

Indices des prix des produits de base de la Banque Scotia

Patricia Mohr 416-866-4210
pat_mohr@scotiacapital.com

L'Indice Scotia des prix des produits de base se renforce en janvier

- Les marchés des produits de base s'attendent à une reprise de la demande tirée par la reconstitution des stocks aux États-Unis.
- Les réservoirs pétroliers « compacts » devraient rajeunir le bassin sédimentaire de l'Ouest canadien.
- Le président Obama se déclare favorable à l'énergie nucléaire, facteur positif pour l'uranium.
- Le prix du bois de charpente toutes longueurs bondit à plus de 315 \$ US; s'il se maintient, l'Accord canado-américain sur le bois d'oeuvre résineux permettra une réduction de la taxe sur les exportations vers les États-Unis.

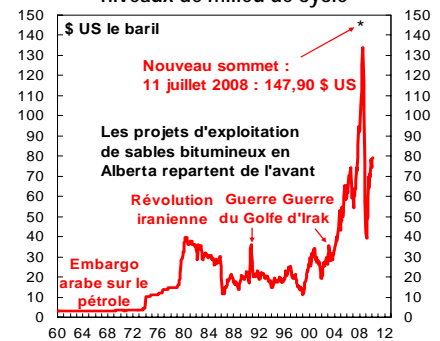
L'Indice Scotia des prix des produits de base a bondi de 4,8 % de décembre à janvier, amorçant l'année 2010 sur une note très positive. L'indice global a progressé de 26,5 % depuis le creux cyclique observé en avril 2009.

Pendant les premiers mois de 2010, les prix des produits de base ont été exceptionnellement volatils, ayant bondi au début de janvier en réaction à la demande spéculative de métaux communs en Chine et à la vague de froid qui a balayé la plus grande partie de l'hémisphère nord et fait grimper les prix du pétrole et du gaz. Toutefois, les prix ont sensiblement reculé de la mi-janvier au début de février alors que la Chine, puis l'Inde ont commencé à resserrer leur politique monétaire pour prévenir la montée de l'inflation et la formation de bulles d'actifs, ce qui a soulevé des inquiétudes – quoique probablement exagérées – sur un possible ralentissement de la demande des marchés émergents. La Chine représente maintenant presque 40 % de la demande mondiale des quatre principaux métaux communs, et les États-Unis, seulement 10 % (compte non tenu de l'accumulation des stocks). La perspective de voir la Grèce, le Portugal et l'Espagne faire défaut sur leur dette souveraine a également amoindri l'appétit des investisseurs pour les actifs « risqués » et entraîné un retour temporaire vers les « valeurs refuges » que sont les obligations du Trésor en dollars US. La remontée du billet vert par rapport à l'euro qui en a résulté a fait reculer les prix du pétrole, de l'or et des autres produits de base libellés en dollars US jusqu'au début du mois de février, même si l'or a relativement bien résisté.

Les investisseurs manifestent depuis peu un appétit renouvelé pour le risque, le marché accordant moins d'attention aux retombées du ratio dette/PIB excessivement élevé (12,5 %) de la Grèce sur la croissance et les marchés obligataires de la zone euro, et davantage à l'amélioration de la conjoncture manufacturière aux États-Unis (même si le risque d'une dégradation de la note de crédit de la Grèce pourrait continuer de perturber occasionnellement les marchés). La décision de la Fed de relever le taux d'escompte de 25 pb pour le porter à 75 pb (ce qui rapproche la marge en sus du taux des fonds fédéraux de son niveau habituel de 100 pb) – taux auquel les banques commerciales peuvent emprunter des fonds d'urgence à la Réserve fédérale – a été interprétée comme un signe de « normalisation » de la politique monétaire et d'amélioration des conditions de l'économie et du crédit aux États-Unis. Les prix des produits de base devraient se raffermir au cours du premier semestre de 2010 grâce à la reconstitution des stocks de produits manufacturés et de matières premières aux États-Unis, qui s'ajoutera à la demande des marchés émergents. Les indices des gestionnaires en approvisionnement aux États-Unis témoignent d'une reprise marquée de la production et des expéditions depuis quelques mois. En ce qui a trait au charbon à coke et au minerai de fer, une forte augmentation des prix des contrats annuels, à l'heure où l'offre internationale limitée peine à satisfaire la forte demande de l'Asie, contribuera aux gains.

