

## Les prix de l'or et du pétrole à des sommets

### Faits saillants

- Le prix du baril du pétrole a bondi au cours des derniers mois et a frôlé les 100 \$ US le baril. Les prix demeureront volatiles avant de redescendre l'an prochain vers les 80 \$ US le baril. La progression du prix du gaz naturel a été beaucoup plus limitée.
- L'or s'est aussi fortement apprécié et a entraîné les autres métaux précieux à la hausse.
- La performance des métaux de base a été moins spectaculaire alors que la remontée des stocks et certains doutes sur l'évolution de la demande ont limité les hausses de prix et même entraîné des reculs.
- Après avoir atteint un sommet au début octobre, le prix du blé s'est modéré récemment. Dans l'ensemble, les céréales demeureront coûteuses l'an prochain.

### TABLE DES MATIÈRES

Éditorial .....	1
Énergie .....	4
Métaux précieux .....	5
Métaux de base .....	6
Denrées agricoles .....	7
Tableaux .....	8

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

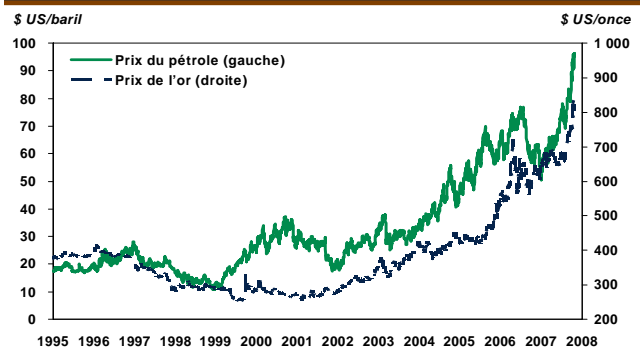
**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

### Éditorial

La poussée spectaculaire des prix de l'or et du pétrole a retenu l'attention sur les marchés des matières premières au cours des derniers mois. Le prix du baril de *WTI* (*West Texas Intermediate*) s'est accru de plus de 20 \$ US depuis le début du mois de septembre, ce qui lui a permis de fracasser son précédent sommet historique et même de s'approcher des 100 \$ US. L'or a bondi d'environ 175 \$ US au cours de la même période et a dépassé à quelques reprises les 840 \$ US pour la première fois depuis 1980 (graphique 1).

Graphique 1 – Le pétrole s'est approché des 100 \$; l'or, des 850 \$...



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

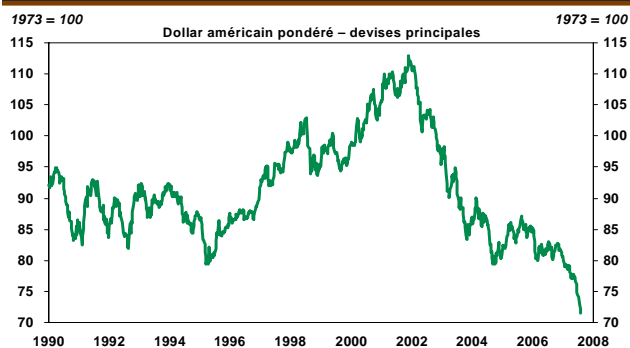
Personne ne s'attendait à ce que de tels niveaux soient atteints aussi rapidement. En particulier, il est difficile de concevoir que le pétrole se transige aujourd'hui à un prix qui n'était envisagé, il y a quelques mois, que dans des scénarios catastrophiques (ouragan majeur, guerre en Iran et fermeture du détroit d'Ormuz...).

### LA CHUTE DU DOLLAR AMÉRICAIN EST UNE PARTIE DE L'EXPLICATION

Le recul marqué de la devise américaine au cours des derniers mois a certainement contribué à la hausse des prix du pétrole et de l'or. De façon générale, les prix des matières premières

sont libellés en dollars américains. Il est donc normal de les voir augmenter lorsque cette devise se déprécie. Si les prix ne s'ajustaient pas, un recul du dollar américain entraînerait une baisse injustifiée des revenus des pays producteurs de ressources naturelles. Il ne faut donc pas se surprendre que les récents sommets de l'or et du pétrole soient survenus au moment où le dollar américain établissait un creux historique (graphique 2).

