

27 novembre 2008

La correction des prix des matières premières est justifiée, mais les craintes de pénurie pourraient refaire surface

Après s'être appréciés de façon spectaculaire au cours des dernières années, les prix des matières premières connaissent depuis quelques mois la pire correction de leur histoire. Les prix de la plupart des produits de base ont ainsi chuté de plus de 50 % par rapport à leur sommet.

Bien que spectaculaire, la baisse des prix semble justifiée par la dégradation rapide des perspectives économiques mondiales. La demande pour plusieurs produits de base a déjà fortement ralenti, et même reculé dans certains cas. Cette tendance pourrait se poursuivre à court terme, ce qui continuera à exercer des pressions à la baisse sur les prix. La surévaluation des prix des matières premières avant la correction ainsi que le changement de certaines tendances financières, en particulier à la suite de l'intensification de la crise du crédit, ont amplifié la violence de la correction.

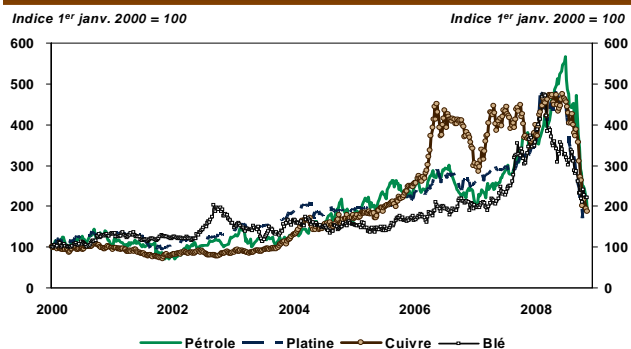
Face à la chute des prix et au resserrement des conditions de crédit, les producteurs de matières premières ont réduit la cadence de leurs activités et ont reporté, et même abandonné, certains importants projets d'investissement. Cela devrait entraîner une remontée des prix dès que l'environnement économique cessera de se détériorer. Le ralentissement des investissements pourrait ramener à l'avant-plan les craintes de pénurie à moyen terme, en particulier dans le cas du pétrole.

UN EFFONDREMENT DES PRIX SANS PRÉCÉDENT...

L'évolution du marché des matières premières a changé du tout au tout au cours des derniers mois. La hausse rapide, généralisée et presque constante des prix au cours des dernières années a subitement fait place à une correction violente (graphique 1). L'exemple le plus frappant de ce renversement de tendance est le prix du baril de pétrole qui, après être passé de moins de 20 \$ US au début de 2002 à un sommet historique de plus 145 \$ US à la mi-juillet, a descendu de plus des deux tiers en quelques mois pour retourner sous les 50 \$ US.

Le cas du pétrole n'est pas une exception. Tous les produits de base ont subi une dépréciation importante au cours des derniers mois. La baisse a été particulièrement marquée pour l'énergie, mais les autres catégories ont aussi été touchées

Graphique 1 – Après avoir atteint des sommets, les prix des matières premières ont chuté violemment



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

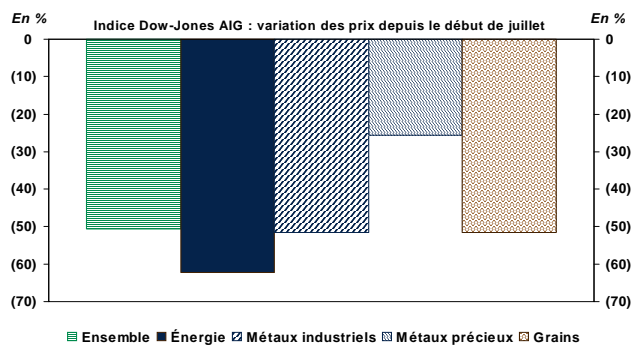
François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint
Mathieu D'Anjou
Économiste senior

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

durement (graphique 2). Par rapport à leur sommet, on note ainsi que les prix du cuivre, du nickel, du zinc, du plomb, du platine, du palladium et du blé ont enregistré des reculs de plus de 60 %.

