

Indices des prix des produits de base de la Banque Scotia

Patricia Mohr 416-866-4210
patricia.mohr@scotiabank.com

Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia — revue de fin d'année et perspectives pour 2012

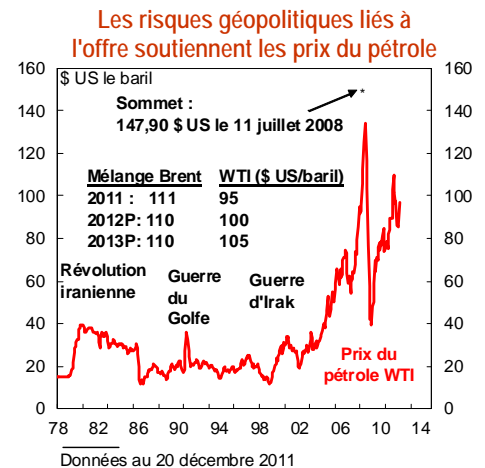
- **Meilleurs choix pour les investisseurs en 2012 : pétrole et cuivre**
- **Le rapport entre l'offre et la demande mondiales de cuivre restera déficitaire en 2012; le prix remontera à 4 \$ US d'ici le printemps.**
- **Les marchés mondiaux des matériaux attendent un assouplissement plus marqué de la politique monétaire en Chine, lequel ne saurait tarder.**
- **Pétrole et gaz : l'attention se tourne vers les ressources non classiques telles que le pétrole en réservoir compact et les schistes riches en hydrocarbures liquides.**

Après avoir reculé trois mois d'affilée, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a gagné 1 % sur un mois en novembre, stimulé par le rebond marqué du prix du pétrole et le raffermissement des prix des métaux communs. L'indice global a maintenu son avance de 6,7 % sur 12 mois et clôturera probablement 2011 tout juste au-dessus de son niveau d'il y a un an. Alors que la plupart des prix des produits de base demeurent à des niveaux rentables, le gain de 18 % sur un an enregistré à la fin de 2010 a été suivi d'un ralentissement notable.

Les prix des produits de base ont été très robustes au cours des premiers mois de 2011 – ayant bondi en avril à un niveau à peine inférieur de 13,5 % à leur sommet absolu de juillet 2008 – mais ont commencé à refluer vers la fin du printemps face au regain d'inquiétude concernant la dette publique de la zone euro, à l'atonie de la croissance américaine (taux de 1,2 % du premier au troisième trimestre de 2011, qui devrait toutefois remonter à 3 % au quatrième trimestre) et à la décélération de la production industrielle chinoise (+12,4 % sur 12 mois en novembre, contre 15,1 % en milieu d'année). **Les directeurs d'achats du monde entier reportent actuellement leurs commandes de métaux communs, d'acier et d'engrais, étant donné les perspectives économiques mondiales incertaines pour 2012** – à mettre sur le compte de l'austérité budgétaire dans les pays les plus lourdement endettés du G7 et de la déception suscitée par les mesures de renflouement de la zone euro. **Cependant, cette récente dégringolade (-8,9 % depuis avril) a été beaucoup moins marquée que la dégringolade de -40 % subie par les prix des produits de base durant le repli mondial du deuxième semestre de 2008.**

L'aversion pour le risque et le pessimisme des investisseurs ont pesé sur les valeurs pétrolières et gazières à bêta élevé cotées à la Bourse de Toronto, dont la baisse (-24,5 % pour les actions des sociétés d'exploration et de production de pétrole et de gaz depuis avril) a été de loin plus marquée que celle des prix des produits de base eux-mêmes. **Les actions des grandes sociétés pétrolières intègrent un prix de 70 à 75 \$ US le baril de pétrole WTI, comparativement au prix robuste de 97 \$ US atteint à la mi-décembre et à nos prévisions d'au moins 100 \$ US pour 2012 et de 105 \$ US pour 2013.**

La croissance économique chinoise en 2012 – l'« année du Dragon » – est d'une importance capitale pour les perspectives, étant donné son influence démesurée sur la plupart des marchés des matériaux. La Chine représente 50 %



Hausse fulgurante des prix des produits

Les dix produits de base les plus performants en 2011* (hausse de prix en % déc. 2010 / 16 déc. 2011)