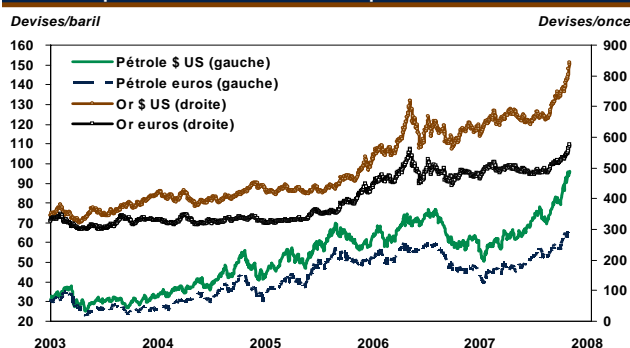
**Graphique 2 – ... alors que le dollar américain a chuté à un creux historique**



Sources : Federal Reserve Board, Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, il n'est pas étonnant de voir que l'appréciation récente du pétrole et de l'or est moins spectaculaire lorsque l'on examine l'évolution des prix en euros ou en dollars canadiens (graphique 3).

**Graphique 3 – La poussée des prix du pétrole et de l'or est moins spectaculaire en euros**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La demande pour les matières premières, en particulier pour l'or, a aussi été gonflée par les investisseurs qui prévoient une dépréciation supplémentaire de la devise américaine. Plusieurs caractéristiques de l'or (liquidité, ratio élevé prix/volume, rôle historique en période d'incertitude) en font le véhicule de choix pour les investisseurs anticipant une baisse du billet vert. D'ailleurs, l'évolution de l'or et du dollar américain au cours des deux dernières années montre un coefficient de corrélation très négatif (-0,91). Le coefficient

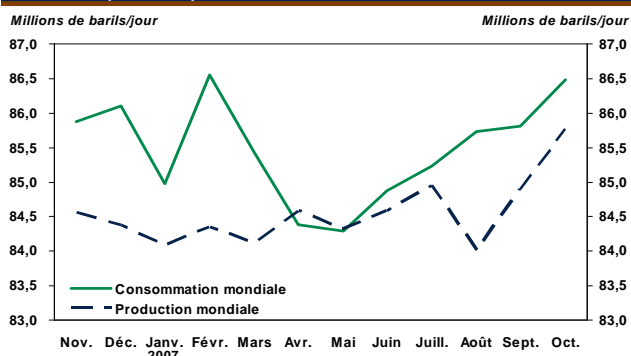
de corrélation du pétrole est aussi négatif mais moins que pour l'or. Nos calculs tendent donc à confirmer les études concluant que l'or est la matière première qui permet le mieux de se prémunir contre une baisse du dollar américain.

### LES CRAINTES DE PÉNURIE PROFITENT AU PÉTROLE

Le recul du billet vert n'explique cependant pas tout et d'autres facteurs ont contribué à l'envolée des prix de l'or et du pétrole. Du côté du pétrole, l'équilibre très précaire entre la consommation et la production mondiale a eu une forte influence sur les prix.

Depuis quelques années, la croissance économique effrénée des pays émergents, en particulier de la Chine et de l'Inde, a fait augmenter la demande de pétrole très rapidement alors que la production mondiale a peu progressé. La capacité excédentaire de production de pétrole a ainsi fortement diminué et on estime que la consommation mondiale de pétrole a été supérieure à la production au cours des quatre derniers trimestres (graphique 4). Cette diminution continue de la capacité excédentaire explique en grande partie la croissance soutenue du prix du baril qui, rappelons-le, se transigeait aux environs de 30 \$ US en 2003.

