

Mois d'octobre épouvantable pour les marchés et les produits de base

- Pendant tout le mois d'octobre, le brusque repli des marchés boursiers mondiaux a déprimé les cours des produits de base, puisque les investisseurs se sont défaits des actifs à risque; la demande de valeurs refuges a électrisé le billet vert, ce qui a donné encore plus de poids aux contrats de produits de base libellés en dollars.
- Les cours du pétrole ont fléchi lorsque les corrélations avec les titres boursiers en chute libre se sont resserrées; en plus de la montée de l'intolérance au risque, la récente séquence haussière des indices repères mondiaux du brut s'est éternisée, s'est trop fortement accélérée et a devancé les fondamentaux qui, bien qu'ils soient relativement favorables, ne se durciront pas suffisamment pour justifier avant la fin de 2019, à notre avis, un relèvement des cours du Brent au-delà de 80 \$/baril.
- Les jours qui ont précédé l'Halloween n'ont réservé que de mauvaises surprises au brut lourd canadien : les rabais ont culminé à des sommets sans précédent en raison des goulets d'étranglement continus des oléoducs et des plus brusques fermetures, depuis plus d'une décennie, des raffineries du Midwest américain — qui sont les plus grandes consommatrices de brut canadien — pour des raisons liées à la maintenance.

En septembre, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a baissé de 3,1 % sur un mois, plombé par le sous-indice pétrogazier (-6,0 %) puisque la tenace léthargie du brut lourd canadien a gagné les indices repères du brut léger canadien comme le mixte non corrosif (MSW). Les différentiels du brut canadien ont continué de se creuser en octobre : les indices repères du pétrole canadien lourd et léger ont plongé à des creux sans précédent dans les annales par rapport à l'indice repère du WTI américain.

Le dégagement massif sur les marchés boursiers mondiaux — l'indice S&P500 accuse une baisse de 10 % depuis le début d'octobre — a placé sur la défensive le complexe des produits de base, en emportant cette fois les cours du brut sur le parcours qu'avaient emprunté les métaux au début de l'année. Les corrélations entre les cours boursiers et les cours pétroliers se sont resserrées considérablement (graphique 1) puisque les fonds ont liquidé leurs positions sur un marché en chute libre — dans la pire tourmente mensuelle depuis la crise financière, ce qui pourrait avoir mis fin à la plus longue séquence haussière dans les annales. Les investisseurs se défont des actifs risqués à l'étranger, ce qui dynamise le billet vert et donne encore plus de poids aux contrats de produits de base libellés en dollars. La levée des sanctions tarifaires de Donald Trump viendrait probablement modérer ce dégagement; cette option stratégique pourrait bien se matérialiser d'ici la fin de l'année si la Maison-Blanche constate que l'intensification de la déroute des marchés nuit à son discours de relance de la grandeur de l'Amérique.

Sur le marché pétrolier, les spéculateurs prennent leurs bénéfices depuis quelques semaines et gardent aujourd'hui les positions nettes les plus faibles sur les contrats de brut depuis l'été 2017. Hormis les répercussions de la conjoncture boursière en baisse, l'humeur sur le marché pétrolier a de nouveau été malmenée par le relèvement de la production saoudienne et russe, qui vise à combler les pertes attendues dans les exportations iraniennes, mais avant que lesdites baisses soient réalisées. La conjoncture a paru tendue quand le Brent a franchi le seuil des 86 \$/baril : l'essentiel de ce repli est simplement la rationalisation de cette surextension. Nous croyons toutefois que les fondamentaux resteront favorables dans les 18 prochains mois. Le marché, actuellement bien ravitaillé, devrait se durcir considérablement en 2019 lorsque le marché sera privé des barils iraniens en raison des sanctions américaines et que l'OPEP relèvera les contingents imposés dans la capacité de production; toutefois, le recul saisonnier de la demande hivernale viendra probablement décaler un important rebond au printemps prochain, au moment où le durcissement commencera vraiment à se manifester.

