

Perspectives sur les produits de base (T4 2018)

**Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des *Perspectives mondiales de la Banque Scotia* (p. 43 à 47).

LES TENSIONS COMMERCIALES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE S'APAISENT, MAIS COUVENT TOUJOURS; LES PERSPECTIVES DES COURS DES MÉTAUX SE TERNISSENT

- Si les craintes sur l'ALÉNA sont aujourd'hui dissipées, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuent de monopoliser l'attention pour les marchés des produits de base et ne semblent pas vouloir s'apaiser; nous croyons aujourd'hui que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine continuera de peser lourdement sur l'humeur des investisseurs dans le marché des produits de base industriels jusqu'à l'élection présidentielle américaine de 2020.
- Les contremesures de stimulation chinoises viendront masquer les effets des vents contraires qui soufflent sur le commerce; or, nous nous attendons à ce que l'ensemble des politiques de Beijing vise essentiellement les secteurs des services intérieurs et soit ainsi moins favorable aux métaux qu'auparavant.
- Notre prévision moins optimiste sur la conjoncture commerciale transpacifique tumultueuse donne lieu à un ralentissement de la croissance de la demande et, par le fait même, à des cours prévisionnels moindres pour des métaux comme le cuivre, le nickel, le zinc et l'aluminium d'ici la fin de 2020 (graphique 1).
- Les perspectives des cours du pétrole ont été énergisées par le durcissement de la conjoncture de l'offre et l'incertitude qui plane sur la capacité de l'Arabie saoudite à pallier les pertes de production en Iran et au Venezuela.
- Malheureusement pour les producteurs de pétrole canadiens, les contraintes de transport par oléoduc et la léthargie du transport du pétrole par chemin de fer ont à nouveau fait exploser les rabais, et les différentiels devraient rester volatils jusqu'à la mise en service de la Ligne 3 au début de 2020.

ENTRE L'ENRACINEMENT DE LA GUERRE COMMERCIALE ET UNE MALVEILLANCE DÉSAGRÉABLE

La grande guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine — ou, comme nous préférions le voir, la malveillance qui perdure entre ces deux pays — s'annonce comme un inconveniant appelé à perdurer pour l'économie mondiale, et les entreprises de produits de base doivent s'habituer à quelques années encore de demande plus lente qu'attendu et à une conjoncture peu enthousiaste du marché. À la mi-septembre, la Maison-Blanche a annoncé que les États-Unis imposeraient des sanctions tarifaires de 10 % sur 200 G\$ de biens chinois importés et que les sanctions s'établiraient à 25 % au début de la nouvelle année. Cette dernière salve de sanctions vient s'ajouter aux sanctions annoncées à la mi-juin, sur 50 G\$ de biens chinois importés, ainsi qu'aux sanctions tarifaires déployées au début de l'année sur certains produits, à savoir l'acier, l'aluminium, les lessiveuses et les panneaux solaires. Nous nous attendons à ce que les sanctions tarifaires américaines sur 250 G\$ de biens chinois restent en vigueur au taux de 25 % jusqu'à l'élection présidentielle américaine de 2020, ce qui fera souffler, sur l'économie chinoise, des vents contraires de large envergure, mais relativement légers. Il est improbable qu'une victoire même décisive des Démocrates dans les élections de mi-mandat au Congrès change considérablement l'orientation des politiques actuelles, en raison du soutien bipartisan exceptionnel pour une posture commerciale d'opposition à la Chine. Toutefois, nous croyons que la Maison-Blanche refusera en définitive d'imposer d'autres sanctions tarifaires dans ce qu'il est convenu d'appeler la tranche III sur le reliquat de 267 G\$ de biens importés de Chine, essentiellement parce que cette dernière liste de biens est beaucoup axée sur la consommation (par exemple, les téléphones intelligents) et qu'il se peut donc qu'une telle décision déclenche une onde de

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base

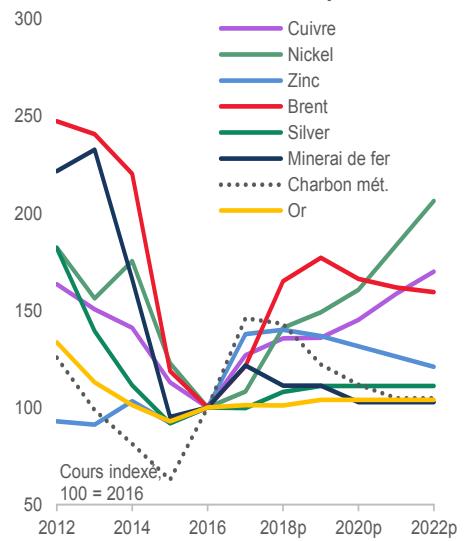
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

