

Perspectives sur les produits de base (T1 2020)

**Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des [Perspectives mondiales de la Banque Scotia](#) (pp. 42 à 44).

- La conjoncture macroéconomique devrait continuer de dominer l'évolution des cours des produits de base en 2020, d'ici à ce que les risques se modèrent en 2021 et à ce que les produits de base puissent reprendre les parcours de prix portés par les fondamentaux propres à ces produits.
- Le léger apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine grâce au pacte de la phase 1 qui vient tout juste d'être signé et la dégradation continue des relations entre les États-Unis et l'Iran ont relancé les perspectives des cours du pétrole et du cuivre, tout en assombrissant légèrement les perspectives de l'or en 2020.

2020 LAISSE ENTREVOIR DES RISQUES FAMILIERS POUR LE MARCHÉ DES PRODUITS DE BASE, MÊME SI LE PIRE A PU ÊTRE ÉVITÉ

La caractéristique définitoire de l'évolution des cours des produits de base en 2019 a été l'humeur des marchés vis-à-vis de la relation commerciale capricieuse entre Washington et Beijing — ce qui a malmené les contrats beaucoup plus que toutes les nouvelles fondamentales sur les produits de base. Cette évolution s'est déroulée même si l'année écoulée a été témoin d'événements de risque sans précédent pour l'offre, dont les manifestations massives au Chili, poids lourd du cuivre, le tragique effondrement du barrage de morts-terrains au Brésil, qui a paralysé de nombreux gisements de minerai de fer dans ce pays, l'escalade incessante de l'Iran dans la région, qui a finalement donné lieu à la plus forte interruption dans les annales des livraisons pétrolières saoudiennes, et à une époque très récente, le choc le plus retentissant dans les relations entre les États-Unis et l'Iran depuis la crise des otages de 1979, dans l'assassinat ciblé du plus puissant dirigeant militaire iranien. Or, ce sont les actualités hésitantes liées aux avancées et aux reculs de l'évolution des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine qui a produit l'effet le plus retentissant sur les cours, en portant les produits de base à la hausse et à la baisse dans leur ensemble, sauf dans certains cas.

Nous nous attendons à ce que 2020 soit elle aussi dominée par la politique commerciale, avant que les risques s'apaisent graduellement dans la foulée des présidentielles américaines, peu importe qui sera le locataire du bureau ovale. Notre point de vue reste plus ou moins inchangé par rapport à nos dernières prévisions trimestrielles, même si l'annulation des sanctions tarifaires supplémentaires qui devaient produire leurs effets le 15 décembre et l'annonce d'un éventuel pacte commercial de la phase 1 à signer le 15 janvier (selon le compte Twitter du président, ce que nous allons donc prendre avec une grande cuillerée de sel) télégraphient le premier progrès véritable dans le dossier commercial depuis que la guerre commerciale a éclaté véritablement au milieu de 2018. Même si nous sommes toujours d'un optimisme sceptique, en croyant que les négociations commerciales continueront de progresser dans les prochains mois, nous ne sommes toujours pas convaincus de l'apaisement pur et simple des risques commerciaux, et nous préférons élarger notre probabilité présumée du pire pour ce qui est du dénouement commercial — à savoir un nouveau plongeon dans l'animosité commerciale entre les deux grandes puissances économiques du monde et le relèvement de barrières non tarifaires encore moins prévisibles. Nos prévisions sur les cours des produits de base restent essentiellement inchangées par rapport au dernier trimestre (graphique 1), à l'exception de très modestes relèvements pour le cuivre et d'un troncage mineur du parcours des prix de l'or, soit les deux produits de base les plus sensibles aux risques, ainsi qu'un relèvement des perspectives des cours du brut pour tenir compte de l'accroissement du risque de l'offre dans la foulée de l'assassinat, par les États-Unis, du général le plus influent de l'Iran.

