

En perspective

Le point sur la conjoncture

Une perspective emballante et préoccupante à la fois pour les prochains mois

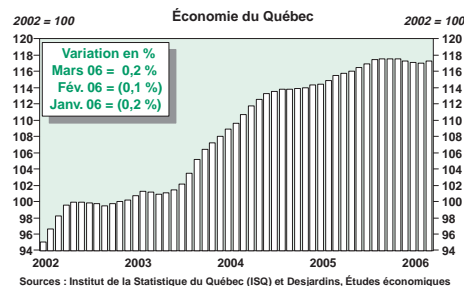
Gilles Soucy
Économiste en chef

Le Fonds monétaire international (FMI) a déposé dernièrement ses Perspectives de l'économie mondiale et, si l'on doit se fier à ses pronostics, l'année 2006 sera placée sous le signe de la vigueur : une prévision de croissance du PIB réel de 4,9% en 2006 et de 4,7% en 2007. Cependant, l'organisme constate que la montée des prix de l'énergie influencera la situation déjà problématique des déséquilibres mondiaux, notamment la détérioration du solde des transactions courantes aux États-Unis, grands consommateurs d'énergie. Le FMI estime que pour l'année qui vient, les risques penchent davantage vers une diminution du rythme de croissance que vers une hausse de la cadence de l'économie mondiale, et ce, malgré la progression rapide des économies asiatiques et la relance de la zone européenne.

Depuis le début de l'année, les États-Unis ont le vent en poupe. La croissance du PIB réel au premier trimestre a atteint 4,8% selon les premières évaluations. Les indicateurs continuent de présager une croissance soutenue pour le deuxième trimestre. Cependant, un ralentissement est attendu en seconde moitié d'année. Dans un premier temps, la réduction de cadence du secteur immobilier induira une décélération des dépenses des consommateurs. Cette accalmie est inévitable. Cependant, l'ampleur et l'effet sur les dépenses des ménages restent à définir.

Suite en page 2...

INDICE PRÉCURSEUR DESJARDINS



Coup d'œil

Prix du pétrole : qu'est-ce qui différencie le choc actuel de ceux de 1973 et de 1979-1980 ?

Joëlle Noreau
Économiste

Avec l'ascension des prix du pétrole, on peut se demander si l'on assistera à une répétition du scénario de récession du début des années 80. En quoi la situation actuelle diffère-t-elle de celles qui prévalaient au moment des flambées des prix précédentes ? Voilà une question à laquelle nous tenterons de répondre. Par la suite, nous comparerons l'évolution des prix de l'essence au fil du temps. Enfin, nous verrons si les conditions sont réunies pour que les consommateurs, exaspérés par les prix à la pompe, claquent la porte... de leur automobile.

Un contexte fort différent

La hausse actuelle des prix du pétrole n'est pas le résultat d'une mainmise ou d'un embargo sur les quantités produites, comme en 1973 et en 1979-1980. C'est l'accroissement de la demande et la spéculation qui sont à la source de la flambée

Suite en page 7...

Dossier

Quel frénésie entoure les prix de l'or ? *

Joëlle Noreau et Martin Lefebvre
Économistes

Ce n'est pas d'hier que l'or suscite la convoitise. Il a inspiré des œuvres d'art, provoqué des batailles et des conquêtes, et a même amené Christophe Colomb en Amérique. Son pouvoir d'attraction a révélé à la fois le meilleur et le pire chez l'humain depuis des milliers d'années. Encore aujourd'hui, l'or conserve son lustre. Tellement, qu'au cours de la dernière année, son attrait a provoqué une croissance frénétique des prix que l'on n'avait pas observée depuis 1980. Pourtant, les conditions en place ne semblent pas justifier une telle ascension. En fait, la frénésie actuelle est expliquée en partie par un effet de rattrapage mais, surtout, par des facteurs plus spécifiques liés à la demande. La spéculation et la popularité grandissante des fonds boursiers en ont été les principaux contributeurs. Compte tenu de l'état actuel de l'offre et de la demande pour le métal précieux, il ne serait pas surprenant de voir les prix de l'or fracasser la barre des 850\$ US au cours des prochaines années, un record de tous les temps.

Les principaux déterminants du prix de l'or

Au cours des dernières années, l'or a connu l'une des périodes les plus prospères de son histoire. D'un creux de 256\$ US l'once, en mai 2001, le cours du métal a

* Une version plus étoffée de l'étude a été publiée dans le Point de vue économique du 24 avril 2006.

