

### Perspectives sur les produits de base (T3 2019)

\*\*Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des [Perspectives mondiales de la Banque Scotia](#) (p. 43 à 45).

#### MALGRÉ LA MOROSITÉ DE LA CONJONCTURE, LES FONDAMENTAUX OUVRONT LA PORTE À LA STABILITÉ

- L'économie mondiale reste fondamentalement vigoureuse; or, l'incertitude induite par la guerre commerciale continue de peser sur l'investissement et sur l'humeur des marchés, en favorisant les actifs risqués comme les produits de base.
- À notre avis, la conjoncture économique s'améliorera au deuxième semestre de 2019, et une rationalisation de la conjoncture exagérément baissière devrait étayer les cours des produits de base industriels comme le cuivre pour les ramener à des niveaux justifiés par le durcissement des fondamentaux (graphique 1).
- Les cours du pétrole devraient continuer d'évoluer dans une certaine fourchette et rester ancrés aux alentours de 55 \$ le baril (WTI) jusqu'à la fin de 2020 en raison du léger ralentissement de la croissance de la demande, attribuable à l'investissement paralysé par l'incertitude commerciale, la croissance toujours aussi forte de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste et la rigueur soutenue de la production de l'OPEP+.
- La plupart des métaux industriels subissent les contrecoups de la pression baissière que fait peser la morosité de la conjoncture macro-économique, et les cours devraient augmenter pour atteindre des niveaux qui tiennent mieux compte de l'équilibre physique tendu jusqu'en 2020, alors que les marchés du minerai de fer se rétablissent des importantes ruptures de l'offre au Brésil et en Australie et que les prix devraient se modérer dans les 18 prochains mois.
- Les cours de l'or devraient continuer de culminer au S2 de 2019 et se rétablir tendanciellement aux alentours des 1 300 \$ l'once d'ici la fin de 2020 lorsque les attentes vis-à-vis des taux d'intérêt reviendront à la normale, ce qui donnera lieu à des cours moyens annuels de l'ordre de 1 350 \$ l'once jusqu'en 2019-2020.

L'économie mondiale reste fondamentalement vigoureuse; or, l'incertitude liée à la guerre commerciale que se livrent maintenant depuis un an les États-Unis et la Chine continue de peser sur l'investissement et sur l'humeur des marchés. Le léger ralentissement de l'économie mondiale est venu freiner les attentes vis-à-vis de la demande de produits de base industriels, alors que les baisses de taux de la Réserve fédérale américaine devraient désormais relancer temporairement les cours de l'or. L'économie mondiale devrait s'améliorer graduellement au sortir de 2020, et les cours des métaux industriels comme le cuivre devraient s'apprécier en raison du quasi-équilibre entre l'offre et la demande et d'un inflexionnement de la conjoncture baissière. Les cours du pétrole devraient continuer de s'inscrire dans le milieu des 50 \$ jusqu'à la fin de 2020 alors que les marchés atteindront l'équilibre entre la croissance de l'industrie des hydrocarbures de schiste et le contingentement de la production de l'OPEP+ avant de se relever pour atteindre les 60 \$ le baril.