L'ÉNERGIE : SECOUSSE SUR LE MARCHÉ PÉTROLIER À L'HORIZON, PUIS REPRISE DE L'OR NOIR

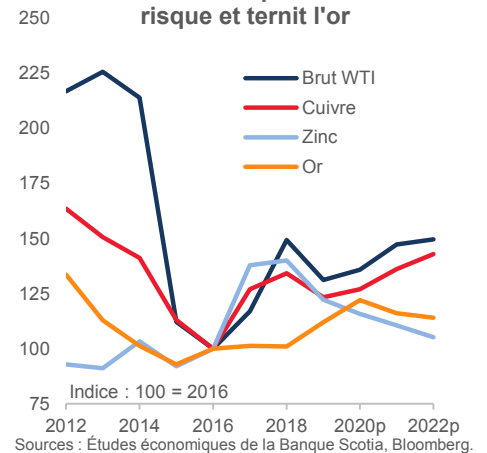
En décembre, les cours du pétrole se sont envolés grâce à l'évolution favorable des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, malgré les excédents largement prévus au premier semestre de 2020 (graphique 2). Les cours du brut devraient baisser légèrement

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base
416.862.3908
Études économiques de la Banque Scotia
rory.johnston@scotiabank.com

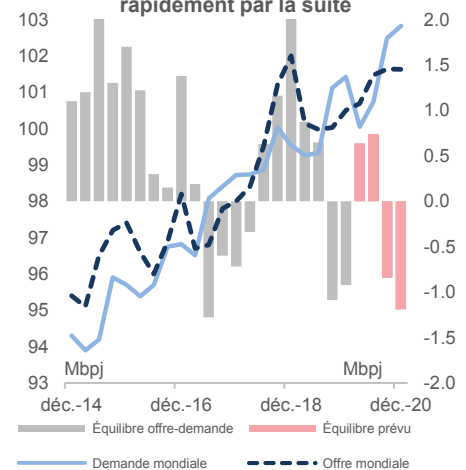
Graphique 1

Le troncage du risque extrême du commerce en 2020 porte les actifs à risque et ternit l'or



Graphique 2

Les contingents de l'OPEP font baisser l'excédent du marché pétrolier au S1 de 2020; les stocks se durcissent rapidement par la suite



lorsque la conjoncture reprendra son cours normal, que les courbes à terme basculeront dans un léger contango et que les stocks mondiaux commenceront à monter, en laissant entrevoir l'éclosion d'excédents qui devraient perdurer jusqu'au deuxième semestre de l'année. Or, ces excédents s'expliquent par une évolution différente de l'offre que celle qui avait assombri l'horizon des contrats du pétrole brut depuis la fin de 2014 : il s'agit non pas d'un regain du pétrole de schiste américain ni d'une offensive de l'OPEP pour conquérir des parts de marché, mais plutôt d'une coïncidence chronologique qui a amené trois administrations étrangères qui ont de longs délais de production à relever la production de nouveaux projets dans leur ensemble dans les gisements présaliifères du Brésil, dans un méga projet norvégien dans la mer du Nord et dans la production des tout premiers barils du mini-État du Guyana, qui doit désormais, après n'avoir jamais rien produit, devenir le premier pays pour la production par habitant sur la planète.

La conjoncture se mettra à se durcir rapidement au deuxième semestre de 2020 et au début de 2021 lorsque le marché pétrolier aura connu ces relances ponctuelles de l'offre mondiale. À la fin de 2020, la croissance de l'offre du pétrole de schiste américain devrait s'inscrire à moins de 1 Mbpj sur un an, en baisse par rapport à plus de 2 Mbpj en 2018, puisque l'activité de forage continuera de stagner et que la productivité s'établira à un plateau : la croissance de la production américaine devrait se stabiliser au début des années 2020 aux alentours de 300-500 kbpj par an (graphique 3), ce qui apportera à l'OPEP+ la marge de manœuvre qui lui permettra de commencer enfin à remettre sur le marché les barils retenus et ce qui constituera un nouveau tampon de la demande suffisant pour permettre également aux autres pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis (soit le Canada, dont le contingentement est levé, et les gisements brésiliens en mer, entre autres) de faire progresser organiquement leur production. La croissance de la demande devrait commencer à se réaccélérer en 2021 lorsque l'incertitude commerciale se résorbera et que l'économie mondiale reprendra le temps perdu dans les décisions d'investissement décalées en 2019-2020 : la croissance de la demande, qui a été de 1 Mbpj à peine l'an dernier, a été nettement inférieure au taux de croissance tendanciel du marché.

