

Produits de base : léger recul en février après de forts gains en janvier

- Les cours du pétrole ont repris de la vitesse après s'être repliés au début de février, et le cours du WTI est toujours supérieur à ce que nous avions prévu à l'origine, au T1; le risque de prix est désormais solidement orienté à la hausse de notre prévision de 2018, soit 57 \$ le baril de WTI.
- Les cours des métaux industriels ont été fermes pendant tout le mois de février : la vigueur de l'activité manufacturière a compensé le moindre intérêt des investisseurs et les derniers influx de cuivre dans les stocks de la LME.
- Le service des Études économiques de la Banque Scotia s'est également penché plus attentivement sur le secteur pétrolier canadien et a publié des notes sur l'impact des pénuries soutenues d'oléoducs dans l'Ouest du Canada et de la vulnérabilité du secteur canadien de l'énergie à une rupture de la renégociation de l'ALÉNA à l'initiative des États-Unis.

En février, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a perdu 0,3 % en glissement mensuel, après avoir gagné 5,8 % en janvier. La reprise du marché pétrolier mondial et la forte dépression du cours du brut canadien, dont il sera question plus en détail ci-après, sont les deux grands facteurs qui expliquent cette récente tenue de l'indice.

PÉTROLE ET GAZ : AU T1, LES COURS DU PÉTROLE RESTENT PLUS VIGOUREUX QU'ATTENDU

Les cours du pétrole ont recommencé à monter après s'être repliés par rapport à un sommet en plus de trois ans à la fin de janvier, et les courbes à terme restent fermement ancrées dans un déport pour l'année à venir (graphique 1). L'essentiel du dégagement récent des positions sur le brut s'explique par le sentiment d'amertume dans la foulée du brutal décrochage des marchés boursiers à la fin de janvier et au début de février, et par la prise de bénéfices des investisseurs-spéculateurs qui commencent à sortir d'une position nette-longue sans précédent de plus de 1,1 milliard de barils sur papier. Même si on avait prévu que cette longueur des positions resterait en partie tenace, compte tenu du récent basculement dans le déport, il a toujours été probable que l'on constate une certaine pression à la baisse des cours en raison de la prise de bénéfices, et la situation devra revenir à la normale avant que le brut puisse se remettre à monter. Après un sommet de 66 \$ le baril à la fin de janvier, les cours du WTI se sont tassés à 59 \$ le baril environ, dans la foulée du brusque dégagement des marchés boursiers et du basculement de l'humeur de dérisquage qui a accompagné ce dégagement, avant de remonter à plus de 60 \$ le baril aujourd'hui.

À notre avis, le risque est à l'évidence désormais orienté à la hausse de notre prévision de 57 \$ le baril pour le WTI en 2018, en raison de la résilience du complexe du brut malgré ce qui constitue à nos yeux la période de l'année fondamentalement la plus léthargique. On s'attendait à ce que les légers excédents saisonniers de l'offre au premier trimestre fassent baisser les prix pour les ramener vers les 55 \$, ce qui est inférieur à ce que le marché paraissait souhaiter pour s'engager dans des contrats de livraisons rapides. Les fondamentaux ne devraient que s'améliorer à partir de ce chiffre, et nous prévoyons, pour l'ensemble de 2018, des déficits nets de l'offre, ce qui fera monter les prix.

Au-delà de son avis sur le basculement des fondamentaux de l'offre et de la demande mondiales, le service des Études économiques de la Banque Scotia s'est penché attentivement, durant le mois écoulé, sur certains thèmes canadiens dans le secteur de l'énergie.

Nous avons commencé par nous pencher sur la difficulté causée par la capacité des oléoducs dans l'Ouest du Canada dans le document [Retards dans l'approbation des oléoducs : les coûts de l'inertie](#). Dans ce document, nous constatons qu'une fois de plus, le secteur pétrolier canadien est aux prises avec une surquantité de brut et une pénurie d'oléoducs, ce qui continue de peser sur la