Suite en page 9...

Dossier...

- Suite de la page 1

plus que doublé, s'élevant à plus de 650 \$ à la fin du mois d'avril, un sommet qui datait de 1980. Pourquoi l'or semble-t-il tout à coup si intéressant alors qu'il suscitait si peu d'engouement il y a quelques années à peine ? Une rétrospective des déterminants du prix de l'or nous permet d'y voir plus clair.

Comme tout autre prix, le cours de l'or est expliqué en grande partie par un jeu entre l'offre et la demande. L'accroissement de la demande indienne pour la joaillerie et le recyclage des pétrodollars saoudiens, jumelé à un ralentissement de la production minière, a certes joué un rôle important dans l'évolution récente du prix du métal jaune. Mais cela semble trop peu pour justifier une telle frénésie.

Le prix de l'or est aussi affecté par le comportement des investisseurs. Historiquement, sa valeur a tendance à augmenter lorsque ces derniers exigent une prime de risque plus élevée pour faire face à une situation d'incertitude. Il est généralement convenu que l'or est une bonne couverture contre l'inflation, que son prix tend à augmenter en période de crise ou de guerre (valeur refuge) et qu'il connaît un rapport inverse avec le dollar américain. Certes, ces facteurs ont contribué à mener le prix de l'or un peu plus haut, mais la relation qui les unit ne semble plus aussi robuste que par le passé. Qu'en est-il vraiment ?

L'or : un bon indice précurseur de l'inflation ou pas ?

Le graphique ci-joint montre que si l'évolution du prix de l'or a été un bon indice précurseur de l'inflation par le passé, les choses sont tout autres maintenant. Le lien qui unissait l'or à l'inflation s'est passablement estompé au fil des années 90, pour perdre toute relation à l'aube du millénaire. Il faut dire qu'en raison de la concurrence internationale et de la crédibilité des banques centrales à l'égard du contrôle de l'inflation, les anticipations inflationnistes sont aujourd'hui largement contenues. D'ailleurs, si les marchés étaient inquiets d'une hausse de l'inflation, les taux obligataires seraient plus élevés. Or, ces derniers n'ont connu qu'une faible augmentation, et ce, en dépit du cycle de resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) amorcé en juin 2004.

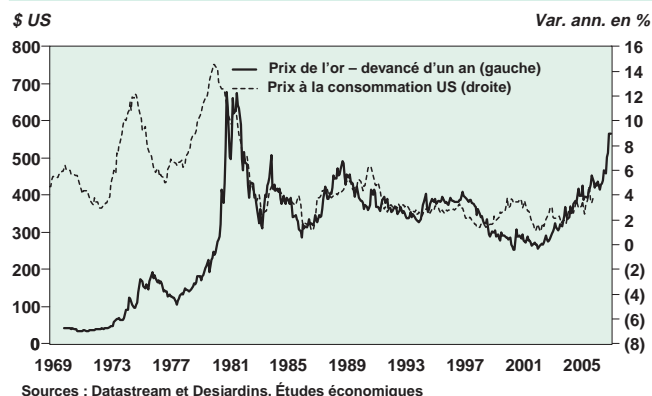
Les risques ne semblent pas perturber les investisseurs

L'explication liée à l'incertitude ne tient pas solidement la route non plus. Certes, les attentats terroristes perpétrés à Londres en juillet 2005, tout comme la rupture de l'approvisionnement de pétrole causée par le passage des ouragans dans le sud des États-Unis, en août et septembre derniers, ont poussé à leur tour le prix de l'or un peu plus haut, mais l'effet a été éphémère.

Aussi, malgré le fait que les États-Unis se soient enlisés en Irak, que les prix du pétrole évoluent vers des niveaux records, que plusieurs pays présentent des signes de surchauffe au sein

Plusieurs facteurs portent à croire que la tendance haussière pourrait se poursuivre au cours des prochaines années.

L'OR A-T-IL PERDU SON POUVOIR DE PRÉDICTION ?



du secteur immobilier résidentiel et que la menace terroriste plane toujours, les investisseurs demeurent très optimistes par rapport à la situation économique et montrent peu d'aversion aux risques. Cela se reflète par la demande élevée pour les titres des marchés émergents au cours des dernières années et le rétrécissement

des écarts par rapport aux rendements des titres gouvernementaux. L'or ne revêt donc pas actuellement l'aspect d'une valeur refuge autant que par le passé.

