

Pétrole en hausse et métaux en repli à cause des craintes d'une guerre commerciale

- Malgré les fondamentaux favorables du pétrole et l'humeur optimiste des marchés, des risques politiques croissants pèsent sur l'offre par rapport à la demande mondiale : la nomination de partisans de la ligne dure à la tête du Conseil national de sécurité et du Département d'État préfigure un durcissement potentiel de la politique étrangère américaine à l'endroit des grands États producteurs comme l'Iran et le Venezuela.
- Dans les derniers jours de mars, les rabais sur le pétrole lourd canadien se sont vite améliorés et s'établissent actuellement à moins de 17 \$ le baril; bien que nous nous attendions à ce que les rabais baissent puisque le transport ferroviaire est venu combler l'écart creusé par les oléoducs surchargés, l'envergure et le rythme du dernier retraceur ne semblent pas cadrer avec les tendances actuelles de la capacité d'export, et nous nous attendons à ce que les rabais se remettent à augmenter.
- La décision de Kinder Morgan de suspendre les dépenses non essentielles consacrées à l'oléoduc Trans Mountain Expansion (TMX) jusqu'à ce que les investisseurs soient plus rassurés pèse lourdement sur l'avenir de la production pétrolière dans l'Ouest canadien. Dans nos perspectives à long terme, nous supposons que le TMX ou le KXL sera construit au début des années 2020; or, il sera de plus en plus difficile de livrer sur les marchés le brut canadien, en l'absence de cette infrastructure essentielle, ce qui veut dire que les rabais sur le WCS seront de plus en plus importants.
- Les premières séances boursières du nouveau contrat à terme de la Chine sur le pétrole ont été couronnées de succès, et bien que l'indice repère doive surmonter quelques obstacles de taille, ce contrat, qui répond à un besoin direct, est appelé à devenir un grand marqueur pour la région.
- Les cours des métaux de base se sont repliés parce que les craintes d'une guerre commerciale se multiplient; mais l'avenir reste prometteur et la léthargie actuelle devrait être passagère.
- Les cours de l'or profitent de la hausse du risque aux yeux des investisseurs, qu'il s'agisse de la nomination de tenants de la ligne dure au CNS et au Département d'État ou du ton qui monte entre Washington et Beijing et qui frôle la guerre commerciale.

PÉTROLE : PERSPECTIVES PROMETTEUSES, MALGRÉ UN POSITIONNEMENT QUI FAIT SOUFFLER DES VENTS CONTRAIRES À COURT TERME

En mars, les cours du pétrole ont monté, pour clore le mois à 65 \$ le baril (WTI) contre 61 \$ le baril à la fin de février. Dans le monde entier, les fondamentaux semblent prendre du mieux, les stocks continuent de baisser aux États-Unis et dans les pays membres de l'OCDE, et l'humeur des marchés atteint des niveaux presque sans précédent d'optimisme, comme l'indiquent les positions spéculatives nettes. Les cours ont fait beaucoup mieux, au premier trimestre de 2018, que ce qui était prévu à l'origine, et on s'attend vraiment à ce que le marché soit plus tendu à terme, ce qui fera monter les cours dans les 18 à 24 prochains mois.

En fait, s'il y a lieu de s'inquiéter sur le marché à l'heure actuelle, c'est bien à cause de l'unilatéralité de l'humeur actuelle. Les positions courtes spéculatives en pourcentage des participations ouvertes sur les grands contrats pétroliers atteignent des creux jamais vus depuis sept ans (graphique 1), de sorte qu'il y a peu d'autres acheteurs potentiels et qu'il y a un risque considérable de baisse des cours à court terme lorsque les positions se normaliseront. Nous nous attendons à ce qu'une rationalisation de ce positionnement asymétrique fasse baisser les cours dans le prochain mois avant d'ouvrir la voie à un nouveau relèvement des cours du brut sur fond de perspectives essentiellement haussières.

