

Perspectives sur les produits de base (T2 2018)

LES PRIX DU PÉTROLE AUGMENTENT, LES QUESTIONS GÉOPOLITIQUES PRENNENT LE DEVANT DE LA SCÈNE

****Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des *Perspectives mondiales de la Banque Scotia* (p. 50 à 52).**

- Les produits de base sont portés par la solide reprise économique mondiale et la forte demande industrielle de matières premières (graphique 1).
- Les perspectives du pétrole se raffermissent : on s'attend désormais à ce que les cours du brut WTI s'établissent à une moyenne de 65 \$ le baril en 2018, avant de s'établir à une moyenne de 68 \$ le baril en 2019, ce qui représente essentiellement une hausse de 15 % par rapport à nos prévisions de janvier.
- Pour les métaux de base, on s'attend toujours à la conjoncture la plus favorable pour les cours hors pétrole à la fois grâce à la vigueur de la demande et à une offre minière de plus en plus tendue.
- On s'attend à ce que les produits de base en vrac fléchissent de concert avec le ralentissement de la construction en Chine, tandis que l'or reste cantonné dans une fourchette, coincé entre la hausse des taux et la léthargie du dollar US.

LE MARCHÉ PÉTROLIER S'ANNONCE PLUS TENDU; LE WTI À PLUS DE 70 \$ AU DÉBUT DE 2019

Le marché pétrolier continue de se durcir, et on s'attend désormais à ce que les cours du brut WTI s'établissent à une moyenne de 65 \$ le baril en 2018 (contre 57 \$ dans nos prévisions de janvier) et à 68 \$ le baril en 2019 (au lieu de 60 \$ le baril). Le Brent donne toujours lieu à une prime stable de 5 \$ le baril par rapport au WTI. Nous intégrons dans nos perspectives une prévision pour le brut WCS, dont le rabais devrait se creuser à 22 \$ le baril et à 20 \$ le baril sous les cours WTI en 2018 et 2019 respectivement, compte tenu des contraintes de la capacité d'export. À terme, on s'attend à ce que dans le monde entier, les balances du brut ne fassent que se durcir, et nous prévoyons, d'ici la fin de 2019, des déficits de l'offre (graphique 2) en raison de la forte demande mondiale et des nouvelles mesures de contingentement de la production de l'OPEP+, pour compenser la vigoureuse croissance de l'offre américaine. Il faut aussi signaler que bien que nous ayons relevé d'environ 15 % nos prévisions à court terme pour les cours du brut, nos prévisions à long terme des cours restent inchangées à 65 \$ le baril de WTI. On s'attend à ce que les cours fléchissent graduellement, après avoir culminé au début de 2019, lorsque l'offre sera plus facilement accessible. La tension actuelle du marché physique est accentuée par la multiplication des risques de l'offre, notamment le retrait potentiel du pacte nucléaire iranien et l'instabilité liée aux sanctions au Venezuela.

Le pétrole américain : première source de croissance mondiale de l'offre (et de loin) à terme

On s'attend à ce que les États-Unis continuent de mener à eux seuls la croissance mondiale de l'offre en 2018-2019. Sur une toile de fond marquée par une forte croissance de la demande mondiale de pétrole, attendue à 1,5-1,7 Mbpj sur un an pour les deux prochaines années, le secteur des hydrocarbures de schiste américains devrait relever sa production de 1,3 Mbpj sur un an en 2018-2019, ce qui est proche d'un record si on s'en remet à la quasi-totalité des comparaisons statistiques. Ce rythme de croissance fébrile ne laisse guère aux autres producteurs de marge de manœuvre pour accroître l'offre; or, presque toutes les autres régions productrices hors des États-Unis, du Canada et de l'OPEP+ devraient faire du surplace ou réduire leur production d'ici la fin de notre horizon prévisionnel.

