

L'humeur macroéconomique maussade et la force du dollar pèsent toujours sur les produits de base

- Les cours des matières premières ont décroché des fondamentaux, et le poids combiné de la détérioration de la macroconjoncture et de la vigueur du dollar américain continue de peser sur les contrats des produits de base.
- La possibilité que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ralentisse l'activité industrielle chinoise est le plus grand risque qui explique, à l'heure actuelle, l'humeur négative du marché des produits de base; nous nous attendons toujours à ce que les craintes se dissipent à la fin de l'été, grâce aux progrès accomplis dans le commerce, et à ce que les nouvelles mesures de relance de l'économie chinoise relèvent les cours au niveau auquel ils se situaient pour la plupart au début de juin.
- Malgré les fondamentaux économiques contrastés, mais toujours encourageants, les produits de base sont aujourd'hui portés par le pari que la croissance déraillera; récemment, les transactions spéculatives à découvert ont atteint des sommets sans précédent pour des produits comme le cuivre, généralement considéré comme un baromètre du cycle industriel mondial.
- Les perspectives de l'accès au marché pétrolier de l'Ouest canadien ont accusé un dur coup quand la Cour d'appel fédérale a décidé d'infirmer les approbations délivrées pour l'agrandissement de l'oléoduc Trans Mountain, en faisant valoir que les Premières Nations n'ont pas été consultées suffisamment et qu'on n'a pas tenu compte, dans l'évaluation environnementale, de l'activité de transport par navire-citerne.

Les cours des matières premières ont décroché des fondamentaux, et le poids combiné de la détérioration de la macroconjoncture et de la vigueur du dollar américain — dont les causes sont exposées plus en détail dans le [rapport de juillet](#) — continue de peser sur les contrats des produits de base. En juillet, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a perdu 0,7 % en glissement mensuel, surtout en raison de la léthargie du sous-indice des métaux. Les nouvelles sanctions tarifaires et le coup dur qu'elles ont porté à l'activité manufacturière chinoise (graphique 1), l'incertitude qui règne en ce qui concerne l'équilibre des politiques de Beijing entre le désendettement et la relance, les tensions financières sur les marchés émergents et le relèvement considérable du dollar américain se sont tous conjugués pour freiner les gains réalisés par les produits de base dans les deux dernières années et demie. Les cours des métaux de base — qui ont perdu plus d'un cinquième depuis la mi-juin — continuent d'absorber de plein fouet les vents contraires; or, la remontée des cours du pétrole paraît elle aussi se ralentir en raison des inquiétudes qui planent sur la demande, et l'or s'échange à moins de 1 200 \$ l'once pour la première fois depuis la fin de 2017 en raison de la vigueur du billet vert. Bien qu'il s'agisse d'autant de signes que l'activité prépondérante en matières premières se ralentisse, l'économie mondiale reste vigoureuse et la croissance économique est généralisée; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que les cours des produits de base se rétablissent d'ici la fin de l'année.

PLEINS FEUX SUR BEIJING : LE MOMENT EST-IL BIEN CHOISI POUR DES MESURES DE RELANCE?

La Chine, qui intervient pour plus de la moitié dans la demande mondiale de la plupart des matières industrielles, est toujours un grand motif de préoccupation. Dans le domaine du bâtiment en Chine, l'activité, qui est l'un des grands facteurs de la demande de métaux, était déjà au ralenti (graphique 2), du fait des efforts de désendettement de Beijing. (Pour en savoir plus sur le pivot économique de la Chine, veuillez cliquer [sur ce lien](#) et consulter les pages 1 et 2.) Aujourd'hui, l'activité manufacturière se ralentit elle aussi en raison de la multiplication des