RENSEIGNEMENTS

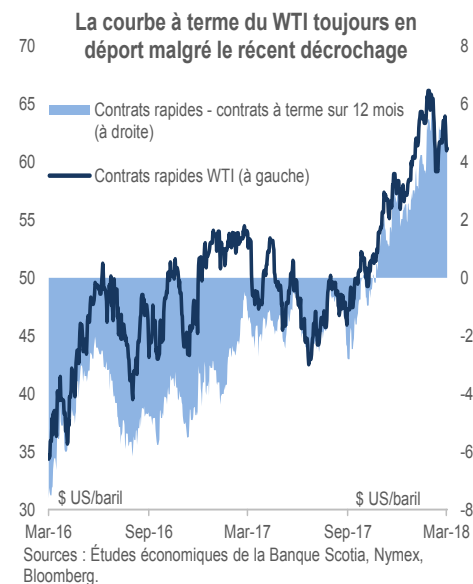
Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1


Tableau 1

Indice Scotia des prix des produits			
février 2018	(variation en %)		
	M/M	A/A	Cumul
Tous les produits*	-0.3	6.0	7.2
Industriels	-0.8	5.5	7.0
Pétrole et gaz	-3.9	0.4	1.8
Métaux et minéraux	-0.2	1.4	3.0
Produits forestiers	3.4	23.4	25.5
Agriculture	1.9	8.3	8.2
	janvier 2007 = 100		
	2018		
			Moyenne
	fév	jan	à ce jour
Tous les produits	118.5	118.9	118.7
Industriels	115.1	116.0	115.5
Pétrole et gaz	87.1	90.6	88.8
Métaux et minéraux	131.7	131.9	131.8
Produits forestiers	157.4	152.3	154.9
Agriculture	137.4	134.8	136.1

*Coefficients de pondération : pétrole et gaz (39,9 %), métaux et minéraux (30,1 %), produits forestiers (14,7 %), agriculture (15,3 %); note technique intégrale en page 6.

valeur du brut canadien par rapport aux repères américains et mondiaux. Bien qu'on ait prévu cette contrainte de la capacité et qu'on s'attendait à ce que les rabais sur le brut canadien augmentent en 2018, la suspension, à la mi-novembre, du service de l'oléoduc Keystone a précipité cette crispation et refoulé des millions de barils de brut lourd dans les réservoirs albertains, qui emmagasinent désormais le plus fort volume de pétrole dans les annales. La mise hors service de l'oléoduc Keystone explique le récent éclatement des différentiels du brut canadien et le rabais accusé par l'indice repère du WCS (Western Canadian Select) a augmenté pour passer de 13 \$ le baril à plus de 30 \$ le baril au début de février. Bien que nous nous attendions à ce que les différentiels se replient à moins de 20 \$ le baril, lorsque les services de transport du pétrole par chemin de fer interviendront pour combler la lacune des oléoducs et que la Ligne 3 permettra d'atténuer en partie le pire de cette crispation (graphique 2), nous croyons qu'il faudra construire soit le Trans Mountain Expansion (TMX) ou le Keystone XL (KXL) avant que les rabais retombent à un niveau correspondant à la capacité d'export adéquate. Dans ce document, nous concluons que le déficit entraîné par les oléoducs de l'Ouest canadien coûte à l'économie canadienne des milliards de dollars par an en chiffre d'affaires perdu dans le secteur de l'énergie, ce qui représente plus de 3,2 milliards de dollars CA depuis que l'oléoduc Keystone a été mis hors service à la mi-novembre et plus de 10,8 milliards de dollars CA pour l'ensemble de l'année 2018.