#### STABILITÉ DU PÉTROLE MALGRÉ LA VOLATILITÉ DANS LES DEUX COLONNES DU GRAND-LIVRE MONDIAL

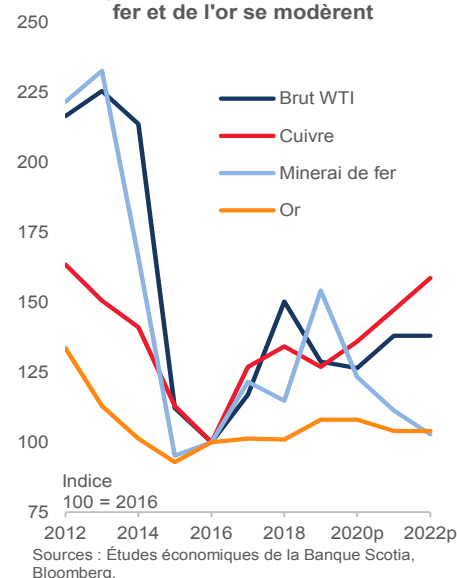
Le pétrole est resté enlisé dans la fourchette de 2019 entre 50 \$ et 65 \$ le baril (WTI) alors que les marchés ont hésité entre les inquiétudes macroconjoncturelles et les fortes turbulences de l'offre. La conjoncture baissière peut s'expliquer par les cours relativement stables malgré les baisses statistiquement fortes de l'offre en raison des sanctions tarifaires en Iran et au Venezuela, sans oublier les tensions encore plus avivées entre les États-Unis et l'Iran, ponctuées à une époque très récente par le tir qui a abattu un drone des forces aériennes américaines de 130 millions de dollars, ce qui aurait, dans n'importe quelle autre période, fait flamber spectaculairement les primes de risque. Le léger ralentissement de la croissance de la demande en raison de l'investissement paralysé par l'incertitude commerciale, la croissance toujours aussi forte de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste et la rigueur soutenue de l'OPEP+ devraient maintenir l'équilibre en léger déficit (graphique 2) et les prix devraient rester stables et continuer de graviter aux niveaux actuels, en atteignant une moyenne de l'ordre de 55 \$ le baril d'ici la fin de 2020.

#### RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base  
416.862.3908  
Études économiques de la Banque Scotia  
[rory.johnston@scotiabank.com](mailto:rory.johnston@scotiabank.com)

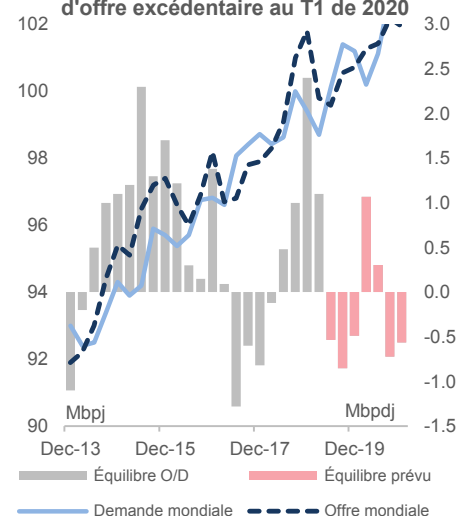
Graphique 1

Le pétrole et les métaux de base en hausse jusqu'à la fin de 2020, pendant que les cours du minerai de fer et de l'or se modèrent



Graphique 2

Le marché du pétrole devrait temporairement basculer en territoire d'offre excédentaire au T1 de 2020



**La demande mondiale de pétrole, qui ne cesse d'augmenter**, est toujours largement tributaire de l'Inde, dont la croissance se rétablit, et de la Chine, dont la demande de carburant — surtout le diesel — dégringole sur fond de ralentissement, induit par la guerre commerciale, dans l'investissement et l'activité manufacturière, et a continué de peser lourdement sur la croissance de la demande dans l'ensemble au premier trimestre de 2019. Nous nous attendons à ce que la croissance de la demande mondiale se réaccélère à 1,7 Mbpj sur un an au S2 de 2019 avant de se modérer, de sorte que la croissance annuelle de la demande piétinera, à 1,3 Mbpj, en 2019-2020.

**L'offre mondiale devrait rester plus ou moins éteale en chiffres annualisés jusqu'en 2019** : les forts gains des États-Unis (+1,5 Mbpj) seront masqués par les lourdes pertes de l'offre de l'OPEP en raison des contingents volontaires (-0,9 Mbpj) et des incidences involontaires des sanctions (-1 Mbpj). D'autres contingents de l'OPEP+ et les difficultés liées aux sanctions devraient masquer la croissance forte, mais ralentie de la production américaine en 2020, même si l'offre de l'industrie des hydrocarbures de schiste fera probablement basculer les marchés en territoire légèrement excédentaire au début de 2020. L'industrie américaine des hydrocarbures de schiste a inscrit le rythme de croissance le plus fulgurant de tous les grands bassins pétroliers dans les annales, à plus de 2 Mbpj en 2018, même si nous nous attendons à ce que ce rythme commence à se modérer en 2020 (+1,3 Mbpj) et continue de se ralentir à moins de 0,5 Mbpj au début des années 2020, lorsque le nombre d'appareils de forage et la productivité plafonneront (graphique 3). Les autres régions non membres de l'OPEP, dont le Brésil, devraient aussi apporter une production supplémentaire dans l'équilibre entre l'offre et la demande en 2020, alors que le Canada rajoutera sa production de brut lourd lorsque les contingents seront levés, que les différentiels augmenteront pour justifier l'investissement du transport ferroviaire du pétrole et que la Ligne 3 sera mise en service à la fin de 2020.