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

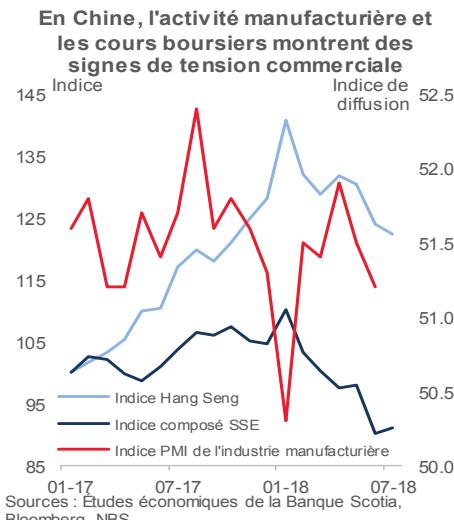


Tableau 1

Indice Scotia des prix des produits

	juillet 2018			janvier 2007 = 100
	M/M	A/A	Cumul	
Tous les produits*	-0.7	13.6	12.7	
Industriels	-0.7	19.4	14.5	
Pétrole et gaz	5.0	29.6	16.8	
Métaux et minéraux	-4.8	5.6	5.1	
Produits forestiers	-3.0	26.6	28.2	
Agriculture	-1.1	-8.4	4.7	
				2018
				Moyenne
				juil jun à ce jour
Tous les produits	120.9	121.7	121.3	
Industriels	118.9	119.7	118.6	
Pétrole et gaz	100.1	95.4	95.6	
Métaux et minéraux	117.3	123.2	125.4	
Produits forestiers	173.4	178.8	167.1	
Agriculture	131.5	132.9	136.4	

*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.

sanctions tarifaires américaines, et les marchés boursiers intérieurs sont victimes des tensions imposées aux exportateurs. Les décideurs de Beijing doivent aujourd’hui choisir entre :

1) poursuivre l’effort de désendettement dans le souci de la stabilité à long terme; ou 2) compenser le poids des sanctions tarifaires américaines par des mesures de relance renouvelées, afin de répondre à ce qu’ils croient être un impératif à court terme. Bien que la chronologie des mesures de relance adoptées en réaction aux sanctions soit incertaine, le gouvernement chinois dispose d’une pléthore de ressources pour atténuer l’impact des sanctions tarifaires et prévoit un solide filet de sécurité pour la demande de ressources chinoises — d’autant plus que les mesures de relance viendraient probablement dynamiser les secteurs traditionnels comme la construction et les infrastructures, qui sont aussi prépondérantes en métaux, voire plus, que l’activité manufacturière.

Les signes de la relance se font déjà jour; or, l’imprévisibilité des négociations commerciales avec la Maison-Blanche permet difficilement à Beijing de s’engager à adopter un train de politiques plus vigoureuses. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine est toujours la menace la plus lourde qui plane sur la demande mondiale de produits de base, et malgré le caractère contradictoire des rugissements mercantilistes de la Maison-Blanche, il est improbable que ce conflit soit réglé sous peu. Malheureusement, le sort des perspectives économiques est de plus en plus livré à un bras-de-fer entre la rationalité et la personnalité, cette dernière ayant récemment le dessus. Toutefois, même si une guerre commerciale fait rage en toile de fond, nous croyons que la croissance mondiale restera résiliente. Les sociétés minières font valoir une thèse comparable : la plus grande société minière dans le monde affirme que même si les querelles commerciales augmentent les risques pour la croissance économique, elles ne produisent pas de « choc récessionniste » sur le système mondial.

Au-delà des frontières de la Chine, les tensions qui pèsent sur les marchés émergents s’expriment surtout en Turquie et en Argentine, pays qui comportent tous deux des risques idiosyncrasiques qui ne sont pas représentatifs de l’ensemble de cette catégorie d’actifs (graphique 3). Nous croyons que les craintes se dissiperont vers la fin de l’été grâce aux progrès accomplis dans le dossier commercial et que les mesures de relance de la Chine ramèneront les cours au niveau où ils se situaient au début de juin.

LA LÉTHARGIE DES COURS, TOUJOURS ATTRIBUABLE À DES PARIS SPÉCULATIFS SUR LE RALEMENTISSEMENT DE LA CROISSANCE, CE QUI VIENT ÉMOUSSER LES SIGNAUX FONDAMENTAUX

Malgré des fondamentaux contrastés, mais toujours encourageants, les produits de base sont actuellement portés par les paris voulant que la croissance se dégrade. Les cours ont baissé encore plus en raison des transactions spéculatives à découvert qu’à cause de la léthargie des achats au comptant, et du fait de la surexposition à découvert — la plus importante dans les contrats de cuivre de la COMEX (graphique 4) —, il est probable que toute remontée éventuelle des cours soit brusque et brutale, puisque les positions à découvert finiront par être couvertes. BHP Billiton a averti ses investisseurs que « les risques baissiers se sont multipliés » de concert avec des conflits commerciaux qui paraissent interminables. Bien que ces conflits n’aient pas provoqué de « choc récessionniste », ils ont quand même écorné la croissance mondiale généralisée et synchronisée qui étaye depuis les deux dernières années les cours des métaux.