La croissance de la production du brut américain a atteint une moyenne de 1,1 Mbpj sur un an depuis le début de l'année, et les cours du brut WTI, qui dépassent les 60 \$ le baril, devraient attirer de nouveaux investissements : une enquête menée par la Réserve fédérale

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

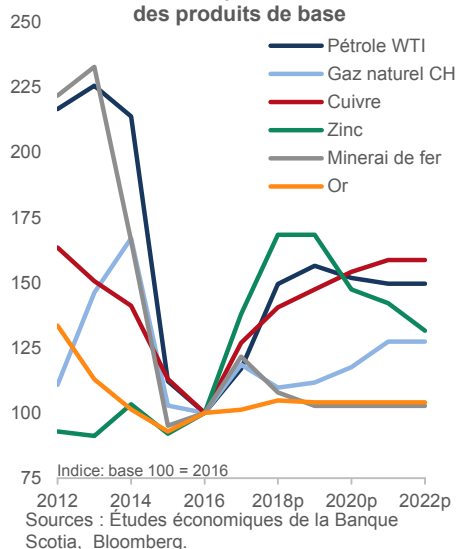
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

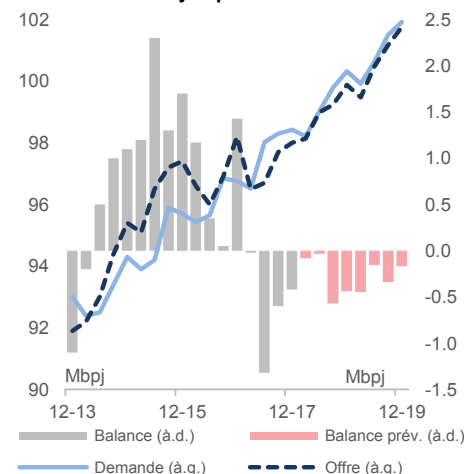
Graphique 1

L'énergie et les métaux de base mènent la hausse des produits de base des produits de base



Graphique 2

Déficits constants de l'offre pétrolière attendus jusqu'à la fin de 2019



de Dallas indique que la plupart des régions dans lesquelles l'offre pétrolière est tendue atteignent actuellement un point mort compris entre 47 \$ et 55 \$ le baril de WTI, ce qui est nettement inférieur aux moyennes de prix auxquelles nous nous attendons pour les années à venir. Toutefois, le rythme de la croissance de l'offre américaine obéira essentiellement à la capacité des industries auxiliaires, et non simplement à la capacité technique des producteurs en amont. La demande de travailleurs, de services comme le pompage à pression pour l'exploitation des puits et des matériaux nécessaires comme le sable utilisé pour le soutènement a relevé les prix des intrants — et par ricochet les coûts de production. Bien que nous nous attendions à une inflation modérée des coûts dans le secteur des hydrocarbures de schiste américains, il est aussi permis de croire, d'après les signes avant-coureurs, que les stratégies adoptées par ce secteur pour « privilégier la valeur au volume » et « fixer le seuil de rentabilité à 50 \$ » sont davantage appelées à durer que la plupart le craignent : en effet, les estimations de trésorerie incrémentielles de 2018 l'emportent largement sur la croissance prévue des dépenses en immobilisations, puisque les liquidités seront consacrées à la rémunération des investisseurs ou au règlement de la dette.

Ce rythme effréné de croissance est venu aussi tendre la capacité régionale d'emport, qui a déprimé les rendements nets des producteurs et limité les moyens d'encouragement qui viendront relever les cours mondiaux du brut. Le cas le plus évident de cette tension des infrastructures correspond à l'écart entre le WTI et le Brent, qui devrait, selon nos prévisions, fluctuer entre 2 \$ et 7 \$ le baril, puisque l'offre surclasse périodiquement les augmentations décalées de la capacité de transport par oléoduc entre Cushing dans l'Oklahoma et la côte américaine du golfe du Mexique. Nous constatons également des rabais entre les contrats de WTI (tarifés à Cushing) et ceux du WTI à Midland, qui rendent mieux compte des prix réalisés par les producteurs dans le fécond bassin Permien (graphique 3) et qui représentent un autre obstacle contre l'accélération des gains de production.