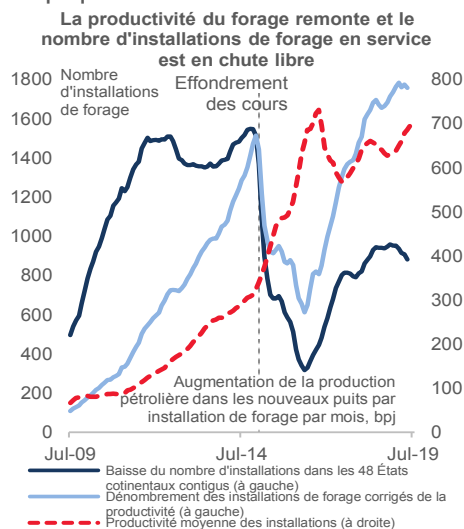
**L'OPEP+ s'est engagée à reconduire son accord actuel de production** pour tenir 1,2 Mbpj de pétrole à l'écart du marché jusqu'à la fin du premier trimestre de 2020. Le groupe de pays producteurs déjoue légèrement les attentes d'une reconduction de six mois de ses contingents; or, la prorogation du statu quo du groupe a été clairement télégraphiée et intégrée dans les cours boursiers. Bien que le dénouement de la réunion de l'OPEP+ ait été loin d'être remarquable, la voie empruntée pour y arriver dans le dernier mois est à la fois curieuse et révélatrice. La planification a connu un départ houleux quand les pays membres n'ont pu s'entendre sur une date pour les réunions au sommet, en finissant par adopter un compromis, soit le 1<sup>er</sup> et le 2 juillet. Or, le premier communiqué officiel sur un accord a été publié avant même le début des réunions de juillet lorsque le président russe Poutine l'a annoncé en primeur dans la foulée des pourparlers bilatéraux avec l'Arabie saoudite aux réunions du G20 au Japon. Ainsi, même si l'OPEP est toujours un organisme porté par le consensus, la plupart des pays membres se contentent de suivre la houlette des deux grands producteurs de l'OPEP+. Et même si cela ne fait pas l'affaire de certains pays comme l'Iran, ils sont exemptés du pacte et souhaitent ensemble maintenir une certaine stabilité des cours du pétrole. La production de l'OPEP devrait continuer de graviter autour des creux actuels depuis la fin de 2014 (graphique 4).

## LES COURS DES MÉTAUX DEVRAIENT AUGMENTER ALORS QUE LA CONJONCTURE MACRO-ÉCONOMIQUE REVIENT À LA NORMALE

**Les métaux comme le D<sup>r</sup> Cuivre ont été malmenés par les vents contraires macroéconomiques** malgré le raffermissement des fondamentaux, en raison du lien entre la forte demande des métaux de base d'une part et, d'autre part, l'activité économique mondiale et l'investissement. Dans le même temps, les ruptures de l'offre ont ébranlé le marché par ailleurs, ternissant le minerai de fer, et les prix se sont rétablis au-delà de leur plus haut sur cinq ans. Nous nous attendons à ce que la destinée des métaux de base s'infléchisse en 2020 et à ce que les cours se rétablissent à des niveaux qui tiennent mieux compte du quasi-équilibre physique de l'offre et de la demande, alors que les cours du minerai de fer devraient se modérer.