Les vents contraires de la macroconjoncture viennent émousser les signaux lancés par les fondamentaux propres aux produits de base. Pour le cuivre, la période estivale était censée être fertile en rebondissements en raison de la renégociation des contrats du travail dans d’importantes mines latino-américaines; toutefois, l’issue des négociations à la mine Escondida au Chili, qui est le plus grand fournisseur de cuivre dans le monde, n’a pas réussi à faire bouger les cours du cuivre en raison des distractions causées par les fuites dans les dernières négociations syndicales. Il faudra un important retournement pour chasser ce macronuage qui assombrit les cours des produits de base; cette évolution sera vraisemblablement liée au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ou à une orientation vigoureuse des nouvelles mesures de relance de l’économie chinoise.

Bien que la presse financière se soit surtout épanchée sur la déroute des cours du cuivre, la performance du zinc est encore moins inspirante. Après avoir atteint un sommet depuis 11 ans, à plus de 1,60 \$ la livre en février, les cours du métal qui sert essentiellement à galvaniser l’acier ont perdu plus du tiers pour atteindre des creux sur deux ans d’un peu plus de un dollar la livre

Graphique 2

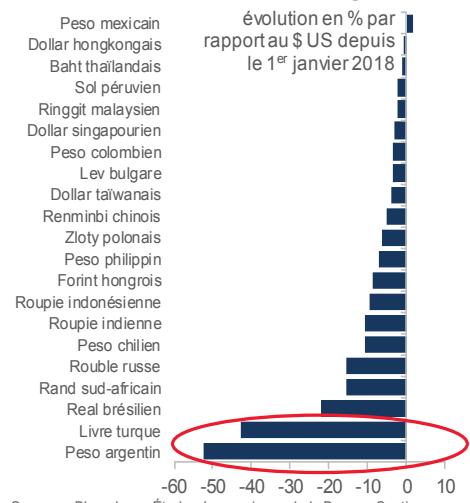
La construction en Chine pesait déjà sur la demande de matières



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, NBS.

Graphique 3

Sur les MÉ, les tensions se manifestent surtout en Turquie et en Argentine



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 4

Position spéculative à découvert sans précédent sur le cuivre en pariant sur un ralentissement de la croissance



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, CFTC.

(graphique 5). La séquence haussière du zinc a été portée par les craintes des pénuries de l'offre; toutefois, les cours élevés, qui ont aujourd'hui fait leur œuvre, devaient encourager les nouveaux investissements dans l'offre minière. La demande de zinc s'est également détériorée en raison du ralentissement du secteur de la construction en Chine et des sanctions tarifaires américaines sur l'acier. En plus des préoccupations fondamentales du zinc, les signaux techniques baissiers viennent valider les craintes d'une baisse des cours. Bien que les fondamentaux du zinc aient certes dérapé légèrement par rapport à leur vigoureux début de l'année, nous croyons que la sortie de route actuelle du zinc est exagérée et que les cours rebondiront probablement avec ceux du complexe des métaux de base.

LES COURS DU PÉTROLE ÉVOLUENT EN ZIGZAG; L'AVENIR DE L'ACCÈS AUX MARCHÉS DU PÉTROLE DE L'OUEST CANADIEN EST ASSOMBRI PAR LA DÉCISION DANS LE DOSSIER TRANS MOUNTAIN

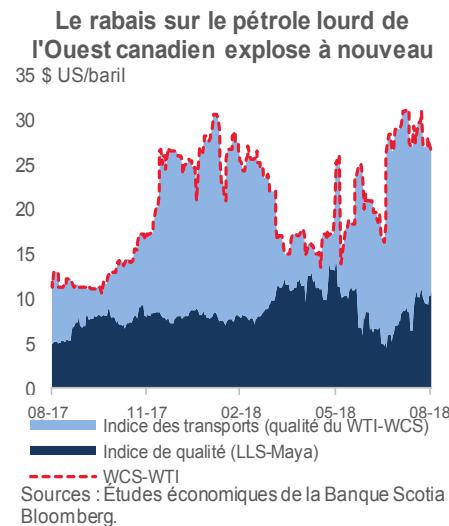
Le brut est lui aussi tenu en laisse par les craintes qui règnent sur la macroconjuncture et la croissance de la demande, même si on a appris, au début de la semaine, que les livraisons de pétrole iranien ont reculé plus rapidement que ce à quoi s'attendaient de nombreux acteurs du marché. Le rapport de WSJ indique que l'Iran s'attend à ce que ses exportations baissent d'un tiers, en septembre, pour passer à 1,5 Mbpj, contre 2,3 Mbpj en juin. La perte de ~800 kbpj, si elle perdure, représente près du double de celle à laquelle nous nous attendions en mars lorsqu'on a annoncé que les États-Unis se retirent du pacte nucléaire avec l'Iran. Comme prévu, la baisse des livraisons s'explique essentiellement non pas parce que les pays ne veulent pas acheter le pétrole iranien — la Chine et l'Union européenne, entre autres, ont exprimé la volonté de se pencher sur les moyens d'éviter les restrictions américaines —, mais plutôt parce que les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de transport maritime sont de plus en plus réticentes à l'idée de financer, d'assurer et de transporter le brut iranien de crainte de contrevenir aux règles américaines.