Le dollar américain : un lien indéniable... jusqu'à tout récemment

Une étude récente préparée pour le World Gold Council montre dans quelle mesure la hausse des prix des matières premières est le produit de la dépréciation du dollar américain. Il en ressort que l'or est la matière première la plus fortement en relation (inversement) avec le dollar américain. On peut donc observer qu'à compter du moment où le dollar américain augmente, le prix de l'or a tendance à diminuer et, inversement, quand le dollar américain recule, le prix de l'or s'apprécie.

On constate cependant qu'en 2005, la valeur du billet vert et le prix de l'or ont évolué dans la même direction, ce dernier ayant même connu une croissance nettement supérieure à la devise américaine en seconde moitié d'année. Cela implique que d'autres facteurs que la faiblesse relative du billet vert sont à l'œuvre depuis l'an dernier.

L'or n'est pas une matière première comme les autres

Une des explications derrière l'appréciation récente du prix de l'or se trouve dans l'effet de rattrapage vis-à-vis des autres matières premières. Depuis 2002, les prix des matières premières se sont littéralement enflammés devant une demande de plus en plus pressante, notamment de la part des pays asiatiques. L'or possède des caractéristiques intrinsèques uniques, mais il présente toutefois une moins grande utilité industrielle, si bien qu'il n'a pas connu le même engouement. Sa valeur s'est ainsi dépréciée par rapport aux prix de certains autres métaux et du pétrole.

Dossier...

Mais, dans un contexte de liquidité excessive, l'or a vite refait l'objet de convoitise. Il faut dire qu'en l'absence de pression inflationniste sur les prix à la consommation, il fallait bien que la liquidité créée par l'épargne des pays asiatiques et par des taux d'intérêt historiquement bas soit recyclée dans d'autres types d'actifs. Actuellement, le monde est littéralement submergé de devises, et principalement de billets verts, que l'on cherche à placer, et le marché de l'or revêt toutes les caractéristiques d'un important déversoir. Après l'immobilier et le pétrole, l'or n'a pas échappé à cet emballement. Aux yeux des investisseurs, l'or est devenu plus qu'une simple matière première. Les rendements ont été nettement supérieurs aux investissements traditionnels et ont suscité un plus grand attrait auprès de la communauté financière.

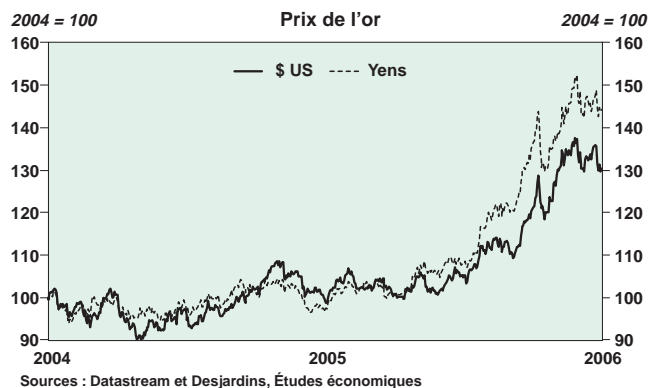
L'évolution récente des prix est-elle pure spéculation ?

Le principal déclencheur du ralliement du prix de l'or depuis septembre dernier a toutefois été l'accélération de la demande liée à la spéculation. Le tout a commencé au Japon, où la faiblesse relative du yen par rapport au billet vert est venue augmenter les gains des investisseurs en monnaie locale et accroître davantage la demande.

Avec un marché déjà en effervescence, ce mouvement spéculatif a incité d'autres investisseurs à prendre le train en marche. Selon le Commodity Futures Trading Commission (CFTC), les engagements des négociants ont atteint un record au dernier trimestre de 2005.