**L'économie chinoise reprend de la vitesse au moment même où les efforts de relance de Beijing se répercutent sur la demande mondiale de matériaux et relance cette demande.** En Chine, les prix de l'immobilier montent, les récentes mesures de relance des mises en chantier de logements devraient sortir de leur torpeur les travaux d'achèvement des complexes immobiliers (graphique 5) et maintenir le raffermissement actuel de la production des électroménagers, et l'effondrement, au premier semestre, des ventes de voitures chinoises paraît finalement se résorber.

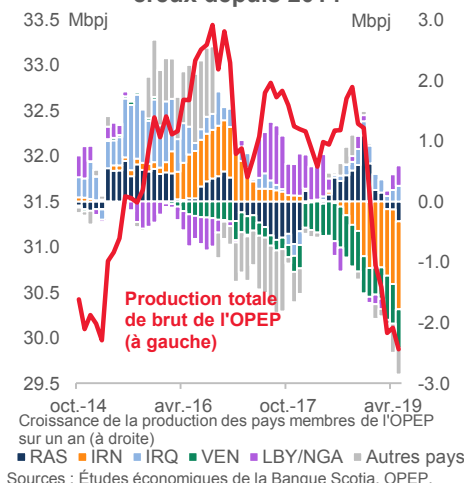
**Graphique 3**



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, EIA et Baker Hughes.

**Graphique 4**

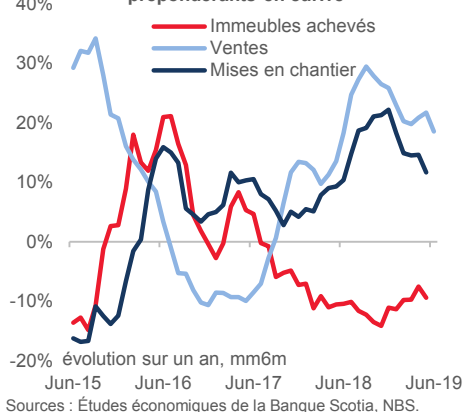
## La production de l'OPEP à son plus creux depuis 2014



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OPEP.

**Graphique 5**

## Les mesures de relance de la Chine stimulent les mises en chantier de logements prépondérants en acier, ce qui devrait dynamiser l'achèvement des travaux prépondérants en cuivre



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, NBS.

**Les cours du minerai de fer (prix au comptant des fines ayant une teneur en fer de 62 % dans le Nord de la Chine) ont atteint un sommet sur cinq ans, soit plus de 125 \$ la tonne au début de juillet,** à la fois grâce à la demande plus forte qu'escompté de l'acier chinois, à la baisse de la production en raison d'une rupture de barrages de morts-terrains au Brésil et du très mauvais temps dans le Nord du Brésil et sur le littoral nord-ouest de l'Australie, qui ont comprimé les exportations (graphique 6). À l'heure actuelle, le recul mondial de la production est proche de 90 millions de tonnes par rapport à un marché global de transport maritime de l'ordre de 1,7 milliard de tonnes, et les stocks de minerai détenus dans les grands ports chinois accusent une baisse de plus de 25 % sur un an pour atteindre un creux depuis trois ans. À notre avis, les cours du minerai de fer pourraient augmenter pendant encore quelques mois avant que la demande commence à se ralentir en raison de la contraction des marges des aciéries chinoises — qui se situent actuellement à leur plus creux depuis 2016 —, et les mines de fer aujourd'hui désœuvrées sont encouragées à se remettre en service pour combler le déficit, en ramenant les cours dans notre fourchette à long terme des cours du minerai de fer de 60 \$ à 70 \$ la tonne.