**Graphique 4 – La consommation de pétrole a dépassé la production au cours de la dernière année**

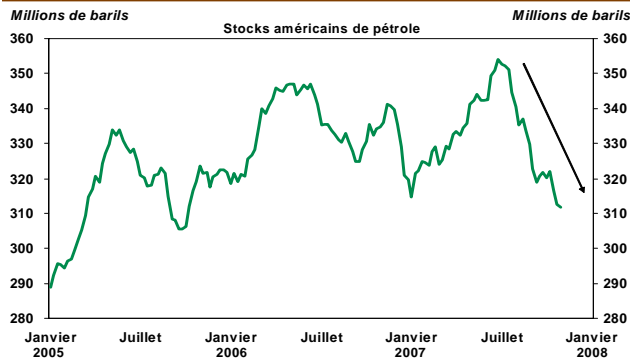


Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

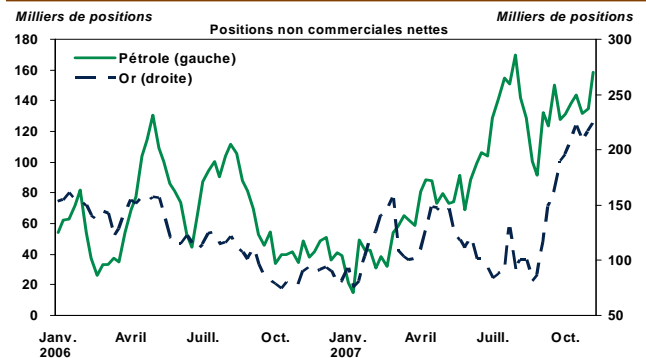
Dans un tel contexte, il est normal que les investisseurs soient très nerveux et réagissent fortement à tout signe avant-coureur d'une pénurie de pétrole. Ainsi, la baisse rapide des stocks de pétrole américains (graphique 5) et l'augmentation des tensions au Moyen-Orient au cours des derniers mois (nouvelles sanctions contre l'Iran et conflit entre la Turquie et les Kurdes du nord de l'Irak) ont eu un effet majeur sur les cours pétroliers. Le prix actuel de l'or noir reflète donc une prime de risque très importante.

### L'OR BÉNÉFICIE DE LA CRISE FINANCIÈRE ET DES PRESSIONS INFLATIONNISTES ACCRUES

De son côté, l'or est perçu comme une des principales valeurs refuges pour les investisseurs. Il est donc normal que la réappréciation du risque qui a suivi la crise financière de l'été

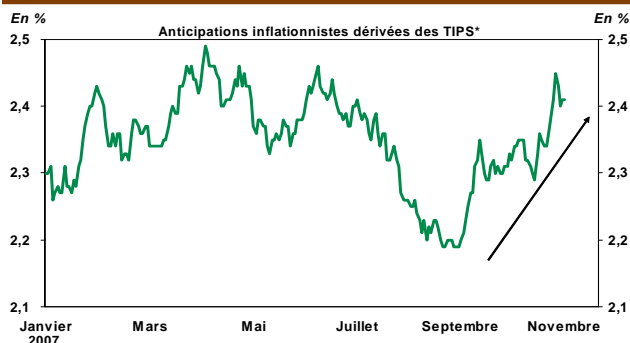
**Graphique 5 – La baisse rapide des stocks américains de brut inquiète les marchés**


Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – Les spéculateurs ont pris des positions importantes sur l'or et le pétrole**


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

ait profité au métal jaune. Historiquement, l'or est aussi utilisé pour se prémunir contre une accélération de l'inflation. Les prix très élevés des matières premières, particulièrement du pétrole et des céréales, font craindre un retour en force de l'inflation. Déjà, les prix des aliments montrent des signes d'accélération dans plusieurs pays et, à moins d'un recul marqué du pétrole, il faut s'attendre à une augmentation significative des prix de l'essence. L'évolution des obligations à rendement réel signale ainsi une augmentation des risques inflationnistes depuis quelques mois (graphique 6) et l'inflation continue de préoccuper les banques centrales. Dans un tel contexte, il est normal de voir l'or performer particulièrement bien.

**Graphique 6 – Les craintes inflationnistes ont augmenté au cours des derniers mois**
\* Treasury Inflation-Protected Securities.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### LES NIVEAUX ACTUELS SERONT DIFFICILEMENT SOUTENABLES À MOYEN TERME

À court terme, étant donné le niveau élevé de spéculation (graphique 7), il faut s'attendre à ce que les prix de l'or et du pétrole soient volatiles. Une correction est ainsi possible à tout moment. Toutefois, rien n'indique un renversement de tendance imminent. Les facteurs soutenant la hausse de ces matières premières devraient demeurer positifs au cours des prochains mois, ce qui permettrait aux prix de ces actifs d'atteindre de nouveaux sommets.

Les choses devraient cependant commencer à changer en 2008 alors que les pressions à la hausse sur les prix de l'or et du pétrole s'amenuiseront. En premier lieu, la chute du dollar américain ne pourra pas durer encore longtemps à ce rythme et nous prévoyons une certaine stabilisation l'an prochain. Déjà le dollar américain a connu un léger rebond au cours des derniers jours, ce qui s'est reflété immédiatement sur les prix de l'or et du pétrole. Il est cependant trop tôt pour juger si cette remontée est le début d'une nouvelle tendance ou seulement une pause avant une nouvelle baisse du billet vert.

Puis, à moins de réels problèmes du côté de la production de pétrole, les craintes de pénurie devraient progressivement s'atténuer, surtout si le contexte économique demeure difficile aux États-Unis. Certes, d'importantes questions demeureront présentes quant à la capacité de répondre à long terme à la croissance de la demande mondiale de pétrole. Toutefois, cette incertitude justifie des prix élevés, d'environ 80 \$ US, mais pas les niveaux actuels.

