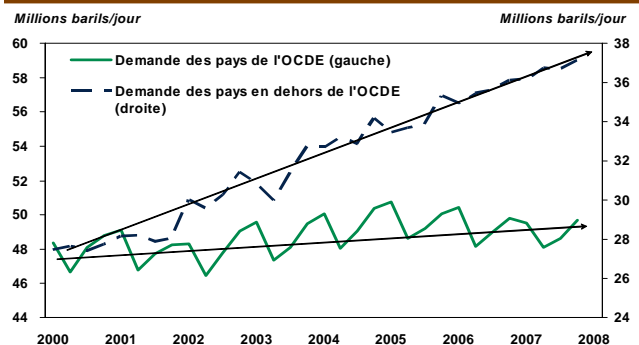
Sources : U.S. Department of Energy et Desjardins, Études économiques

Consommation de pétrole dans les pays de l'OCDE et dans les pays émergents

Il existe un écart important entre la croissance de la demande de pétrole des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et celle des pays en

dehors de l'OCDE. Depuis 2000, la demande a à peine augmenté dans les pays de l'OCDE, tandis qu'elle est en hausse de 35 % dans les pays en dehors de l'OCDE (graphique 3). À court terme, plutôt que d'utiliser la variation de la demande mondiale de pétrole, il est statistiquement plus significatif de prendre séparément les effets de la variation de la demande des pays de l'OCDE et ceux de la variation de la demande des pays en dehors de l'OCDE pour expliquer la croissance du prix du brut. Au cours des prochaines décennies, il est prévu que la demande des pays émergents continuera de croître, ce qui accentuera davantage les pressions sur les prix du pétrole. Il s'agit d'un élément sur lequel s'appuient les spéculateurs pour justifier les hausses actuelles des prix. La demande des pays émergents vient également chambarder les réseaux de distribution du pétrole établis depuis plusieurs décennies, ce qui peut conduire à des hausses de prix supplémentaires.

Graphique 3 – L'augmentation de la demande de pétrole provient surtout des pays émergents



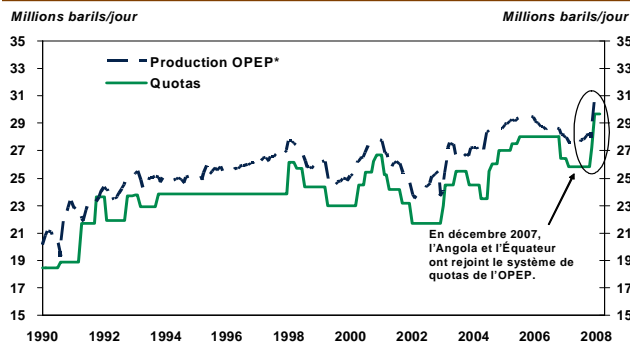
Sources : U.S. Department of Energy et Desjardins, Études économiques

Respect des quotas fixés par l'OPEP

L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) forme un cartel dont l'objectif est de limiter la quantité de pétrole sur le marché et de maintenir les prix au-dessus d'un niveau que l'on observerait dans un marché concurrentiel. Bien qu'en théorie cela semble être une idée enrichissante, il est difficile de l'appliquer. Malgré l'imposition de quotas, on tolère une production constamment au-dessus des niveaux fixés. Par

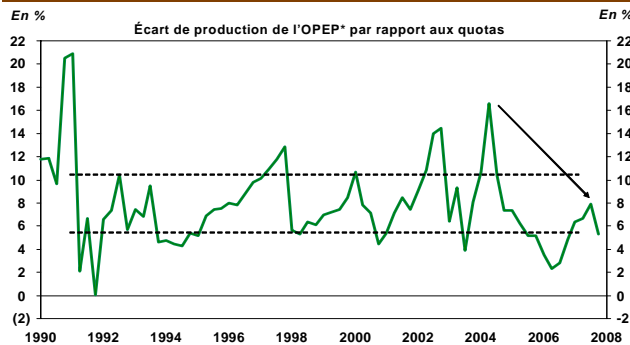
ailleurs, certains pays membres cherchent continuellement à augmenter leur part de marché, ce qui complexifie la fixation des quotas. Dans notre modèle, nous utilisons une variable qui mesure l'écart entre les quotas fixés et la production des pays de l'OPEP pour expliquer les fluctuations de prix à court terme. Plus les pays produisent au-dessus de leur quota, plus les prix ont tendance à diminuer, et vice versa. Cette variable donne aussi une indication sur la capacité excédentaire de production de l'OPEP. L'écart se resserre lorsque la plupart des pays producteurs ne sont plus en mesure d'augmenter leur production, peu importe le niveau de leur quota, et tend à s'élargir lorsque les quotas deviennent réellement restrictifs. À la fin de l'année 2007, l'écart entre la production et les quotas s'est resserré (graphiques 4 et 5), et les prix du pétrole ont augmenté.