L'explosion du mouvement spéculatif a poussé, tour à tour, le prix de l'or au-delà d'une série de barrières techniques. Après avoir d'abord fracassé les 450 \$ US, au lendemain du passage des ouragans Katrina et Rita dans le Golfe du Mexique, le prix de l'or a traversé la barrière des 470 \$ US, pour atteindre un sommet de 536 \$ US en décembre 2005. À ce niveau, le marché semblait étiré à un maximum, mais la correction a toutefois été de courte durée et le prix de l'or est reparti en hausse de plus belle, pour toucher momentanément les 573 \$ US au début de février 2006. On s'attendait à une correction, mais le prix de l'or

LE PRIX DE L'OR S'EST APPRÉCIÉ PLUS RAPIDEMENT EN YENS QU'EN DOLLARS AMÉRICAINS



DEMANDE MONDIALE D'OR (TONNES MÉTRIQUES)

Demande	2004	2005	Var. ann. en %
. Fabrication			
- Joaillerie	2 613	2 712	3,8
- Autres usages	550	568	3,3
. Fabrication totale	3 163	3 280	3,7
. Thésaurisation	256	261	2,0
. Hedging	427	131	(69,3)
. Investissement net	---	364	n.d.
Demande totale	3 846	4 036	4,9
London PM fix, \$ US/on.	409,17	444,45	8,6
Source : GFMS, Gold Survey 2006		n.d. : non disponible	

est remonté encore une fois pour atteindre plus de 650 \$ US à la fin d'avril et plus de 700 \$ US au début de mai.

Qui demande de l'or ?

Selon les plus récentes données compilées (avril 2006) par GFMS, une autorité en matière de métaux précieux, on estime que la demande pour la fabrication a été d'environ 3 250 tonnes en 2005, dont plus de 80 % pour la joaillerie. La forte croissance des économies asiatiques a propulsé la demande pour la joaillerie de 3,8 %, malgré une hausse moyenne de prix de 8,6 % en 2005. L'accroissement de la demande s'est surtout fait en première moitié d'année. La hausse faramineuse des prix en seconde moitié, surtout au quatrième trimestre, a fait reculer la demande au deuxième semestre de 2005.

L'Inde est le plus grand consommateur. En 2005, il a été suivi *ex aequo* par le Moyen-Orient (Turquie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, etc.) et l'Asie de l'Est (Chine, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Vietnam, Corée du Sud, Japon, etc.).

D'autres éléments ont contribué à la demande. Les sociétés minières ont poursuivi en 2005 la réduction de leurs programmes de couverture pour se prémunir contre les risques du marché pour une sixième année consécutive. Cette diminution de leurs programmes de couverture a cependant été moins importante en 2005 qu'en 2004, de sorte qu'elle n'a généré une demande que d'environ 131 tonnes d'or, contre 427 tonnes en 2004. La thésaurisation s'est élevée de 2 % l'an dernier pour atteindre 261 tonnes). De plus, on a estimé à 364 tonnes l'effet implicite de l'investissement net, soit une mesure approximative de toutes les transactions non couvertes par les autres variables de l'offre et de la demande. Une appréciation de 364 tonnes de cet élément en une seule année est le reflet de l'effet hautement spéculatif du marché l'an dernier.

Parallèlement à l'accroissement de la spéculation, des facteurs physiques de la demande ont aussi contribué à l'augmentation du prix du métal jaune. Il en va ainsi des fonds d'or inscrits en Bourse, communément appelés ETF pour Exchange-Traded Funds, pour lesquels la demande a plus que quintuplé en deux ans, passant d'une moyenne de 39,4 tonnes en 2003 à une moyenne de 203,4 tonnes en 2005.

Dossier...

OFFRE MONDIALE D'OR (TONNES MÉTRIQUES)

Offre	2004	2005	Var. ann. en %
. Production minière	2 470	2 519	2,0
. Ventes officielles	469	656	39,9
. Or – usagé	848	861	1,5
. Désinvestissement net	59	---	n.d.
Offre totale	3 846	4 036	4,9

Source : GFMS, Gold Survey 2006

n.d. : non disponible

Qui domine la production de l'or ?

L'an dernier, la production minière a atteint 2 519 tonnes, soit une augmentation de 49 tonnes par rapport à 2004. Il s'agit cependant d'un niveau inférieur à celui de 2003 (2 592 tonnes). C'est surtout en seconde moitié d'année que la hausse s'est produite.

En réalité, malgré le fait que l'Afrique du Sud ait atteint son niveau de production le plus bas depuis 1923, le pays demeure en tête du palmarès des pays producteurs d'or. Deux pays se disputent la deuxième place, soit l'Australie et les États-Unis. La Chine est le quatrième producteur mondial alors que le Canada se classe en huitième position. Notons qu'en Amérique du Nord, la production diminue depuis maintenant cinq ans. Chez nous, la baisse de production en 2005 (8 %) était principalement attribuable à des fermetures.