Finalement, en ce qui concerne l'or, nous sommes confiants de voir les autorités monétaires maintenir une rhétorique axée sur l'inflation, ce qui devrait limiter la poussée des prix et l'attrait de ce métal. Il sera aussi intéressant de voir comment la demande réelle réagira à des prix de plus de 800 \$ US. Rappelons que la dernière poussée des prix de l'or, en 2006, avait fait chuter la demande de bijoux en Inde. Comme dans le cas du pétrole, le prix de l'or demeurera certainement élevé d'un point de vue historique mais devrait retourner significativement sous son niveau actuel.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**

Économiste

# ÉNERGIE

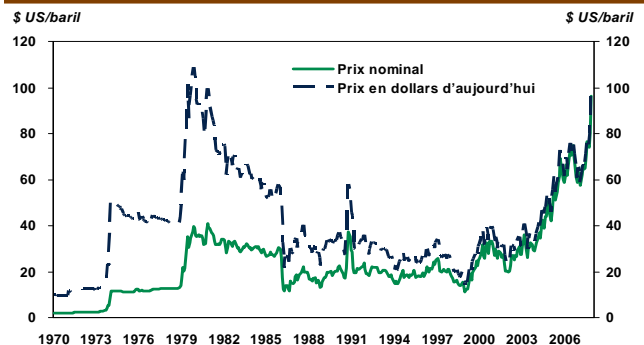
## Le baril de pétrole a frôlé les 100 \$

- Les prix du baril de pétrole se sont emballés récemment pour établir un nouveau record de près de 100 \$ US le baril avant de retraire vers les 90 \$ à la mi-novembre. L'appréciation depuis le début de l'année atteint maintenant 55 %. Même en tenant compte de l'inflation, le prix réel du baril est près de son sommet historique établi en 1979 lors de la dernière crise pétrolière (graphique 8).
- Les prix du pétrole demeureront élevés à court terme. La faiblesse du dollar américain, la baisse des stocks de brut et les craintes de pénurie continueront de supporter les prix de l'or noir au cours des prochains mois.
- Par la suite, les cours pétroliers devraient redescendre quelque peu alors que la chute du dollar prendra fin et que les risques de pénurie se modéreront. La croissance économique modérée aux États-Unis et les prix élevés devraient limiter la croissance de la demande de pétrole l'an prochain, alors que les pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) augmenteront leur production.
- À l'inverse, le prix du gaz naturel est demeuré relativement faible alors que les stocks américains continuent d'être élevés. L'augmentation des prix des contrats à terme montre cependant qu'une hausse est probable au cours des prochains mois à moins que l'hiver ne soit très clément en Amérique du Nord (graphique 9).
- Après avoir connu une correction marquée depuis l'été, le prix de l'uranium a récemment repris une tendance haussière. L'augmentation du prix est pour le moment moins spectaculaire que celle connue en début d'année, mais elle tend à confirmer que cette source d'énergie pourrait demeurer coûteuse (graphique 10). La demande d'uranium devrait profiter d'une utilisation accrue de l'énergie nucléaire à moyen et long terme.

### Prévisions

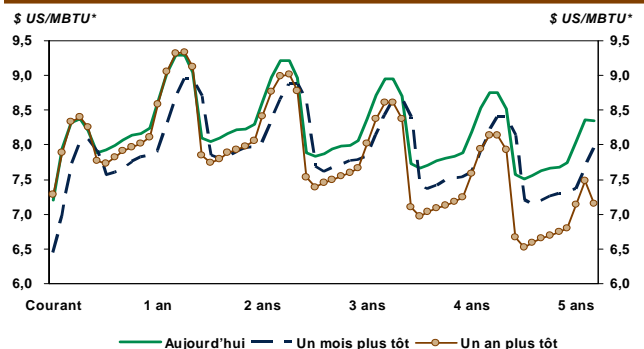
Les prix du pétrole demeureront volatils au cours des prochains mois avant de se replier aux environs de 80 \$ US le baril en 2008. De son côté, le gaz naturel devrait s'approcher des 8 \$ US par million de BTU (*British Thermal Unit*) l'an prochain.