Graphique 4 – La rigueur avec laquelle les quotas de l'OPEP sont respectés influence les cours du pétrole



*Ces données sur la production et les quotas de l'OPEP excluent l'Iraq.
Sources : U.S. Department of Energy, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – L'écart entre la production de l'OPEP et les quotas fixés a diminué dernièrement



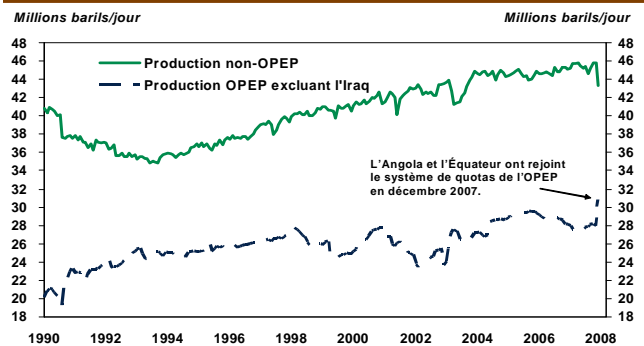
*Ces données sur la production et les quotas de l'OPEP excluent l'Iraq.
Sources : U.S. Department of Energy, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Production de pétrole dans les pays non membres de l'OPEP (non-OPEP)

À court terme, il est préférable de suivre séparément la variation de la production de pétrole des pays qui ne sont pas membres de l'OPEP. L'effet net sur les prix n'est pas le même, car les pays non membres du cartel ajustent moins leur production selon l'évolution du prix du marché. La production non-OPEP

a plutôt été stable au cours des dernières années (graphique 6), mais plusieurs projets d'exploitation actuellement en développement laissent entrevoir une bonne progression de la production de ce segment du marché au cours des années à venir et, par ricochet, des pressions à la baisse sur les prix. En décembre 2007, l'Angola et l'Équateur ont rejoint le système de quotas de l'OPEP, ce qui est venu, par le fait même, diminuer la production non-OPEP. La production du cartel a cependant été relevée dans une même proportion pour éviter une diminution globale de la production de brut.

Graphique 6 - Production de pétrole dans les pays non membres de l'OPEP vs celle des pays membres de l'OPEP

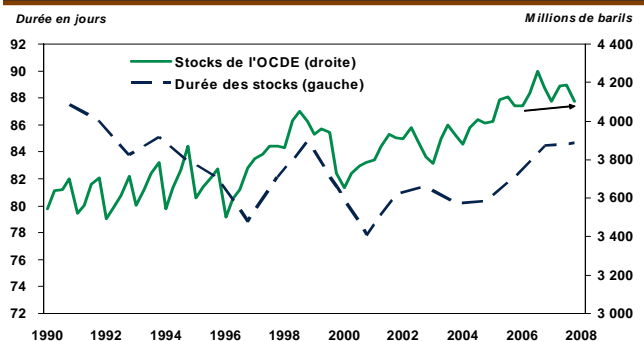


Sources : U.S. Department of Energy et Desjardins, Études économiques

Stocks de pétrole des pays de l'OCDE

La variation des stocks de pétrole des pays de l'OCDE est un bon indicateur des déséquilibres du marché à court terme. Une hausse des stocks suggère un surplus de production par rapport à la demande, ce qui fait baisser les prix. Inversement, une baisse des stocks est le signe d'une pénurie de l'offre par rapport à la demande, ce qui fait augmenter les prix. Les stocks ont été légèrement à la hausse en 2007 par rapport à 2006 (graphique 7). Au cours de l'année 2008, le ralentissement de la demande devrait faire augmenter plus rapidement les stocks et exercer une pression à la baisse sur les prix du pétrole. La tendance à la hausse des stocks depuis 2002 provient en partie