En deçà de nos frontières, les perspectives de l'accès au marché du pétrole de l'Ouest canadien a accusé un dur coup quand la Cour d'appel fédérale a décidé d'infirmer les approbations délivrées pour le projet d'agrandissement de l'oléoduc Trans Mountain (PAOTM). La Cour a décidé que le gouvernement n'avait pas respecté son obligation de consulter en bonne et due forme les groupes des Premières Nations sur le tracé de l'oléoduc et reproche de ne pas avoir tenu compte, dans l'évaluation des répercussions environnementales de l'Office national de l'énergie, du transport par navire-citerne. Cette nouvelle a été annoncée après que le rabais sur le WCS — principal indice repère des exportations de brut lourd canadien — ait explosé pour s'établir à plus de 30 \$ le baril, en raison à la fois de la léthargie des raffineries du Midwest, du rendement opérationnel de Syncrude et de la performance plus léthargique que nécessaire du transport ferroviaire (graphique 6). Nous marchons sur un fil de fer pour ce qui est des limites de la capacité d'emport à partir de l'Ouest canadien, et les moindres soubresauts dans la production, dans la demande des raffineries ou dans l'activité ferroviaire peuvent facilement porter à plus de 10 \$ le baril les rabais en une semaine. Toutefois, puisque le calcul économique du transport ferroviaire du pétrole est essentiellement rentable à des niveaux de rabais de plus de 18 \$-20 \$ le baril, les mouvements nettement supérieurs à ce niveau devraient être temporaires, le temps que les fournisseurs de services de transport ferroviaire décident de monnayer la décision dans le domaine du transport. Compte tenu d'un rabais type de 13 \$-15 \$ le baril dans les périodes au cours desquelles la capacité d'emport est suffisante, la dernière décision rendue dans le PAOTM viendra probablement prolonger d'au moins un an la durée des rabais inférieurs au niveau optimal sur les cours du WCS — qui sont liés au seuil de rentabilité du transport ferroviaire du pétrole (18 \$-20 \$ le baril).