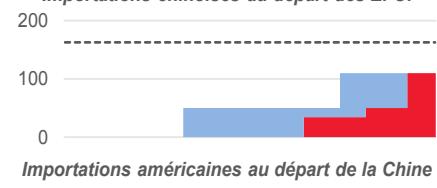
Le brut Brent en tête du peloton



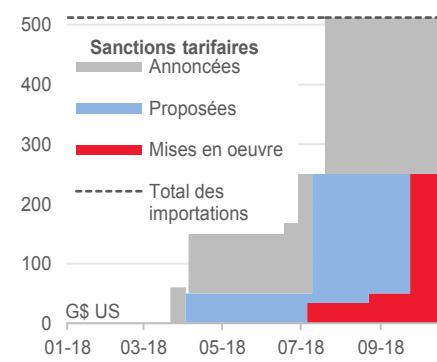
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Évolution du conflit commercial É.-U.-Chine
Importations chinoises au départ des É.-U.



Importations américaines au départ de la Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, PIIE.

choc politique négative.

Beijing a riposté en décrétant des tarifs compensatoires, puisque la Chine importe moins que 250 G\$ des États-Unis, même si les mesures non tarifaires continuent de représenter une option envisageable dans l'éventualité où les relations se détériorent davantage. **Les mesures que les décideurs chinois adopteront pour compenser le poids des sanctions tarifaires américaines sur l'économie de la Chine sont plus importantes pour les matières premières.** Le premier ministre chinois Li a fait état d'une partie de la spéculation sur les mesures de relance potentielles, en affirmant que Beijing ne cherche pas à s'engager dans une dévalorisation de sa monnaie ni à adopter le même type de mesures de relance économique qui a permis à l'économie chinoise d'éviter le pire de la crise financière de 2008. Le premier ministre chinois a plutôt précisé que Beijing adopterait des « mesures préventives » et ferait appel à d'autres politiques macroéconomiques pour venir à la rescoufle des industries frappées par la multiplication des sanctions tarifaires, et cette vague déclaration laisse une forte marge d'interprétation. Nous croyons que même si le gouvernement chinois accélérera probablement les projets d'infrastructure qui ont été lents à décoller, il est improbable que Beijing investisse des milliards de dollars dans les nouveaux projets d'infrastructure, comme il l'a fait dans les efforts de relance antérieurs. Cette fois, nous nous attendons à ce que les mesures monétaires et budgétaires ciblent surtout les secteurs axés sur les services, qui offrent un énorme potentiel de croissance selon les dirigeants chinois; autrement dit, cet ensemble de politiques sera probablement moins favorable aux métaux que dans les efforts antérieurs. C'est pourquoi nous avons abaissé nos perspectives sur la demande et les cours dans l'ensemble du complexe des métaux de base, en tenant compte des impacts du poids lié au commerce et de l'humeur peu favorable des marchés.

Même si les fondamentaux de la demande de produits de base l'an prochain seront en grande partie déterminés par la nature et l'intensité de l'aide qu'apporteront les politiques de Beijing, il faut signaler que les cours au comptant actuels sont plus riches en Chine que ce que laissent entendre les indices repères mondiaux. Même si les cours du cuivre sur la LME ont baissé pour passer de presque -3,30 \$/livre à des creux récents de moins de 2,70 \$/livre, les primes réelles en Chine ont atteint des sommets en trois ans : dans le monde entier, les spéculateurs ont misé en baisse sur le cuivre en tablant sur un effondrement de la demande chinoise en raison des sanctions tarifaires américaines, alors que sur le terrain, dans le même temps, les acheteurs chinois ont fait monter, dans leurs mises, les primes locales en tirant parti du rabais porté par le discours conjoncturel (graphique 3). Même si nous croyons que la demande chinoise se ralentira graduellement l'an prochain, les cours de la LME tiennent au moins compte, à l'heure actuelle, d'une surréaction au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine.