L'OPEP+ fidèle à la rigueur de ses contingents ; hausse graduelle des plafonds de production en 2019

Les efforts consacrés par l'OPEP+ à l'accélération du rééquilibrage du marché pétrolier mondial paraissent essentiellement fructueux : les stocks de pétrole des entreprises selon l'OCDE baissent rapidement depuis qu'on a adopté l'ensemble des mesures de contingentement de la production en janvier 2017. La fidélité de l'OPEP+ est prodigieuse statistiquement, et ce groupe fait déjà savoir qu'il a l'intention de proroger officiellement son pacte — qui doit prendre fin en décembre — au moins jusqu'au milieu de 2019. Désormais, les stocks de l'OCDE correspondent essentiellement au seuil moyen sur cinq ans d'abord adopté par l'OPEP+ comme indicateur de l'équilibre du marché, et le groupe fait actuellement savoir qu'il souhaite continger encore plus la production : on a suggéré d'adopter d'autres indicateurs de l'« équilibre du marché » afin de tenir compte de la période de stocks pléthoriques de 2015-2017, dont une moyenne sur 7 ans, en excluant la dernière période de surabondance ou en établissant un lien explicite avec la demande mondiale (sous la forme de jours de demande).

Nous croyons que l'OPEP+ restera fidèle à sa ligne de conduite actuelle au-delà de 2019, puisque Riyad et Moscou ont publiquement évoqué la possibilité de proroger leur collaboration formelle dans le cadre de l'OPEP+ pour une durée de 10 à 20 ans. Or, la collaboration ne veut pas nécessairement dire que les plafonds actuels de production seront maintenus : nous nous attendons à ce que dans les 18 prochains mois, la croissance mondiale de la consommation l'emporte sur les gains de production hors de l'OPEP+ et permette d'alléger les plafonds imposés à l'offre par l'OPEP+, ce qui viendra probablement réduire le volume de barils retenus à 0,9 Mbpj d'ici la fin de 2019, par rapport à un niveau initial de 1,8 Mbpj (graphique 4).

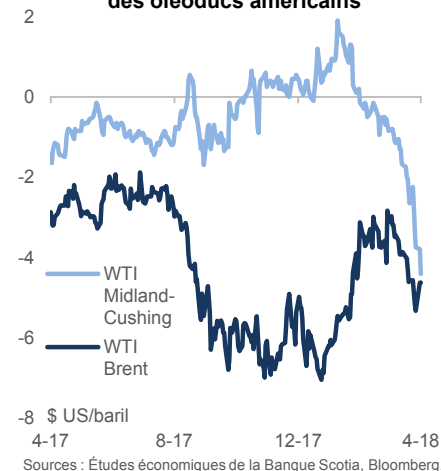
Les rabais sur le brut canadien se creusent en raison de la capacité insuffisante de transport par oléoduc

Même si les indices repères mondiaux du brut continuent de se relever, le rabais supporté par le WCS canadien s'est considérablement creusé en raison de la capacité insuffisante de transport par oléoduc (graphique 5). Nous nous attendons à ce que la demande de capacité d'emport soit supérieure à l'offre jusqu'à la fin de la décennie et à ce que le rabais sur le WCS continue de s'inscrire à 22 \$ le baril sous le WTI en 2018, avant de se rapprocher légèrement pour s'établir à 20 \$ le baril en 2019.

On peut, pour se représenter le défi qu'affronte le secteur pétrolier dans l'Ouest canadien, dire qu'il s'agit d'un bras de fer entre la hausse constante de la production d'une part et, d'autre part, le décalage et les à-coups de l'accroissement du transport par oléoduc. Dans la prochaine année, nous nous attendons à ce que d'autres chantiers mis en service (soit Fort Hills et Horizon) viennent relever l'offre canadienne de 200 à 300 kbpj sur un an en 2018-2019. Nous nous attendons à ce que la Ligne 3 soit mise en service dans le dernier semestre de