Graphique 7 – Stocks de pétrole des pays de l'OCDE



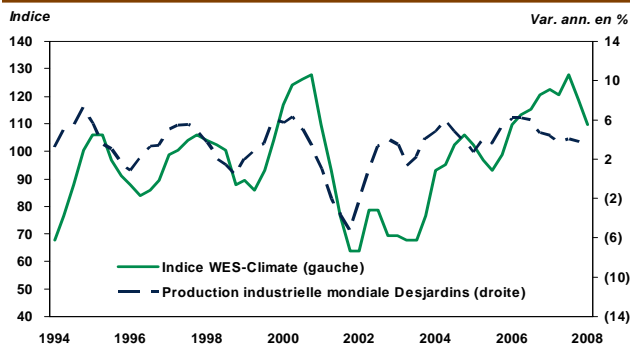
Sources : U.S. Department of Energy et Desjardins, Études économiques

d'une demande accrue pour des raisons financières et ne s'est pas reflétée par une détente du marché du pétrole.

Indicateur du climat économique mondial

Lorsque l'activité économique va bon train, on anticipe une augmentation de la demande de pétrole et des hausses de ses prix. En période de morosité économique, les prix tendent souvent à se replier ou à croître moins rapidement. Dans notre modèle, nous utilisons un indicateur de l'Ifo (Institute for Economic Research) pour capter l'effet qu'a la conjoncture économique mondiale sur les prix du pétrole. L'indice, dont l'évolution s'apparente à celle de la production industrielle mondiale (graphique 8), a un historique suffisamment long pour être incorporé à notre modèle économétrique et a l'avantage de nous procurer plus rapidement une donnée pour le trimestre en cours. Il signale une baisse de régime au quatrième trimestre de 2007 ainsi qu'au premier trimestre de 2008.

Graphique 8 – L'évolution de l'indice WES-Climat s'apparente à celle de la production industrielle mondiale

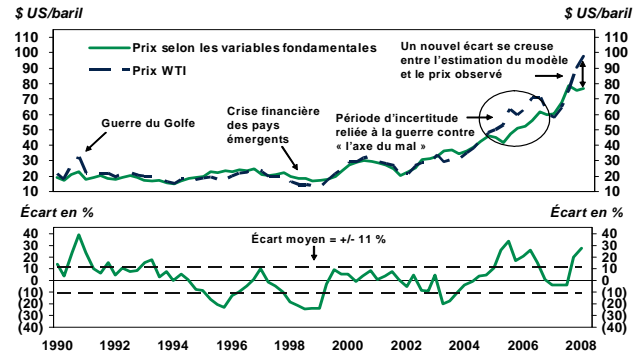


Sources : Ifo Institute for Economic Research, Datastream et Desjardins, Études économiques

LE PRIX ACTUEL DU BARIL DE PÉTROLE DIVERGE DES ESTIMATIONS DU MODÈLE

Dans l'ensemble, notre modèle capte plutôt bien l'évolution du prix du baril de pétrole WTI entre 1990 et 2007 (graphique 9). À quelques occasions, on remarque des écarts majeurs entre l'estimation du modèle et le prix observé, mais ceux-ci s'expliquent par des phénomènes temporaires et souvent difficiles à prévoir ou à modéliser. Par exemple, en 1991, la guerre en Iraq a fait augmenter le prix du baril de pétrole au-dessus de sa valeur estimée. En 1998, lors de la crise financière des pays émergents, les prix ont été plus bas que prévu, car on spéculait à la faveur d'une baisse marquée de la demande de pétrole. Entre les années 2004 et 2006, une prime de risque liée à la guerre contre le terrorisme, des spéculations entourant l'invasion d'autres États voyous (« l'axe du mal » selon le président George W. Bush) et des rumeurs de représailles de l'Iran (blocus du détroit d'Ormouz) ont maintenu les prix du pétrole surélevés.