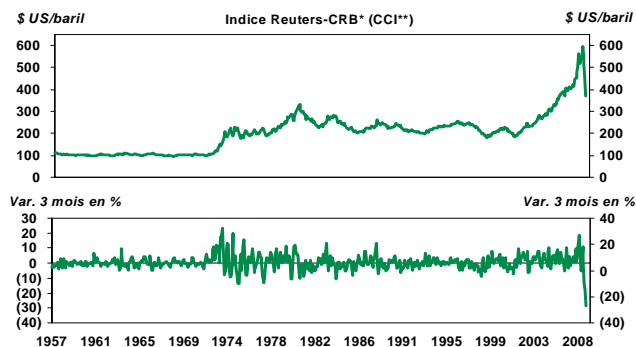
Graphique 2 – Toutes les catégories de matières premières sont touchées



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il est bien connu que les prix des matières premières sont cycliques et donc sujets à des fluctuations importantes. Cependant, une correction aussi rapide et profonde que celle des derniers mois n'a jamais été observée depuis 1956, date à laquelle le Commodity Research Bureau (CRB) a commencé à calculer son indice de prix des matières premières (graphique 3).

Graphique 3 – La correction dépasse toutes celles observées par le passé



* Commodity Research Bureau; ** Continuous Commodity Index.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

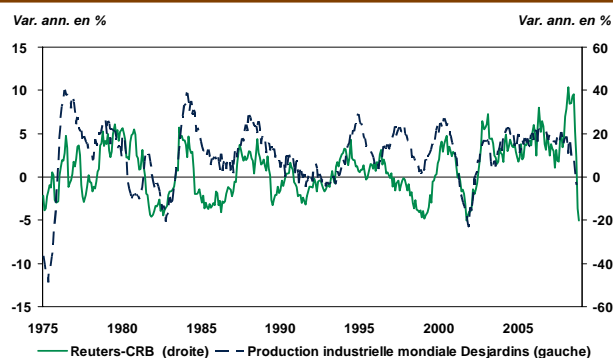
... JUSTIFIÉ PAR LA DÉGRADATION DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Devant un effondrement aussi violent des prix, il faut se poser des questions. Une telle baisse est-elle logique ou reflète-t-elle plutôt une panique irrationnelle des investisseurs? À notre avis, le recul est justifié en bonne partie par des facteurs fondamentaux, soit ceux qui affectent l'offre et la demande de matières premières.

L'évolution des prix des produits de base, en particulier de l'énergie et des métaux industriels, a toujours été fortement

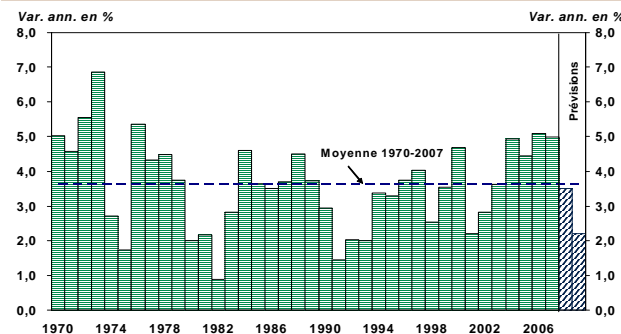
dépendante du rythme de croissance de l'économie mondiale (graphique 4). La forte appréciation des dernières années s'est ainsi faite alors que l'économie mondiale tournait à plein régime. Le PIB réel mondial a crû de 4,9 % par année entre 2003 et 2007, comparativement à une moyenne de 3,6 % depuis 1970 (graphique 5). Cette progression rapide de l'activité, alimentée surtout par l'émergence des économies asiatiques, a entraîné une augmentation rapide de la demande pour les produits de base, ce qui s'est reflété sur leurs prix.