Graphique 5

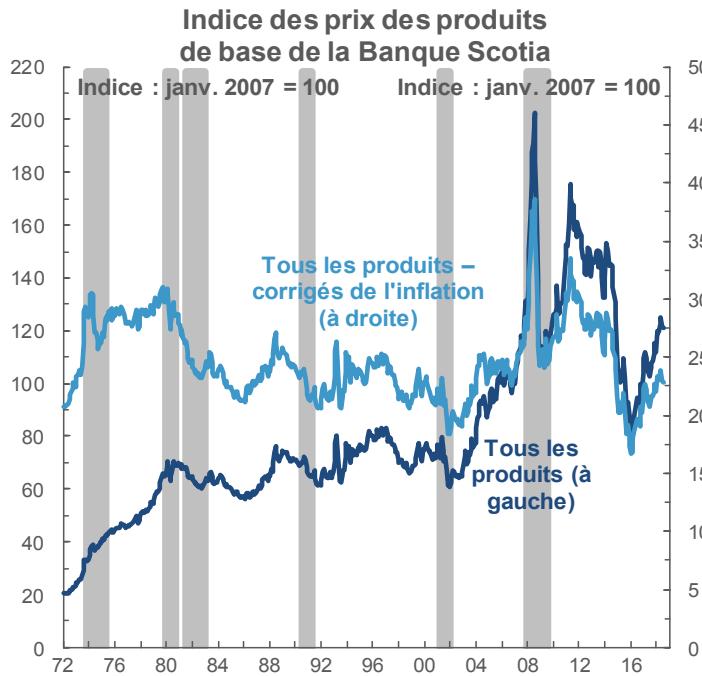


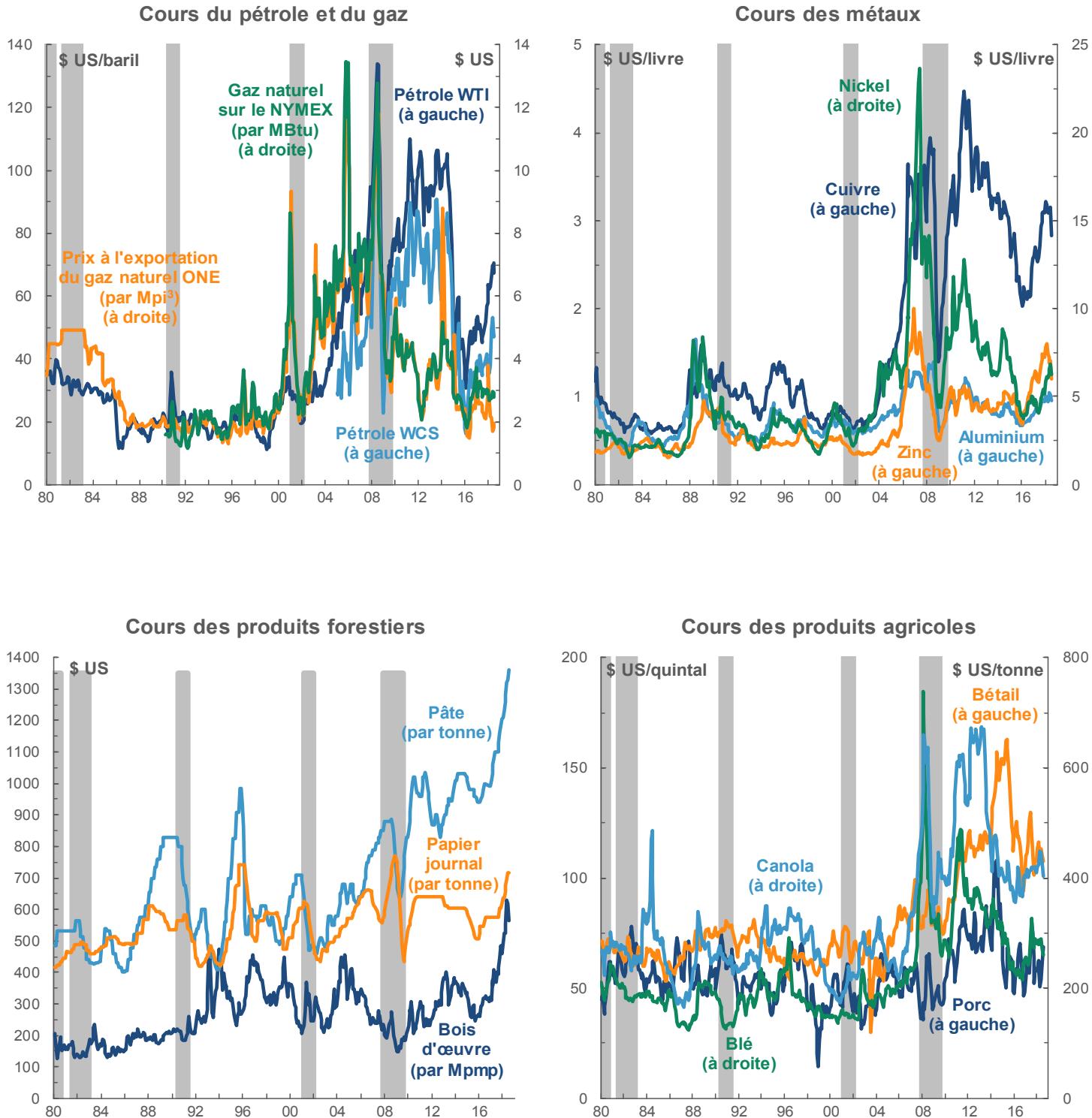
Graphique 6



Prévisions des cours		2000-2016			2017	2018 cum	2018P	2019P
		Min. mensuel	Moy. période	Max. mensuel				
		moy.	moy.	moy.				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19.40	62.70	134.02	50.85	66.33	68	71
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19.06	65.53	134.56	54.75	71.85	74	77
Escompte* du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-42.50	-16.85	-5.50	-12.74	-22.71	-23	-23
Gaz naturel								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1.81	4.94	13.46	3.02	2.84	2.93	2.90
Métaux et minéraux								
Métaux de base								
Cuivre	\$ US/livre	0.62	2.35	4.48	2.80	3.05	3.10	3.25
Nickel	\$ US/livre	2.19	7.26	23.67	4.72	6.27	6.50	7.00
Zinc	\$ US/livre	0.34	0.81	2.00	1.31	1.41	1.45	1.45
Aluminium	\$ US/livre	0.58	0.86	1.39	0.89	0.99	0.95	1.00
Produits de base en vrac								
Mineraï de fer	\$ US/t	27	108	302	72	69	63	60
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	127	330	188	203	190	160
Métaux précieux								
Or	\$ US/oz t	261	869	1,772	1,257	1,295	1,311	1,300

* Moyenne 2008-16.





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 mpmp), 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 spé. 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.