**Graphique 8 – Même en termes réels, le pétrole n'est plus très loin de son sommet**



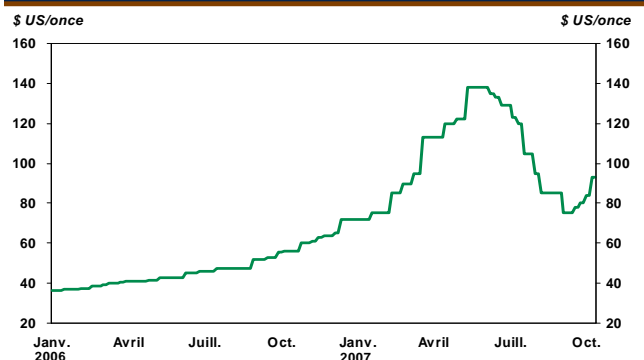
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – Les contrats à terme laissent entrevoir une hausse du gaz naturel**



\* Million British Thermal Unit.  
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 10 – L'uranium a amorcé une remontée**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

# MÉTAUX PRÉCIEUX

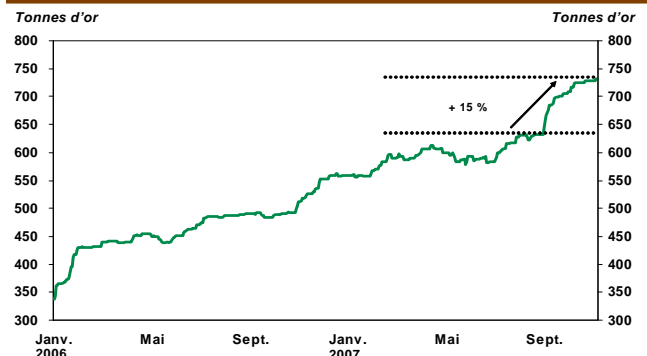
## L'or entraîne les autres métaux à la hausse

- Les prix de l'or ont dépassé les 840 \$ US en novembre, soit un gain de plus de 30 % depuis le début de l'année. Contrairement au pétrole, le métal jaune est encore loin de son record historique. En dollars d'aujourd'hui, l'once d'or s'est ainsi échangée aux environs de 2 000 \$ US en 1980. Il serait très surprenant qu'un tel niveau soit atteint de nouveau avant plusieurs années.
- La poussée récente des prix de l'or s'explique en bonne partie par une demande accrue de la part des investisseurs. En plus de prendre des positions spéculatives à l'aide de produits dérivés, les investisseurs ont utilisé les fonds négociés en Bourse (*Exchange Traded Funds – ETF*) pour profiter de la hausse de l'or. La quantité d'or détenue dans les *ETF* a ainsi bondi au cours des dernières semaines pour atteindre un sommet (graphique 11).
- La flambée des prix de l'or a profité aux autres métaux précieux. Les investisseurs ont pris des positions spéculatives importantes sur l'argent, le platine et le palladium (graphique 12), ce qui s'est reflété sur les prix de ces métaux.
- Bien que l'on en ait moins parlé, le prix de l'argent s'est accru aussi rapidement que celui de l'or au cours des derniers mois (graphique 13). Le ratio du prix or/argent est présentement en dessous de sa moyenne des dernières années. L'argent ne paraît donc pas très attrayant en ce moment par rapport à l'or.
- Les hausses récentes de prix ont permis au platine d'établir un nouveau sommet à 1 472 \$ l'once. De son côté, à environ 370 \$ l'once, le palladium demeure bien en dessous de son record de 1 090 \$ l'once établi en 2001.

### Prévisions

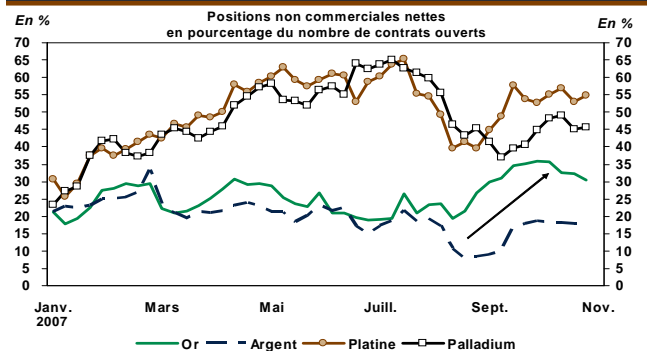
À l'image de l'or, l'ensemble des métaux précieux pourrait continuer de s'apprécier quelque peu à court terme. Les prix actuels seront cependant difficiles à maintenir de façon durable, et une certaine correction est probable en 2008 alors que les spéculateurs se déplaceront vers d'autres actifs devenus plus attrayants.