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

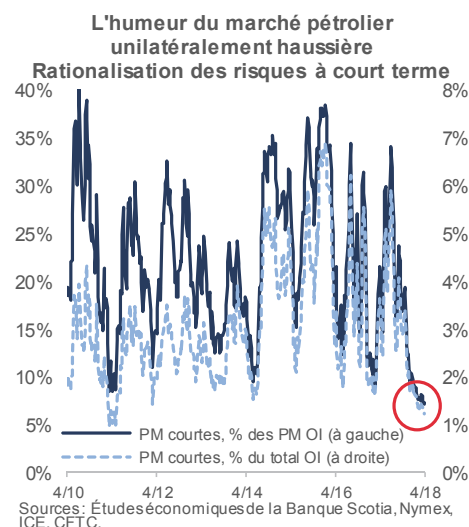


Tableau 1

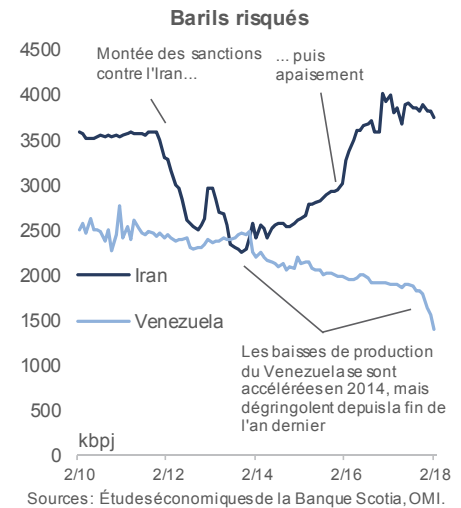
Indice Scotia des prix des produits			
mars 2018	(variation en %)		
	M/M	A/A	Cumul
Tous les produits*	1,5	10,2	8,6
Industriels	1,0	9,9	8,5
Pétrole et gaz	3,6	12,6	6,5
Métaux et minéraux	-2,0	-0,3	1,9
Produits forestiers	2,2	26,6	26,1
Agriculture	3,7	11,5	9,4
janvier 2007 = 100			
	2018		
	mars	févr	Moyenne à ce jour
Tous les produits	120,5	118,7	119,8
Industriels	116,5	115,3	116,4
Pétrole et gaz	90,2	87,1	90,4
Métaux et minéraux	129,2	131,8	130,9
Produits forestiers	161,9	158,4	157,5
Agriculture	142,5	137,4	138,2

*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 7.

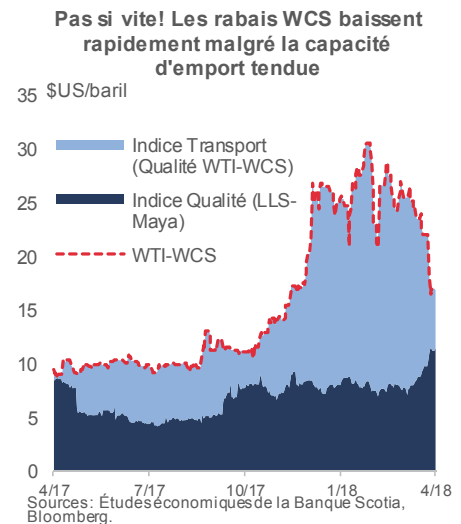
Au sein du gouvernement américain, les changements de personnel, qui ont accentué les risques [géo]politiques perçus, font souffler de légers vents favorables sur les cours du pétrole. La nomination de John Bolton au poste de conseiller national de la sécurité des États-Unis et la candidature de Mike Pompeo comme secrétaire d'État laissent entrevoir un durcissement de la politique étrangère américaine; tous deux sont bien connus pour être les partisans d'une ligne relativement dure dans les positions sur la politique étrangère et remplacent des modérés dans deux des rôles principaux dans la politique étrangère du gouvernement américain. Les deux vecteurs les plus importants qui pourraient, dans cette évolution de la politique étrangère, avoir une incidence sur le marché du pétrole sont la décision probable des États-Unis de modifier les conditions du pacte nucléaire avec l'Iran, de même que les sanctions potentielles à l'encontre du régime Maduro au Venezuela. **L'administration Trump doit décider d'ici le 12 mai s'il faut proroger les renonciations aux sanctions contre l'Iran,** et il paraît de plus en plus probable que la Maison-Blanche veuille se défaire du pacte. La production de pétrole iranien a gagné 1,2 Mbpj — pour passer de 2,6 Mbpj au début de 2015 à 3,8 Mbpj environ à l'heure actuelle (graphique 2) — suivant la conclusion de l'accord sur le nucléaire, et ce gain est menacé si les États-Unis réclament des modifications au pacte. Les autres parties à cet accord — par exemple les alliés européens, la Chine et la Russie — sont toujours favorables au pacte, et il est improbable que l'intervention unilatérale des États-Unis vienne effacer la totalité du gain iranien de 1,2 Mbpj; toutefois, les sanctions financières américaines pourraient compliquer la logistique des paiements en dollars américains, il deviendrait aussi plus difficile de souscrire l'assurance de transport maritime nécessaire, et généralement, les sanctions viendraient peser sur les niveaux de production actuels. Dans le même temps, **les sanctions économiques potentielles adoptées à l'encontre du Venezuela pourraient peser davantage sur l'industrie pétrolière de plus en plus fragile de ce pays.** Le secteur de l'énergie au Venezuela est plus tributaire des raffineries américaines de la côte du golfe du Mexique que ce que bien des observateurs reconnaissent, puisqu'il s'agit de la principale destination du pétrole lourd vénézuélien et de l'un des seuls fournisseurs d'hydrocarbures plus légers nécessaires pour diluer ce pétrole lourd. La rupture de cette chaîne d'approvisionnement porterait un dur coup au secteur pétrolier du Venezuela, en affaiblissant encore une industrie déjà en difficulté, dont la production a chuté à 1,4 Mbpj en février, ce qui représente une baisse de 0,4 Mbpj depuis novembre et plus de 1 Mbpj depuis janvier 2014 (graphique 2).