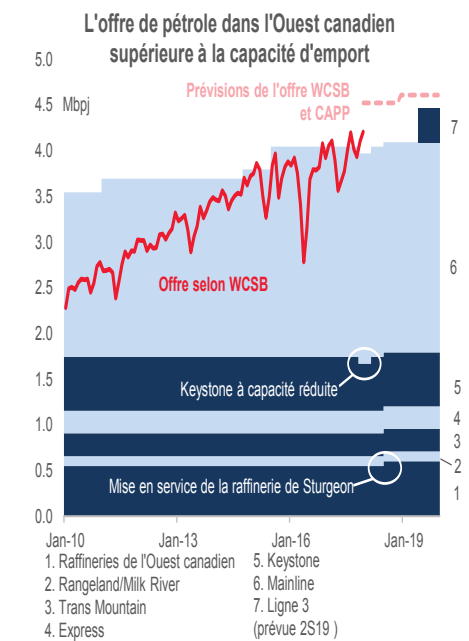
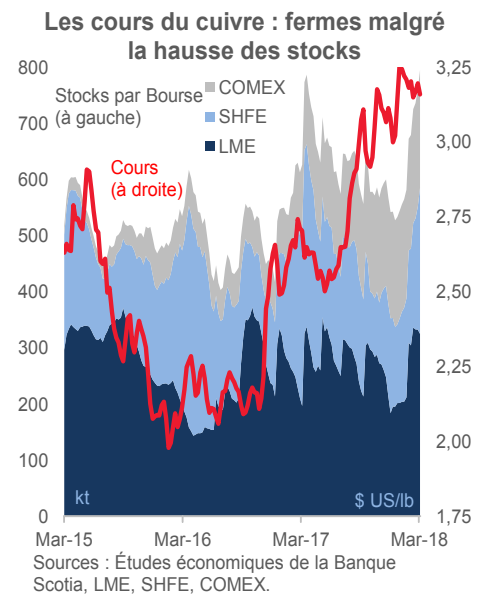
Nous avons ensuite évalué la vulnérabilité du secteur pétrolier canadien aux difficultés liées à l'ALÉNA, avec pour toile de fond les grands titres sur la renégociation de cet accord dans le document [Rupture de l'ALÉNA : impact éventuel sur le secteur canadien de l'énergie](#). En bref, nous croyons que la rupture, à l'initiative des États-Unis, de la renégociation de l'ALÉNA aurait une incidence négligeable sur le secteur canadien de l'énergie. Même dans un scénario pessimiste selon lequel, dans le commerce bilatéral de l'énergie entre les États-Unis et le Canada, on adopterait les tarifs de la nation la plus favorisée (NPF), l'impact sur les indices repères du brut canadien serait limité à 0,21 \$ le baril en vertu d'une décision punitive par rapport au cours d'environ 28 \$ le baril auquel se négocie actuellement le WCS sous les prix du WTI. En fait, compte tenu des incidences probablement négatives sur la valeur du dollar canadien, le retrait américain de l'ALÉNA pourrait avoir une incidence directe légèrement positive sur la rentabilité à court terme du secteur pétrolier canadien.

MÉTAUX ET MINÉRAUX : CROISSANCE SYNCHRONISÉE FAVORABLE ET MENACE CHINOISE

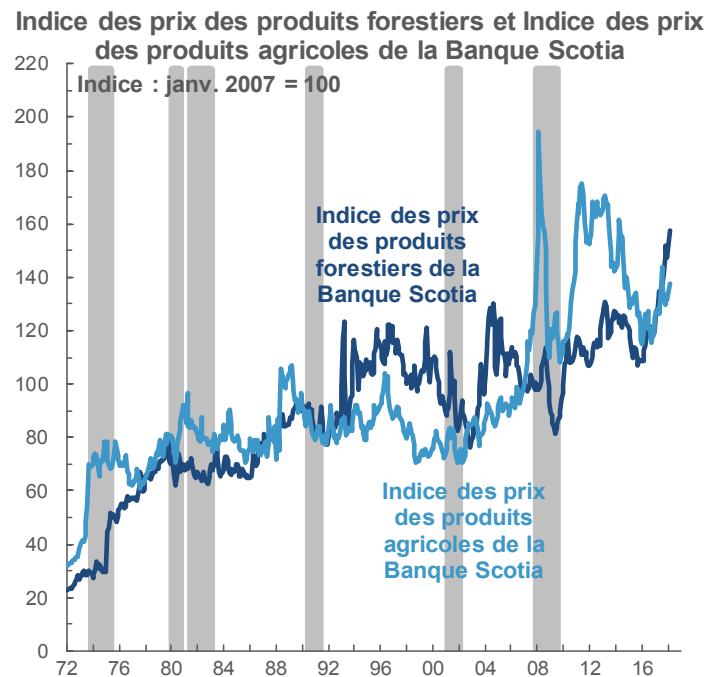
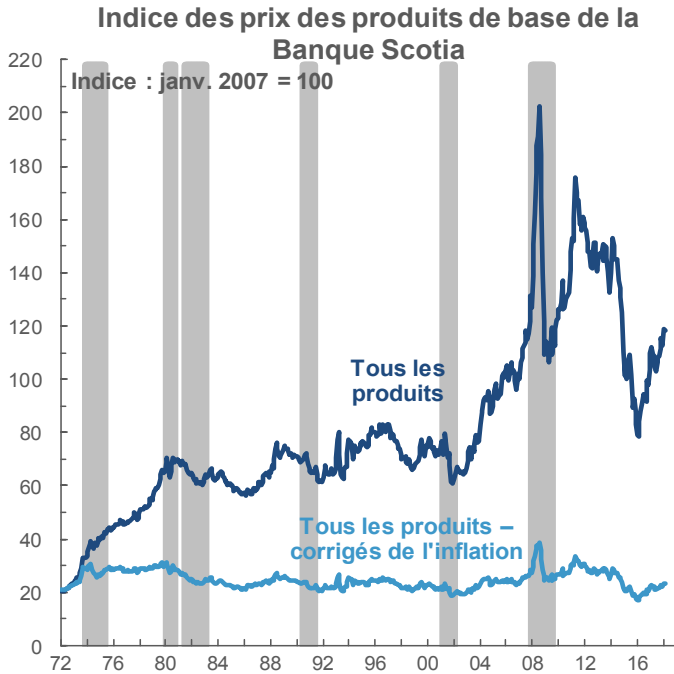
En février, les métaux industriels sont restés relativement fermes, grâce à la vigueur de l'industrie manufacturière et à la léthargie du dollar malgré certains influx de stock récents et l'intérêt légèrement amoindri des investisseurs. La plupart des indicateurs continuent de confirmer le macro-discours prépondérant de l'accélération synchronisée de la croissance économique mondiale, et la demande de métaux à la fois réalisée et prévue se raffermir.