Graphique 11 – De plus en plus d'or est détenu dans les fonds boursiers



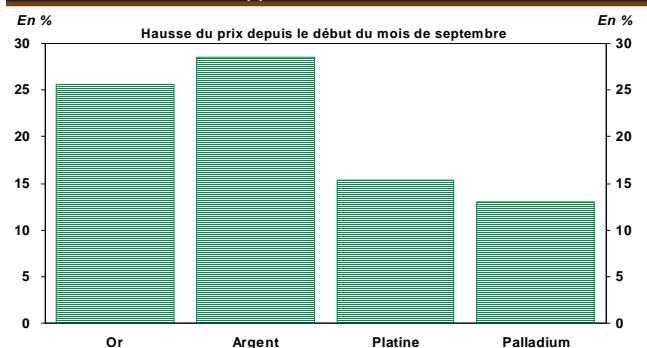
Sources : Exchange Traded Gold et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – Les positions spéculatives ont augmenté depuis le début du mois de septembre



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Les métaux précieux se sont fortement appréciés au cours des derniers mois



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# MÉTAUX DE BASE

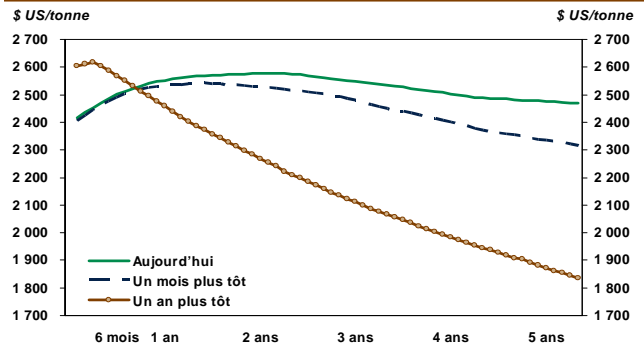
## Les prix pourraient diminuer l'an prochain

- Dans l'ensemble, la performance des métaux de base n'a pas été impressionnante au cours des derniers mois. Les craintes d'un ralentissement de la demande mondiale à la suite de l'assombrissement des perspectives économiques, particulièrement aux États-Unis, et l'accroissement des stocks ont empêché les prix des métaux de profiter pleinement de la chute du dollar américain.
- Le prix du cuiivre est ainsi redescendu récemment près des 7 000 \$ US la tonne puisque que la demande pour ce métal a montré quelques signes de faiblesse. La résolution de certains conflits de travail laisse aussi entrevoir une augmentation de la production minière.
- Malgré quelques gains au cours des dernières semaines, le prix de l'aluminium demeure relativement faible et inférieur à son niveau d'il y a 12 mois. Ceci n'est pas une surprise étant donné la hausse significative des stocks depuis un an. On note cependant que les prix des contrats à terme de longue échéance ont augmenté dernièrement, un signe que ce métal possède un certain potentiel d'appréciation à plus long terme (graphique 14).
- L'accroissement des stocks est particulièrement frappant dans le cas du nickel. La chute de la demande pour l'acier inoxydable, la principale utilisation de ce métal, a fait bondir les stocks de nickel à leur niveau le plus élevé en sept ans. Dans les circonstances, le prix a relativement bien fait en se maintenant au-dessus des 30 000 \$ US la tonne (graphique 15).
- Si des inquiétudes sont apparues concernant la demande pour les métaux de base, le problème ne vient pas de la Chine. Les importations chinoises de métaux montrent ainsi une impressionnante croissance depuis le début de 2007 (graphique 16).

### Prévisions

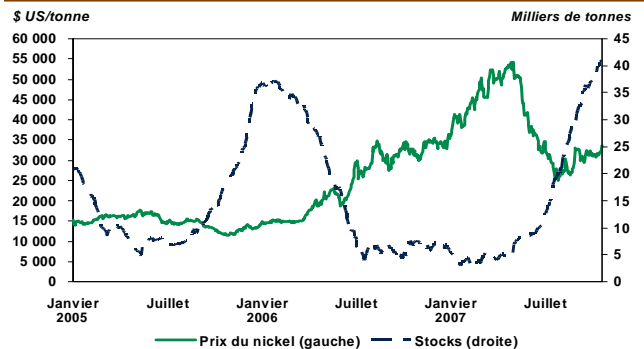
L'incertitude quant à l'évolution de la demande mondiale devrait entraîner un ralentissement de l'appréciation, voire un recul du prix de la plupart des métaux au cours des prochains mois. Cependant, une correction marquée est peu probable aussi longtemps que la croissance économique effrénée en Chine continuera de supporter la demande.