Graphique 4 – Les prix des matières premières sont cycliques



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

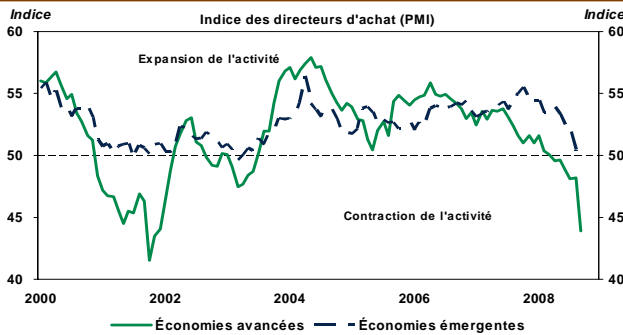
Graphique 5 – L'économie mondiale freine brutalement après avoir roulé à toute vitesse



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Le contexte économique a maintenant changé du tout au tout. La correction du marché immobilier américain et la crise financière qui en découle ont mis un frein à la croissance mondiale. Les difficultés économiques, qui semblaient à l'origine concentrées aux États-Unis, touchent aujourd'hui l'ensemble de la planète. Le Japon, la zone euro et le Royaume-Uni sont déjà en récession, et l'économie américaine se dirige tout droit vers une contraction importante. Même l'économie canadienne ne pourra pas éviter une légère récession. La théorie du découplage s'est donc révélée complètement fautive, et c'est maintenant au tour des économies émergentes d'être contaminées par le ralentissement économique (graphique 6). Même si la croissance de l'économie chinoise

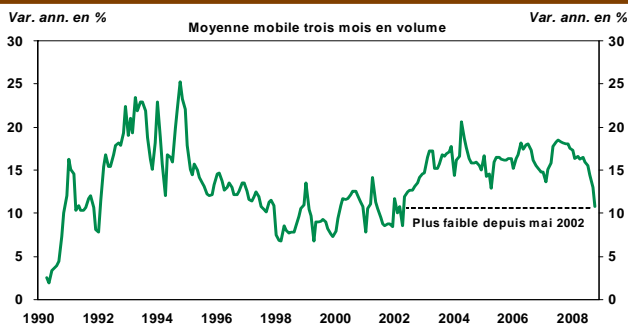
Graphique 6 – Le ralentissement économique touche maintenant les économies émergentes



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

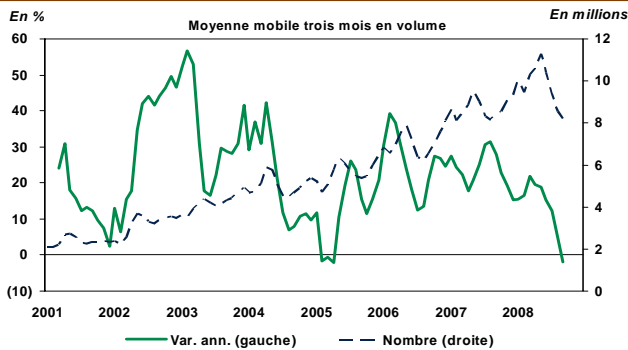
risque de demeurer relativement forte, aux environs de 8 %, la production industrielle et les ventes de voitures neuves indiquent clairement un ralentissement (graphiques 7 et 8). Cette détérioration inquiète beaucoup les autorités chinoises, qui ont déjà annoncé un plan de stimulation économique d'une valeur de près de 600 G\$ US. Une récession économique mondiale, soit une croissance de moins de 3 %, semble maintenant assurée en 2009.

Graphique 7 – Chine : la production industrielle ralentit rapidement



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

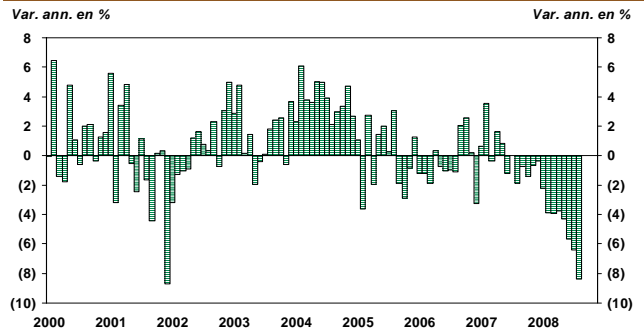
Graphique 8 – Chine : les ventes de véhicules de transport reculent