Les cours du pétrole lourd canadien (WCS) ont été étonnamment vigoureux, même si les différentiels entre le WCS et le WTI ont baissé rapidement pour passer de 22 \$ – 27 \$ le baril à la mi-mars à moins de 17 \$ le baril au moment d'écrire ces lignes (graphique 3). Même si nous nous attendions à une amélioration graduelle du rabais sur le WCS lorsque les livraisons ferroviaires de pétrole ont repris, le dernier rapprochement est intervenu un peu trop rapidement et a porté les différentiels à un niveau un peu trop faible, compte tenu des tendances dominantes dans le secteur pétrolier canadien, à notre avis. Ce rapprochement est logique comme phénomène transitoire : on s'attendait à ce que les rabais élevés viennent encourager le transport ferroviaire du pétrole, ce qui grignoterait graduellement le différentiel lorsque les barils sortiraient des usines, et la raffinerie de Sturgeon a commencé à produire, ce qui a fait baisser, en Alberta, la demande de 50 kbpj. Ceci dit, nous nous attendons toujours à ce qu'une nouvelle capacité de production de 400 à 500 kbpj soit mise en service d'ici la fin de 2019 et ces barils auront de la difficulté à trouver des débouchés. La Ligne 3 devrait être mise en service au deuxième semestre de 2019; or, il n'est pas impossible que ce calendrier soit décalé, compte tenu de l'expérience récente. Dans l'ensemble du pays, la capacité de transport ferroviaire est aussi très tendue : il y a peu de wagons nouveaux et encore moins de mécaniciens pour répondre à une demande de transport ferroviaire du pétrole qui pourrait se multiplier par trois d'ici pareille date l'an prochain. Sur cette toile de fond précaire pour la capacité d'export, nous croyons que les faibles rabais actuels se remettront à monter lorsque l'offre du bassin sédimentaire de l'Ouest canadien reprendra du mieux. À plus long terme, **la nouvelle récente selon laquelle Kinder Morgan suspendrait les dépenses non essentielles consacrées au pipeline Trans Mountain Expansion (TMX) jusqu'à ce que le climat de l'investissement soit plus rassurant pèse lourdement sur l'avenir de la production dans l'Ouest canadien.** Dans nos perspectives actuelles à long terme, nous supposons que l'oléoduc TMX ou KXL sera