Or, la Chine continue de représenter un risque de baisse pour la consommation des métaux, puisque les plus récents chiffres officiels de l'indice PMI préfigurent un ralentissement marqué de l'activité manufacturière. Le relèvement de l'industrie manufacturière en raison de l'essor du marché exportateur avait éclipsé les inquiétudes à propos de la baisse des chantiers de construction menés à terme et de la léthargie de l'investissement dans le réseau; or, il semble désormais y avoir moins de raisons d'espérer une hausse de la demande en 2018 après la tenue étonnamment vigoureuse de l'an dernier. Bien que la demande finale soit malmenée, les cours mondiaux des métaux finis continueront d'être portés par les politiques environnementales chinoises qui ont limité l'importation de certains métaux rebuts, ce qui a gonflé artificiellement la demande de métaux raffinés hors de ce pays.

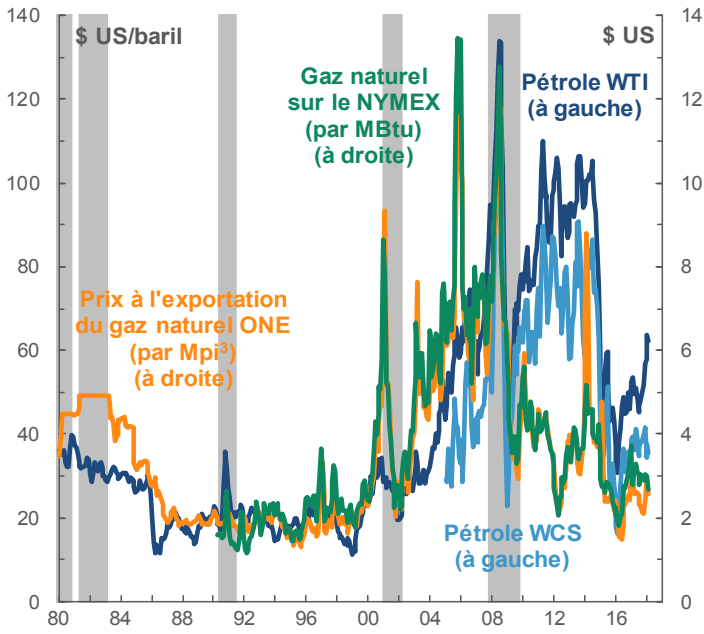
Le nickel a inscrit en février les gains les plus solides, malgré les déficits récalcitrants du marché au comptant, ce qui a accru la demande chinoise à l'importation et avivé les grandes préoccupations de l'humeur des marchés en ce qui concerne les véhicules électriques à propos des stocks astronomiques de voitures. Le cuivre a eu moins de chance, et les influx considérables de stocks sur la Bourse LME ont incité les spéculateurs à prendre leurs bénéfices, ce qui a freiné la course haussière qui a fait monter le cours du métal rouge, qui était d'à peine plus de 2 \$ la livre à la fin de 2016 et qui est aujourd'hui largement supérieur à 3 \$ la livre. Les cours du minerai de fer chinois, qui ont continué de profiter de l'incessante répression environnementale de Beijing, qui a pesé sur la production nationale du minerai de fer, de même que sur l'exploitation des aciéries de moindre qualité, se sont hissés à la valeur des minerais de qualité supérieure.