		Meilleurs choix en 2012
1. Soufre	43.1%	Pétrole brut
2. Charbon (contrat à terme)	36.4%	Cuivre
3. Potasse	31.9%	GNL destiné aux marchés asiatiques
4. Porcs	26.9%	
5. Bovins	21.5%	

6. Saumon	21.0%	
7. Or	14.6%	
(de déc. 2010 au sommet du septembre 2011)		
8. Orge	38.2%	
9. Pétrole brut lourd	14.2%	
10. Pétrole brut léger	11.9%	
	10.5%	

* 32 composants de l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia

Études économiques Scotia

Scotia Plaza, 40, rue King Ouest, 63^e étage
 Toronto (Ontario) Canada M5H 1H1
 Tél. : 416-866-6253 Téléc. : 416-866-2829
 Courriel : scotia.economics@scotiabank.com

Le présent document a été préparé par Études économiques Scotia, comme ressource pour les clients de la Banque Scotia et de Scotia Capitaux. Les opinions, les estimations et les projections contenues dans le présent document sont les nôtres à la date de ce dernier et sont sujettes à changement sans préavis. Les renseignements et les opinions présents dans ce document sont tirés de sources considérées comme fiables, mais aucune garantie n'est donnée concernant leur exactitude et leur exhaustivité. Ni le Groupe Banque Scotia ni ses sociétés affiliées n'acceptent de responsabilité en cas de pertes résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu.

de la production mondiale d'acier (2,6 fois le total combiné de l'UE-27 – 13% – et des États-Unis – à peine 6,2%) et 42% de la consommation mondiale de cuivre, de zinc, de nickel et d'aluminium (contre 16,3% pour l'Europe et 9,7% pour les États-Unis). Même si l'expansion des exportations chinoises ralentit en raison d'une conjoncture mondiale difficile, la Chine devrait connaître un « atterrissage en douceur » : on table sur une croissance du PIB d'environ 8,9% en 2012 et d'au moins 8,5% en 2013, ce qui n'est que légèrement plus faible que les 9,1% enregistrés en 2011.

Après avoir resserré les conditions de crédit pour freiner l'inflation, la Chine est revenue à une politique favorable à la croissance en réduisant le ratio de réserves obligatoires des grandes banques de 50 points de base pour le ramener à 21,0% le 5 décembre (plus tôt que prévu) et en autorisant une augmentation des prêts bancaires. Ce geste a été motivé par une chute de l'indice des directeurs d'achats, qui est passé à 47,7 en novembre (signe de contraction de l'activité manufacturière). De nouveaux assouplissements sont à prévoir pour bientôt, étant donné la modération de l'inflation des prix des aliments et des prix à la consommation (passée d'un sommet de 6,5% en juillet 2011 à 4,2% en novembre), la détente des prix de l'immobilier (+2,2% sur 12 mois) et les inquiétudes relatives aux sorties de capitaux spéculatifs de la Chine.

Les restrictions imposées sur les prêts hypothécaires en vue de freiner la hausse des prix de l'immobilier dans le secteur privé se poursuivront en 2012, et le programme de dépenses d'infrastructure massif (629 G\$ US) dévoilé en novembre 2008, dont le but est de doper l'économie chinoise durant le repli mondial, semble peu réaliste vu l'endettement croissant des administrations locales. Cependant, la Commission nationale chinoise pour le développement et la réforme maintiendra une croissance « stable » en stimulant l'investissement et la consommation intérieurs, en démarant des projets clés dans le cadre du 12^e plan quinquennal (2011-2015) et en encourageant l'investissement privé dans les secteurs des chemins de fer, des services d'utilité publique et de l'énergie. La priorité sera donnée à la construction de logements « sociaux » abordables, 7-10 millions d'appartements devant s'ajouter cette année aux 10 millions déjà mis en chantier en 2011 (un total de 36 millions d'appartements seront construits de 2011 à 2015). La construction de ces appartements devrait plus que compenser le repli brutal des mises en chantier du secteur privé prévu pour 2012, qui inquiète depuis peu les marchés financiers. Une grande partie de ces logements sociaux n'est pas incluse dans les indicateurs de l'immobilier chinois (par exemple la surface utile des immeubles résidentiels en construction). Les logements sociaux représenteront probablement 37% de la surface utile globale des immeubles achevés en 2012.