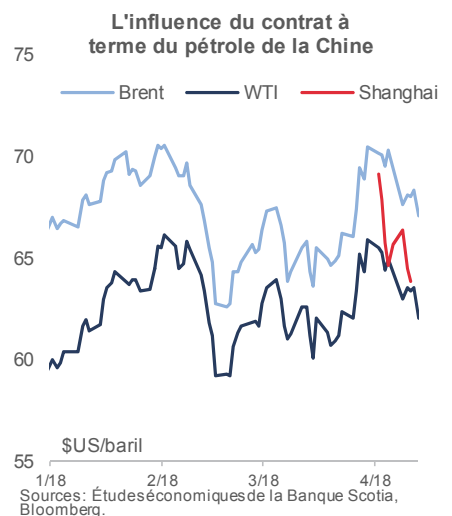
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



achevé au début des années 2020; en l'absence de cette importante capacité de transport par oléoduc, les rabais sur le brut canadien augmenteront encore plus pour compenser le mauvais sort qui s'acharne sur le brut canadien dans les marchés mondiaux.

Le 26 mars 2018, après de nombreux retards, le nouveau contrat à terme sur le pétrole de la Chine a commencé ses opérations en Bourse (graphique 4). D'après la plupart des indicateurs, le lancement de ce nouveau contrat a été un franc succès, malgré le scepticisme initial voulant que le contrat libellé en yuans finisse simplement par devenir un contrat de devises par rapport aux indices repères en dollars américains comme le WTI et le Brent. Le contrat inscrit à la Bourse de Shanghai, qui est toujours aux prises avec de nombreux obstacles dont il doit triompher — et qui sont essentiellement liés au compte de capital fermé de la Chine et à la naissance du marché financier dans la région —, répond pourtant à un besoin légitime, puisque la Chine pourra ainsi devancer les États-Unis comme premier importateur mondial de brut étranger. **Trois aspects du nouveau contrat le rendent très différent par rapport au WTI et au Brent**, qui sont les deux principaux indices repères mondiaux du brut, et qui représentent ce que la plupart veulent dire quand il est question du « cours du pétrole ».

Premièrement, la géographie : le contrat est essentiellement inscrit sur la Bourse des contrats à terme de Shanghai, ce qui permet aux acheteurs et aux vendeurs qui exercent leurs activités en Chine de mieux couvrir le risque en fonction de la conjoncture locale de l'offre et de la demande, plutôt que selon les conditions qui règnent dans la mer du Nord (Brent) ou dans les parcs de réservoirs de l'Oklahoma (WTI). Deuxièmement, la qualité : le contrat de Shanghai est lié à une qualité sulfurée moyenne de brut qui rend plus fidèlement compte de l'ensemble des raffineries régionales que le Brent ou le WTI, qui sont des bruts légers non sulfurés. On peut ainsi mieux gérer les risques liés à la valeur relative du brut par rapport à leur gravité (pétrole léger ou pétrole lourd) et à leur teneur en soufre (non sulfurée ou sulfurée). Enfin, la devise : le contrat est libellé en yuans plutôt qu'en dollars américains. Bien qu'à long terme, nous puissions entrevoir une évolution dans le règlement des achats de brut en devises distinctes du dollar américain, à court terme, cet aspect a deux incidences intimement liées : premièrement, il limitera l'intérêt porté au contrat en raison du compte de capital fermé de la Chine et de son illiquidité sur les marchés extraterritoriaux en yuans; deuxièmement, le contrat pourrait avoir pour effet d'accroître la demande externe de yuans, ce qui permettrait d'ouvrir ce compte de capital : l'un des grands obstacles qui se dressent contre l'ouverture d'un compte de capital en Chine est la demande intérieure orientée à la hausse d'investissements plus rentables hors du territoire continental.