Graphique 2

Graphique 3


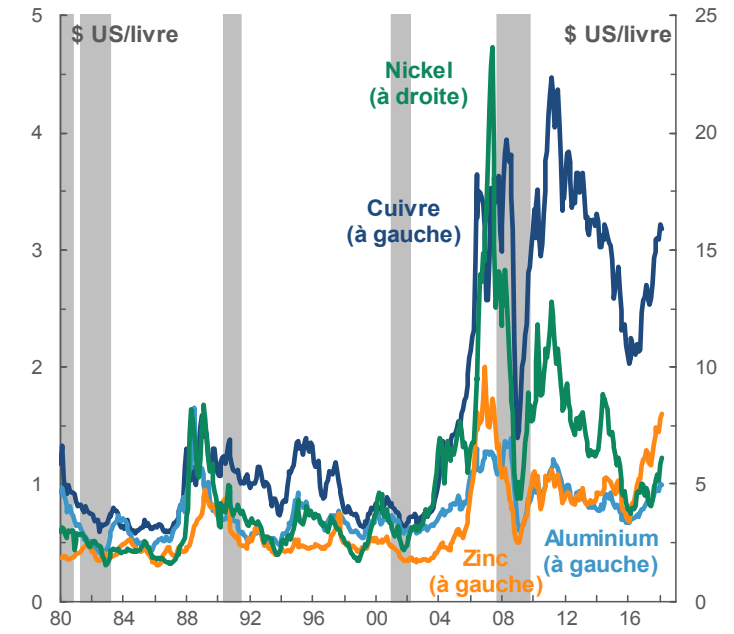
Prévisions des cours		2000–2016			2018 CUM	2017	2018P	2019P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19.40	62.70	134.02	62.87	50.85	57	60
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19.06	65.53	134.56	67.33	54.75	62	65
Gaz naturel								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1.81	4.94	13.46	2.91	3.02	2.95	2.95
Métaux et minéraux								
Métaux de base								
Cuivre	\$ US/livre	0.62	2.35	4.48	3.19	2.80	3.05	3.25
Nickel	\$ US/livre	2.19	7.26	23.67	6.00	4.72	6.00	6.50
Zinc	\$ US/livre	0.34	0.81	2.00	1.58	1.31	1.60	1.60
Aluminium	\$ US/livre	0.58	0.86	1.39	1.00	0.89	0.95	1.00
Produits de base en vrac								
Minerai de fer	\$ US/t	27	108	302	77	72	60	60
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	127	330	235	187	170	150
Métaux précieux								
Or	\$ US/oz t	261	869	1,772	1,331	1,257	1,300	1,300