ÉNERGIE : LE DURCISSEMENT DE L'ÉQUILIBRE ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE DE BRUT ET LES FORTES PERTES SUR LES EXPORTATIONS IRANIENNES ATTIRENT L'ATTENTION SUR LA CAPACITÉ EXCÉDENTAIRE DE L'ARABIE SAOUDITE

Le marché du pétrole se durcit : le baril de Brent a franchi le seuil des 85 \$/baril au début d'octobre pour la première fois depuis 2014. La croissance de la demande a été vigoureuse, à 1,5 Mbpj sur un an durant le premier semestre de 2018, et devrait progresser vigoureusement de 1,6 Mbpj l'an prochain. Le secteur du pétrole de schiste américain a répondu à la quasi-totalité de cette demande nouvelle — en pompage 1,8 Mbpj de plus au premier semestre de 2018 — mais semble être sur le point de se ralentir en se rapprochant de 1 Mbpj en 2019, puisque le forage dérive vers les superficies moins productives et que les contraintes de l'infrastructure limitent la rentabilité. Au sein des pays de l'OPEP, la production vénézuélienne continue de s'affaiblir (-650 kbpj sur un an), et les exportations iraniennes dégringolent rapidement (-1 Mbpj d'ici la fin de l'année) en raison du renouvellement des sanctions américaines. Tous ces facteurs font peser un poids considérable sur l'Arabie saoudite, qui détient la quasi-totalité de la capacité excédentaire de l'OPEP. Nous nous attendons à ce que l'Arabie saoudite relève largement le défi, en apportant une offre suffisante pour préserver la stabilité du marché, sans toutefois produire autant de barils qu'il le faudrait pour combler complètement l'écart de l'offre. On s'attend à ce que dans le monde entier, la balance pétrolière reste en léger déficit de 200 kbpj en 2019 (graphique 4), ce qui est légèrement inférieur aux déficits de 500 à 600 kbpj atteints en moyenne en 2017-2018, en se rappelant que les réserves de stocks étaient moindres (graphique 5). On s'attend à ce que les cours soient bien établis en 2020, malgré un excédent prévu au T1 2019, et le rééquilibrage attendu dans le positionnement haussier sur prolongé devrait nous éviter de franchir durablement le seuil des 90 \$/baril. On s'attend à ce que

Graphique 3

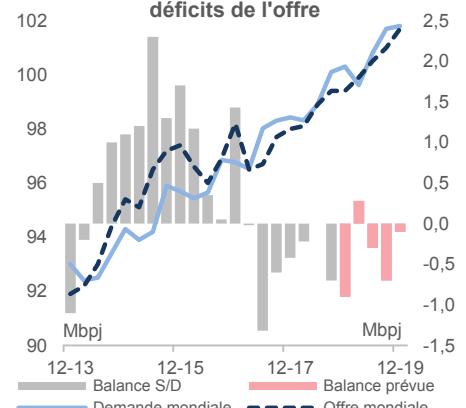
La vigueur du marché du cuivre chinois contredit la déroute baissière actuelle



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, LME.

Graphique 4

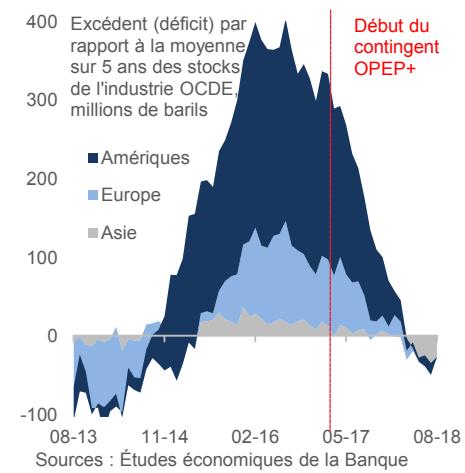
Le faible excédent de pétrole au T1 devrait donner lieu à d'autres déficits de l'offre



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SBMM de la Banque Scotia, AIE, EIA, JODI, OPEP.

Graphique 5

Drainage de la suroffre de pétrole



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, AIE, OMI.