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

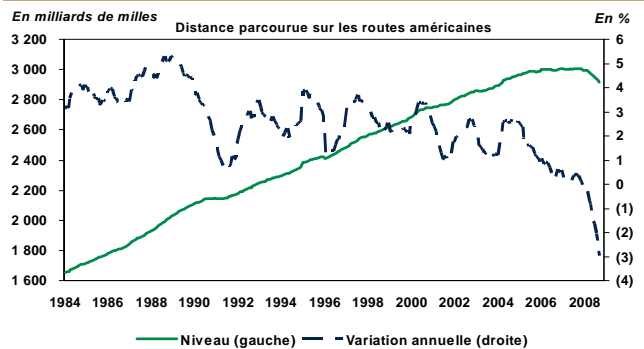
Nous sommes donc passés d'un environnement économique très favorable aux produits de base à une situation de récession qui est extrêmement négative pour la demande de matières premières. De plus, la consommation de ressources avait déjà commencé à faiblir à la suite de la hausse marquée des prix depuis le début de la décennie. Par conséquent, la demande pour les produits pétroliers a diminué de près de 6 % aux États-Unis depuis le début de 2008 (graphique 9) alors que les automobilistes réduisent leurs déplacements (graphique 10) et que le ralentissement économique limite les besoins énergétiques des entreprises. L'Energy Information Administration (EIA) prévoit maintenant une quasi-stagnation de la demande mondiale de pétrole en 2008 et en 2009 et, à notre avis, un premier recul en 25 ans est très probable (graphique 11).

Graphique 9 – La consommation de produits pétroliers est fortement à la baisse aux États-Unis



Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

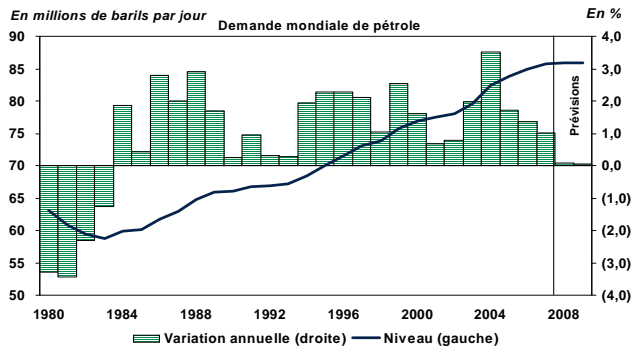
Graphique 10 – Les automobilistes américains ont changé leur comportement



Sources : Federal Highway Administration et Desjardins, Études économiques

L'évolution de la demande des autres produits de base est plus difficilement observable, mais plusieurs signes confirment un ralentissement important. La chute spectaculaire du coût de transport maritime des matières premières sèches est une indication claire d'une plus faible demande pour ces produits (graphique 12), tout comme la remontée des stocks de métaux de base (graphique 13). De plus, les difficultés des secteurs

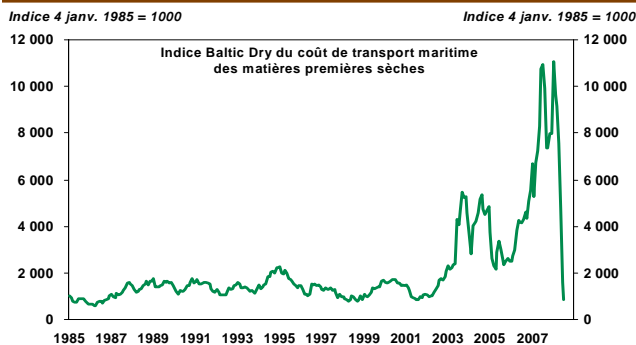
Graphique 11 – Vers une première baisse de la demande de pétrole en 25 ans?