Les cours du brut ont eu droit à un autre coup de pouce classique des risques géopolitiques dans la foulée de la nouvelle selon laquelle les frappes aériennes américaines sur l'aéroport de Bagdad avaient tué le puissant général Ghassem Soleimani, chef de la brigade élite al-Qods des Gardiens de la révolution islamique et qui était en fait le personnage le plus puissant du gouvernement iranien après le guide suprême. On ne sait toujours pas comment l'Iran décidera de riposter à l'assassinat de l'un des dirigeants les plus haut placés dans sa hiérarchie; or, à périmètre constant, cet événement augmente considérablement le risque d'une nouvelle escalade entre Washington et l'Iran et pourrait s'étendre aux infrastructures pétrolières de la région. Compte tenu de ce risque accru de baisse de l'offre, les cours du brut WTI devraient désormais s'établir à une moyenne de 59 \$ le baril en 2020 et fléchir au \$1 de 2020 de concert avec la suroffre, avant de remonter par la suite à une moyenne de 64 \$ le baril en 2021 lorsque la conjoncture reviendra à l'équilibre.

Le différentiel supporté par les barils de brut lourd canadien (WCS) devrait augmenter pour passer à 19 \$ le baril de moins que le WTI en 2020 et à 24 \$ le baril en 2021, puisque le gouvernement de l'Alberta continue d'assouplir sa politique de contingentement, que la capacité de transport par oléoduc reste insuffisante, même après la mise en service présumée de la Ligne 3, à la fin de 2020, et que le seuil de rentabilité nécessaire dans le transport du pétrole par chemin de fer perdure, pour équilibrer le marché pétrolier de l'Ouest canadien.

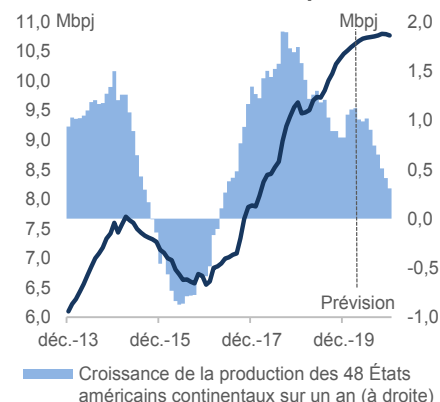
LES MÉTAUX INDUSTRIELS : CONJONCTURE STABLE POUR LE MAINTIEN DES PRIX JUSQU'À CE QUE LES FONDAMENTAUX REPRENNENT LEURS DROITS EN 2021

Le discours de la politique commerciale, qui a tiré les cours des produits de base l'an dernier, a été très évident dans le complexe des métaux de base, et nous nous attendons à une autre année de rendement relativement tendu des métaux en 2020, alors que les intrants du complexe de l'acier comme le minerai de fer et le charbon de cokéfaction devraient mieux suivre la politique intérieure chinoise. Les indices PMI mondiaux semblent avoir atteint leur plus creux dans les derniers mois de 2019 et sont appelés à rebondir — même si l'incertitude commerciale est appelée à rester forte au début de 2020 et que l'activité industrielle devrait, pendant les présidentielles américaines, afficher un meilleur rendement que l'an dernier, qui avait été famélique.

