

## Les craintes macroéconomiques éclipsent le resserrement des marchés physiques

- En mai, l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine a accablé les actifs à risque comme les marchandises, les cours des marchés s'ajustant au ralentissement de la croissance de la demande dans un contexte de contraction de l'activité économique. Nous estimons que cette conjoncture baissière ne repose actuellement sur aucun fondement et qu'elle se résorbera au second semestre de 2019.
- Le président américain a décidé d'imposer des droits de douane sur tous les biens en provenance du Mexique jusqu'à ce que le gouvernement mexicain prenne des mesures concrètes pour enrayer l'immigration clandestine à la frontière sud des États-Unis. L'annonce de cette décision a rapidement perturbé le calme commercial relatif dont profitaient les marchés nord-américains à la suite de l'application de l'article 232 sur les tarifs douaniers visant les exportations d'acier et d'aluminium.
- Les cours pétroliers ont subi leur déclin le plus marqué en un jour en 2019 malgré le fait que les écarts temporels pointaient vers le plus important resserrement des marchés physiques depuis le milieu de 2014, le pessimisme macroéconomique ayant raison de la fermeté des données fondamentales.
- Les risques en matière d'approvisionnement en pétrole continuent d'augmenter, dernièrement en raison d'une crise causée par l'obstruction d'un important oléoduc russe par du brut contaminé et des travaux de traitement subséquents qui pourraient prendre des mois à accomplir.

Les marchés des produits de base se sont de nouveau retrouvés aux prises avec un dégagement boursier déclenché par des conflits commerciaux malgré des signes de plus en plus évidents d'un resserrement de l'offre physique. En mai, la combinaison de coups assénés par la menace d'une imposition de nouvelles sanctions tarifaires sur les exportations entre la Chine et les États-Unis, et par l'inscription du géant des technologies Huawei sur une liste noire américaine a malmené les actifs à risque tels que le pétrole brut, le cuivre et les cours boursiers, et a fait chuter les rendements des bons du Trésor américain à leur plus faible niveau depuis 2017 (graphique 1). Le cours du brut WTI a subi son plus grand recul en un jour de 2019, chutant de 5,7 % malgré le fait que les écarts temporels faisaient état d'une situation de déport particulièrement marquée depuis juin 2014 sur une base semestrielle, reflétant le resserrement important des marchés physiques (graphique 2). Nous continuons à croire que les marchés surévaluent le risque commercial en prévoyant actuellement une léthargie de la demande et que les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine progresseront lorsque les dirigeants de ces deux pays se rencontreront au Sommet du G20 à la fin juin.

Entre temps, les risques liés à l'offre pétrolière continuent d'augmenter sans s'accompagner d'une hausse proportionnelle des prix: La situation au Venezuela demeure désastreuse, l'acheminement de brut par un important oléoduc russe a été interrompu en raison de problèmes de contamination, le dirigeant de la société pétrolière nationale de la Libye a déclaré que la production pétrolière nationale pourrait chuter de 95 % en raison de conflits, et les premiers rapports indiquent que la Chine pourrait du moins temporairement réduire ses commandes de pétrole provenant de l'Iran pour se conformer aux sanctions imposées par les États-Unis, ce qui pourrait entraîner un recul supplémentaire de l'offre. Malgré ces risques, nous prévoyons que les pays membres de l'OPEP et leurs alliés, à la lumière des revirements récents des politiques étrangères américaines, n'accroîtront significativement leur offre que lorsque les rapports sur les stocks feront état de graves pénuries de stocks et nous ne prévoyons pas que les pays producteurs de pétrole s'entendent sur un assouplissement marqué des limites de production lorsqu'ils se rencontreront à la fin juin.

### LES NÉGOCIATIONS COMMERCIALES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE ACHOPPENT ET PÈSENT SUR LES ATTENTES EN MATIÈRE DE DEMANDE DE PRODUITS DE BASE

L'espoir que les États-Unis et la Chine en viennent à une entente après 16 mois de négociation a été réduit à néant au début du mois de mai lorsque Washington a

### RENSEIGNEMENTS

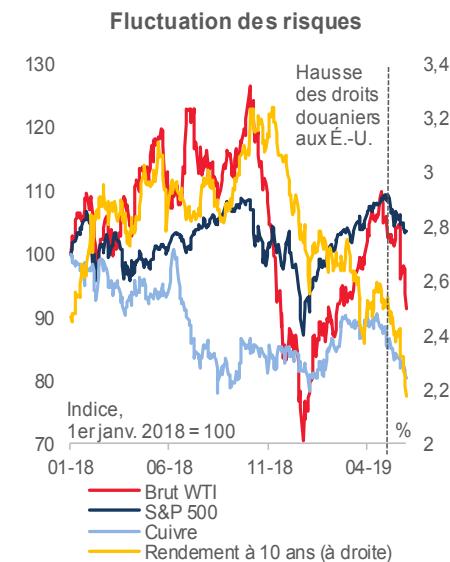
Rory Johnston, économiste, Produits de base