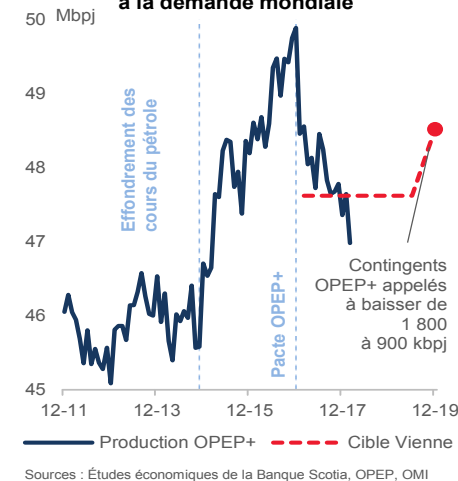
Graphique 3

Pétroles : écarts révélateurs du goulot des oléoducs américains



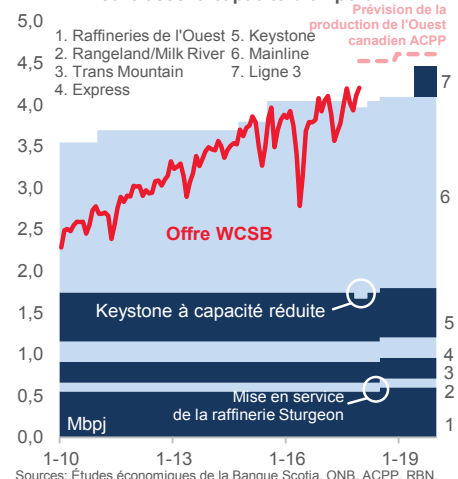
Graphique 4

Les contingents de production de l'OPEP+ appelés à baisser pour répondre à la demande mondiale



Graphique 5

Ouest canadien : l'offre pétrolière surclasse la capacité d'emport



2019, mais qu'elle oblige à terminer les tronçons des oléoducs Trans Mountain Expansion (TMX) ou Keystone XL — probablement au début des années 2020 — avant que les rabais sur le WCS retombent par rapport à leur niveau actuel artificiellement élevé pour s'établir sous le seuil des 15 \$ le baril, ce qui correspond à une capacité équilibrée de transport par oléoduc. La dernière nouvelle voulant que Kinder Morgan suspende les dépenses non essentielles consacrées au TMX jusqu'à ce que la conjoncture de l'investissement redevienne plus certaine complique cette prévision à plus long terme ; si le tronçon du TMX est effectivement mis en veilleuse, l'oléoduc KXL sera fortement sollicité, puisqu'il s'agirait du seul oléoduc à pouvoir répondre à la demande d'export au début des années 2020. La situation est loin d'être idéale, puisqu'il est toujours dans l'intérêt national de construire le TMX dans les délais, afin d'éviter les lourds déficits de la capacité d'export d'ici 2021-2022.

MÉTAUX ET MATÉRIAUX PORTÉS PAR LA FORTE DEMANDE INDUSTRIELLE

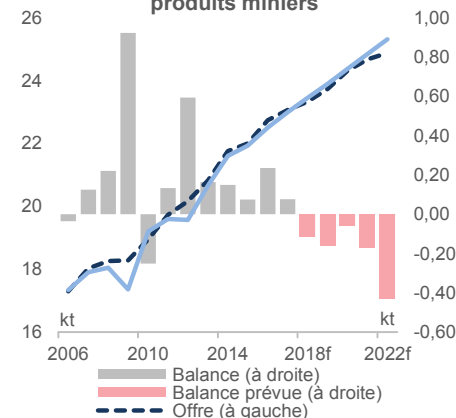
La demande industrielle vigoureuse fait souffler des vents favorables sur les métaux : partout dans le monde, les usines ont besoin de plus de matières premières pour réagir à l'essor fulgurant de l'économie. Dans le très dynamique complexe des métaux, ce sont les métaux de base qui devraient connaître les fondamentaux les plus solides, puisque la production des industries manufacturières de pointe augmente et que l'offre de produits miniers devient de plus en plus tendue après les années de disette de l'industrie minière. Les produits de base en vrac qui alimentent l'industrie sidérurgique dans le monde connaissent des poussées de croissance, mais devraient graduellement baisser en raison du ralentissement de la production sidérurgique chinoise et de l'obligation de rationaliser une partie de l'offre minière dont le coût est supérieur (soit le minerai de fer chinois). Enfin, les métaux précieux devraient rester cantonnés dans leur fourchette, coincés entre les vents contraires de la hausse, les cours mondiaux et les vents favorables de la léthargie du dollar et de l'idée qu'on se fait de la hausse des risques du marché.