L'économie chinoise pourrait ralentir encore davantage jusqu'au début de 2012, mais nous tablons sur un rebond vers le deuxième trimestre, ce qui stimulerait la croissance mondiale et les prix des produits de base. La croissance américaine termine elle aussi l'année 2011 sur une note robuste. La fermeté relative des marchés émergents devrait se traduire par une croissance du PIB mondial de 3,7% en 2012 et de 4,0% en 2013, comparativement à 5,2% en 2010 et 3,8% en 2011.

Produits de base les plus performants en 2011 : engrais, produits agricoles et charbon cokéifiable

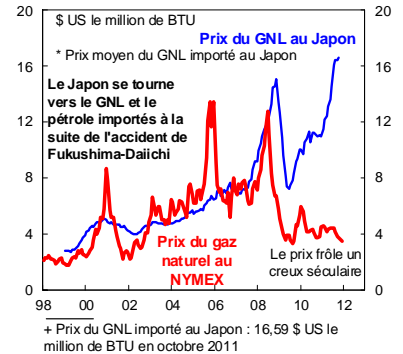
Les produits les plus performants en 2011, parmi les 32 produits composant l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia, ont été le soufre (produit vedette pour la deuxième année d'affilée, entrant dans la fabrication d'engrais au phosphate diammonique), le charbon dur cokéifiable de première qualité de l'Ouest canadien destiné aux marchés de croissance asiatiques, la potasse (un engrais), et le porc et le bœuf (dont les prix ont été tirés par la liquidation de troupeaux en Amérique du Nord).

L'or s'est également taillé une place parmi les 10 premiers produits – la septième –, ayant progressé de 14,6% entre la fin de 2010 et la fin de 2011. (Le cours de l'or à Londres en après-midi a bondi de 38,2% après s'être établi à 1 390,55 \$ US l'once en décembre 2010 pour atteindre un sommet inégalé pour les négociations intrajournalières, soit 1 921,18 \$ US le 6 septembre 2011; il a toutefois reculé à 1 594 \$ US à la mi-décembre. Le récent raffermissement du billet vert par rapport à l'euro, la déception liée au fait que la BCE n'a pas entrepris de programme de rachat plus ambitieux d'obligations des pays les plus endettés de la zone euro [assouplissement quantitatif] et l'absence de nouvelles mesures de la part de la Fed à la suite de la dernière réunion du FOMC ont récemment fait pression sur les prix de l'or.)

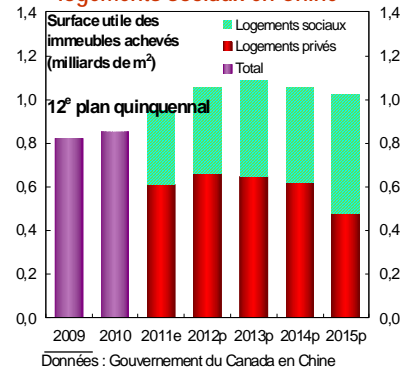
Les pétroles bruts lourd et léger (Hardisty, lourd de l'Alberta et brut Edmonton Light Par) complètent le palmarès des 10 produits-vedettes en 2011 et comptent parmi nos choix privilégiés pour les investisseurs en 2012. Bien que le prix du cuivre ait fléchi après avoir atteint un sommet absolu de 4,60 \$ US la livre le 14 février 2011, le cuivre, qui se situait à

Indices des prix des produits de base de la Banque Scotia

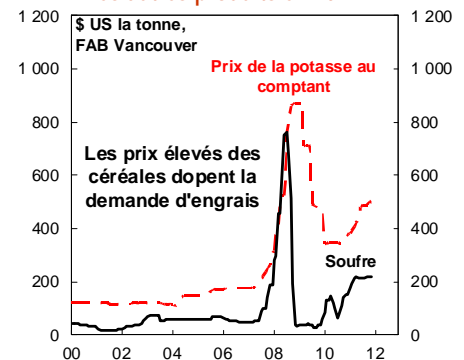
Le prix élevé du GNL au Japon et en Asie favorise le GNL de Kitimat



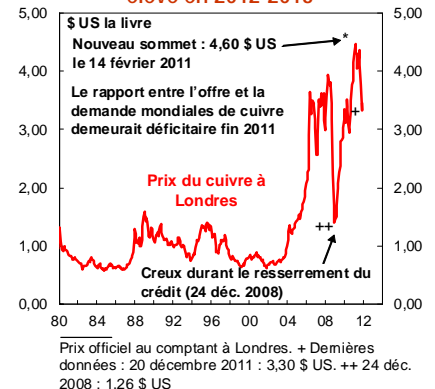
Programme de construction de logements sociaux en Chine



La potasse et le soufre dominent les autres produits en 2011



Le prix du cuivre restera élevé en 2012-2013



L'indice des prix alimentaires de la FAO fléchit...