L'année 2005 n'a pas été trop favorable à l'industrie canadienne, les coûts d'exploitation ayant augmenté de façon importante. La force du dollar canadien, l'augmentation des prix de l'énergie, des pneus de caoutchouc et des produits chimiques ont littéralement soufflé les coûts d'extraction du minerai. En 2005, on estimait à 316 \$ US l'onçe, en moyenne, le coût total (incluant la dépréciation) pour les mines canadiennes, ce qui est inférieur aux trois principaux pays producteurs mondiaux. Cependant, cela représente 15,3 % de plus qu'en 2004 et plus que la moyenne des autres producteurs mondiaux (295 \$ US l'onçe) hormis l'Afrique du Sud, l'Australie et les États-Unis.

DIX PRINCIPAUX PAYS PRODUCTEURS

Tonnes métriques	2004	2005	Var. ann. en %
Afrique du Sud	343	296	(14)
Australie	258	263	2
États-Unis	260	262	0
Chine	217	224	3
Pérou	173	208	20
Russie	182	176	(3)
Indonésie	114	167	46
Canada	129	119	(8)
Ouzbékistan	84	79	(5)
Papouasie - Nouvelle-Guinée	75	69	(8)

Source : GFMS, Gold Survey 2006

L'or provenant d'autres sources

Au-delà de la production minière, on observe que l'offre de l'or ayant déjà fait l'objet d'un usage n'a pas progressé très rapidement malgré les prix élevés. La faible croissance de 1,5 % en 2005 est peut-être attribuable aux attentes des vendeurs qui anticipent des hausses de prix pour vendre leur vieil or. L'an dernier, la plus forte proportion de l'offre est venue du Moyen-Orient (Arabie saoudite, Turquie, Égypte, Iran, Irak et Syrie, etc.), avec 297 tonnes, suivi de l'Asie de l'Est (Indonésie, Chine, Japon, Thaïlande, etc.), avec 201 tonnes.

Les ventes d'or des banques centrales sont une autre source. Ces ventes sont estimées à 656 tonnes en 2005. Cependant, on peut se demander pourquoi les autorités monétaires procèdent ainsi. À la fin des années 90, bon nombre de banques centrales ont fait part de leur intention de se départir d'une partie de leurs réserves d'or pour les remplacer par des actifs plus rentables. En septembre 1999, un premier accord, le Central Bank Gold Agreement, a été signé. De façon très sommaire, on peut dire qu'un des objectifs de cet accord était de « discipliner » quelque peu ces ventes afin éviter que des quantités importantes d'or soient mises en vente et qu'elles provoquent l'effondrement du cours du métal qui était déjà très bas.

À toute cette activité se greffe le commerce de l'or « illicite », qui n'est pas comptabilisé dans les opérations officielles. Cependant, le phénomène n'est pas tout à fait secret : à preuve, les Nations Unies ont déposé à plusieurs reprises, en 2001, 2003 et 2005, des rapports sur la situation qui prévaut actuellement au Congo, au Rwanda et en Ouganda, où le trafic d'or est florissant. Le propre de ce réseau parallèle est la clandestinité. Il est donc difficile d'en connaître l'ampleur et d'évaluer avec exactitude son effet sur le marché mais, chose certaine, il n'est pas neutre.

Quelle est la tendance des prix pour 2006 ?

Au niveau actuel, le cours de l'or semble surévalué et pourrait faire l'objet d'une correction à court terme. En particulier, le fait que la hausse de prix soit menée par un mouvement spéculatif plutôt que par un déséquilibre entre l'offre et la demande montre l'aspect précaire de la situation.

Cela dit, il est possible que les récents gains soient là pour durer. Le comportement des marchés et le dépassement de la barre des 600 \$ US l'onçe laissent entrevoir davantage une appréciation qu'un recul des prix. Dans la mesure où les anticipations d'un ralentissement économique aux États-Unis et d'une dévaluation du billet vert se matérialisent d'ici la fin de 2006, on pourrait voir le prix de l'or grimper rapidement au cours des prochains trimestres.