RENSEIGNEMENTS

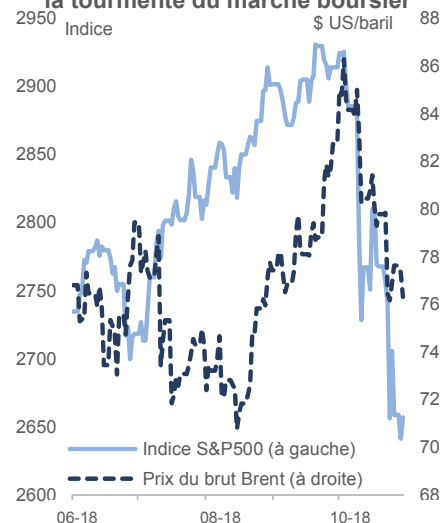
Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

Mois épouvantable pour le brut dans la tourmente du marché boursier


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Indice Scotia des prix des produits

septembre 2018

(variation en %)

	M/M	A/A	Cumul
Tous les produits*	-3,1	2,5	10,9
Industriels	-3,0	4,3	12,8
Pétrole et gaz	-6,0	5,4	15,4
Métaux et minéraux	0,2	-0,7	3,9
Produits forestiers	-3,2	11,1	25,1
Agriculture	-3,3	-5,6	2,3

janvier 2007 = 100

	2018		
	sept	août	Moyenne à ce jour
Tous les produits	111,3	114,9	119,5
Industriels	109,0	112,4	116,8
Pétrole et gaz	85,4	90,8	94,0
Métaux et minéraux	116,8	116,6	123,5
Produits forestiers	157,1	162,3	165,4
Agriculture	124,3	128,6	134,2

*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.

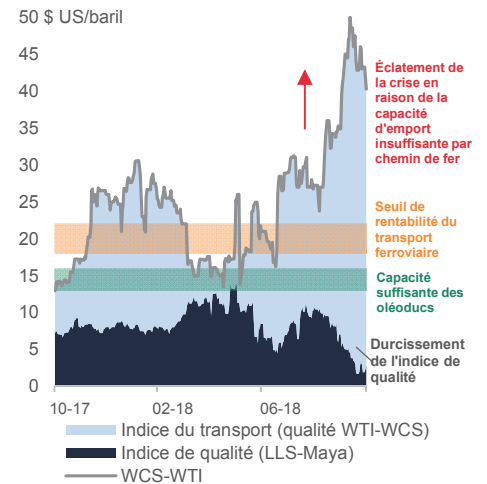
RIEN QUE DES MAUVAISES SURPRISES POUR LE BRUT LOURD CANADIEN

Fracasser des records n'est pas toujours un motif de réjouissance. À preuve, le rabais supporté par le brut lourd canadien a atteint un sommet dans les annales de plus de 50 \$/baril de moins que le WTI au début d'octobre, puisque la progression de la capacité nécessaire de transport du pétrole par chemin de fer est nettement inférieure à la demande exprimée pour le transport hors pipeline depuis l'Ouest canadien et que la demande de brut lourd canadien a été temporairement déprimée par les opérations de maintenance plus intenses que la moyenne dans les raffineries du Midwest américain. Le rapprochement du rabais sur le pétrole lourd dans la côte du golfe du Mexique — mesuré par la différence entre les indices repères du maya mexicain et du brut non corrosif de la Louisiane (graphique 2) — explique encore plus clairement que le récent éclatement soit presque entièrement attribuable aux difficultés liées au transport. Bien que les goulets d'étranglement des oléoducs soient parfaitement évidents dans les rabais sur le pétrole lourd WCS (Western Canadian Select), les indices repères du brut léger canadien comme le mixte non corrosif (MSW) et le brut synthétique (SCO) ont également vu leurs différentiels se creuser à plus de 30 \$/baril, après s'être échangés presque au même niveau que le WTI dans des conjonctures plus normales, ce qui témoigne du fait que la capacité d'export, de plus en plus rare, se répercute sur les prix réalisés pour toutes les qualités de brut.