3,30 \$ US à la mi-décembre, est demeuré exceptionnellement lucratif pendant deux années de suite, ayant généré des marges bénéficiaires de plus de 50 %.

Pétrole et gaz

L'indice du pétrole et du gaz a fortement grimpé en novembre (+4,6 % sur un mois et 14,9 % sur 12 mois). Malgré les inquiétudes relatives aux perspectives financières et économiques de la zone euro, le **prix du baril de pétrole Brent** a augmenté, passant de 110 \$ US en octobre à 111 \$ US en novembre, et s'établit actuellement à 108 \$ US. **Les prix mondiaux du pétrole intègre de nouveau une « prime de risque géopolitique »** depuis la publication, **début novembre**, d'un rapport de l'Agence internationale de l'énergie atomique sur les présumés projets de l'Iran en matière d'armes nucléaires. En cas de durcissement des sanctions contre l'Iran, il pourrait être plus difficile d'utiliser le système bancaire international pour payer les livraisons de brut iranien, même si deux des principaux acheteurs de brut iranien (la Chine et l'Inde) ne réduiront sans doute pas leurs achats. **Tout embargo sur le brut iranien entraînerait une forte hausse des prix. L'Iran, deuxième producteur de l'OPEP**, affiche une production de 3,55 Mb/j et des exportations de 2,6 Mb/j; pour contrebalancer une telle perte, il faudrait mettre à l'épreuve la capacité excédentaire des grands pays producteurs du golfe Persique (estimée à 2,7 Mb/j). **Le prix du pétrole WTI a progressé encore plus en novembre, passant de 86,43 \$ US à 97,16 \$ US, ce qui a réduit la décote par rapport au Brent.** Cela s'explique par l'annonce, le 16 novembre, de la décision conjointe d'Enbridge et d'Enterprise Products Partners d'inverser le sens d'écoulement du pipeline Seaway afin d'acheminer de Cushing à Houston (le plus grand centre de raffinage aux États-Unis) le pétrole provenant de l'Alberta et des nouveaux réservoirs « compacts » du milieu du continent américain.

L'offre et la demande mondiales de pétrole sont pour le moment équilibrées. L'OPEP, à l'occasion de sa réunion du 14 décembre, a accepté de maintenir sa production près du niveau actuel de 30 Mb/j durant le premier semestre de 2012 – niveau à peu près égal à la production exigée du cartel pour satisfaire la demande mondiale, selon les récents calculs, et légèrement supérieur à nos projections concernant la demande. Les pays membres de l'OPEP se réuniront de nouveau le 14 juin 2012.

Le prix du gaz naturel au NYMEX s'établira en moyenne à 4,05 \$ US le million de BTU en 2011 et reculera à 3,50 \$ US en 2012 sous l'effet de l'offre plus que suffisante provenant de vingt nouveaux gisements de schiste, dont l'exploitation économique a été rendue possible par le forage horizontal avec multifracturation. **Les prix élevés du pétrole, des LGN et du condensat ont entraîné l'injection de capitaux dans l'exploitation de gisements de gaz de schiste riches en liquides** (Marcellus en Pennsylvanie et Eagle Ford au Texas, ce dernier étant considéré davantage comme un gisement d'hydrocarbures liquides que de gaz naturel), ce qui a dopé la production de gaz malgré la faiblesse des prix. Cependant, **à 3,13 \$ US, le prix du gaz naturel frôle un creux séculaire, étant donné le coût moyen de 4,19 \$ US correspondant au seuil de rentabilité en milieu de cycle pour le gaz classique sec et le temps très doux pour la saison hivernale.** La réduction de la production des États-Unis, les fermetures obligatoires effectuées en Alberta pour maintenir la pression des puits dans les gisements de sables bitumineux et le léger raffermissement de l'économie américaine devraient faire remonter le prix du gaz au-dessus de la barre des 4 \$ US d'ici fin 2012 et en 2013.