Graphique 9 – Depuis le quatrième trimestre de 2007, les prix du pétrole surpassent les attentes de notre modèle économétrique



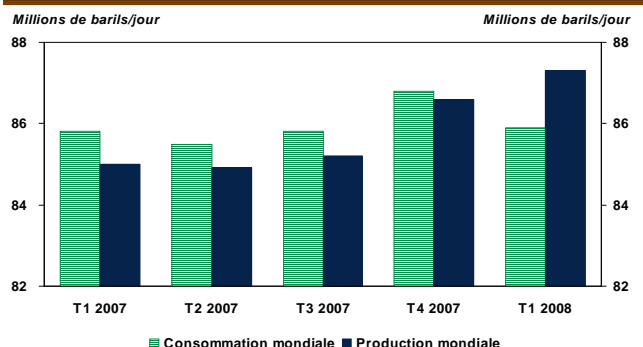
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À la fin de 2006 et pendant les trois premiers trimestres de 2007, le prix du brut a évolué près de l'estimation de notre modèle. Cependant, voici que, depuis le quatrième trimestre de 2007, un nouvel écart se creuse. Le prix moyen de 98 \$ US le baril observé durant le premier trimestre de 2008 dépasse d'environ 20 \$ la valeur d'équilibre de notre modèle et, avec les prix observés en avril, cet écart prendra certainement de l'ampleur au second trimestre.

POURQUOI LE PÉTROLE S'ÉLOIGNE-T-IL DU PRIX PRÉVU À L'AIDE DES DÉTERMINANTS FONDAMENTAUX?

Contrairement à ce qui a été observé de 2002 à 2007, l'appréciation récente des prix du pétrole ne s'est pas appuyée sur un resserrement de la balance entre l'offre et la demande mondiales de pétrole (graphique 10). La plupart des variables fondamentales justifient plutôt un prix moins élevé : dégradation du climat économique, ralentissement de la demande et remontée des stocks. L'accélération prévue de l'offre des pays non membres de l'OPEP devrait aussi exercer des pressions à la baisse sur les prix. Cependant, plusieurs investisseurs et certains analystes craignent que la croissance de l'offre non-OPEP continue de décevoir, d'autant plus que les dernières statistiques montrent un plafonnement de la production en Russie.

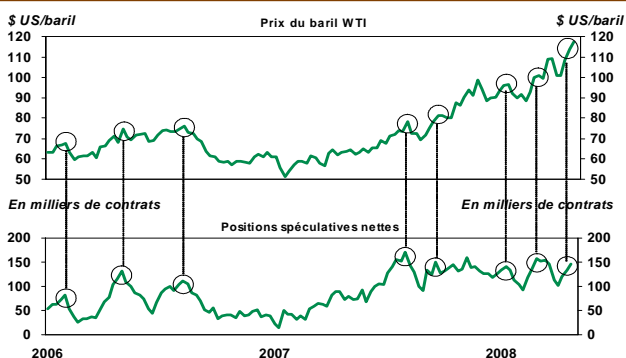
Graphique 10 – La production* de pétrole a rattrapé la consommation



*La production inclut aussi les additifs et les substitués au pétrole brut comme l'éthanol.
Sources : Energy Intelligence et Desjardins, Études économiques

Après quelques mois plutôt calmes, les tensions géopolitiques se sont accentuées au cours des dernières semaines. En particulier, certains incidents au Nigeria ont augmenté l'inquiétude des investisseurs et contribué à faire passer le prix du baril de pétrole au-dessus des 115 \$ US. La majeure partie de la poussée des cours pétroliers s'est cependant faite plus tôt, dans un climat relativement calme, et semble surtout s'expliquer par une hausse de la demande de la part d'investisseurs à la recherche de rendements financiers supérieurs. Les données recueillies par le CFTC (Commodity Futures Trading Commission) montrent bien cette réalité alors que les positions spéculatives nettes sur le pétrole ont augmenté de près de 60 % entre la mi-février et la mi-mars (graphique 11), période durant laquelle le pétrole a bondi de 20 \$ US.