Les livraisons de pétrole canadien par chemin de fer — qui ont bondi en juillet à un nouveau sommet dans les annales de 230 kbpj — devraient être comprises entre 300 et 400 kbpj d'ici le début de 2019; or, cette progression est manifestement inférieure à la demande de services de transport ferroviaire nécessaire pour contourner les désormais chroniques goulets d'étranglement des oléoducs à destination des marchés exportateurs. Dans le même temps, une grande partie du brut qui ne peut être transportée est déversée dans les réservoirs provinciaux, et les stocks de brut de l'Alberta ont atteint le chiffre record de 75 Mbpj en août, ce qui représente un bond de 28 % sur la même période l'an dernier. Le cycle de maintenance le plus brusque depuis plus d'une décennie dans les raffineries du Midwest — grande consommatrice de pétrole brut canadien — est venu accroître la pression qui pèse sur les indices repères du pétrole canadien, même si le pire dans les temps d'arrêt des raffineries appartient maintenant au passé (graphique 3). Nous nous attendons à ce qu'en novembre, la fin du revirement dans les raffineries du Midwest atténue le pire de l'éclatement actuel des rabais et à ce que les gains soutenus du transport du pétrole par chemin de fer permette aux différentiels de se replier vers le milieu de la fourchette des 20 \$, niveau qui est favorable à la rentabilité désormais nécessaire du transport du pétrole par chemin de fer, qui est nettement supérieure aux rabais « naturels », mais qui est heureusement inférieure au niveau de crise atteint au début du mois. Or, il est essentiel de préciser que nous avons une marge très mince dans le transport au départ de l'Ouest canadien l'an prochain et qu'il est probable que les rabais sur le brut canadien soient impitoyables si des imprévus — des pannes d'oléoducs, un relèvement plus lent que prévu du transport ferroviaire et des opérations imprévues de maintenance des raffineries, entre autres — viennent à nouveau durcir la capacité d'export, surtout si l'on tient compte de l'absence de coussin important dans la capacité régionale de stockage.

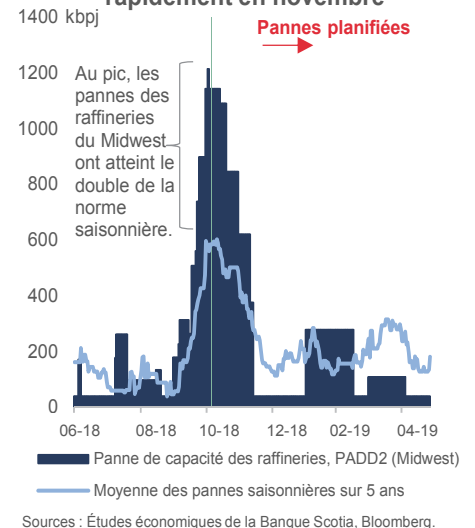
Graphique 2

Le rabais sur le brut canadien de l'Ouest baisse après un sommet dans les annales