**Graphique 14 – Les marchés à terme ont revu à la hausse les prix futurs de l'aluminium**



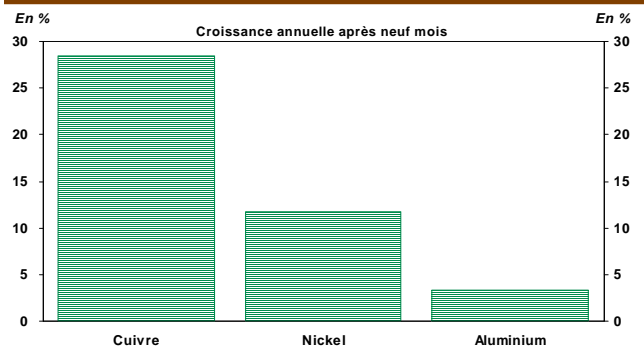
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – L'accroissement des stocks limite l'appréciation du nickel**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 16 – La Chine continue d'augmenter ses importations de la plupart des métaux de base**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

# DENRÉES AGRICOLES

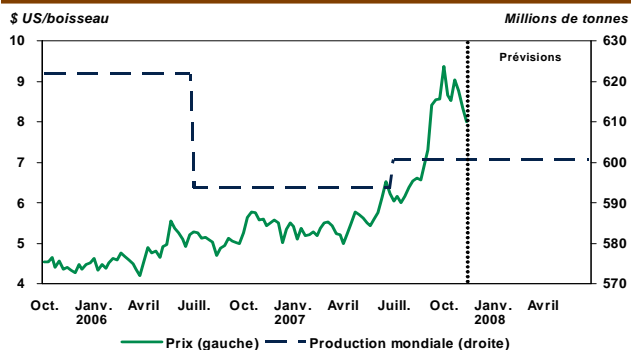
## La flambée du prix du blé pourrait être terminée

- La hausse du prix des céréales, en particulier du blé, et les risques inflationnistes qui en découlent ont fortement retenu l'attention des observateurs au cours des derniers mois.
- Le prix du boisseau de blé a bondi de près de 50 % entre le début du mois d'août et le 1<sup>er</sup> octobre pour atteindre un sommet historique de 9,37 \$ US. Contrairement à ce qui est observé dans le cas de plusieurs autres produits de base, ce n'est pas une poussée de la demande mais bien deux années consécutives de récoltes difficiles qui expliquent la hausse du prix du blé. Le *USDA (United States Department of Agriculture)* prévoit ainsi que les stocks mondiaux de blé seront à leur plus bas niveau en trente ans à la fin de la récolte 2007-2008 (graphique 17).
- Cependant, les agriculteurs sont capables de s'ajuster rapidement. Il semble que la poussée du prix du blé entraînera une hausse marquée de l'ensemencement de cette céréale l'an prochain, à l'image de ce qui s'est produit récemment dans le cas du maïs. Cela devrait aider à regarnir les silos. Par conséquent, le prix du blé a amorcé un léger recul depuis le début du mois et nous croyons que la tendance baissière pourrait se poursuivre un certain temps.
- Comme la quantité totale de terres agricoles est relativement fixe à court terme, il faut prévoir que les autres cultures profiteront de la nouvelle popularité du blé. Pour le moment, l'évolution des positions non commerciales indique que les spéculateurs se sont surtout tournés vers le soya (graphique 18). Il faut dire que la demande pour cet aliment, que la Chine doit importer en quantités grandissantes, possède un bon potentiel de croissance.
- Le *Baltic Dry Index*, un indice du coût du transport naval des produits de base secs, a atteint un niveau record récemment (graphique 19). Cette poussée des coûts de transport contribue à soutenir les prix des aliments.

### Prévisions

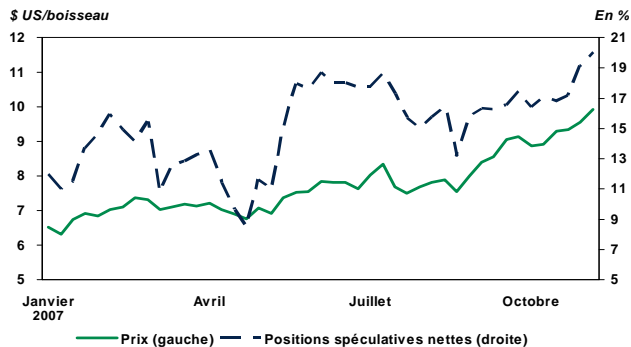
Le prix du blé devrait continuer de reculer quelque peu, mais il demeurera très élevé d'un point de vue historique. Les prix des autres céréales demeureront soutenus également.