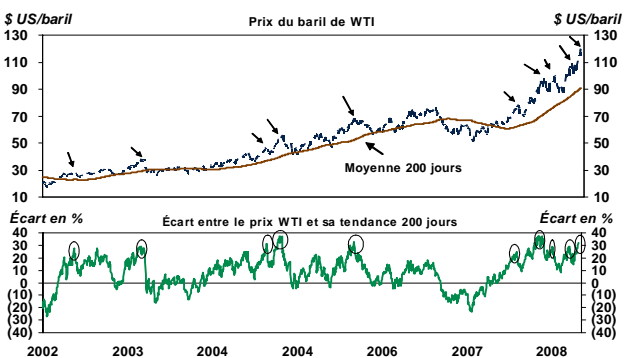
Graphique 11 – Une forte augmentation de la spéculation entraîne habituellement une poussée temporaire du prix du brut



Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La montée en flèche du prix du brut commence ainsi à ressembler à une bulle spéculative alors que les développements défavorables à une hausse des cours pétroliers semblent complètement ignorés par les investisseurs. Le prix du baril de WTI dépasse maintenant d'environ 30 % sa tendance de long terme, un signe qu'une correction pourrait survenir à tout moment (graphique 12).

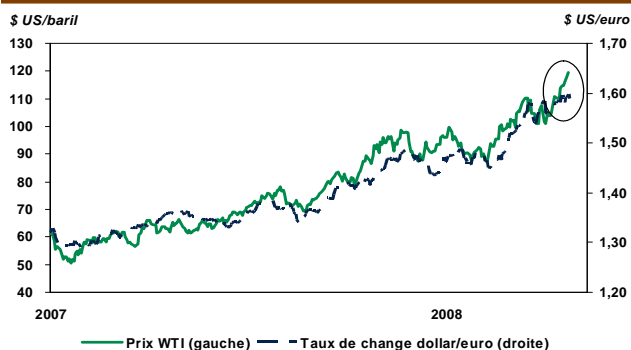
Graphique 12 – Le prix du baril s'est grandement éloigné de sa tendance, ce qui pourrait annoncer une correction



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

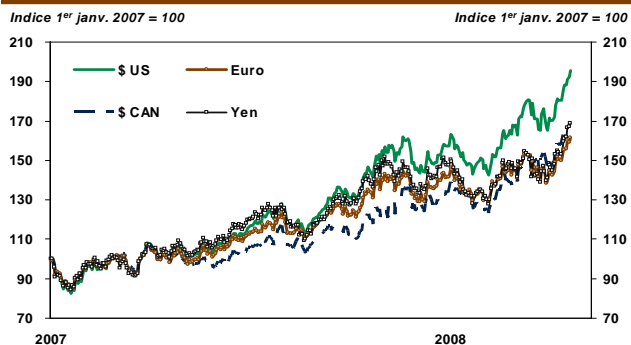
La faiblesse du dollar américain a aussi contribué à l'appréciation récente du pétrole. Ce n'est pas un hasard si le pétrole a clôturé pour la première fois près de 120 \$ US le baril au moment même où le dollar américain a atteint un creux par rapport à l'euro (graphique 13). Le prix du pétrole étant négocié en dollars, une dépréciation importante du billet vert causerait une baisse de pouvoir d'achat des pays producteurs de pétrole si les prix n'étaient pas ajustés à la hausse. C'est pourquoi la poussée des cours pétroliers est moins spectaculaire si l'on mesure le prix du baril dans d'autres devises (graphique 14).

Graphique 13 – Le baril de pétrole et l'euro ont établi leur record historique au même moment



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

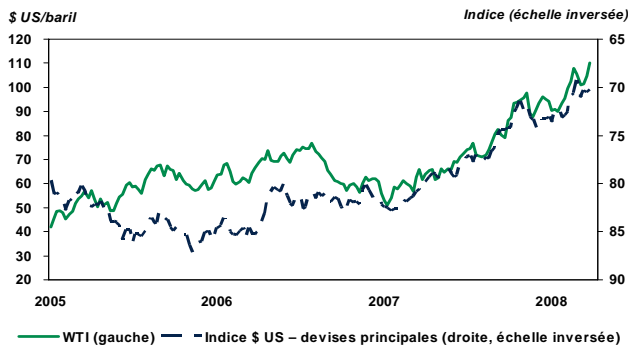
Graphique 14 – Le pétrole s'est apprécié dans toutes les devises, mais moins que par rapport au dollar américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