Le cuivre, métal commun le plus performant en 2012

L'indice des métaux et minéraux a progressé en novembre (+0,7 % sur un mois) avec l'augmentation des prix du cuivre, du zinc et des métaux précieux et conservé une avance de 7,8 % par rapport à il y a un an. Le **cuivre** connaissait une offre « déficitaire » à la fin de 2011, la consommation mondiale étant supérieure à la production du métal affiné, et l'offre demeurera « déficitaire » en 2012, malgré un accroissement de 6 % de la production minière mondiale après une hausse d'à peine 0,4 % en 2011. La production minière mondiale n'a progressé que de 1,1 % par an entre 2007 et 2011 face à l'augmentation rapide de la demande de la Chine et des pays « émergents » d'Asie, ce qui a fait monter les prix. Une bonne partie de la reprise récente des importations de cuivre affiné en Chine est due à la constitution de réserves par les promoteurs immobiliers, qui s'en servent comme garantie pour leurs emprunts bancaires. Toutefois, **la demande chinoise en matière de fabrication devrait de nouveau se renforcer au printemps, et le prix du cuivre, remonter à 4 \$ US.** Le prix moyen du cuivre pourrait se maintenir tout juste sous la barre des 4 \$ US pendant une bonne partie de 2013.

L'offre de **zinc**, excédentaire par rapport à la demande, devrait diminuer en 2012-2013 et le prix du métal devrait remonter vers la fin de l'année. **Les conditions actuelles laisseront la place à un « déficit » et à des prix beaucoup plus fermes au milieu de la décennie** en raison de l'épuisement marqué des mines mondiales.

Le prix contractuel du **charbon dur cokéifiable de première qualité** de l'Ouest canadien vendu en Asie (un des produits les plus performants en 2011) baissera par rapport à son niveau actuel de 285 \$ US la tonne (FAB Vancouver) à 235 \$ US au premier trimestre de 2012. Les prix devraient se stabiliser pour s'établir en moyenne à 235 \$ US durant l'exercice 2012, comparativement à 291 \$ US durant l'exercice 2011. Le prix au comptant du charbon d'Australie livré en Chine s'est fixé à 231,50 \$ US à la mi-décembre 2011 après s'être replié durant les mois précédents, sous l'effet d'une correction des stocks chinois d'acier de qualité construction et du retour à la normale des approvisionnements australiens après de graves inondations début 2011.

Le **prix de l'uranium au comptant** était de 52 \$ US la livre à la mi-décembre, soit 16,8 % de moins que les 62,50 \$ US de la fin de 2010, seuls 7 GWe (sur un total de 48) de puissance électrique étant actuellement produits par les centrales nucléaires japonaises depuis l'accident de Fukushima-Daichi, provoqué par le séisme et le tsunami catastrophiques de mars 2011 (qui représentaient un événement aléatoire). **Le Japon s'est tourné vers le GNL importé, ce qui a propulsé le prix de celui-ci à un sommet de 16,59 \$ US le million de BTU et augure bien pour les exportations de GNL de Colombie-Britannique.**

Indice Scotia des prix des produits

Tendances de la croissance	(pourcentage de variation)		(taux de croissance annuels composés)		
	en un mois	en trois mois	en un an	en cinq ans	en dix ans
Novembre 2011					
INDICE GLOBAL DES PRIX DES PRODUITS*	1.0	-3.7	6.7	4.1	9.6
Produits industriels	1.2	-3.6	6.1	3.4	9.9
Produits forestiers	-1.9	-3.0	-6.2	1.3	2.7
Métaux et minéraux	0.7	-8.6	7.8	5.6	15.4
Pétrole et gaz naturel	4.6+	5.4+	14.9	1.8	11.4
Produits agricoles	-0.2	-4.4	10.5	9.2	8.0