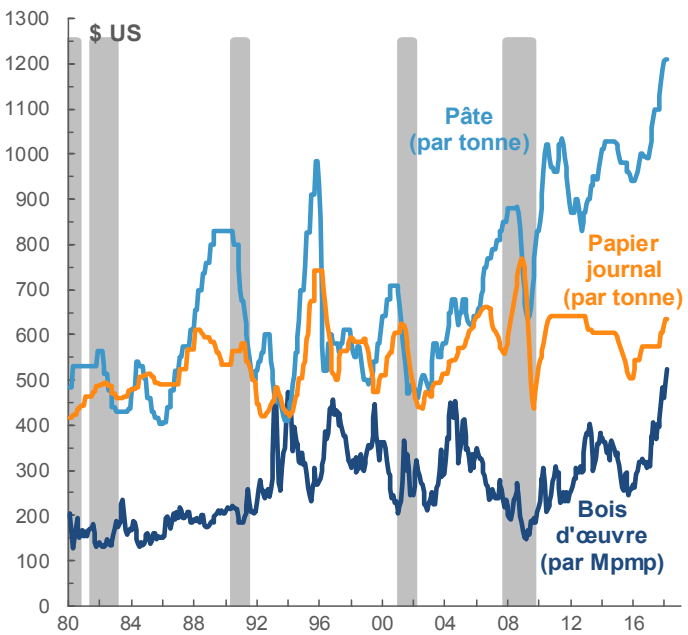
Cours du pétrole et du gaz



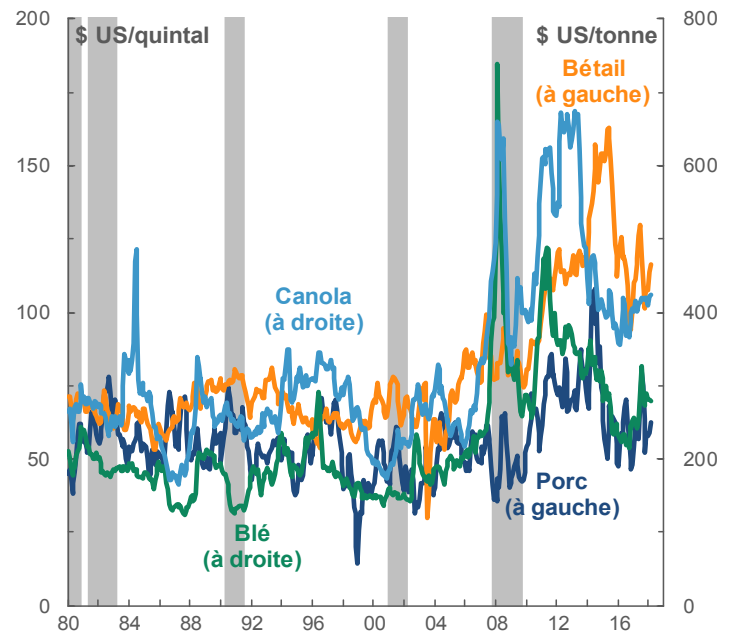
Cours des métaux



Cours des produits forestiers



Cours des produits agricoles



Note technique
**Indice Scotia des prix des produits de base – Principales exportations canadiennes
Janvier 2007 = 100**

Le présent indice a été conçu pour suivre les variations des prix au comptant ou de vente en dollars US pour des marchandises et des produits manufacturés à base de matières premières du Canada sur les marchés d'exportation. Le poids de chaque produit repose sur la valeur de ses exportations nettes en 2010. Avant janvier 2007, le poids de chaque produit reposait sur la valeur de ses exportations entre 1995 et 1997. Toutefois, dans le cas du brut et des produits pétroliers raffinés, du papier de pâte maigre non couché et du carton doublure, on utilisait la valeur des exportations nettes. Le Canada importe une grande quantité de ces produits; par conséquent, l'emploi de la seule valeur des exportations aurait surestimé leur contribution à la performance commerciale du Canada.

La composition de l'indice est la suivante :

PÉTROLE ET GAZ

Produits pétroliers bruts et raffinés (\$ US par baril) le prix du pétrole brut non corrosif léger MSW à Edmonton (auparavant, prix du pétrole brut Edmonton Par) et prix du pétrole lourd Western Canadian Select à Hardisty, en Alberta; écarts de prix par rapport au prix des contrats à terme à échéance rapprochée sur le WTI provenant de TMX/Shorcan Energy Brokers.

Gaz naturel (\$ US le millier de pieds cubes) Prix à l'exportation moyen de l'Office national de l'énergie.

Liquides du gaz naturel (LGN – propane, butane, éthane et pentanes plus) (\$ US le baril) Prix du propane à Edmonton et à Sarnia.

MÉTAUX ET MINÉRAUX

Cuivre et produits (\$ US la livre) Cours officiel au comptant à Londres pour le cuivre de catégorie A.

Zinc (\$ US la livre) Cours officiel au comptant à Londres SHG; avant septembre 1990, prix des producteurs américains pour le zinc de haute qualité, livré.

Plomb (\$ US la livre) Cours officiel au comptant à Londres; avant janvier 1991, prix des producteurs américains pour le plomb de qualité ordinaire, livré.

Aluminium et produits (\$ US la livre) Depuis 1979, cours officiel au comptant à Londres.

Nickel (\$ US la livre) Depuis 1980, cours officiel au comptant à Londres.

Or (\$ US l'once) Prix de l'or LBMA en après-midi, à compter du 20 mars 2015.