Le 15 octobre 2018

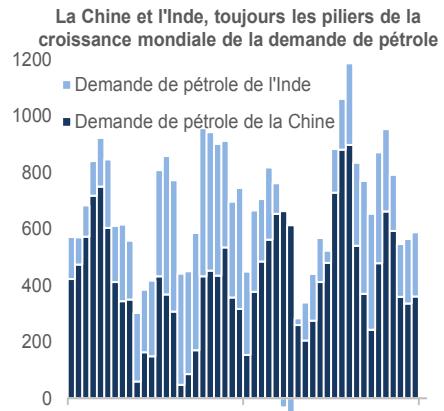
les cours du Brent s'établissent à une moyenne de 80 \$/baril en 2019, avant de retomber graduellement à 75 \$/baril en 2020. On s'attend aussi à ce que les différentiels sur le WTI restent prononcés en raison des goulets d'étranglement chroniques des infrastructures, pour atteindre des moyennes de 72 \$/baril en 2019 et de 69 \$/baril en 2020. En plus des difficultés du WTI, le brut lourd canadien devrait s'échanger à un rabais plus important en 2020 : les contrats du WCS devraient s'inscrire à une moyenne de 24 \$/baril de moins que le WTI en 2019, lorsque les services de transport du pétrole par chemin de fer prendront de la vitesse, avant de se réduire à 21 \$/baril en 2020 avec la mise en service de la Ligne 3.

Malgré l'incertitude commerciale, la conjoncture économique mondiale reste vigoureuse et continue d'étayer les gains soutenus de la demande de pétrole. Au début de 2019, nous nous attendons à ce que la demande mondiale progresse de 1,6 Mbpj avant de se ralentir légèrement en 2020 à cause des cours élevés. L'Asie émergente reste la cheville ouvrière de la croissance de la demande mondiale de pétrole (graphique 6), qui devrait gagner 850 kbpj en 2019, alors que la Chine interviendra pour un peu plus de la moitié dans ce chiffre. Même si les métaux ne profiteront pas des mesures de relance de Beijing, il est probable que les dépenses consacrées aux services viennent étayer encore la croissance déjà vigoureuse de la demande chinoise. La demande indienne se relève elle aussi, pour atteindre une moyenne proche de 300 kbpj depuis le début de l'année, après avoir inscrit une progression d'à peine 100 kbpj en 2017 en raison des vents contraires liés à la politique de démonétisation de la fin de 2016. Les cours élevés devraient peser sur la croissance de la demande dans la dernière partie de 2019 et en 2020, et le ralentissement de la demande du fait des cours pétroliers plus élevés qu'escompté pourrait expliquer le moindre déficit de l'offre dans le dernier semestre de 2019.

Dans le secteur des hydrocarbures de schiste américains, la croissance devrait continuer d'avancer en 2019, mais à un rythme nettement moindre que celui qu'ont connu les producteurs en 2018. Après avoir progressé à un rythme effréné de plus de 1,7 Mb/j en 2018 (graphique 7), la contribution des hydrocarbures de schiste à l'équilibre mondial de l'offre et de la demande semble vouloir se ralentir et se rapprocher de 1,0-1,2 Mb/j en 2019. Les goulets d'étranglement des infrastructures sont le premier facteur qui pèse sur la croissance des hydrocarbures de schiste, puisqu'en 2018, les gains de production ont accaparé la capacité des actifs intermédiaires — en particulier dans les environs du bassin du Permien dans l'Ouest du Texas et dans le transport à destination des installations d'exportation sur la côte américaine du golfe du Mexique — et ont fait flamber les rabais, qui ont frôlé les 20 \$/baril de moins que le WTI pour de nombreux producteurs du bassin du Permien et atteint plus de 10 \$/baril de moins que le Brent mondial pour le WTI à Cushing, qui constitue le principal indice repère du brut américain. Ces différentiels privent les producteurs américains de l'impulsion complète des investissements qu'apporterait normalement le prix de 85 \$/baril de Brent, même si le développement des infrastructures devrait atténuer cette difficulté à la fin de 2019 et en 2020. L'autre difficulté plus structurelle qu'affrontent les producteurs de pétrole de schiste est le basculement graduel dans les superficies moins productives. De nombreuses entreprises ont « relevé » leurs activités de forage, en insistant sur les points faibles dans chaque gisement pour se maintenir au point mort malgré le repli des cours du pétrole à la fin de 2014. Ces producteurs étendent désormais leurs activités dans les gisements, autrement dit, la productivité moyenne des prix est appelée à baisser légèrement, et il faudra accroître les rythmes de forage pour augmenter les niveaux de production.