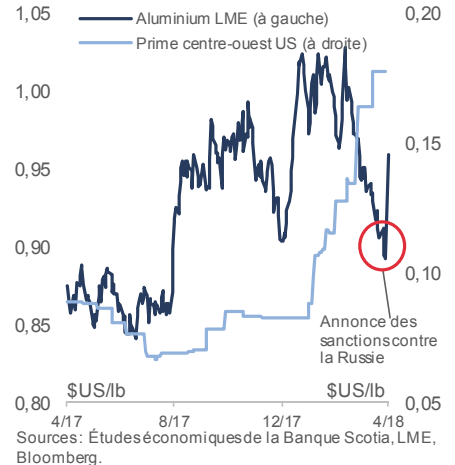
MÉTAUX : COURS EN REPLI SUR FOND DE CRAINTE D'UNE GUERRE COMMERCIALE; PERSPECTIVES TOUJOURS AUSSI FERMES

Les cours des métaux ont beaucoup profité de la vigueur de l'activité industrielle qui a accompagné le regain synchronisé de la croissance économique mondiale. Malheureusement, ils se sont aussi repliés de concert lorsque les craintes ont commencé à se multiplier : on redoute en effet que les roulements de tambour de la guerre commerciale et les envolées rhétoriques de plus en plus enflammées entre Washington et Beijing viennent mettre un terme à l'activité prépondérante en métaux. Au-delà des grands titres de l'actualité, nous nous attendons à ce que les cours des métaux de base reprennent une trajectoire haussière graduelle grâce à la fois à la demande constante et à l'absence de nouveaux chantiers miniers.

Dans le cadre du discours de plus en plus enflammé sur la guerre commerciale, les États-Unis ont décidé d'imposer des sanctions tarifaires sur les importations d'aluminium — d'abord à tous les pays, et non seulement à ceux qui n'ont pas pu en être exemptés par l'administration. Bien que les cours mondiaux de l'aluminium se soient repliés avec le reste du complexe des métaux de base en mars, les marchés ont réagi aux sanctions annoncées en relevant les primes dans le Centre-Ouest américain, qui ont plus que doublé pour passer de 0,08 \$ la livre (soit essentiellement 8 % du contrat de la LME) en janvier à 0,18 \$ la livre (20 % du contrat de la LME) au moment d'écrire ces lignes (graphique 5). Les États-Unis restent structurellement tributaires de l'aluminium importé et on s'attend à ce que le fardeau tarifaire retombe essentiellement sur les industries américaines consommatrices d'aluminium. Le dernier train de sanctions imposées par Washington à l'encontre de sept oligarques russes a fait brusquement monter les cours de l'aluminium (graphique 5) en raison de l'incertitude qui règne

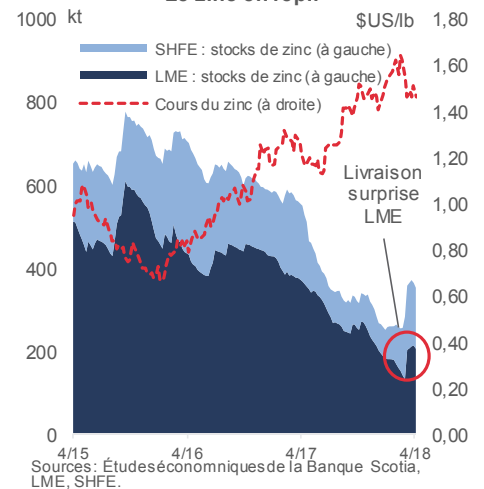
Graphique 5

Les primes sur l'aluminium US culminent en raison de l'imminence des sanctions



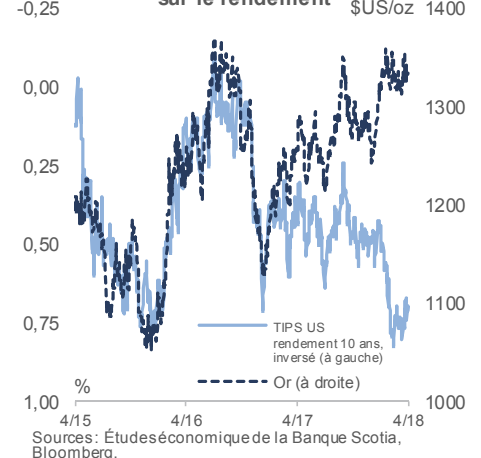
Graphique 6

Le zinc en repli



Graphique 7

Gains de l'or issus du risque politique, compensation des vents contraires sur le rendement