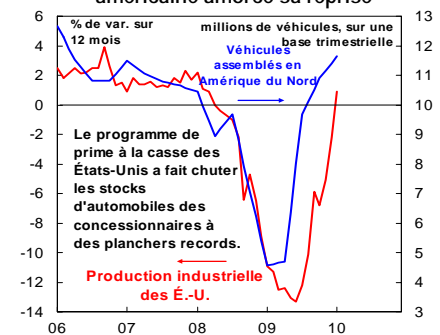
En janvier, l'indice du pétrole et du gaz a mené le bal, ayant grimpé de 12,5 % d'un mois sur l'autre. Une poussée du prix à l'exportation du gaz naturel canadien, estimé

Le prix du pétrole renoue avec ses niveaux de milieu de cycle



Prix du baril de pétrole WTI le 24 février 2010 : 80 \$ US.
Le WTI a touché un plancher de 32,40 \$ US le baril le 19 décembre 2008.

L'activité industrielle américaine amorce sa reprise



Le nombre de véhicules assemblés aux États-Unis (y compris par General Motors, Mitsubishi, Nissan, etc.) s'est élevé à 8,7 millions en 2008, est tombé à 5,7 millions en 2009 et devrait remonter à 7,2 millions en 2010. Le nombre de véhicules assemblés a été en moyenne de 12 millions de 1993 à 2007. Il a commencé à se redresser au troisième trimestre 2009 et poursuit son ascension au premier trimestre 2010.

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@scotiacapital.com

Le présent document est préparé par Études économiques Scotia, comme ressource pour les clients de la Banque Scotia et de Scotia Capital. Bien que les données présentées ici proviennent de sources présumées fiables, la Banque Scotia ou Scotia Capital Inc. ainsi que leurs employés dérogent toute responsabilité quant à l'exactitude des renseignements, des analyses et des prévisions qui y sont exposés.



désormais à 5,73 \$ US le millier de pieds cubes, ainsi qu'une vague de froid aux États-Unis, explique l'essentiel de ce gain. Le prix au pair du pétrole brut léger à Edmonton est également remonté à plus de 75 \$ US le baril, et celui du pétrole brut moyen et lourd à Hardisty (Alberta) a connu un bond encore plus prononcé, tout comme les prix du propane à Edmonton et Sarnia.

L'indice des produits forestiers a progressé de 3,3 % d'un mois sur l'autre, ce qui constitue la deuxième hausse en importance pour janvier. Le prix du papier de couverture aux États-Unis a augmenté de 50 \$ US la tonne pour se fixer au niveau lucratif de 580 \$ US, les fabricants de boîtes en carton tentant de reconstituer leurs stocks sur fond de rebond de l'activité industrielle américaine (qui a repris 5,5 % depuis son creux de juin 2009 et signé une légère hausse de 0,9 % sur 12 mois en janvier – la première depuis mars 2008). Après avoir chuté de 7,5 % en 2009, les expéditions de boîtes des États-Unis devraient progresser de 4,3 % en 2010 – grâce à la reconstitution des stocks – et se stabiliser avec un gain de 1 % en 2011. Les fermetures d'usines de papier de couverture aux États-Unis et sur la côte de la Colombie-Britannique (Eurocan) confèrent également un pouvoir de fixation des prix accru aux producteurs.

Le prix des 2x4 en pin-sapin-épinette de l'Ouest de qualité n° 2 et supérieure a également bondi et atteint 290 \$ US à la mi-février – niveau vraiment lucratif par rapport aux coûts correspondant au seuil de rentabilité, compte tenu de la dépréciation pour les producteurs de l'intérieur de la Colombie-Britannique. Alors que la reprise des mises en chantier aux États-Unis demeure fragile et lente (la neige tombée sur de nombreuses régions du pays en janvier et en février ayant contribué à paralyser ce secteur), les stocks de bois d'œuvre dans l'ensemble du réseau de distribution ont plongé à des niveaux exceptionnellement bas (quasi nuls) à la fin de 2009, et les négociants américains doivent maintenant reconstituer leurs stocks face aux contraintes d'approvisionnement. Les scieries de la Colombie-Britannique n'exploitent que 50 à 60 % de leur capacité, et Canfor et West Fraser ont récemment annoncé qu'elles ne prévoient pas accroître leur production à court terme. Environ 43 % de la capacité des scieries américaines et canadiennes est actuellement inutilisée, et des pluies records continuent d'entraver l'exploitation forestière dans le sud des États-Unis.

L'indice des métaux et minéraux a également progressé de 1 % de décembre à janvier. La vigueur généralisée des prix des métaux communs et des éléments d'alliage de l'acier (molybdène et cobalt) a été tempérée par une forte chute du prix de la potasse, qui atteint actuellement un creux. Enfin, l'indice des produits agricoles a avancé de 1,9 % sur un mois en janvier. Les prix du bœuf et du porc se sont redressés par rapport à leurs très faibles niveaux, et le prix du homard de la côte de l'Atlantique a connu une hausse saisonnière, ce qui a compensé la légère baisse des cours du blé et du canola.

Métaux et minéraux

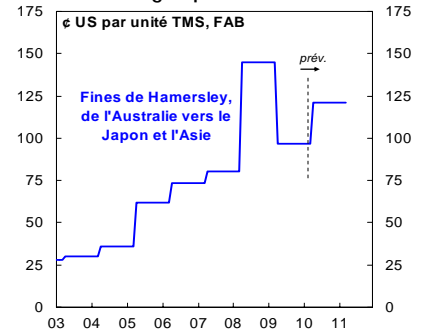
Le prix du cuivre au LME (indicateur de référence) est passé de 3,17 à 3,35 \$ US la livre de décembre à janvier. Après avoir temporairement culminé à 3,49 \$ US la livre le 11 janvier, le prix du métal est retombé à 2,83 \$ US le 5 février avant de rebondir à 3,19 \$ US le 24 février. Le prix actuel demeure exceptionnellement lucratif, car il se traduit par une marge bénéficiaire de 61 % sur les coûts correspondant au seuil de rentabilité mondiaux moyens, soit seulement 1,23 \$ US (compte tenu de la dépréciation).

Même si la demande du G7 était encore faible à la fin de 2009, la consommation de cuivre de la Chine a connu un bond extraordinaire de 30,6 % l'an dernier, compte non tenu de l'accumulation des stocks, et une hausse encore plus impressionnante de 42 % une fois pris en compte la constitution de réserves stratégiques par le State Reserve Bureau chinois et les achats spéculatifs. Bien que les stocks mondiaux aient grimpé à 65 jours de consommation en 2009 – et que la demande mondiale globale ait diminué de 3,1 % – ce nombre de 65 jours est à peine supérieur à la moyenne de 60 jours observée sur la période de 2000 à 2009. De 2001 à 2003, dans le sillage de la récession de 2001, les stocks équivalaient à un nombre de jours de consommation bien plus élevé, soit 86. Le cuivre est considéré comme un métal «stratégique» en Chine, et le pays détient probablement la majeure partie de ces stocks de son plein gré.

Les conditions mondiales de l'offre et de la demande devraient en fait s'améliorer en 2010 avec une hausse de 5,9 % de la demande mondiale sur fond de reprise de la consommation aux États-Unis, qui s'ajoutera à un gain supplémentaire de 9 % en Chine (en supposant une croissance de 9,5 % du PIB en 2010). La consommation mondiale devrait dépasser la production raffinée en 2011, ce qui annonce un déficit. Les prix pourraient diminuer temporairement en réaction au durcissement de la politique monétaire de la Fed au cours des prochains mois, mais le cuivre devrait atteindre en moyenne 3,15 \$ US en 2010 et grimper à 3,50 \$ US en 2011.

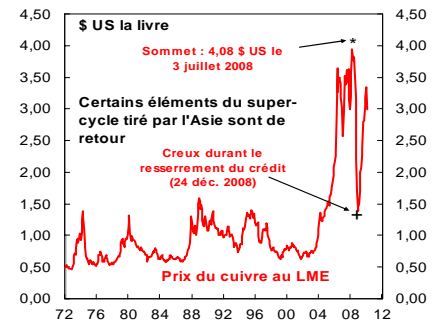
Le prix au comptant de l'uranium est tombé à seulement 41,75 \$ US la livre, comparativement à 54 \$ US à la mi-juin 2009. Les prix des contrats à long terme (avant indexation à la livraison) ont par ailleurs baissé à 60 \$ US, comparativement à 70 \$ US il y a un an. L'annonce, l'été dernier, par le département de l'Énergie des États-Unis de son intention d'échanger des quantités importantes de ses surplus d'hexafluorure d'uranium sur une période de quatre ans pour payer les travaux de dépollution d'une usine d'enrichissement de l'uranium désaffectée en Ohio a pesé sur les prix. Cependant, la situation a évolué de façon positive, puisque le secrétaire américain à l'Énergie, Steven Chu, a récemment indiqué que le département de l'Énergie avait réévalué sa décision et ne ferait pas d'échange au cours des années

Les prix contractuels du minerai de fer grimpent en 2010



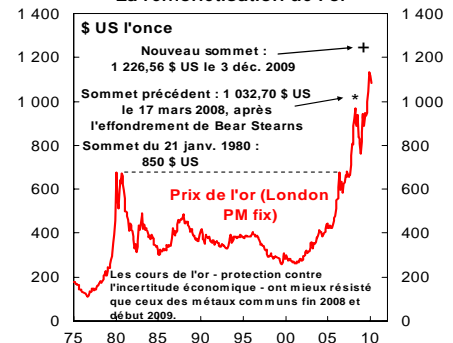
Prévision 2009 (exercice japonais) : 97 \$ US/unité TMS; 2010 : 121 \$ US (+25 %).

Le prix du cuivre renoue avec des niveaux très rentables



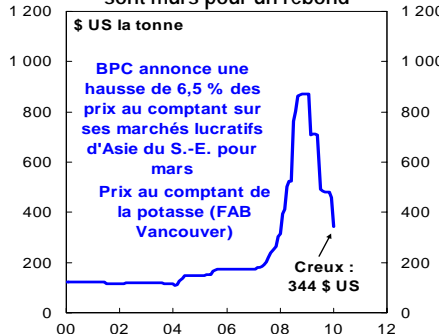
Cours officiel au comptant au LME. Dernières données : 24 fév. 2010 : 3,19 \$ US. +24 déc. 2008 : 1,26 \$ US.

La remonétisation de l'or

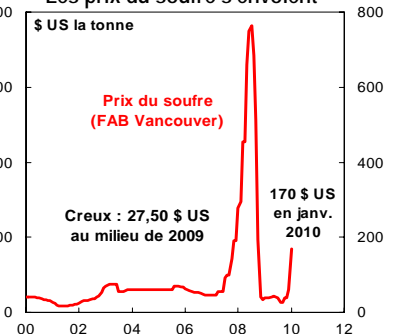


Cours de l'or (London PM fix) le 24 février 2010 : 1 103 \$ US.