Potasse (\$ US la tonne) Chlorure de potassium standard, prix au comptant, FAB à Vancouver.

Soufre (\$ US la tonne) À l'état solide, prix au comptant, FAB à Vancouver.

Charbon métallurgique (\$ US la tonne) Prix contractuel du charbon dur cokéifiable de première qualité, FAB à Vancouver.

Minerai de fer (cents US la tonne métrique sèche) Prix au comptant des fines ayant une teneur en fer de 62 %, livrées CFR à Qingdao, en Chine; avant janvier 2011, prix contractuel des concentrés ayant une teneur en fer de 66 % en provenance du Labrador et du Québec et exportés vers l'Europe du Nord (FAB à Sept-Îles).

Uranium (\$ US la livre) Prix au comptant de l'U₃O₈.

Molybdène (\$ US la livre) Depuis mars 1992, prix MW du courtier de l'oxyde de molybdène.

Cobalt (\$ US la livre) Prix MW du courtier.

PRODUITS FORESTIERS

Bois d'œuvre et produits ligneux, 2 x 4 de pin-sapin-épinette de l'Ouest, catégorie n° 2 ou supérieure (\$ US le mppm), FAB à l'usine.

Panneaux de particules orientées (\$ US le millier de pieds carrés), Centre-Nord des États-Unis, 7/16 de pouce.

Pâte kraft blanchie de résineux de l'hémisphère nord (\$ US la tonne) Prix de vente, livrée aux États-Unis.

Papier journal (\$ US la tonne) Prix de vente moyen, 48,8 grammes par mètre carré, livré dans l'Est des États-Unis.

Papier spécial à base de pâte mécanique (\$ US la tonne courte). Papier glacé A, 35 lb, livré aux États-Unis.

Carton doublure (\$ US la tonne courte), livré dans l'Est des États-Unis, escompte régional compris.

PRODUITS AGRICOLES

Blé et farine (\$ US la tonne), DNS de première qualité à 14 % de protéines à Duluth, au Minnesota; avant avril 2011, CWRS de première qualité à 13,5 % de protéines à St-Laurent.

Orge (\$ US la tonne) Depuis décembre 1994, n° 1 à Lethbridge (Alberta).

Canola et oléagineux (\$ US la tonne) Classé Canada n° 1, rendu Vancouver.

Bovins et bœuf (\$ US le quintal) Bouvillons de plus de 1 051 livres à Toronto; depuis janvier 1993, moyenne ontarienne.

Porcs (\$ US le quintal) Indice 100 du porc à Toronto; depuis janvier 1993, moyenne ontarienne.

Poissons et crustacés (\$ US la livre) Prix du saumon coho argenté de la côte Ouest et du homard de l'Atlantique; avant 1986, filets et blocs de morue.

**Indice Scotia des prix des produits —
Composition et poids**

Composante	Valeur des exportations nettes en 2010 (millions de dollars)	Poids (%)
INDICE DU PÉTROLE ET DU GAZ	46,537	39,90
Pétrole brut et produits raffinés	33,231	28,49
Gaz naturel et GNL	11,741	10,07
Liquides du gaz naturel	1,565	1,34
INDICE DES MÉTAUX ET MINÉRAUX	35,109	30,10
Cuivre	3,160	2,71
Zinc	1,255	1,08
Plomb	579	0,50
Aluminium	6,045	5,18
Nickel	4,246	3,64
Or	4,678	4,01
Charbon	4,757	4,08
Minerai de fer	3,346	2,87
Potasse	5,161	4,42
Soufre	457	0,39
Uranium	891	0,76
Cobalt	288	0,25
Molybdène	246	0,21
INDICE DES PRODUITS FORESTIERS	17,081	14,66
Bois d'œuvre et produits ligneux	4,673	4,01
Panneaux de particules orientées	812	0,70
Pâte	6,818	5,85
Papier journal	2,734	2,34
Papier spéc. à base de pâte mécan.	1,971	1,69
Carton doublure	87	0,07
INDICE DES PRODUITS AGRICOLES	17,901	15,35
Blé et farine	4,693	4,02
Orge et céréales fourragères	1,088	0,93
Canola et oléagineux	5,398	4,63
Bovins et bœuf	1,640	1,41
Porcs	2,378	2,04
Poissons et crustacés	2,704	2,32
INDICE GLOBAL	116,643	100,00

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.