À plus long terme, plusieurs facteurs portent à croire que la tendance haussière pourrait se poursuivre au cours des prochaines années. En particulier, en vertu d'un ratio historique qui situe le prix de l'or à 16 fois celui du prix du pétrole, il est possible que l'effet de rattrapage continue. En supposant que le prix du

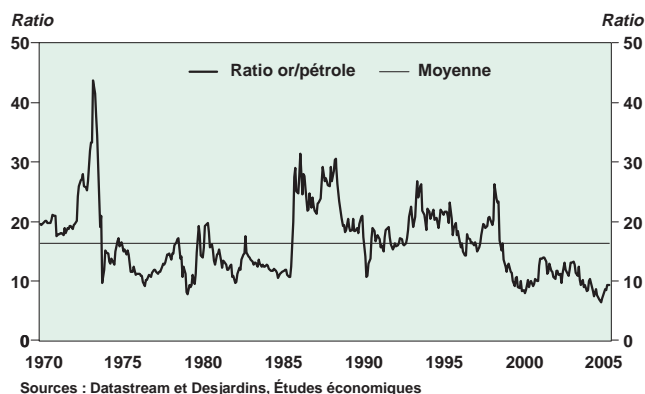
Dossier

pétrole se stabilise à 50 \$ US le baril, il faudrait que le cours de l'or avoisine les 800 \$ US l'once pour retourner à sa moyenne de long terme.

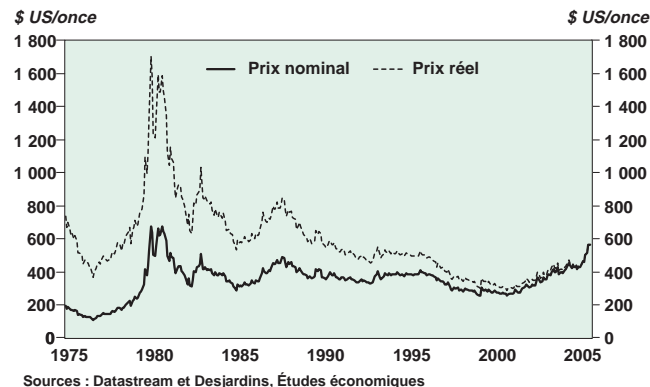
En fait, l'or fait pâle figure lorsqu'on compare la progression de son prix avec celui de la plupart des matières premières. Depuis le début de 2004, le métal jaune a progressé de 50 %, alors que l'argent a augmenté de près de 140 %, le cuivre de 182 % et le prix du brut s'est apprécié de plus de 120 %.

Il faut dire aussi que, depuis la mise sur pied des fonds boursiers, il est beaucoup plus facile qu'auparavant pour les petits investisseurs de négocier l'or. L'appréciation marquée de la demande pour ce type d'actif, soit de 236 % en 2004 et de 53 % en 2005, témoigne de sa popularité. Il est peu probable que les ETF connaissent une progression aussi rapide au cours des prochaines années, mais la faible part du gâteau qu'ils représentent, à 5 % de la demande totale en 2005, pourrait facilement doubler au cours des prochaines années. Ainsi, dans un con-

UN RATIO PLUS PRÈS DE LA MOYENNE HISTORIQUE ?



LE PRIX DE L'OR : NOMINAL CONTRE RÉEL



texte où la production minière n'augmente que faiblement, les pressions sur le prix de l'or resteront vives.

Par ailleurs, les prix actuels peuvent sembler élevés, mais si l'on tient compte de l'inflation, la hausse récente est infime par rapport à l'augmentation marquée qu'a connue le prix de l'or au début des années 80, soit à un sommet de plus de 1 700 \$ US, en dollars de 2006, en février 1980.

Qui peut savoir ce qui arrivera en 2006 ? Bien qu'une proportion importante de la production repose entre les mains d'un nombre restreint de pays producteurs et de compagnies, personne n'a de pouvoir absolu. Les ventes des banques centrales sont partiellement prévisibles, mais pas entièrement. De même, la fabrication se concentre entre quelques joueurs de taille, mais la donne peut changer : on peut difficilement anticiper les intentions des investisseurs. Cependant, on peut déjà présumer de leur humeur : le sentiment général semble pencher en faveur d'une augmentation des prix de l'or, ce qui intéressera davantage les investisseurs. ■

1 Nikos Kavalis, GFMS limited, *Commodity Prices and the Influence of the US Dollar*, Gold Report, janvier 2006, 12 p.

OFFERT PAR :