Graphique 17 – La baisse des récoltes de blé a propulsé les prix



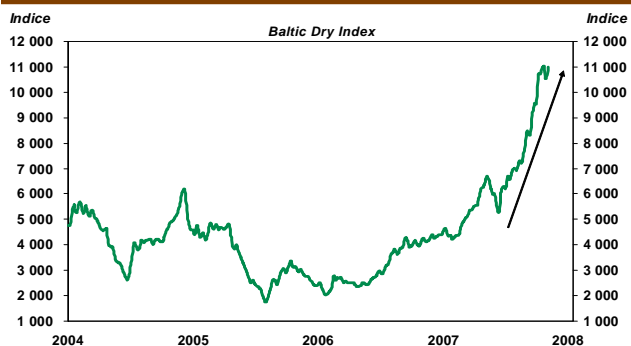
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 18 – Le prix et la spéculation sur le soya ont augmenté au cours des dernières semaines



Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 19 – Le coût du transport maritime augmente rapidement



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 1**  
**Matières premières**

	<b>Prix spot</b>	<b>Données précédentes</b>				<b>Dernières 52 semaines</b>		
	<b>14 nov.</b>	<b>-1 mois</b>	<b>-3 mois</b>	<b>-6 mois</b>	<b>-1 an</b>	<b>Haut</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Bas</b>
<b>Énergie</b>								
Pétrole brut (\$ US/baril)	94,1	83,7	72,4	62,5	58,3	96,4	68,2	50,5
Essence (\$ US/gallon)	3,1	2,8	2,8	3,1	2,2	3,2	2,7	2,2
Gaz naturel (\$ US/MBTU*)	7,3	6,6	6,9	7,9	7,5	9,0	6,9	5,4
Uranium (\$ US/livre)	93,0	75,0	120,0	120,0	60,3	138,0	95,5	60,3
<b>Métaux précieux</b>								
Or (\$ US/once)	808,4	747,9	668,8	668,9	620,9	845,0	674,6	604,0
Argent (\$ US/once)	15,0	13,8	12,8	13,2	12,9	15,8	13,2	6,0
Platine (\$ US/once)	1 440,0	1 416,0	1 272,0	1 329,0	1 186,0	1 472,0	1 262,5	1 104,0
Palladium (\$ US/once)	371,0	377,0	350,0	363,0	322,0	382,0	350,9	314,0
<b>Métaux de base</b>								
Aluminium (\$ US/tonne)	2 553,5	2 428,5	2 527,5	2 804,8	2 708,5	2 952,5	2 681,8	2 316,3
Cuivre (\$ US/tonne)	7 020,5	8 099,8	7 695,0	7 905,5	6 966,0	8 300,5	7 134,8	5 225,3
Nickel (\$ US/tonne)	33 402,5	31 802,5	27 797,5	53 150,0	31 275,0	54 150,0	38 025,0	25 052,5
Zinc (\$ US/tonne)	2 681,3	3 105,3	3 340,5	4 023,3	4 302,5	4 619,3	3 506,3	2 639,8
Étain (\$ US/tonne)	16 922,5	16 252,5	15 047,5	14 412,5	10 022,5	16 922,5	13 798,8	9 637,5
Plomb (\$ US/tonne)	3 579,5	3 894,3	3 120,5	2 057,5	1 536,0	3 977,5	2 441,7	1 469,5
<b>Denrées agricoles</b>								
Blé (\$ US/boisseau)	7,85	8,77	6,77	5,50	5,45	9,37	6,27	4,97
Maïs (\$ US/boisseau)	3,51	3,21	3,06	3,41	3,45	4,13	3,46	2,82
Soya (\$ US/boisseau)	10,11	9,24	7,90	7,28	6,40	10,11	7,62	6,27
Indice CRB** – bétail	423,1	429,4	445,7	445,7	356,6	468,3	421,7	356,6

\*Million British Thermal Unit; \*\* Commodity Research Bureau.

Note : Tableau en date de la fermeture de la journée précédente.

**Tableau 2**  
**Prix des matières premières : historique et prévisions**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007p</b>	<b>2008p</b>
Moyennes annuelles				
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	56,58	66,11	Cible : 72 (fourchette : 70 à 75)	Cible : 80 (fourchette : 70 à 95)
Gaz naturel Henry Hub (\$ US/MBTU**)	8,92	6,73	Cible : 7,00 (fourchette : 6,90 à 7,15)	Cible : 8,00 (fourchette : 7,00 à 9,50)
Or (\$ US/once)	445,31	604,42	700	815
Indice CRB*** – métaux de base	371,43	605,85	Cible : 865 (fourchette : 855 à 875)	Cible : 840 (fourchette : 800 à 900)

p : prévisions

\* West Texas Intermediate; \*\* Million British Thermal Unit; \*\*\* Commodity Research Bureau.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques