

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 fait un bond en décembre

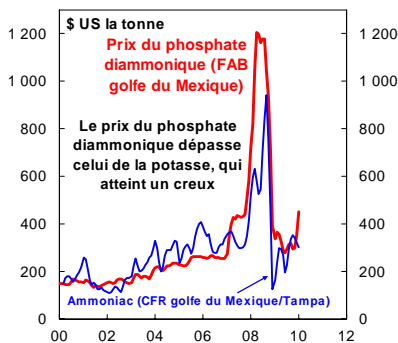
- **Le creux des prix de la potasse encourage les achats par les États-Unis.**
- **Les prix des métaux communs refluent fin janvier alors que la Chine commence à durcir sa politique monétaire mais demeurent relativement fermes.**

L'Indice Scotia des prix des produits de base a terminé 2009 sur une note vigoureuse, ayant gagné 2,9 % en glissement mensuel en décembre et 20,7 % depuis le creux cyclique d'avril. L'intérêt porté par les investisseurs aux produits de base à titre de «catégorie d'actif» en a dopé les prix, tendance qui s'est poursuivie début 2010. La recherche de rendements plus élevés – étant donné l'extrême faiblesse des taux d'intérêt partout au monde et les taux exceptionnellement bas des valeurs du Trésor américain – a provoqué un afflux de 60 G\$ US dans les placements liés aux produits de base en 2009, ce qui a porté, à la fin de l'année, les actifs gérés liés aux produits de base à quelque 235 G\$ US à l'échelle mondiale, alors qu'ils se situaient entre 6 G\$ US et 10 G\$ US en 2000. Ce phénomène est surtout évident du côté des métaux communs, la production de la Chine et de l'Asie émergente ayant attisé l'intérêt des fonds et des spéculateurs. La Chine a poursuivi sa croissance au quatrième trimestre 2009, ayant vu son PIB progresser de 10,7 % en glissement annuel.

L'ensemble du marché a été dynamique en décembre. L'indice des métaux et minéraux a gagné 2,9 % d'un mois sur l'autre avec le renchérissement généralisé des métaux de base et la vigueur du prix de l'or (qui a atteint un record absolu, soit 1 226,56 \$ US l'once, dans les négociations intrajournalières du 4 décembre). Si les conditions mondiales de l'offre et de la demande de zinc et d'aluminium continuent de faire ressortir un surplus «technique», la production mondiale excédant la consommation, les prix de ces deux métaux ont été poussés à la hausse par les investisseurs du G7 et de la Chine dans le sillage de la poussée des prix du cuivre (soutenus par les solides fondamentaux à moyen terme du métal rouge). Sur le marché des métaux de Londres (LME), le prix du zinc – métal essentiel pour le Canada ainsi que pour le Pérou, où la Banque Scotia est présente – est passé de 0,99 \$ US la livre, prix déjà lucratif, en novembre à 1,08 \$ US la livre en décembre et a bondi jusqu'à 1,20 \$ US le 7 janvier (nouveau plus haut de 17 mois, inédit depuis octobre 2007). Les prix actuels représentent une marge de profit de 45 % par rapport au seuil de rentabilité.

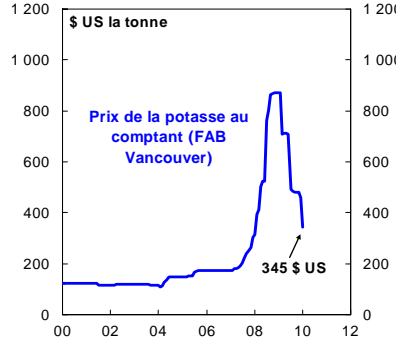
Le prix au comptant de la potasse (FAB Vancouver) a glissé à 460 \$ US la tonne en décembre et poursuivi sa chute jusqu'à quelque 345 \$ US début janvier. Le prix semble toutefois avoir atteint un plancher, Canpotex ayant réduit ses prix sur les marchés étrangers et américain après la signature du contrat entre la Belarusian Potash Company et la Chine, qui prévoit la livraison d'un million de tonnes de potasse à 350 \$ US CFR la tonne avec une option portant sur 0,2 m supplémentaire en 2010. Après s'être maintenu bien au-dessus des prix des autres engrais en 2009, le prix de la potasse est maintenant inférieur à celui du phosphate diammonique, lequel est récemment remonté à 450 \$ US la tonne (FAB golfe du Mexique). Les ventes d'engrais aux États-Unis, où les agriculteurs les avaient sous-utilisés

Les prix des engrais (PDA et azote) commencent à remonter



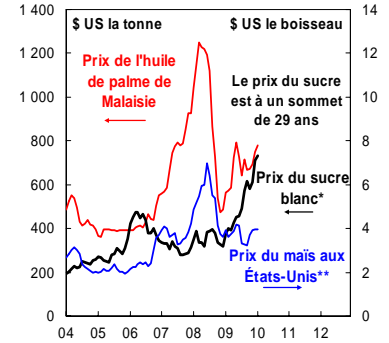
Données à la mi-janvier 2010. Le prix de l'urée se renforce sur les marchés internationaux.

Le prix de la potasse touche le fond



Le prix du soufre (FAB Vancouver) a bondi de 37,50 \$ US à 60 \$ US la tonne en décembre.

Les prix des principales récoltes justifient l'utilisation d'engrais



*Prix à terme au LIFFE. **Prix à terme du maïs jaune n° 2 des États-Unis au CBOT.

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 Capitaux. Bien que les données présentées ici proviennent de sources présumées fiables, la Banque Scotia ou Scotia Capitaux Inc. ainsi que leurs employés dérogent toute responsabilité quant à l'exactitude des renseignements, des analyses et des prévisions qui y sont exposés.



pendant presque toute l'année 2009, se sont accélérées en décembre. Le prix du soufre (FAB Vancouver) – utilisé dans la fabrication du phosphate diammonique – a également bondi en réaction au resserrement des conditions des marchés internationaux et aux achats spéculatifs en Chine.

L'indice du pétrole et du gaz a progressé de 2,8 % en glissement mensuel en décembre grâce à la poussée du prix des exportations de gaz naturel et au gain notable du prix du propane, hausses qui ont plus que contrebalancé une glissade temporaire du prix du brut léger, moyen et lourd. L'indice des produits forestiers a lui aussi repris du poil de la bête en décembre (+2,8 % en glissement mensuel) grâce à la reprise du prix des matériaux de construction aux États-Unis et à celle du prix du papier journal. Le prix de la pâte NBSK a grimpé de 20 \$ US pour se fixer à 850 \$ US la tonne sur les marchés américains en janvier; fait surprenant, Canfor a annoncé une nouvelle augmentation de prix de 30 \$ US pour février sur fond de faiblesse des stocks mondiaux et de pénuries de bois liées à la pluie dans le sud des États-Unis. Enfin, l'indice des prix agricoles a bondi de 3,5 % en glissement mensuel grâce à une forte hausse du prix du homard de la côte atlantique (pêcherie dont la valeur est la plus élevée sur la côte Est), à une certaine bonification du prix du bétail et aux légers gains du blé et du canola.

Métaux et minéraux

Les métaux et minéraux ont tiré les prix des produits de base industriels à la hausse en décembre. D'importants gains du côté des métaux communs, de l'or et du soufre ont plus que contrebalancé le léger recul de l'argent, du cobalt, de la potasse et de l'uranium. Le prix du cuivre au LME est passé de 3,03 \$ US la livre, niveau déjà lucratif, à 3,17 \$ US en décembre, et s'établit aujourd'hui à 3,36 \$ US (dégageant ainsi une marge de profit exceptionnelle de 62 % sur le seuil de rentabilité).

La Chine a commencé à durcir sa politique monétaire en relevant légèrement les taux de ses bons du Trésor à trois mois et à un an ces deux dernières semaines, en épongeant les liquidités excédentaires et en augmentant le taux des réserves obligatoires des banques de 50 pb afin de freiner l'expansion effrénée du crédit et d'empêcher une surchauffe inflationniste et la formation de bulles spéculatives. Le PIB chinois devrait malgré tout progresser de 9,5 % en 2010 (après avoir avancé de 8,7 % en 2009, ce qui représente toutefois un ralentissement par rapport au gain spectaculaire de 10,7 % du quatrième trimestre). Bien que le resserrement de la politique monétaire chinoise ait fait reculer les prix du cuivre et d'autres métaux communs fin janvier par rapport à leurs sommets à court terme atteints au cours du mois, ces prix demeurent très élevés et devraient être soutenus au premier semestre 2010 par un certain redressement de l'activité industrielle des États-Unis et une reconstitution des stocks de matières premières dans l'ensemble du G7. Cependant, nous pensons que les prix seront plus volatils en 2010 et qu'ils pourraient de nouveau refluer lorsque la Fed commencera à relever le taux des fonds fédéraux (ce qui devrait se produire d'ici le milieu de l'année) avant de repartir à la hausse en 2011. Nous avons révisé nos prévisions relatives aux prix des métaux communs à la hausse; le prix moyen du cuivre devrait atteindre ainsi 3,00 \$ US en 2010 et 3,50 \$ US en 2011.

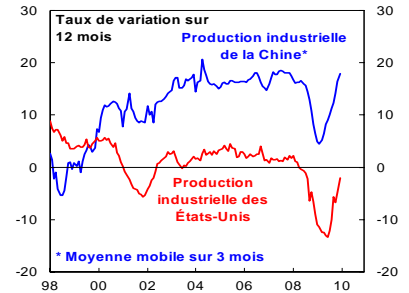
Les prix du zinc et de l'aluminium ont récemment augmenté de concert avec celui du cuivre, ce qui reflète davantage le fait que les investisseurs préfèrent les métaux à titre d'actifs à moyen terme que les conditions actuelles de l'offre et de la demande. Malgré les stocks record d'aluminium au LME et sur le marché à terme de Shanghai en décembre, le prix de l'aluminium au LME a affiché un gain en pourcentage encore plus important que celui du cuivre le mois dernier, passant de 0,88 \$ US la livre à 0,99 \$ US en décembre et à 1,05 \$ US le 11 janvier dans un mouvement de rattrapage du métal rouge. Deux facteurs ont soutenu cette avance : environ 60 à 75 % des stocks d'aluminium du LME sont affectés à des ententes de financement sur stocks conclues début 2009 et sont donc détenus à l'extérieur du marché, et les coûts des fonderies chinoises exploitées par les 10 % de producteurs les plus importants sont très élevés (0,99 \$ US la livre).

Dans le cas du zinc, les investisseurs semblent intégrer un resserrement de l'offre et de la demande sur plusieurs années et estimer que l'équilibre international passera d'un surplus à un déficit en 2011 et à une réelle rarefaction d'ici 2013. Il faut donc s'attendre à deux phénomènes : 1) une offre de plus en plus limitée de concentrés de zinc par rapport aux besoins des fonderies, en particulier en Chine. Les mines de zinc suivantes (entre autres) seront épuisées au cours de la période de 2011 à 2015 : Galmoy (Irlande) en 2010, Brunswick (Canada) en 2012, El Mochito (Guatemala) en 2012, Jaguar en 2012, Snow Lake et Trout Lake (Canada) en 2013, Iscaycruz (Pérou) en 2013-2014, Kassandra (Grèce) en 2014, Lisheen (Irlande) en 2014 et Century (Australie) en 2014-2015. Cela explique pourquoi les fonderies se montrent, depuis peu, désireuses d'acquiescer des mines (l'offre de Nyrstar sur l'australienne CBH Resources en est un exemple), ce qui fait grimper les prix des actifs; 2) une hausse considérable (de plus de 1 tm) de la capacité de fusion du zinc en Chine cette année. De ces scénarios, le premier est sans doute le plus convaincant. Les agrandissements de fonderies en Chine ne seront pas tous nécessaires pour répondre à la croissance de la demande, et le pays dispose déjà de stocks abondants de métal raffiné.

C'est le plomb qui, des 32 composants de l'Indice Scotia des prix des produits de base, a affiché le meilleur rendement en 2009. La forte demande chinoise de batteries pour les bicyclettes assistées (bicyclettes électriques) a grandement contribué à cette excellente performance.

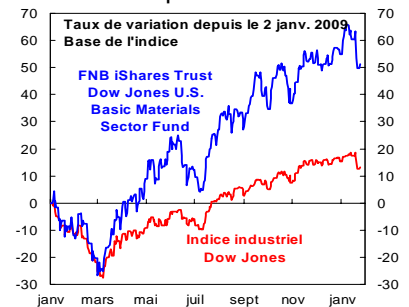
Du côté des engrais, à la suite du contrat d'un an conclu entre BPC et ses acheteurs chinois (CNAMPGC et Sinofert), Canpotex a ramené le prix au comptant sur les marchés étrangers de la potasse de catégorie standard à 385 \$ US la tonne (CFR ou livré) (les livraisons à Taïwan ont été effectuées à ce prix) et celui de la potasse granulaire à 400 \$ US CFR.

L'activité industrielle se redresse aux États-Unis



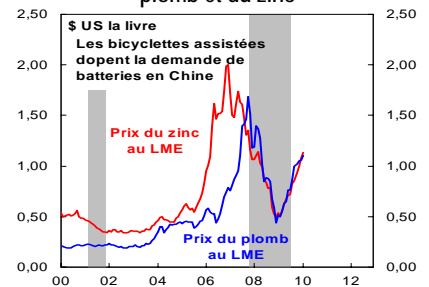
Production industrielle de la Chine : +18,5 % sur 12 mois en décembre. Production industrielle des États-Unis : -2,0 % sur 12 mois en décembre mais +4,7 % depuis juin.

Surperformance des placements liés aux produits de base



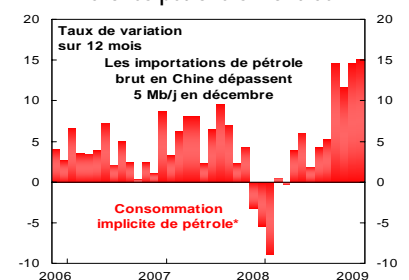
Données au 25 janvier 2010. Variation depuis le creux boursier du 9 mars 2009 : FNB +102 %; Dow Jones +56 %

Vigueur des prix du plomb et du zinc



Données au 25 janvier 2010. Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession aux États-Unis.

La Chine joue un rôle vital sur les marchés pétroliers mondiaux



*La consommation implicite de pétrole de la Chine correspond à la somme de la production des raffineries de pétrole brut et des importations nettes de produits pétroliers. Données en décembre 2009.



Potash Corporation a également réduit le prix de ses livraisons aux États-Unis à 390 \$ US la tonne (FAB entrepôt dans le Midwest américain) jusqu'à la fin de février, après quoi le prix devrait remonter à 420 \$ US. Les expéditions des trois principaux nutriments, à savoir la potasse, les phosphates (le phosphate diammonique) et l'azote (urée), se sont récemment accélérées vers les États-Unis. Les agriculteurs américains ont sous-utilisé les engrais en 2009, les livraisons de potasse ayant régressé de 40 %, celles de phosphate de 30 % et celles d'azote de 10 % en réaction à la conjoncture économique incertaine et aux prix des récoltes début 2009. Même si l'azote est nécessaire pour obtenir une récolte de maïs raisonnable et était encore utilisé dans le Midwest américain l'an dernier, les prix relativement élevés de la potasse ont découragé l'utilisation de celle-ci, car les agriculteurs attendaient que les prix diminuent à l'instar de ceux des autres engrais. Bien que l'Inde ait réclamé un prix encore plus bas pour son contrat de 2010, le prix convenu entre BPC et la Chine est généralement considéré comme un plancher. **Le prix de la potasse est désormais bien inférieur à celui du phosphate diammonique, qui a bondi sur les marchés américain et étrangers. Le prix de l'urée (FAB Yuzhnyy) – la référence internationale – a poursuivi son ascension à la mi-janvier pour atteindre 269 \$ US la tonne.**

Les prix actuels des récoltes aux États-Unis et à l'étranger justifient l'utilisation d'engrais. Les trois types de cultures qui utilisent le plus de potasse par hectare planté sont le maïs, la canne à sucre et le palmier à huile. Le **prix du sucre** à l'échelle internationale a récemment touché un sommet de 29 ans (tiré par un déclin de la production de l'Inde, lui-même lié à une mauvaise mousson et au fait que les agriculteurs délaissent la canne à sucre au profit d'autres cultures), ce qui a encouragé un fort taux de plantation de canne à sucre au Brésil. Le prix de l'**huile de palme brute** en Malaisie et en Indonésie (qui est utilisée comme huile de cuisson en Chine et en Inde et entre dans la composition des biocarburants) a lui aussi vigoureusement rebondi par rapport à son creux de fin 2008, la replantation en Malaisie sur un cycle de culture de trois ans ayant probablement stimulé l'utilisation d'engrais. Le **prix du maïs aux États-Unis** est probablement le moins favorable, étant brutalement retombé le 8 janvier de son niveau de 4,23 \$ US le boisseau après la révision à la hausse surprise, par le Département de l'agriculture américain, de son estimation de la récolte de maïs aux États-Unis, qui prévoit un nouveau record absolu. Cependant, à 3,65 \$ US le boisseau, le prix du maïs demeure bien supérieur à la moyenne de 2,47 \$ US de la période 2000-2007, et l'utilisation d'engrais continue de se justifier sur le plan économique, en particulier après la récolte record de l'automne, qui a causé un épuisement des nutriments. Nous considérons 2010 comme une année de transition pour la potasse, puisque la réduction des risques pousse les intermédiaires à reconstituer lentement leurs stocks en vue de meilleures conditions en 2011.

Les signes continuent de plaider pour une hausse de plus de 30 % du prix du **charbon dur cokéifiable de première qualité de l'Ouest canadien vendu en Asie**, une fois les négociations contractuelles annuelles conclues pour l'exercice 2010. Le prix au comptant du charbon dur cokéifiable australien a encore augmenté de 15 à 20 \$ US en décembre pour atteindre 200 \$ US la tonne (CAF), ce qui dépasse de loin le prix contractuel de 2009 des livraisons vers l'Asie.

Pétrole et gaz

Le **prix du pétrole WTI** est retombé de 78,15 \$ US le baril en novembre à 74,52 \$ US en décembre. Par la suite, les fronts froids qui ont balayé une grande partie des États-Unis, de la Grande-Bretagne, de la Chine, de la Corée du Sud et de l'Inde ont dopé la demande en fioul et poussé les prix vers le haut, jusqu'à 83,18 \$ US le 6 janvier. Les prix restent cependant volatils et ont de nouveau régressé à 75 \$ US, ce qui s'explique par le retour de températures plus clémentes aux États-Unis et par la frilosité de la demande (-1,8 % sur 12 mois). Sur une note plus positive, l'important surplus américain en pétrole et en produits pétroliers est maintenant presque résorbé, les stocks globaux n'étant supérieures que de 0,5 % à leur niveau d'il y a un an et les stocks de pétrole brut ayant reflué de 2,2 % sur 12 mois. Les inquiétudes soulevées par le projet du président Obama d'imposer des restrictions sur les opérations pour compte propre des banques commerciales américaines sur les marchés financiers et les marchés des produits de base continuent toutefois de faire ombre au tableau.

Les craintes du marché au sujet de l'incidence d'un durcissement monétaire sur la demande de pétrole chinoise pèsent également sur le marché, même si ces craintes sont probablement exagérées. La demande de pétrole apparente de la Chine – deuxième marché pétrolier mondial – a augmenté de 15,1 % sur 12 mois en décembre avec la forte demande de carburant diesel et la quantité record traitée par les raffineries. Les importations de pétrole brut ont pour la première fois dépassé 5 Mb/j (pour atteindre 5,2 Mb/j), dopées en partie par l'accumulation de stocks commerciaux.

Le **prix du gaz naturel sur le NYMEX** est remonté de 4,63 \$ US le million de BTU en novembre à 5,36 \$ US en décembre, grimant même jusqu'à 6,01 \$ US durant la vague de froid de début janvier. Cependant, nous pensons toujours que les prix seront freinés par la mise en valeur de nouveaux gisements de gaz de schiste à faible coût aux États-Unis. La demande «industrielle» des États-Unis s'est légèrement renforcée en octobre, ce qui, espérons-le, marque le début d'une tendance liée à la reprise du secteur manufacturier.

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 | 41,0 | 74,7 | 7,2 | 5,2 | 6,0 |
| Produits industriels | 83 | 39,7 | 82,5 | 8,6 | 5,2 | 6,3 |
| Produits forestiers | 40 | 39,6 | 57,1 | -0,1 | -1,9 | -0,6 |
| Métaux et minéraux | 27 | 40,1 | 39,1 | 3,9 | 13,3 | 10,5 |
| Pétrole et gaz naturel | 16 | 39,3 | 212,0 | 24,4 | 3,0 | 10,0 |
| Produits agricoles | 17 | 50,5 | 30,6 | -1,3 | 5,1 | 4,0 |