Le ralentissement du secteur du pétrole de schiste aux États-Unis détourne l'attention marginale sur l'OPEP : les pertes au Venezuela et en Iran feront peser une énorme pression sur les producteurs comme l'Arabie saoudite, pour compenser l'écart. La production vénézuélienne baisse de 642 kbpj sur un an, puisque les années d'incurie et de sous-investissement laissent des traces (graphique 8). En Iran, les sanctions nucléaires américaines ont un impact beaucoup plus retentissant que prévu à l'origine, et on s'attend à ce que la perte prévue de 300-400 kbpj dépasse 1 Mb/j d'ici la fin de l'année. Les ex-clients du brut iranien ne prennent aucun risque quand il s'agit des sanctions américaines, puisqu'ils craignent d'être exclus du système financier américain. L'aversion institutionnelle, sur le terrain, au pétrole iranien accroît spectaculairement l'efficacité du régime des sanctions américaines, ce qui éclipse la vaste opposition mondiale des gouvernements, qui devait en émousser l'impact selon ce que nous avons cru à l'origine. La tâche de compenser la plus grande partie de ce déficit reviendra à l'Arabie saoudite, qui ne recevra probablement guère l'aide des autres pays membres de l'OPEP dans la production, puisque 6 des 11 pays membres subissent des baisses chroniques de production.

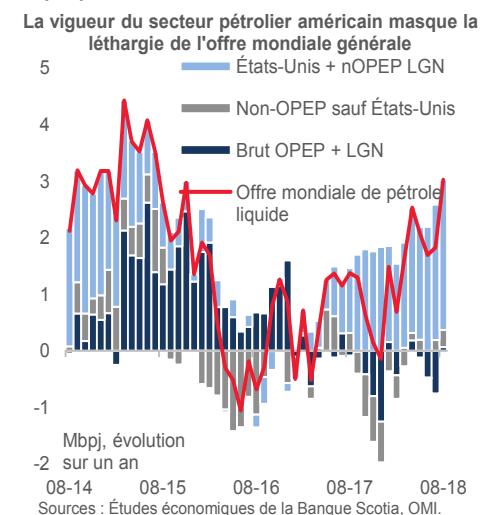
Graphique 6



-200 kbpj, sur un an

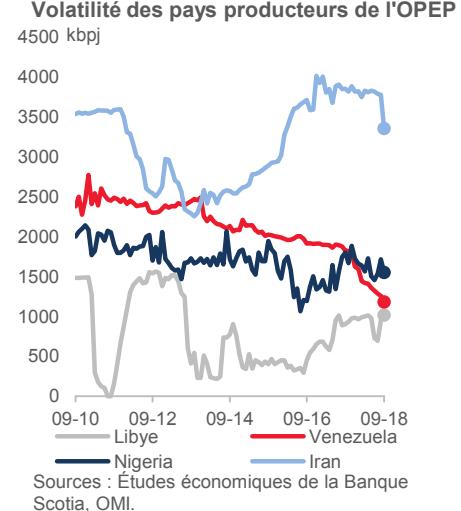
09-14 09-16 09-18
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, MPNG, NBS, OMI.

Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OMI.

Graphique 8



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OMI.

L'Arabie saoudite détient généralement de 1,5 à 2,0 Mbpj ou plus de son offre dans une réserve d'urgence en cas de déficit potentiel ailleurs dans le monde. Pour tenir le rythme des impératifs de sa production l'an prochain, nous nous attendons à ce que l'Arabie saoudite doive porter la production de ses gisements à plus de 11 Mbpj pour la première fois dans les années du pays — exploit que Riyad ne peut pas accomplir, selon bien des observateurs du marché. Nous nous attendons à ce que l'Arabie y parvienne et maintienne en 2019 un marché assez bien ravitaillé; or, il s'agira d'un équilibre délicat, et on ne peut pas dire que l'industrie pétrolière est généralement délicate. Les deux grands pays à surveiller sont la Libye et le Nigéria, dont les statistiques de production sont timides par rapport à la volatilité récente des exportations, qui est portée par les militants. Un attentat contre les oléoducs au Nigéria ou la fermeture d'un port en Libye priverait rapidement le marché de 200 à 400 kbpj et constituerait le déclencheur qui porterait le prix du baril dans la fourchette des 90 \$. Par contre, les prévisions antérieures pour le ralentissement de la croissance du secteur du pétrole de schiste aux États-Unis ont été constamment déjouées, et les cours mondiaux du brut, installés confortablement dans la fourchette des 80 \$, pourraient faire dérailler la croissance de la demande, qui a été vigoureuse récemment, ce qui nous permettrait de revenir dans le bas de la fourchette des 70 \$.