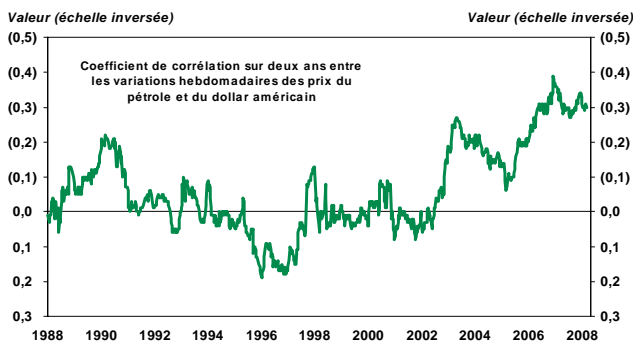
Habituellement, l'effet des variations du dollar américain sur les prix du pétrole n'est cependant pas très marqué. De plus, la relation entre ces deux variables tend à varier fortement dans le temps (graphique 15). C'est pourquoi nous avons écarté le dollar américain de notre modèle. Depuis quelque temps, on remarque toutefois que la corrélation entre le prix du baril du pétrole et le billet vert est devenue extrêmement forte (graphiques 16). La grande spéculation observée sur le marché des matières premières pourrait expliquer cette augmentation, temporaire à notre avis. Cependant, si plusieurs intervenants importants sur le marché mondial du pétrole, en particulier l'OPEP, jugent que le dollar américain risque de

Graphique 15 – Depuis le début de 2007, le prix du pétrole semble profiter beaucoup plus de la baisse du dollar américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – L'évolution des prix du pétrole est de plus en plus corrélée négativement avec le dollar américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

continuer de se déprécier de façon plus permanente, les fluctuations du billet vert pourraient continuer d'avoir un impact majeur sur le prix du brut.

Les spéculateurs peuvent avoir un impact important sur les prix du pétrole à court terme, mais celui-ci n'est habituellement pas très durable. Il serait donc surprenant que les cours pétroliers continuent de s'éloigner longtemps de leur valeur d'équilibre. Tant que les tensions sur les marchés financiers, découlant des problèmes de liquidités et de crédit, ne seront pas apaisées, il faut toutefois s'attendre à observer une volatilité élevée du prix du brut.

COMMENT LES PRIX DEVRAIENT-ILS ÉVOLUER À MOYEN TERME?

Voir les prix du pétrole augmenter en même temps que l'on anticipe une augmentation de la production de brut et une demande affaiblie par le ralentissement de l'économie américaine défie les lois économiques. Toutefois, l'avenir n'est jamais écrit dans le ciel, et l'on peut très bien imaginer des scénarios différents qui conduisent à des évolutions divergentes des prix du pétrole. Des prévisions de moyen terme ont été calculées à partir du modèle économétrique

présenté à la section précédente selon trois scénarios : un scénario de base, un scénario favorisant un prix plus élevé et un scénario favorisant un prix plus faible. Voici une description sommaire de ces scénarios :

Scénario de base

- Il y a un ralentissement économique aux États-Unis et dans plusieurs pays de l'OCDE en 2008, avec une reprise en 2009. La demande de pétrole de ces pays est affectée dans le même sens.
- Les pays émergents sont peu touchés par le ralentissement économique, et la demande de pétrole de ces pays continue de croître à un rythme soutenu.
- L'OPEP considère une baisse de sa production de pétrole, mais maintient constants ses quotas pendant plusieurs mois – en raison des difficultés économiques aux États-Unis et des prix élevés du pétrole – avant de finalement les abaisser.
- La production non-OPEP évolue en hausse, comme prévu, en raison des investissements réalisés au cours des dernières années.
- Les stocks de pétrole ne subissent pas d'importantes fluctuations, car l'offre et la demande évoluent de façon équilibrée.

Scénario favorisant un prix élevé

- Le ralentissement économique aux États-Unis et au sein d'autres pays industrialisés est moins marqué que prévu, ce qui affecte moins négativement la demande de pétrole.
- En raison du découplage, l'industrialisation des pays asiatiques en développement se poursuit à un rythme effréné. La Chine n'en est qu'à ses débuts en termes de consommation de pétrole, et la croissance de la production mondiale de brut peine à répondre à cette nouvelle demande.
- L'OPEP ne produit pas suffisamment de pétrole pour répondre à la demande plus forte que prévu, et les quotas sont revus à la hausse en deuxième moitié de 2008. Toutefois, la production réelle ne s'ajuste pas instantanément, car la capacité de production de certains pays de l'OPEP est limitée : le rétrécissement de l'écart de production favorise des hausses de prix.
- La production non-OPEP n'augmente pas autant que prévu. Les nouveaux investissements et les nouvelles capacités de production ne réussissent pas à compenser l'épuisement d'autres sources d'approvisionnement en pétrole.