Indice 1997 = 100

| | 2009 | | | | 2008 |
|---|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | déc | nov | oct | sept | déc |
| INDICE GLOBAL DES PRIX DES PRODUITS* | 175,8* | 170,8* | 162,8 | 152,9 | 163,9 |
| Produits industriels* | 184,5* | 179,4* | 170,4 | 158,7 | 169,9 |
| Produits forestiers | 93,1 | 90,5 | 85,7 | 83,1 | 93,2 |
| Métaux et minéraux | 251,1 | 244,1 | 238,2 | 231,2 | 241,6 |
| Pétrole et gaz naturel* | 296,4* | 288,4* | 264,1 | 223,0 | 238,2 |
| Produits agricoles | 132,4 | 128,0 | 124,8 | 123,9 | 134,1 |

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



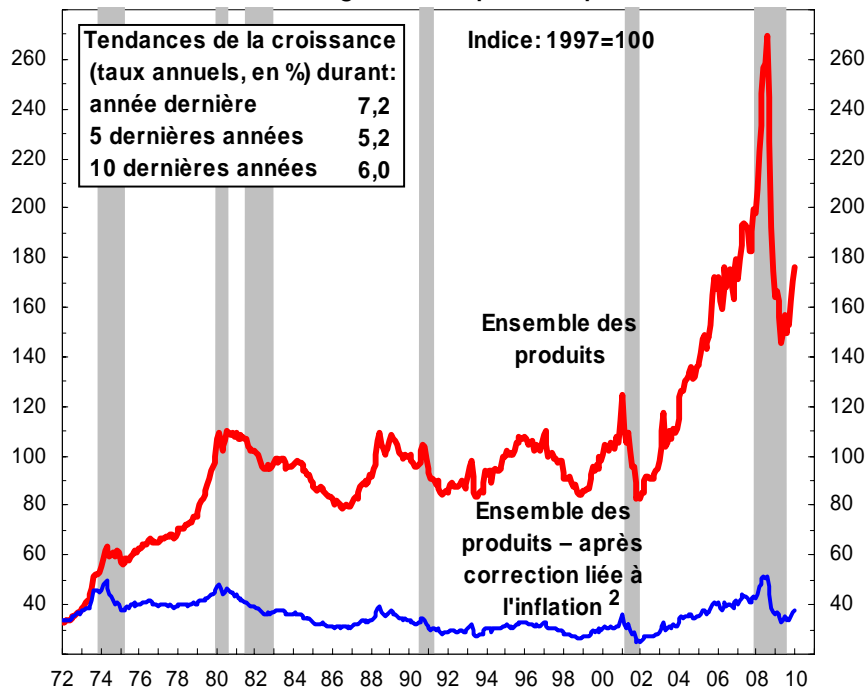
Produits forestiers

Le **prix des madriers 2 x 4 en pin, sapin et épinette de l'Ouest** est remonté de 207 \$ US le millier de pieds-planche en novembre à 218 \$ US en décembre et a atteint le niveau fort rentable de 250 \$ US le 22 janvier. Les distributeurs américains cherchent à remédier à la faiblesse de leurs stocks en prévision de la saison de construction du printemps et de la réduction de la production et des empilements dans les scieries de la côte de la Colombie-Britannique, de l'Oregon et de l'État de Washington. Le prix des grumes a chuté si bas le printemps et l'été derniers que plusieurs équipes d'abattage ont été mises à pied dans l'ouest des États-Unis, et les gestionnaires de placement dans le bois d'œuvre ainsi que les fiduciaires de placement immobilier ont ralenti les récoltes de bois en prévision de meilleurs prix au moment de la reprise du marché américain de l'habitation. Les mises en chantier aux États-Unis sont restées timides en décembre, ayant atteint 557 000 unités malgré une hausse du nombre de permis. Fait intéressant, la relative vigueur du marché de la construction à Toronto offre une certaine compensation aux producteurs canadiens de bois d'œuvre aux abois; l'utilisation au Canada du bois d'œuvre s'établit aujourd'hui à 20 % du total combiné États-Unis/Canada, alors qu'elle n'était que de 10 % auparavant.

Agriculture

Le **prix au comptant du canola (FAB Vancouver)** s'est légèrement tendu, passant de 423 \$ CA la tonne en novembre à 426 \$ CA en décembre, et se situait encore à 402 \$ CA à la mi-janvier, niveau très lucratif. On craint toutefois que le prix du canola ne souffre de la récolte américaine record de soja de 2009, d'une intensification de la concurrence que l'amélioration des récoltes au Brésil et en Argentine fait subir au soja américain, et des restrictions imposées par la Chine sur le canola en provenance du Canada et d'Australie (en raison d'un risque présumé de jambe noire).

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.