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

[rory.johnston@scotiabank.com](mailto:rory.johnston@scotiabank.com)

### Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

### Indice Scotia des prix des produits

	(variation en %)		
	MM	A/A	Cumul
Tous les produits*	1,4	-1,9	-2,7
Industriels	1,9	-0,4	-1,6
Pétrole et gaz	5,6	5,2	4,2
Métaux et minéraux	1,6	3,7	-2,9
Produits forestiers	-4,1	-15,7	-8,6
Agriculture	-1,3	-9,2	-7,5
<b>janvier 2007 = 100</b>			
	2019		
	Moyenne		
	avr	mar	à ce jour
Tous les produits	120,4	118,7	117,1
Industriels	119,2	117,0	115,1
Pétrole et gaz	104,6	99,1	96,4
Métaux et minéraux	128,2	126,2	124,7
Produits forestiers	140,4	146,5	146,1
Agriculture	126,7	128,3	128,2

\*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.

annoncé que les droits douaniers sur 200 milliards de dollars de biens chinois passeraient de 10 % à 25 % à compter du 1<sup>er</sup> juin en l'absence de progrès décisifs dans les négociations commerciales. Beijing a répliqué quelques jours plus tard en annonçant qu'elle allait relever ses droits de douane jusqu'à 25 % sur des importations américaines évaluées à 60 milliards de dollars. La Maison-Blanche a poursuivi son offensive en mettant à l'index le géant des technologies chinois Huawei, ce qui a creusé le fossé séparant les deux nations engagées dans des pourparlers commerciaux et pourrait avoir des répercussions encore plus bouleversantes sur l'économie si la Chine décide de rendre la pareille aux États-Unis (par exemple, en imposant de nouvelles contraintes aux entreprises de technologies américaines en Chine).

Certains observateurs considèrent la mise à l'index de Huawei comme la première salve d'une nouvelle guerre froide technologique opposant Washington et Beijing. **Toutefois, il importe de noter que la Maison-Blanche a du moins jusqu'à maintenant semblé associer la situation de Huawei au contexte général de rivalité économique alors que les préoccupations à l'égard de cette entreprise avaient auparavant trait à la sécurité nationale, plus particulièrement à la sécurité des réseaux aux États-Unis et à l'infrastructure 5G.** Il est encore trop tôt pour déterminer dans quelle mesure les intentions de la Maison-Blanche sont motivées par des raisons de sécurité ou servent simplement de levier dans le cadre des négociations commerciales en cours, mais nous gardons bon espoir que ce nouvel enjeu technologique ne torpillerà pas concrètement les négociations commerciales. La situation devrait se clarifier après le Sommet du G20 à la fin juin, alors que les deux puissances devraient avoir tout intérêt à en venir à une entente, bien que l'imprévisibilité proverbiale de Washington dans le cadre des négociations en cours laisse planer le risque, bien qu'en baisse.

### L'IMPOSITION DE NOUVEAUX DROITS DOUANIERS SUR LES BIENS DU MEXIQUE POURRAIT RÉDUIRE À NÉANT LES BÉNÉFICES DE L'APPLICATION DE L'ARTICLE 232

La menace sur l'économie mondiale d'une escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine tranche sur les progrès réalisés en Amérique du Nord, où le Canada, les États-Unis et le Mexique sont parvenus à résoudre un différend qui les opposait depuis longtemps, lié entre autres aux droits douaniers américains imposés sur l'acier et l'aluminium canadiens (respectivement de 25 % et 10 %). Ces droits douaniers sont entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2018 et ont fait couler beaucoup d'encre en étant appliqués unilatéralement par la Maison-Blanche pour de soi-disant motifs de sécurité nationale en vertu de l'article 232 de la *Trade Expansion Act*, une ligne difficile à justifier vu la coopération harmonieuse de longue date entre les pays concernés. Le Canada a réagi en levant immédiatement les mesures de rétorsion qu'il avait imposées sur l'acier et l'aluminium provenant des États-Unis. Ces droits douaniers, évalués selon les dires d'Ottawa à environ 1,27 milliard de dollars canadiens depuis leur imposition en juillet dernier, serviront à appuyer les acteurs des industries de l'acier et de l'aluminium au Canada touchés par les droits douaniers imposés par les États-Unis. En vertu de cette trêve commerciale, le Canada et le Mexique ont convenu de lutter contre les importations d'acier «faisant l'objet de subventions illégitimes ou de dumping» d'outre-mer, provenant surtout de la Chine, et Washington s'est réservé le droit de réimposer des droits douaniers si les exportations de métaux du Canada ou du Mexique vers les États-Unis en venaient à croître considérablement.