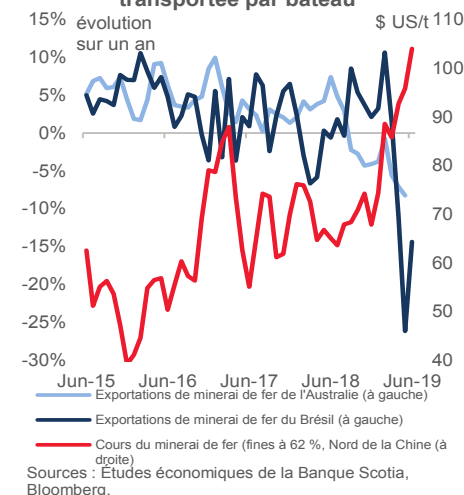
### LES GAINS DE L'OR SE MODÈRENT ALORS QUE LE MARCHÉ TRONQUE LES ESPOIRS D'UNE BAISSSE DES TAUX DE LA FED

**À la fin de juin, les cours de l'or ont atteint un sommet, depuis six ans, de l'ordre de 1 420 \$ l'once** parce que les marchés misent de plus en plus sur une baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine vers la fin de l'année (graphique 7). Dans les six dernières années, l'or n'est pas parvenu à franchir durablement le seuil des 1 350 \$ l'once, en raison du durcissement de la conjoncture monétaire, de la hausse du dollar américain et de l'engourdissement apparent de l'idée que se font du risque les investisseurs bombardés par le flux des actualités liées à la Maison-Blanche. La conjoncture a récemment basculé en faveur de l'or et le lingot a monté en flèche, en franchissant le seuil de résistance sur six ans de 1 350 \$ l'once et en continuant sa course folle pour atteindre les 1 420 \$ l'once. Bien qu'il soit toujours loin du sommet absolu de presque 2 000 \$ l'once atteint en 2011 sur fond de crise dans la zone euro, le cours du lingot exprimé en dollars canadiens frôle un nouveau record et s'inscrit aujourd'hui à un peu moins de 1 900 \$ CA l'once.

**Le cours du lingot continuera d'être porté par les taux d'intérêt et par la trajectoire du dollar américain jusqu'à la fin de 2020.** À notre avis, les cours de l'or sont artificiellement élevés en raison de la prise en compte exagérée, dans les cours du marché, de baisses ambitieuses de la Réserve fédérale américaine par rapport à nos attentes plus modestes pour des baisses d'à peine 75 points de base d'ici la fin de 2020. Lorsque les attentes vis-à-vis des taux reviendront à la normale, l'or devrait légèrement plier, même s'il restera supérieur au niveau atteint avant la pause de la Fed, avant qu'elle change son fusil d'épaule dans son parcours de durcissement. Dans le même temps, une baisse séculaire de la valeur du dollar américain devrait faire souffler des vents favorables constants sur les cours. Nous nous attendons à ce que les cours de l'or atteignent une moyenne de l'ordre de 1 400 \$ l'once au deuxième semestre de 2019 et commencent à se replier graduellement vers les 1 300 \$ l'once d'ici la fin de 2020, ce qui laissera les cours moyens annuels à 1 350 \$ l'once environ en 2019-2020.

Graphique 6

#### Fort remonte des cours du minerai de fer sur fond de recul de l'offre transportée par bateau



Graphique 7

#### L'or prend de la vitesse alors que les taux réels manquent de souffle

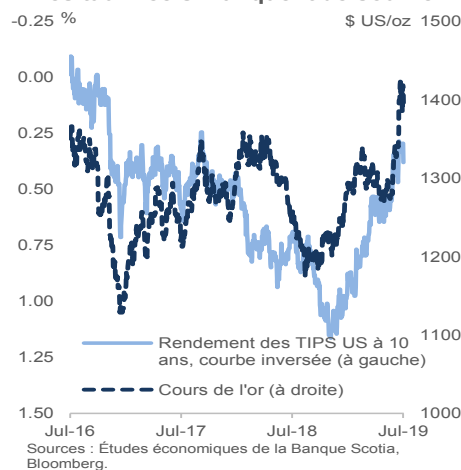


Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	56	55
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	65	62
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-14	-21
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	3,07	2,71	2,75
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,96	2,80	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,22	1,20
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	5,95	5,70	6,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,96	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	70	90	72
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	206	195	170
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	890	1895	1 257	1 268	1 350	1 350
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,71	15,37	15,00

\* 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.**

<sup>MD</sup> 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.