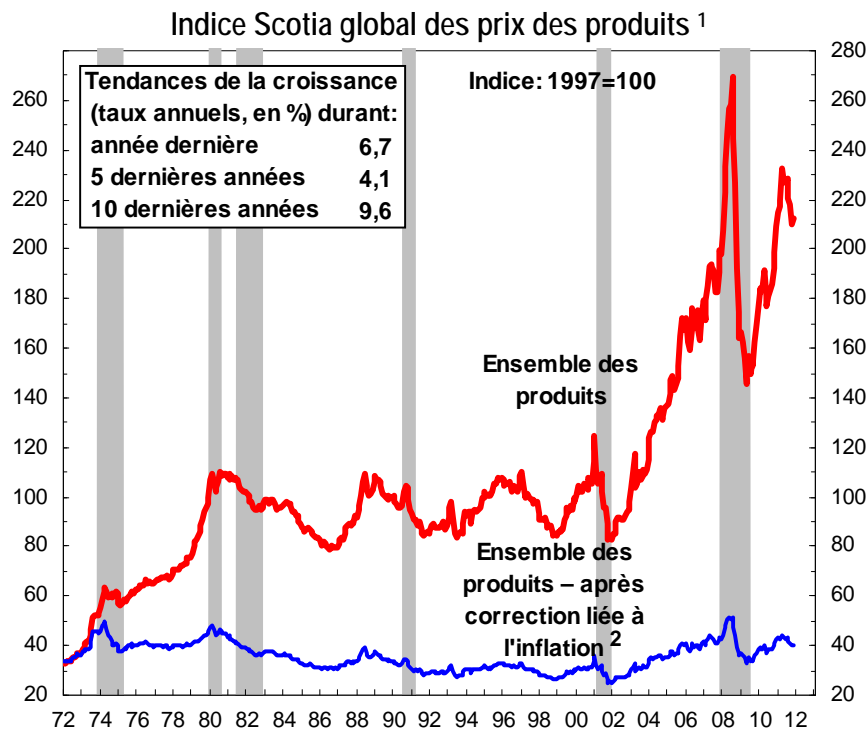
*Indice en dollars US des principales exportations canadiennes pondéré selon les échanges, y compris les produits forestiers, les métaux et les minéraux, le pétrole et le gaz et les produits agricoles; 1997 = 100; * voir le commentaire technique page 12; + les prix les plus récents du gaz naturel et du gaz propane sont sujets à révision.

Les prix élevés des céréales ont incité les agriculteurs à épandre plus d'engrais en 2011

L'indice des produits agricoles, qui a reculé de 0,2 % sur un mois en novembre, était quand même supérieur de 10,5 % à son niveau de l'année dernière grâce à la vigueur des prix du porc et du bœuf (qui ont gagné respectivement 45 % et 23,5 % sur un an). Les prix du bétail ont été tirés par l'importante liquidation de troupeaux nord-américains de ces dernières années. Le prix de l'orge (principale céréale fourragère de l'Ouest canadien) a également grimpé de 19 % sur un an en novembre, les stocks de maïs aux États-Unis demeurant limités. En revanche, le prix du blé a récemment fléchi, les stocks mondiaux étant abondants par rapport à la consommation. Le prix du canola, tiré par le prix du soja aux États-Unis, a aussi perdu du terrain, bien qu'il demeure élevé et rentable pour les agriculteurs. Le prix de la potasse (FAB Vancouver) est resté inchangé en novembre, s'établissant à 500 \$ US la tonne (+35 % sur un an). Le plus important producteur canadien marque un temps d'arrêt en raison du ralentissement des ventes en Asie du Sud-Est et d'une demande de réduction des prix contractuels du T1 2012 en Inde.

Produits forestiers : En novembre, le nombre de mises en chantier atteint un sommet de 19 mois aux États-Unis

L'indice des produits forestiers s'est contracté de -1,9 % sur un mois en novembre pour s'établir à un niveau de 6,2 % inférieur à celui de l'année dernière, en raison de la diminution des prix du bois d'œuvre et des panneaux OSB, ainsi que d'un déclin du prix de la pâte NBSK lié à la correction des stocks de pâte et de papiers fins en Chine. Cependant, le nombre de mises en chantier aux États-Unis a atteint 685 000 en rythme annualisé en décembre, le segment des logements collectifs se montrant particulièrement vigoureux, signe d'un marché plus stable en 2012. Une remontée durable du prix des 2 x 4 en pin-sapin-épinette de l'Ouest n'est pas attendue avant la fin de 2012, parallèlement à une reprise plus solide du marché américain du logement. Le programme de logement social de la Chine pourrait offrir des débouchés.



1. Un indice des prix des principales exportations canadiennes, pondéré par les parts de celles-ci en dollars EU dans le commerce extérieur global.

2. Indice après application d'un facteur de déflation: l'indice des prix des produits intermédiaires des producteurs américains.

– Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession aux États-Unis.