Les prix de la potasse sont mûrs pour un rebond



Les prix du soufre s'envolent





budgétaires 2010-2011 à 2012-2013. Le département de l'Énergie a fait une demande de crédits en passant par le processus budgétaire normal. Cette décision fait suite au discours du président Obama sur l'état de l'Union, dans lequel il a insisté sur les avantages de l'énergie nucléaire (qui n'émet pratiquement pas de gaz à effet de serre), ainsi qu'à de vives critiques de la part des États producteurs d'uranium, qui ont souffert de pertes d'emploi à cause de la baisse des prix de l'uranium.

Dans le cadre du virage en faveur du nucléaire, le département de l'Énergie a demandé le triplement des garanties de prêts pour la construction de réacteurs nucléaires pour l'année budgétaire 2010-2011. La première garantie de prêt conditionnelle a récemment été accordée à Southern Company et à ses partenaires en vue de la construction de deux nouveaux réacteurs AP1000 en Géorgie. L'élargissement du programme de garanties de prêts devrait permettre la construction de sept à dix nouveaux réacteurs nucléaires. Bien que positif, ce programme devrait être éclipsé par celui de la Chine, qui exploite actuellement 11 réacteurs et en construit 28 autres, ceux-ci étant financés au moyen d'ententes bancaires commerciales ordinaires.

Le **prix au comptant de la potasse (FAB Vancouver)** est passé de 460 \$ US la tonne en décembre à 344 \$ US la tonne en janvier – ce qui représente un plancher ou presque – mais il devrait rebondir sur le reste de l'année. BPA – coentreprise formée par la société russe Uralkali, Belaruskali et la compagnie de chemins de fer du Bélarus – a annoncé son intention de relever le prix au comptant des expéditions vers le Brésil et l'Asie du Sud-Est (Malaisie, Indonésie et Vietnam) de 385 \$ US (CFR ou livré) à 410 \$ US la tonne en mars. Fait intéressant, les prix au comptant se sont maintenus au-dessus du prix du récent contrat annuel signé avec la Chine (soit 350 \$ US CFR ou livré). Canpotex a par ailleurs négocié la vente de 350 000 tonnes à la société chinoise Sinofert (à un prix non divulgué) et de 600 000 tonnes à l'Inde en vertu d'un contrat à court terme pour 370 \$ US CFR jusqu'en juin 2010. **La demande en Asie du Sud-Est, en Europe et aux États-Unis s'est vigoureusement redressée début 2010 après la récente chute des prix.** Les prix de l'urée (azote) et du phosphate diammonique (PDA) poursuivent également leur remontée.

Le **prix du soufre (FAB Vancouver)**, sous-produit de la production de pétrole et de gaz de l'Ouest canadien, est passé de 60 \$ US la tonne en décembre à 170 \$ US la tonne en janvier sur fond de demande comprimée d'engrais phosphatés (PDA) et de contraction de l'offre en raison de la baisse des quantités traitées par les raffineries du golfe du Mexique. Le prix du soufre au port de Vancouver avait dégringolé jusqu'à 27,50 \$ US en août 2009.

Les conditions des marchés internationaux du **minerai de fer** se resserrent également. Fin janvier, le prix au comptant du minerai de fer (63,5 % de fer contenu) expédié de l'Inde vers la Chine se situait entre 130 et 135 \$ US la tonne, contre 105 \$ US début décembre. Le prix du minerai de fer d'origine chinoise a connu une hausse plus modeste, mais la montée des prix au comptant donne aux principaux producteurs de minerai de fer (BHP Billiton, Rio Tinto et Vale) davantage de poids dans les négociations contractuelles annuelles en Asie. Les principales aciéries chinoises ont entrepris des pourparlers avec ces producteurs début février à Singapour. Même si les sociétés minières espèrent obtenir des augmentations de prix de 40 %, une hausse de 25 à 30 % semble plus probable. La production de minerai de fer de Rio Tinto dans la région de Pilbara, en Australie, a été supérieure à sa capacité nominale au second semestre de 2009, et BHP Billiton accélère une série de projets de mise en valeur rapide afin de suivre le rythme de croissance de la demande chinoise (dont les importations ont grimpé de 42 % en 2009). **Les producteurs de l'est du Canada devraient profiter d'une augmentation de 25 % du prix des boulettes destinées aux marchés de l'Europe de l'Ouest pour l'exercice 2010.**