En deçà de nos frontières, le rabais porté par le pétrole lourd canadien a de nouveau explosé pour s'inscrire à des niveaux de crise en septembre et ainsi atteindre un sommet sans précédent de plus de 40 \$/baril pour le WTI lorsque la remise en service de la capacité nécessaire de transport ferroviaire a été nettement inférieure à la demande pour l'expédition hors pipeline au départ de l'Ouest canadien. Et bien que les goulets d'étranglement des oléoducs soient absolument évidents dans le rabais sur le pétrole lourd Western Canadian Select, les repères du brut léger canadien comme le mixte non corrosif et le brut synthétique accusent également des hausses dans les différentiels par rapport aux bruts américains, en raison de la capacité d'emport de plus en plus tendue dans toutes les catégories de brut. Les livraisons de pétrole canadien par chemin de fer — qui ont atteint un sommet sans précédent de 204 kbpj en juin — sont encore appelées à monter, et les engagements actuels des grands transporteurs comme le CP et le CN viendront placer sur les rails, d'ici la fin de l'année, un volume plus proche de 300 kbpj de brut canadien. On s'attend à ce que les difficultés actuelles s'amenuisent pour s'adapter à la hausse fulgurante de la demande de pétrole non acheminé par oléoduc à partir de l'Ouest canadien, ce qui permettra de ramener graduellement les rabais sur le WCS aux alentours de 18 \$ à 22 \$/baril, niveau que réclament les coûts du transport du pétrole par chemin de fer. En raison des nombreuses difficultés qu'affrontent actuellement les projets canadiens d'infrastructure de l'énergie, beaucoup dans l'industrie considèrent que le transport du pétrole par chemin de fer est moins un palliatif temporaire et plus un élément flexible et permanent de la chaîne d'approvisionnement pour le secteur canadien de l'énergie, qui semble ne pas pouvoir amener au fil d'arrivée un important projet d'oléoduc.

La confirmation, au début d'octobre, d'une décision finale d'investissement favorable du consortium qui finance l'installation d'exportation de LNG Canada sur la côte de la Colombie-Britannique vient donner un énorme coup de pouce à l'humeur des investisseurs dans l'énergie au Canada après des années de retard dans les projets qui nuisent aux perspectives d'autres grands projets d'énergie. Ce succès s'inscrit dans la foulée de l'abandon très médiatisé, l'an dernier, de la tout aussi colossale installation de GNL de Pacific NorthWest, ainsi que de l'annulation de projets d'oléoducs absolument nécessaires comme le Northern Gateway et Énergie Est. On s'attend à ce que ce projet soit mis en service en 2024 et coûte de 30 G\$ à 40 G\$ CA si jamais le troisième et le quatrième des trains de GNL proposés à l'origine sont approuvés. Or, au-delà de l'impact immédiat produit sur l'économie de la Colombie-Britannique, le facteur le plus important, à notre avis, est la taille du projet — des dizaines de milliards de dollars sur un horizon opérationnel qui s'étend sur des dizaines d'années; il s'agira, en bien des points, du premier investissement du genre depuis l'effondrement des cours du pétrole en 2014. La tendance, après 2014, qui donne un nouvel élan aux investissements à durée de cycle plus courte comme le pétrole de schiste américain, a permis aux entreprises de maîtriser l'incertitude dans la déroute pétrolière; toutefois, la hausse des cours permet aux mêmes entreprises d'étendre leurs visées sur un horizon d'investissement encore plus long. L'installation de LNG Canada viendra raccorder le gaz à coût moindre de la formation de Montney dans le Nord-Est de la Colombie-Britannique et le Nord-Ouest de l'Alberta aux marchés asiatiques, sur lesquels la demande augmente à un rythme fulgurant, ce qui fait monter les cours.