Sources : Datastream, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

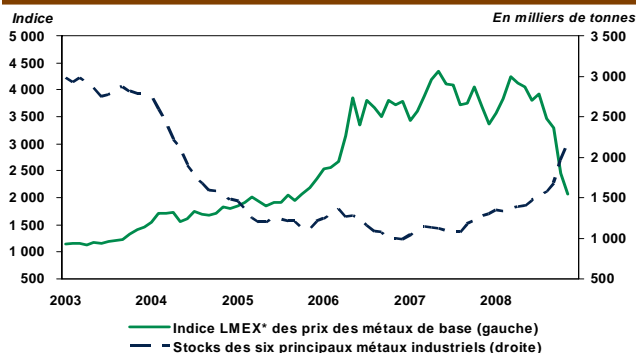
de la construction résidentielle et de l'automobile à l'échelle planétaire ne peuvent qu'entraîner un recul de la demande de plusieurs métaux, en particulier l'aluminium, le cuivre, le zinc, le plomb, le platine et le palladium.

Graphique 12 – Signe de la baisse de la demande de matières premières, le coût du transport a chuté violemment



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – La remontée des stocks de métaux reflète le ralentissement de la demande mondiale



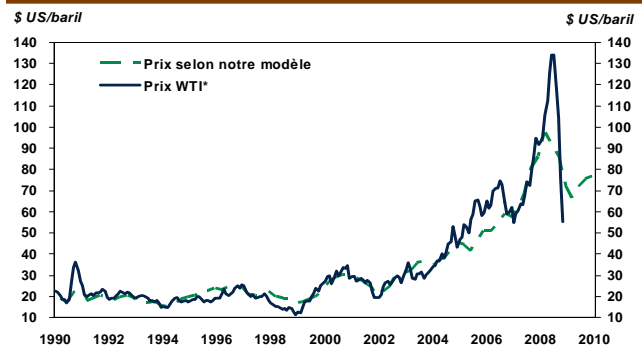
* London Metal Exchange Index.
Sources : Datastream, Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

DES FACTEURS FINANCIERS ONT AMPLIFIÉ LA CORRECTION

Le niveau actuel des prix de la plupart des matières premières nous semble donc justifié par le contexte économique difficile. Cependant, les déterminants fondamentaux des prix des matières premières n'ont pas changé du jour au lendemain, et des facteurs financiers ont amplifié la violence de la correction des prix.

En premier lieu, la présence grandissante de spéculateurs sur le marché des matières premières a gonflé les prix au-delà des niveaux justifiés par les facteurs fondamentaux et a retardé le début de la correction. À notre avis, la croissance des prix de la plupart des ressources aurait dû ralentir significativement il y a plusieurs trimestres, soit dès que les perspectives économiques ont commencé à se détériorer. Notre modèle de prix d'équilibre du pétrole indique ainsi que la flambée des prix au-dessus de 100 \$ US n'était pas justifiée par des facteurs fondamentaux (graphique 14). L'éclatement de cette bulle spéculative et le renversement des positions des investisseurs expliquent la violence avec laquelle les prix ont reculé.

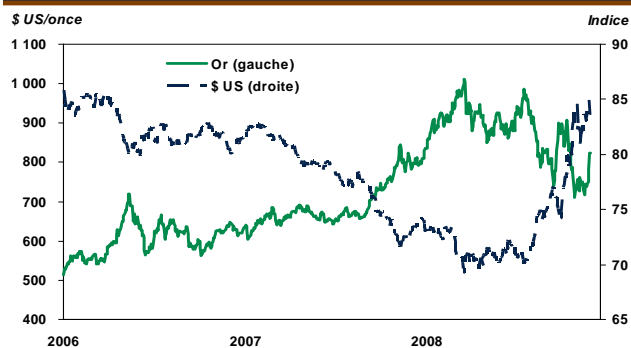
Graphique 14 – Le prix du pétrole se situe maintenant sous la valeur prédite par notre modèle



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'évolution du dollar américain a aussi amplifié les mouvements de prix des produits de base. Puisque les prix des matières premières sont exprimés en dollars américains, ils ont tendance à évoluer en sens contraire du billet vert pour maintenir un prix constant dans les autres devises, toutes choses étant pareilles par ailleurs. Après s'être dévalué par rapport à la plupart des devises au cours des dernières années, le billet vert s'est fortement apprécié depuis l'été, ce qui a amplifié la correction des prix. Ceci est particulièrement vrai dans le cas de l'or dont le prix est déterminé en bonne partie par des facteurs financiers (graphique 15). L'intensification des tensions financières depuis la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre explique en bonne partie le renversement de la tendance du dollar américain et a amplifié la liquidation des positions des spéculateurs.