Pétrole et gaz

Le **prix du brut WTI** a bondi de 74,52 \$ US le baril en décembre à 78,38 \$ US le baril en janvier. Les prix ont été exceptionnellement volatils au début de 2010, se négociant entre 69 et 83 \$ US, fluctuant au gré des attentes relatives à la croissance économique américaine et mondiale. Le prix se situe actuellement à 80 \$ US. La demande de pétrole des États-Unis a amorcé une reprise lente, mais avait réussi à progresser de 1,3 % en glissement annuel à la mi-février. Alors que l'Agence internationale de l'énergie évoque une «reprise économique sans pétrole», nous croyons plutôt que la faible demande constatée dernièrement s'explique par les fortes tempêtes de neige survenues au début de 2010, qui ont paralysé le transport routier et ferroviaire dans l'est des États-Unis. La demande devrait augmenter à mesure que la reprise industrielle se généralisera.

De nouvelles technologies de forage – dont la stimulation par fracturation en plusieurs étapes – favorisent le développement de nouvelles zones de forage dans l'ouest du Canada, de la même façon que cette technologie permet la mise en valeur de gisements non conventionnels de gaz naturel de schiste et de sable compact dans le bassin de Montney et de Horn River, dans le nord-est de la Colombie-Britannique et en Alberta. Si la zone de pétrole léger de Bakken, dans le sud-est de la Saskatchewan (où oeuvre Crescent Point Energy et qui produit un pétrole léger de densité API de 42°, semblable à celle du pétrole WTI), est un nouveau projet, la nouvelle technologie de stimulation par fracturation offre de nouvelles possibilités d'accroître la récupération à partir des champs pétroliers parvenus à maturité,

Indice Scotia des prix des produits

Tendances de la croissance (% de variation en taux annuel)						
	Pondération	en un mois	en trois mois	en un an	en cinq ans	en dix ans
INDICE GLOBAL DES PRIX DES PRODUITS	100	76,2	64,3	10,7	6,1	6,3
Produits industriels	83	85,0	68,7	14,0	6,3	6,6
Produits forestiers	40	47,3	58,2	7,2	-1,7	-0,4
Métaux et minéraux	27	13,2	28,6	3,1	13,5	10,3
Pétrole et gaz naturel	16	312,6	154,3	37,9	6,1	10,6
Produits agricoles	17	25,3	36,6	-8,2	4,7	4,3

Indice 1997 = 100					
	2010		2009		
	jan	déc	nov	oct	jan
INDICE GLOBAL DES PRIX DES PRODUITS*	184,3*	175,8*	170,1	162,8	166,5
Produits industriels*	194,2*	184,5*	178,6	170,4	170,4
Produits forestiers	96,1	93,1	90,5	85,7	89,7
Métaux et minéraux	253,7	251,1	244,1	238,2	246,0
Pétrole et gaz naturel*	333,5*	296,4*	284,1	264,1	241,9
Produits agricoles	134,9	132,4	128,0	124,8	146,9

* Les prix du gaz naturel et du gaz propane sont sujets à révision.