- Aucune technologie de rechange au pétrole ne semble vouloir prendre sa place à court terme, ce qui maintient la croissance élevée de la demande en pétrole brut.
- Les stocks de pétrole des pays de l'OCDE diminuent en raison d'une consommation plus élevée en pétrole et d'une production qui ne réussit pas à suivre le rythme.

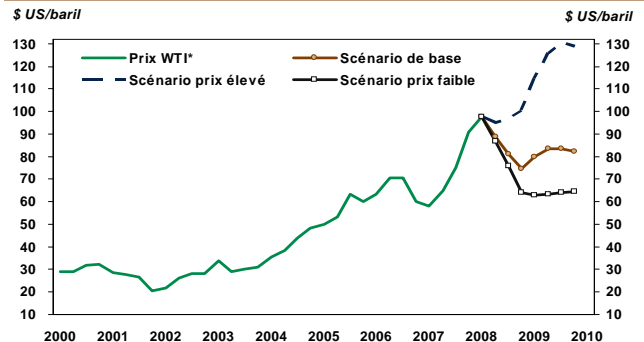
Scénario favorisant un prix faible

- Le ralentissement économique est plus sévère que prévu aux États-Unis, et l'économie mondiale, y compris celle des pays émergents avec quelques mois de retard, vacille. Cette morosité économique s'étend jusqu'en première moitié de 2009.
- Touchée par le ralentissement mondial, la demande de pétrole stagne en 2008 et augmente faiblement durant la première moitié de 2009.
- L'OPEP produit trop de pétrole par rapport à la demande plus faible que prévu. Les quotas sont revus à la baisse en deuxième moitié de 2008, mais les pays membres du cartel tardent à réellement ajuster la production pour bénéficier le plus longtemps possible des revenus pétroliers élevés, ce qui favorise des baisses de prix.
- La production non-OPEP augmente légèrement plus vite que prévu. Les autorités publiques ne se soucient guère des problèmes environnementaux et continuent d'encourager l'exploration et l'exploitation de nouveaux gisements pétroliers malgré les coûts écologiques.
- En contrepartie, on encourage aussi les économies d'énergie et le développement et la commercialisation de technologies de rechange au pétrole (éthanol, voitures hybrides), ce qui limite la croissance de la demande mondiale de pétrole brut, surtout à partir de 2009.
- La production élevée et la demande plus faible contribuent à accroître les stocks de pétrole de l'OCDE.

Le scénario de base suggère que le prix d'un baril de pétrole devrait fluctuer près de 85 \$ US d'ici deux ans contre 130 \$ US pour le scénario de prix élevé et 65 \$ US pour le scénario de prix faible (graphique 17). Rappelons que ces prévisions ne tiennent pas compte de l'impact d'une augmentation de la demande purement spéculative sur le prix du brut ou de la faiblesse du dollar américain. À ce sujet, nous prévoyons une appréciation du dollar américain à partir du troisième trimestre de 2008. Il ne restera alors qu'une prime reliée à la spéculation qui pourrait encore fortement fluctuer pour refléter, entre autres, l'évolution des tensions géopolitiques ou les craintes

d'une croissance trop élevée de la demande des pays émergents. Dans les pires scénarios, il n'est pas écarté de voir le prix du baril atteindre les 150 \$ US. Il est difficile de prévoir quand se terminera l'euphorie à l'égard du pétrole et des matières premières, mais le prix du baril devrait se rapprocher progressivement du niveau d'équilibre calculé par notre modèle.

Graphique 17 – Prévisions selon trois scénarios différents



*Prix trimestriel moyen.
Sources : Desjardins, Études économiques

Nous sommes à l'aise avec la prévision obtenue par le scénario de base, mais, étant donné l'engouement du marché et une certaine recrudescence des risques géopolitiques, on s'attend à ce que le prix demeure au-dessus de la valeur prévue par le modèle au cours de l'année 2008.

Ajoutons que le scénario de prix élevé montre à quel point les prix pourraient grimper rapidement dans une situation où la croissance de la demande continuerait d'excéder celle de l'offre. Ce scénario explique pourquoi certains spéculateurs misent sur une pénurie de pétrole et continuent d'espérer de nouvelles hausses de prix même si le niveau actuel paraît déjà surévalué. Toutefois, un tel scénario de pénurie nous semble peu probable à court terme étant donné le ralentissement économique et la croissance attendue de la production de pétrole.