Les cours du cuivre sont finalement retombés par rapport à leur pic récent de 3,25 \$ la livre pour s'établir à 3,00 \$ la livre, ce qui correspond depuis longtemps, à nos yeux, à un niveau qui rend plus fidèlement compte des fondamentaux actuels du marché. Sur les marchés du cuivre, l'offre devrait, en 2018, être déficitaire pour la première fois depuis 2010 ; bien qu'à notre avis, il faudra que le marché soit déficitaire pendant encore des années pour écouler les stocks hors bourse avant que les cours remontent, nos perspectives permettent d'entrevoir des déficits constants de l'offre dans chacune des cinq prochaines années, et ces déficits s'accroîtront à mesure que l'offre de produits miniers continuera de s'écouler (graphique 6). Récemment, les cours élevés ont attiré une meilleure offre de cuivre sur les bourses mondiales et porté les stocks à leur plus haut depuis la fin de 2013, ce qui a donné la frousse aux investisseurs et fait plonger les positions spéculatives nettes à leur plus creux depuis octobre 2016, alors que l'intérêt des spéculateurs avait d'abord pour la première fois relevé les cours du cuivre. Cette rationalisation de l'humeur haussière était une étape nécessaire avant que les cours du cuivre progressent durablement dans les prochaines années. **On s'attend à ce que les cours du cuivre s'établissent à une moyenne de 3,10 \$ la livre en 2018 pour ensuite atteindre 3,25 \$ en 2019.**

Le zinc connaît les meilleurs fondamentaux du complexe des métaux et les frais de traitement très faibles des raffineries, à 19 \$ la tonne en mars 2018, révèlent des pénuries de concentrés soutenues et aiguës (graphique 7). Les derniers influx de zinc dans les stocks de la Bourse LME ont amené à remettre en question le discours permanent sur la rareté du zinc ; or, nous croyons que ces livraisons représentent entre autres un tonnage final hors bourse, et non une véritable hausse de l'offre. Nous nous attendons à ce que les cours du zinc se chiffrent à une moyenne de 1,60 \$ la livre en 2018-2019 avant de retomber graduellement à un cours incitatif à long terme de 1,00 \$ la livre lorsque la prochaine vague de l'offre minière sera mise en service, attirée par la conjoncture la plus favorable des cours du zinc sur le marché depuis la dernière pénurie de l'offre en 2007.

Graphique 6

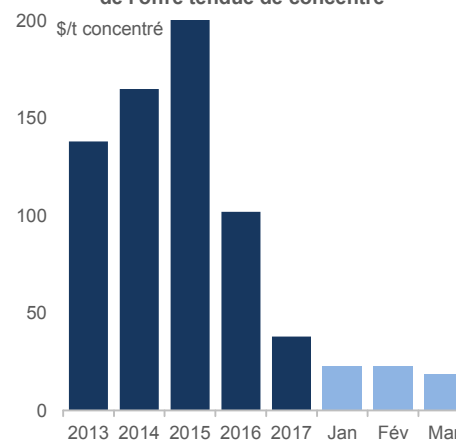
Déficits du cuivre attendus à terme à mesure que s'écoulent les stocks de produits miniers



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SBMM de la Banque Scotia, Wood Mackenzie.

Graphique 7

Les frais de traitement du zinc révélateurs de l'offre tendue de concentré



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Wood Mackenzie.

Tableau 1

Produits de base	2000-2016			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017	2018p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	63	145	43	51	65	68
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	55	70	73
WCS - WTI Discount* (\$ US/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-22	-20
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,02	2,80	2,85
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,21	2,80	3,10	3,25
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,31	1,60	1,60
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,72	6,00	6,50
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,86	1,49	0,73	0,89	0,95	1,00
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	58	72	63	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	114	187	182	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	869	1 895	1 251	1 257	1 310	1 300

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.