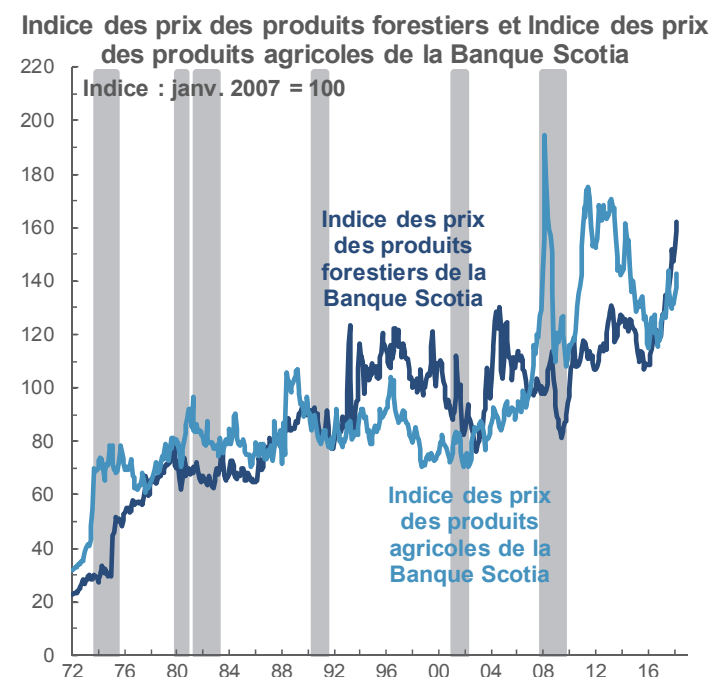
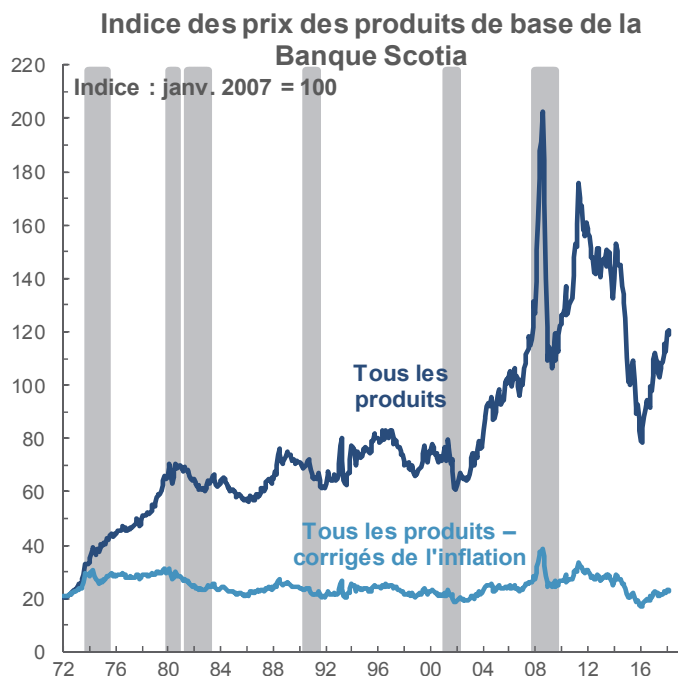


sur les livraisons éventuelles de Rusal, qui produit 7 % de l'offre mondiale d'aluminium et qui a déjà été dirigée par l'un des sept oligarques visés par les sanctions.