Tableau 1

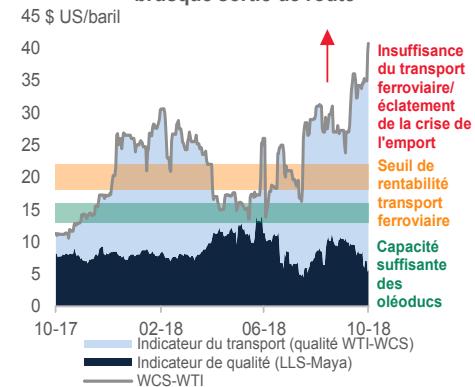
Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018p	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$US/baril)	17	62	145	51	68	72	69
Pétrole Brent (\$US/baril)	18	65	146	55	74	80	75
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-27	-24	-21
Gaz naturel sur le NYMEX (\$US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	2,93	2,93	3,00
Cuivre (\$US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,99	3,00	3,20
Zinc (\$US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,30	1,25
Nickel (\$US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	6,15	6,50	7,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,95	1,00	1,00
Mineraux de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	65	65	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	205	175	160
Or, à Londres en après-midi (\$US/once)	256	890	1895	1 257	1 262	1 300	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,70	17,00	17,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 9

Nouvel éclatement du rabais sur le pétrole lourd canadien de l'Ouest à des niveaux qui tiennent compte des contraintes d'une brusque sortie de route



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

MÉTAUX : INVERSION DES BIENFAITS AVEC LA BAISSE DES MÉTAUX DE BASE ET RENDEMENT EXCEPTIONNEL DU VRAC

Le complexe des métaux a subi une brusque inversion par rapport à sa situation du trimestre dernier : les métaux de base se replient, les cours des métaux précieux se modèrent et le vrac auparavant malmené offre un rendement exceptionnel. On peut expliquer l'essentiel de ce basculement par les choix de politiques de Beijing et de Washington : le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine a écorné les perspectives de la demande de métaux de base, la fermeté du dollar américain a privé le marché d'un pilier important et fait en sorte que la hausse des taux d'intérêt ont déprimé les cours de l'or, et les politiques de rationalisation de la capacité de production chinoise ont énergisé la demande d'ingrédients de qualité supérieure pour l'acier.

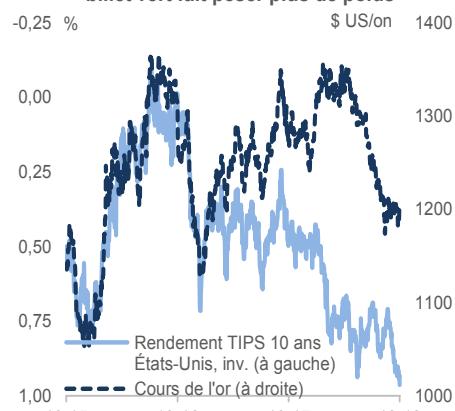
Le complexe des métaux de base a été tenu en laisse par les vents contraires macroéconomiques du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, et la plupart des métaux ont temporairement cessé de s'échanger selon les fondamentaux propres aux produits de base : l'indice de la LME a perdu 15 % par rapport à la situation du complexe avant l'annonce des sanctions tarifaires au début de juin. Ce décrochage s'est produit malgré les signaux d'un durcissement des marchés alors que les stocks continuent de baisser : les stocks de cuivre ont perdu 50 % dans les six derniers mois, les stocks de nickel ont chuté à des creux en cinq ans et les stocks d'aluminium, de zinc et de plomb se sont inscrits à leur plus creux depuis 10 ans. Le cuivre a affiché une ambivalence fondamentale indicative vis-à-vis d'une bonne nouvelle pour l'offre — le règlement du conflit du travail fortement médiatisé dans certaines grandes mines latino-américaines — en gagnant à peine ce qui représenterait généralement quelques points de pourcentage dans le contrat; or, plus tard dans la semaine, le métal a réagi considérablement à l'apaisement du discours dans le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Les cours du cuivre se sont stabilisés aux alentours de 2,80 \$/livre, en perdant 15 % par rapport à la période qui a précédé l'échauffement du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine au début de juin, mais en remontant légèrement à partir des profondeurs auxquelles les spéculateurs ont repoussé le métal rouge en septembre. Comme nous l'avons affirmé auparavant dans notre rapport, les primes physiques du cuivre en Chine atteignent des sommets sur trois ans malgré le repli des cours mondiaux de la LME puisque les acheteurs chinois misent sur des prix moindres, malgré le fait que ces prix baissent précisément parce que les spéculateurs se sont inquiétés de la demande chinoise. Cette évolution indique qu'à tout le moins, la baisse des métaux précède toute perte réalisée de la demande. Malheureusement pour les métaux de base, l'humeur macroconjонcturelle négative peut peser lourdement sur les cours, et puisqu'on s'attend à ce que l'incertitude du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine perdure en 2020, il s'agit d'un facteur important qui sous-tend notre dégradation à court terme des prévisions de cours des métaux de base. Nous nous attendons désormais à ce que les cours du cuivre atteignent une moyenne de 3 \$/livre en 2019 (contre 3,25 \$/livre dans nos dernières précisions) et de 3,25 \$/livre en 2020 (au lieu de 3,40 \$/livre).