Graphique 15 – Le rebond du dollar américain nuit au prix de l'or



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LA PRESSION RISQUE DE DEMEURER À LA BAISSÉ

Les prix actuels des matières premières reflètent déjà en bonne partie le climat récessionniste mondial prévu en 2009. La correction des prix est avancée et, comme nous l'avons vu précédemment, le prix du pétrole est déjà descendu légèrement en dessous du niveau d'équilibre calculé par notre modèle. La pression risque toutefois de demeurer à la baisse sur les prix des produits de base à court terme.

Premièrement, les statistiques économiques continueront d'être très mauvaises pendant au moins quelques mois, et l'environnement économique pourrait se détériorer encore plus que prévu. Deuxièmement, tout indique que les turbulences financières demeureront très présentes et, donc, que les facteurs financiers continueront d'être négatifs pour les prix des produits de base. Finalement, après une surévaluation importante, il arrive souvent que la correction subséquente amène les prix en dessous du niveau d'équilibre. Il faudra donc attendre une amélioration des perspectives économiques mondiales ou un apaisement des tensions financières avant de voir les prix des matières premières reprendre une tendance haussière.

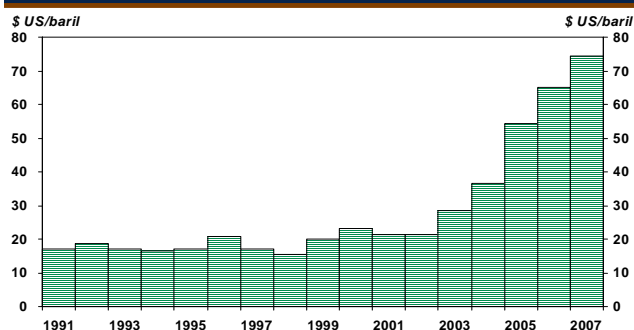
L'OFFRE DE MATIÈRES PREMIÈRES DIMINUE

Jusqu'à maintenant, il a essentiellement été question de la demande pour les matières premières. Toutefois, même si celle-ci risque de demeurer le principal déterminant des prix à court terme, il ne faut pas ignorer les importants changements en cours du côté de l'offre de produits de base.

La correction spectaculaire des derniers mois a fait tomber les prix de plusieurs matières premières en dessous du coût marginal de certains producteurs. On estime par exemple qu'environ 30 % de la production mondiale de nickel n'est plus profitable. Les plus grands producteurs de métaux ne cessent d'annoncer des réductions de production, et même la fermeture de certaines mines, pour limiter leurs pertes et tenter de freiner la chute des prix.

L'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) a aussi réagi en abaissant ses quotas de 1,5 million de barils par jour en octobre. Elle devrait procéder à une autre baisse d'au moins 1 million de barils d'ici la fin de l'année pour tenter de ramener les prix du brut près de sa cible de 85 \$ US le baril. Il faut dire que la hausse des prix des matières premières au cours des dernières années a été accompagnée d'une augmentation rapide des coûts de production. On estime ainsi que le coût marginal pour produire un baril de pétrole est passé d'environ 20 \$ US au début des années 2000 à 75 \$ US en 2007 (graphique 16). Le même phénomène est observable pour la plupart des métaux. Jusqu'à maintenant, ces annonces de réduction de l'offre n'ont pas eu d'effet sur les prix des matières premières, puisque la demande semble reculer encore plus vite.