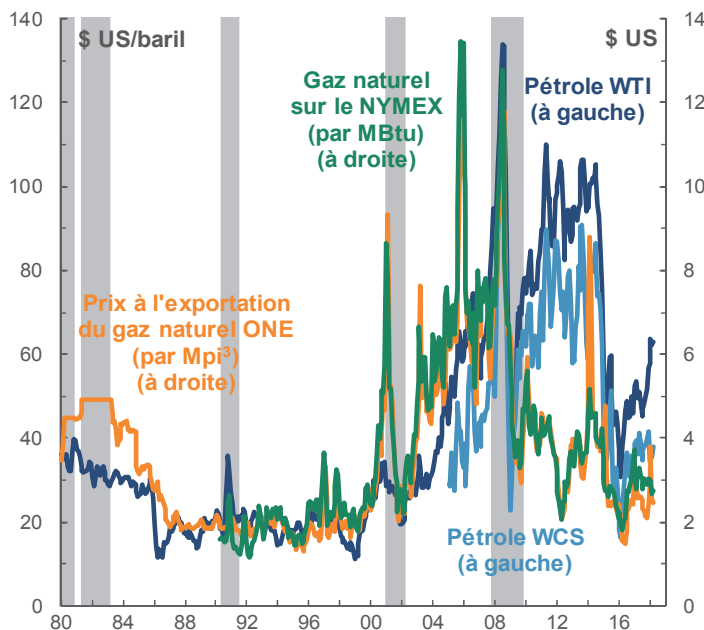
Les cours du zinc ont eux aussi plongé de concert avec le reste du marché des métaux de base après avoir franchi le seuil de 1,60 \$ la livre pour la première fois depuis plus d'une dizaine d'années. L'humeur des marchés n'a pas été favorisée par une livraison surprise sur les stocks inscrits en Bourse, qui ont augmenté de 45 % entre le début et la fin de mars (graphique 6). Or, nous croyons que ce tonnage ne s'explique par rien d'autre que les stocks finaux et moins visibles qui se sont finalement frayé un chemin dans le système d'entreposage de la Bourse LME et que des fondamentaux extrêmement favorables viendront à nouveau relever les cours du zinc jusqu'à la fin de 2018.

Enfin, compte tenu de tout le discours sur les risques politique — soit aussi bien le durcissement dans l'évolution de la politique étrangère américaine que les roulements de tambour de la guerre commerciale —, la prime de risque dont bénéficie l'or semble permettre au métal précieux de résister aux vents contraires liés à la hausse des taux d'intérêt directeurs (graphique 7). Le cours de l'or est fortement et négativement associé à la hausse des taux d'intérêt, ce qui augmente le manque à gagner des placements dans le métal jaune improductif. Bien que la relation entre les cours de l'or et les rendements réels se soit amoindrie en 2017, nous avons constaté une brusque dislocation à la fin de janvier, qui a perduré jusqu'au début d'avril, ce qui dénote une hausse des risques perçus par le marché et des achats de valeurs refuges.

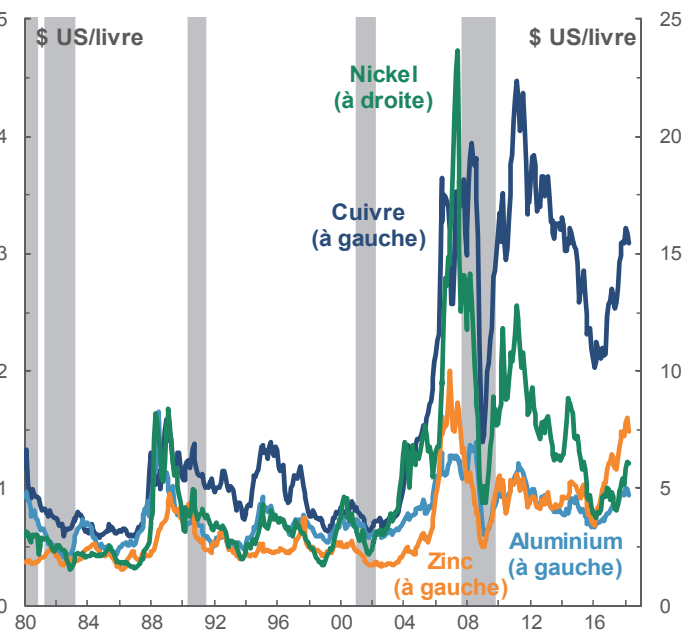
Prévisions des cours		2000–2016			2018 CUM	2017	2018P	2019P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19.40	62.70	134.02	62.87	50.85	57	60
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19.06	65.53	134.56	67.33	54.75	62	65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