Si la conjoncture a pu orienter ainsi les cours du cuivre, c'est en partie parce que les stocks physiques de cuivre ne sont pas particulièrement extrêmes (graphique 4). L'an dernier, la croissance de la demande a été relativement stable mais léthargique, et nous nous attendons à ce qu'il continue d'en être ainsi dans les prochains trimestres : la conjoncture sera partagée entre la léthargie de la demande manufacturière en Chine, en raison entre autres du retrait de l'ensemble des conditions atmosphériques dans la foulée de la mise en œuvre des nouvelles normes d'économie de l'énergie, et le relèvement probable de l'investissement consenti dans le réseau et lié au raffermissement des efforts de relance de Beijing. Malgré des stocks physiques relativement éteints, les stocks de cuivre cotés en Bourse ont baissé de 60 % depuis le début de 2018 et de 37 % depuis la fin du T3 de 2019. Le positionnement spéculatif dans les contrats à terme du Comex et de la LME reste nettement inférieur aux niveaux du

Graphique 3

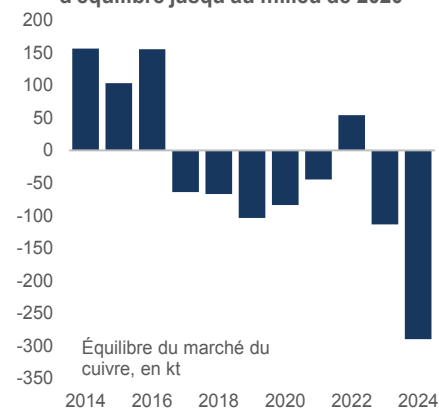
La croissance de la production de brut américain baisse rapidement



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, EIA.

Graphique 4

Les échanges sur le marché du cuivre se déroulent de part d'autre du point d'équilibre jusqu'au milieu de 2020



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

début de 2018, avant que le conflit commercial sino-américain prenne vraiment de la vitesse; les tensions n'ont cessé de s'apaiser dans les derniers mois, ce qui permet d'espérer que l'on se rapproche de la validation d'un accord entre Washington et Beijing grâce à la signature, prévue pour le milieu de 2020, du pacte de la phase I. De concert avec le troncage du risque extrême évoqué ci-dessus, nous avons légèrement relevé, pour 2020, nos prévisions des cours du cuivre à 2,80 \$ la livre (contre 2,75 \$ la livre pour le dernier trimestre de 2019); nos prévisions s'établissent à 3,00 \$ la livre en 2021.

Le zinc illustre éloquentement la puissance des effets de la conjoncture commerciale sur les cours des métaux : les contrats ont perdu le tiers de leur valeur depuis le milieu de 2018, alors que tous les chiffres ont continué de laisser entendre que les marchés physiques étaient extrêmement tendus (graphique 5). Malgré le regain de l'offre minière grâce aux sommets qu'ont atteint l'an dernier les cours depuis une dizaine d'années, l'excédent de concentrés n'a pas réussi jusqu'à maintenant à se matérialiser dans les stocks de métaux raffinés en raison du durcissement et des goulets d'étranglement dans le secteur des fonderies; en Chine, la réglementation environnementale vient encore contraindre le secteur des fonderies du pays, qui relèverait normalement l'utilisation du zinc dans ses usines pour capter la différence favorable entre les marchés concentrés lâches et les marchés des métaux tendus. Cette tension des marchés des métaux est parfaitement évidente dans la rétrogradation exagérée qu'ont connue les contrats de zinc dans les dernières années : même si cette rétrogradation s'apaise, il semble qu'il faudra encore attendre quelques mois avant que le marché connaisse un équilibre significatif à court terme. Les stocks de zinc restent périlleusement faibles, et il faudra du temps pour qu'ils se reconstituent lorsque le marché connaîtra une période excédentaire. Même si nous continuons de nous attendre à ce que cet excédent de concentrés se rende jusqu'au marché des métaux finis cette année, la tension du secteur des fonderies devrait maintenir les cours plus ou moins aux alentours des niveaux actuels (soit 1,08 \$ la livre en 2020 et 1,05 \$ la livre en 2021) jusqu'à ce que les excédents du métal permettent de reconstituer les niveaux de stocks anémiques.