CONCLUSION

Nous estimons que le prix actuel ne reflète pas les facteurs fondamentaux du marché. Selon notre modèle, dans un horizon de deux ans, les prix devraient retomber vers les 85 \$ US. Advenant un scénario plus pessimiste pour l'économie, les prix pourraient même redescendre vers les 65 \$ US, tandis qu'un scénario économique plus optimiste, jumelé à une faible croissance de la production mondiale de pétrole, prévoit que les prix pourraient augmenter rapidement d'ici la fin de l'année 2009 et frôler les 130 \$ US le baril, voire davantage. Ce dernier scénario nous paraît moins probable, mais pourrait être représentatif d'un avenir un peu plus lointain.

La hausse du prix du brut inquiète plusieurs. Dans un contexte où les risques que l'économie mondiale vacille sont élevés, une flambée des coûts de l'énergie n'est certainement pas la bienvenue pour stimuler la consommation ou réduire les coûts des entreprises. Toutefois, le contexte actuel diffère de celui des années 70 et du début des années 80. Les hausses de prix du pétrole ne sont pas du même ordre que celles observées durant les chocs pétroliers et sont moins néfastes qu'auparavant. En ce sens, il ne faut pas céder à la panique¹.

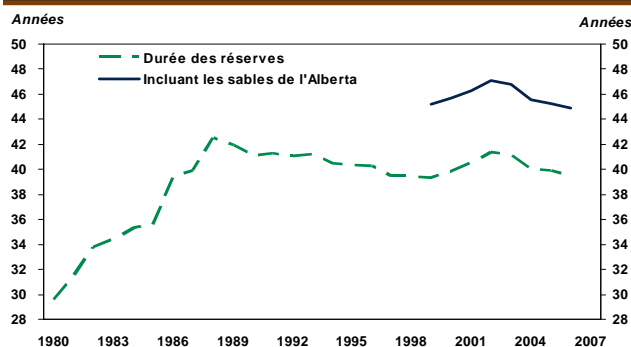
Les cours pétroliers élevés impliquent évidemment des augmentations éventuelles des prix de l'essence ainsi que d'autres produits à base de pétrole et, par ricochet, une inflation plus élevée. Cependant, la tendance haussière amorcée depuis 2002 n'apporte pas que des mauvaises nouvelles. Les prix élevés du pétrole stimulent l'exploration pétrolière et l'investissement dans de nouvelles capacités de production. Cela contribue à repousser de quelques années, voire de quelques décennies, le seuil où véritablement nous pourrions connaître une grave pénurie de pétrole et des prix stratosphériques (graphique 18)! Cette vision pessimiste de l'avenir suppose aussi que, malgré la motivation importante apportée par les prix élevés du pétrole, les avancées technologiques ne seront pas suffisantes pour réduire notre dépendance à l'or noir.

développement d'énergie renouvelable et idéalement moins dommageable pour notre planète et pour l'équilibre socioéconomique. Ainsi, au cours de la prochaine décennie, oui, nous devons composer avec des prix du pétrole élevés, mais, parallèlement, un réajustement significatif de la demande est probable, ce qui permettrait à l'économie mondiale de prospérer tout en devenant de moins en moins dépendante du pétrole.

Mathieu D'Anjou
 Économiste senior

Hendrix Vachon
 Économiste

Graphique 18 – La découverte de nouvelles réserves exploitables repousse le moment où l'on connaîtra une véritable pénurie



*Quantité en réserve pendant l'année en cours divisée par la quantité consommée durant cette même année.
 Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

En effet, on considère très souvent l'élasticité prix de la demande de pétrole presque nulle, mais, dans un contexte de prix élevés et qui croissent rapidement, la demande pourrait s'ajuster significativement. L'augmentation des coûts nous pousse à réévaluer notre consommation d'énergie et à réaliser des gains d'efficacité à cet égard. Elle favorise aussi le

¹ Voir le *Point de vue économique* « Les prix du pétrole à 100 \$: préoccupant, mais pas catastrophique – Dix raisons pour ne pas céder à la panique », 3 janvier 2008.