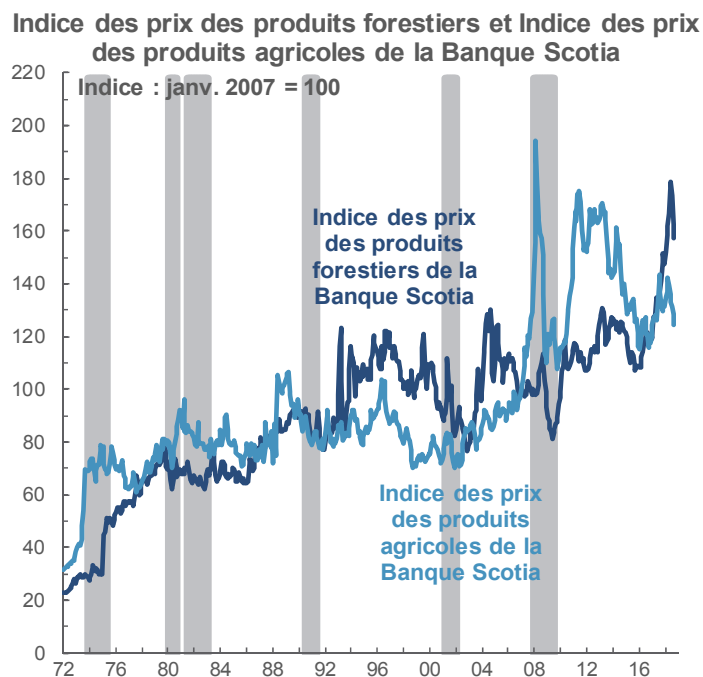
Graphique 3

Brusques pannes des raffineries du Midwest appelées à se modérer rapidement en novembre

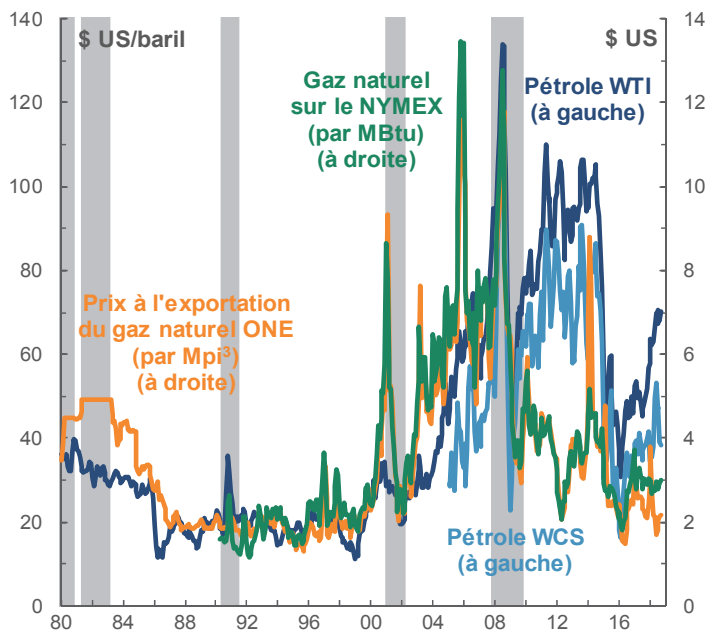


Prévisions des cours		2000-2016			2017	2018 cum	2018P	2019P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19,40	62,70	134,02	50,85	67,24	68	72
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19,06	65,53	134,56	54,75	73,57	74	80
Escompte* du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-42,50	-16,85	-5,50	-12,74	-25,93	-27	-24
Gaz naturel								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1,81	4,94	13,46	3,02	2,89	2,93	2,93
Métaux et minéraux								
Métaux de base								
Cuivre	\$ US/livre	0,62	2,35	4,48	2,80	2,99	2,99	3,00
Nickel	\$ US/livre	2,19	7,26	23,67	4,72	6,14	6,15	6,50
Zinc	\$ US/livre	0,34	0,81	2,00	1,31	1,35	1,33	1,30
Aluminium	\$ US/livre	0,58	0,86	1,39	0,89	0,97	0,95	1,00
Produits de base en vrac								
Minerai de fer	\$ US/t	27	108	302	72	69	65	65
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	127	330	188	205	205	175
Métaux précieux								
Or	\$ US/oz t	261	869	1 772	1 257	1 276	1 262	1 300