Graphique 16 – Coût marginal de production d'un baril de pétrole*

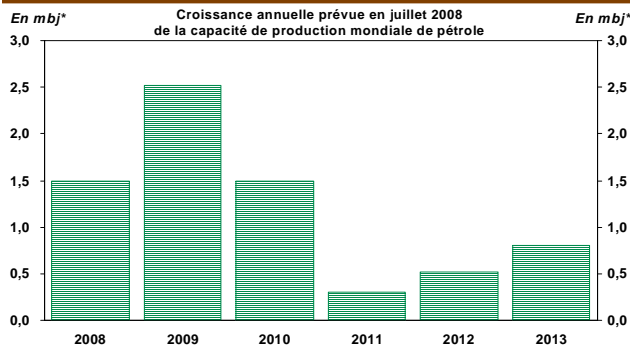
* Estimé à l'aide du coût moyen des producteurs ayant les coûts les plus élevés.
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

De plus, la baisse des prix combinée à l'accès restreint au crédit entraîne le report et l'abandon de certains importants projets d'investissements, entre autres dans le secteur minier. Le développement de nouveaux gisements de pétrole est aussi menacé alors que des investissements de plusieurs milliards de dollars dans les sables bitumineux ont déjà été reportés. La baisse des investissements dans le secteur pétrolier est particulièrement inquiétante pour l'avenir puisque l'Agence internationale de l'énergie prévoyait déjà cet été que la croissance de l'offre de brut ralentirait fortement à partir de 2011, ce qui ramènerait à l'avant-plan les risques de pénurie (graphique 17). À la suite de l'effondrement des prix, les perspectives de croissance de la production pétrolière risquent de devoir être encore revues à la baisse.

CONCLUSION : PRIX RELATIVEMENT FAIBLES À COURT TERME, MAIS RISQUE DE REBOND PAR LA SUITE

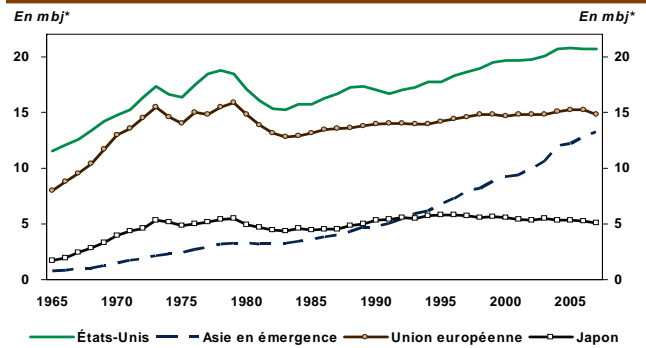
La baisse récente des prix des matières premières offre un soulagement aux entreprises et aux ménages, en particulier aux automobilistes, qui est bienvenu dans le contexte économique actuel. En réduisant les pressions inflationnistes, la chute des prix permet aussi aux autorités monétaires d'agir

Graphique 17 – Même avec des prix records, les perspectives de croissance de l'offre étaient limitées



* Millions de barils par jour.
Sources : Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

Graphique 18 – L'accroissement de la demande de pétrole provient de plus en plus des pays émergents



* Millions de barils par jour.
Sources : British Petroleum et Desjardins, Études économiques

vigoureusement pour soutenir l'économie. Même si la correction paraît bien avancée, la pression risque de demeurer à la baisse sur les prix des matières premières au cours des prochains mois alors que la faiblesse de la demande pour les produits de base et les turbulences financières devraient demeurer les facteurs dominants.

Les prix des produits de base devraient toutefois reprendre une tendance haussière quelque part en 2009. Les importantes baisses de production annoncées par l'OPEP et les producteurs de métaux se feront de plus en plus sentir sur les marchés mondiaux des ressources. Même la production céréalière risque de décevoir alors que l'accès restreint au crédit et le recul des prix réduisent l'utilisation d'engrais. Déjà, le gouvernement brésilien a dû revoir significativement à la baisse sa récolte prévue de soya et de maïs l'an prochain. Dans ce contexte, les craintes de pénurie risquent de refaire surface dès que le contexte économique mondial cessera de se détériorer, ce qui devrait permettre aux prix des matières premières de remonter. De plus, bien qu'elles ne soient pas épargnées par la crise actuelle, les économies émergentes devraient généralement continuer à croître à un bon rythme au cours de la prochaine décennie, ce qui devrait soutenir la demande et le prix des matières premières (graphique 18).

Mathieu D'Anjou
Économiste senior