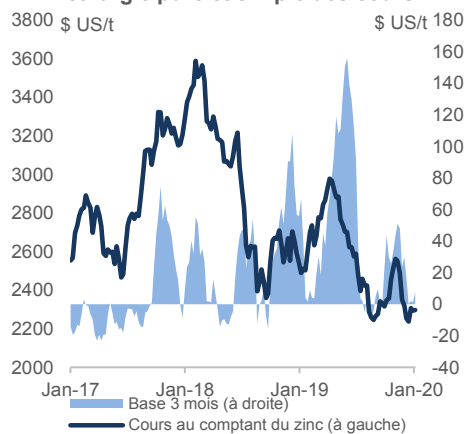
LES MÉTAUX PRÉCIEUX : LES PRÉVISIONS SUR L'OR SONT TRONQUÉES DE CONCERT AVEC LE RISQUE EXTRÊME RÉDUIT; LA MORT DU GÉNÉRAL IRANIEEN DONNE UN COUP DE POUCE TEMPORAIRE

Les cours du lingot ont eu droit à un nouveau coup de pouce du point de vue des risques dans la foulée de l'assassinat ciblé du haut dignitaire militaire iranien, le général Ghassem Soleimani (cf. l'analyse ci-dessus sous la rubrique L'énergie), en frôlant un sommet de 1 600 \$ l'once depuis sept ans (graphique 6). Bien que nous nous attendions à ce que ces récents pics soient de courte durée, puisque la perspective d'un affrontement militaire direct entre Washington et Téhéran est appelée à diminuer dans les prochaines semaines, nous continuons de croire que 2020 sera une année fructueuse pour les cours de l'or, malgré des inquiétudes tenaces dans le conflit entre les États-Unis et l'Iran, les présidentielles américaines particulièrement litigieuses, l'effervescence actuelle des cours boursiers en raison de la multiplication des risques de baisse et les éternelles hésitations des banques centrales qui attendent une plus grande certitude politique avant de recommencer à durcir leur discours comme elles l'avaient fait auparavant.

Les cours de l'or devraient s'établir en moyenne à un pic annuel à court terme de 1 525 \$ l'once en 2020, avant de s'affaïssir à 1 450 \$ l'once en 2021 et de continuer de régresser au début des années 2020 en raison de l'apaisement de l'incertitude politique et du redressement, en fin de compte, de la politique monétaire mondiale.

Graphique 5

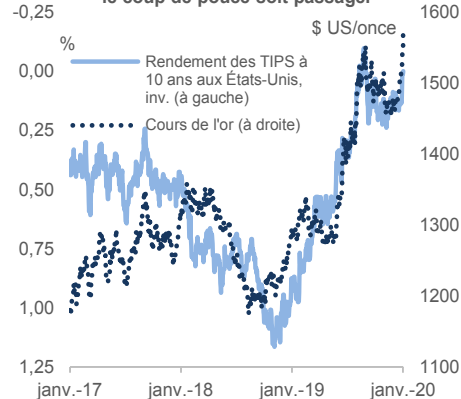
Le zinc reste tendu, déporté malgré la léthargie pure et simple des cours



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, LME.

Graphique 6

L'assassinat du général iranien ravive la prime de risque de l'or, mais il faut s'attendre à ce que le coup de pouce soit passager



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Tableau 1

Produits de base	2010-2018			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2019	2020p	2021p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	26	74	114	57	59	64
Pétrole Brent (\$ US/baril)	28	82	127	64	63	67
WCS - Escompte WTI (\$ US/baril)	-50	-18	-7	-14	-20	-24
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	3,39	6,15	2,53	2,39	2,63
Cuivre (\$ US/lb)	1,96	3,10	4,60	2,72	2,80	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,66	1,02	1,64	1,16	1,10	1,05
Nickel (\$ US/lb)	3,50	7,00	13,17	6,32	6,50	7,00
Aluminium (\$ US/livre)	0,65	0,89	1,26	0,81	0,90	0,90
Minerai de fer (\$ US/tonne)	39	101	194	94	78	70
Charbon métallurgique (\$ US/tonne)	81	179	330	184	145	150
Or (\$ US/once)	1049	1342	1895	1 393	1 525	1 450
Argent (\$ US/once)	13,58	21,64	48,70	16,21	18,75	17,75

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.