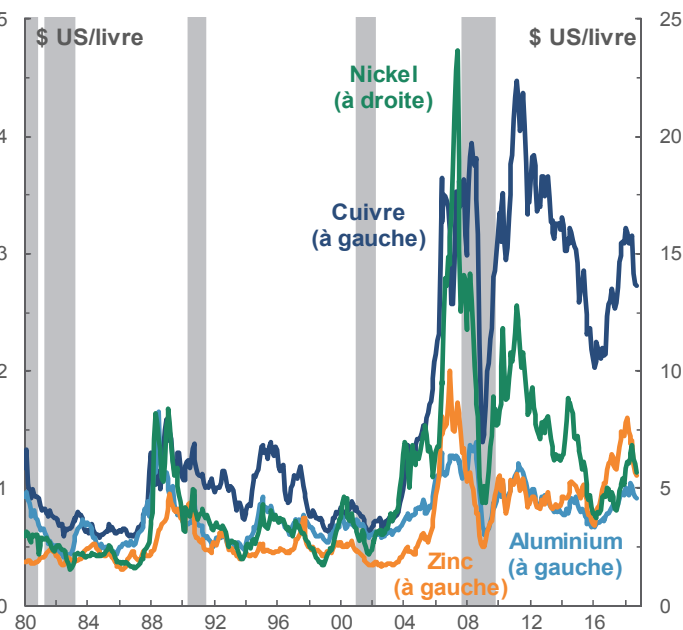
* Moyenne 2008-16.



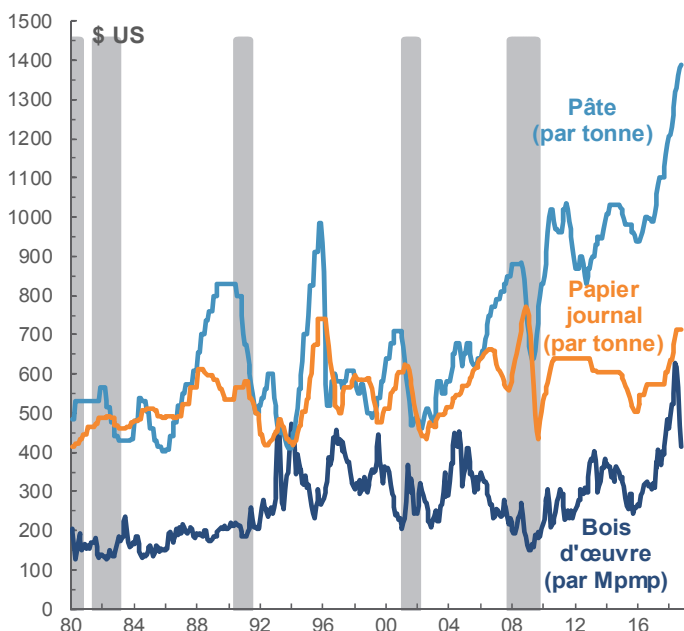
Cours du pétrole et du gaz



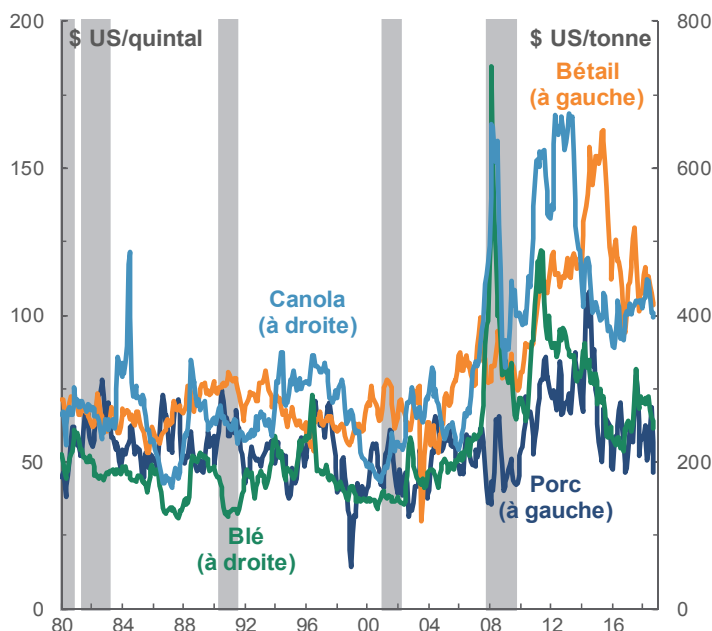
Cours des métaux



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 Bloomberg.

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) Contrats à terme à échéance rapprochée sur l'U₃O₈, selon Bloomberg.

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.