Dans le même temps, les cours du vrac ont connu une légère remontée dans la foulée des politiques de rationalisation de la capacité chinoise destinées à l'industrie sidérurgique intérieure boursoufflée. Les politiques adoptées par Beijing sont venues supprimer une grande partie de la courbe de l'offre intérieure chinoise, en plus de gonfler les marges des autres fonderies et de faire monter l'utilisation de la capacité des aciéries dans l'ensemble. Compte tenu de la valeur considérable des produits de la sidérurgie à l'heure actuelle, les sidérurgistes chinois mettent tout en œuvre et donnent la priorité au minerai de fer de qualité supérieure, ce qui vient accroître le rendement de l'acier pour un volume précis de matières premières; les primes pour le minerai de fer à 65 % par rapport au minerai de fer à 62 % ont augmenté à plus de 50 %, alors que les rabais pour le minerai de fer de moindre qualité à 58 % s'inscrivent aux alentours de 25 %. Les livraisons de charbon dur cokéifiable de première qualité ont aussi profité des achats chinois et les prix continuent d'être astronomiques et de tourner autour de 200 \$/t. Bien que la production de l'acier porte actuellement les prix faraîmeux du vrac, il est probable que les baisses pratiquées en hiver pour des raisons environnementales en Chine — et qui devraient être mises en œuvre à la fin d'octobre — soient plus brusques que celles que le marché a connues l'an dernier, ce qui pèsera sur la demande importatrice chinoise de minerai de fer et de charbon cokéifiable. Pour compléter la rotation du vrac et des métaux de base, nous nous attendons à ce que les cours des métaux de base rebondissent à la fin de l'année lorsque les craintes commerciales s'apaiseront, que Beijing expliquera mieux la politique adoptée en réaction au protectionnisme américain et que la balance métallurgique continuera de se durcir en raison d'une offre minière insuffisante.

Les cours de l'or ont baissé dans les échanges pour graviter autour de 1 200 \$/once en raison de la hausse des rendements réels, de la vigueur du billet vert et de la montée de l'optimisme sur les métaux précieux. Les cours de l'or ont finalement cédé au poids de la remontée des rendements réels (graphique 10) aux États-Unis dans la foulée du troisième relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine cette année. L'augmentation des taux d'intérêt continuera de faire souffler les vents contraires les plus violents sur le lingot jusqu'en 2020, puisque les taux d'intérêt américains devraient augmenter de plus d'un point de pourcentage complet d'ici au T3 de 2019. Le dollar américain a lui aussi fait souffler des vents contraires, en montant durant l'année alors qu'on s'attendait généralement à ce qu'il se replie, ce qui aurait fait monter les cours du lingot. À notre avis, la vigueur de la croissance américaine et le durcissement de la politique monétaire sont aujourd'hui essentiellement pris en compte dans la vigueur actuelle du dollar, et le positionnement spéculatif sur le dollar est relativement étiré à la hausse. À terme, le risque du dollar US paraît généralement être orienté à la baisse à la fois à court terme, puisque l'humeur des investisseurs revient à la normale, et à long terme, en raison du creusement des déficits budgétaires et du compte courant des États-Unis. Nous croyons qu'une couverture rapide des vastes positions courtes spéculatives aura pour effet d'amplifier le rebond causé par l'inversion du dollar, ce qui nous ramènera à notre prévision de 1 300 \$ pour l'an prochain.

Graphique 10

Les rendements pèsent sur l'or; la force du billet vert fait peser plus de poids



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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 consécutrice 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 coches 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.