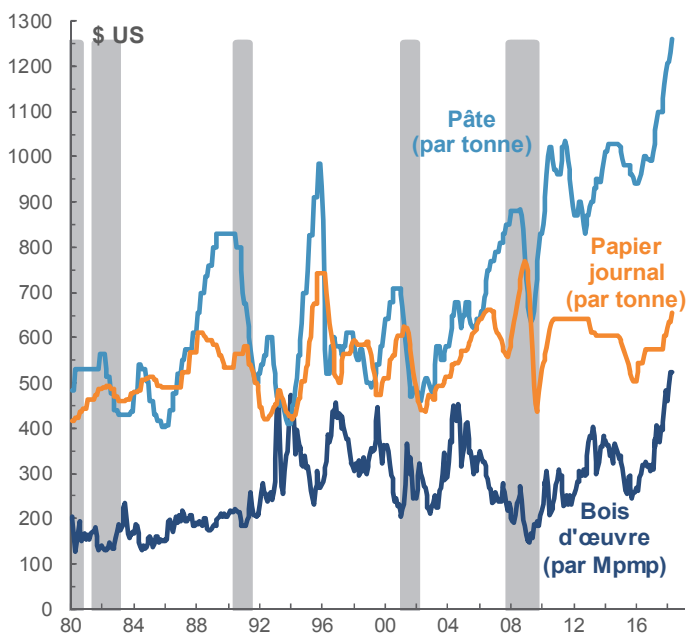
Cours du pétrole et du gaz



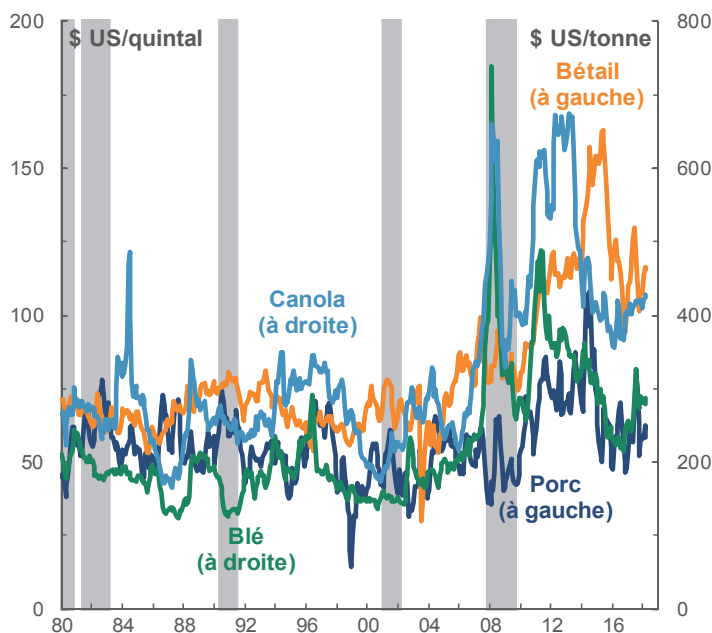
Cours des métaux



Cours des produits forestiers



Cours des produits agricoles



Note technique

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

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

La composition de l'indice est la suivante :

PÉTROLE ET GAZ

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

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

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

MÉTAUX ET MINÉRAUX

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PRODUITS FORESTIERS

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

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

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

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

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

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

PRODUITS AGRICOLES

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

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

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

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

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

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

Indice Scotia des prix des produits — Composition et poids

Composante	Valeur des exportations nettes en 2010 (millions de dollars)	Poids (%)
INDICE DU PÉTROLE ET DU GAZ	46 537	39,90
Pétrole brut et produits raffinés	33 231	28,49
Gaz naturel et GNL	11 741	10,07
Liquides du gaz naturel	1 565	1,34
INDICE DES MÉTAUX ET MINÉRAUX	35 109	30,10
Cuivre	3 160	2,71
Zinc	1 255	1,08
Plomb	579	0,50
Aluminium	6 045	5,18
Nickel	4 246	3,64
Or	4 678	4,01
Charbon	4 757	4,08
Minéral 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.