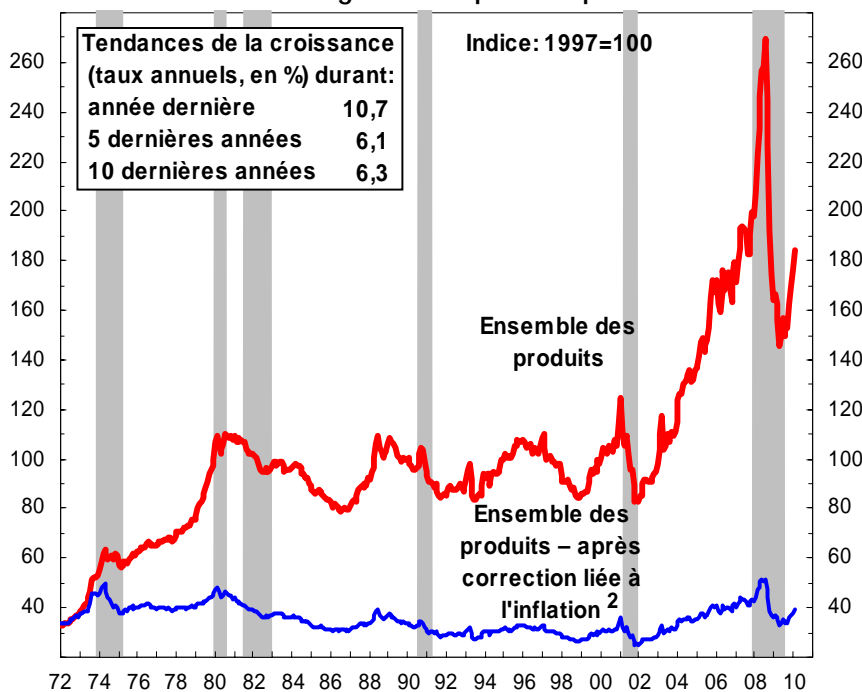


mais inexploités, de l'Ouest canadien. Parmi ces derniers se trouve la formation **Cardium**, qui comprend le gisement de pétrole de Pembina, en Alberta, le plus vaste du Canada. Un facteur de récupération différentiel de 5 à 15 % est envisageable. NAL Oil & Gas, PennWest et ARC Energy comptent parmi les sociétés actives dans cette zone. **Les zones Viking et Lower Shaunavon sont également au nombre des réservoirs pétroliers «compacts» en plein essor.**

Produits forestiers

Le **prix des 2x4 en pin-sapin-épinette de l'Ouest** est passé de 218 à 290 \$ US le millier de pieds-planche entre décembre et la mi-février (soit un gain de 90 % sur 12 mois), ce qui couvre largement les coûts correspondant au seuil de rentabilité de 242 \$ US et la taxe de 15 % sur les exportations vers les États-Unis. Constat tout aussi intéressant, le prix composite du bois de charpente toutes longueurs, qui représente la moyenne des prix du bois d'oeuvre dans l'ensemble des États-Unis et du Canada, a atteint 317 \$ US le millier de pieds-planche le 19 février. Si ce prix se maintient au-dessus du «seuil de déclenchement» de 315 \$ US pendant quatre semaines consécutives, l'Accord canado-américain sur le bois d'oeuvre résineux permettra une réduction de la taxe sur les exportations de bois d'oeuvre de l'Ouest canadien vers les États-Unis, laquelle passera de 15 à 10 %. À aucun moment, depuis l'entrée en vigueur de l'Accord sur le bois d'oeuvre résineux, cette taxe n'est descendue en dessous de 15 %. (Si le prix composite monte à plus de 335 \$ US, la taxe sera ramenée à 5 % et, s'il dépasse 355 \$ US, elle tombera à zéro.) Les prix du bois d'oeuvre pourraient refluer au cours des prochaines semaines, mais l'amélioration commence à doper les bénéfices des principaux producteurs de l'Ouest canadien. **Nous avons révisé à la hausse nos prévisions concernant le prix du bois d'oeuvre à 237 \$ US en moyenne pour 2010.** Un grand nombre de petites scieries redémarreront probablement dans le courant de l'année, mais la «destruction de capital» causée par le repli a gravement affecté l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement, et de nombreuses exploitations ne reprendront peut-être pas leurs activités. Le prix de la **pâte NBSK** se redresse également.

Indice Scotia global des prix des produits ¹



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.