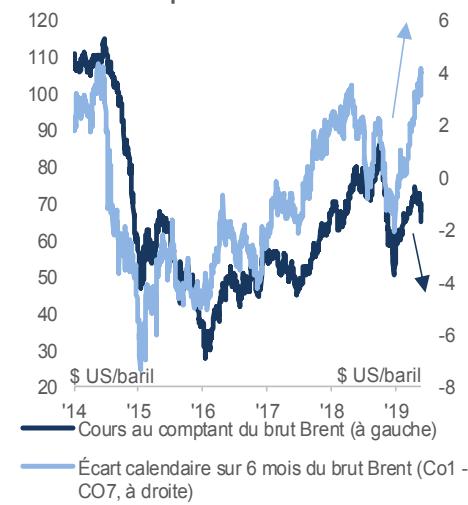
**Au moment où les enjeux commerciaux en Amérique du Nord semblaient être chose du passé après la ratification de l'article 232, le président américain a annoncé l'imposition d'une hausse progressive des droits douaniers de 5 % par mois sur l'ensemble des importations mexicaines aux États-Unis jusqu'à ce qu'à la résolution de la crise sur l'immigration illégale.** Au-delà de la nature fantaisiste et surprenante de cette annonce, nous attendons toujours d'en connaître les détails et ne savons pas s'il existe des exceptions, par exemple sur les importations mexicaines de pétrole brut évaluées à 700 kbj vers des raffineries américaines. Aux prix courants, l'imposition de droits douaniers de 5 % augmenterait le prix d'achat de pétrole brut réalisé par les raffineries et entraînerait le rétrécissement des marges des raffineries s'approvisionnant en pétrole brut mexicain d'environ 3 \$ le baril.

### TENSIONS DANS LE GOLFE PERSIQUE

Les risques en matière de sécurité dans le golfe Persique qui auraient entraîné une envolée des prix du pétrole brut au cours de cycles antérieurs n'ont jusqu'à maintenant eu aucun effet sur les courbes de prix. L'incidence de deux attaques ciblant des infrastructures du secteur intermédiaire, d'abord le sabotage de quatre pétroliers dans le port de Fujairah aux Émirats arabes unis au début du mois de mai, puis l'attaque de deux stations de pompage saoudiennes par des drones chargés d'explosifs, est davantage exacerbée par l'Iran qui menace de fermer le détroit d'Ormuz. Bien que l'identité des auteurs de ces attaques n'ait pas encore été déterminée, Washington et Riyad n'ont pas tardé à pointer du doigt l'Iran et ses alliés dans la région, ravivant les tensions entre ces puissances régionales et mondiales.

Graphique 2

#### Les cours du brut dans la tempête : Des marges restrictives ou expansionnistes?



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

**LA CONTAMINATION ET LA LENTE ÉPURATION D'UN OLÉODUC RUSSE POURRAIENT PROLONGER LE RALENTISSEMENT DES EXPORTATIONS**

**La perturbation de l'approvisionnement découlant d'une contamination inhabituelle de pétrole brut russe acheminé par l'oléoduc Droujba datant de l'ère soviétique, découverte en avril, pourrait durer plus longtemps que ce que Moscou avait initialement prévu.** Transneft PJSC, exploitant national d'oléoducs en Russie, a été forcé de fermer l'oléoduc le 24 avril dernier après la détection de contaminants. Le gouvernement russe avait alors assuré que cette interruption serait de courte durée. Toutefois, à ce jour, le pétrole brut contaminé n'a toujours pas été extrait de l'oléoduc et la remise en service complète du pipeline pourrait prendre des mois. Cet oléoduc relie la Russie à deux pôles : au nord, vers l'Allemagne en passant par la Pologne, et au sud, vers la Hongrie en passant par l'Ukraine et vers la République tchèque, en passant par la Slovaquie. **Si la Russie compte sur des voies d'approvisionnement alternatives, la capacité de ces dernières est probablement insuffisante pour compenser la mise hors service de l'oléoduc Droujba. De ce fait, la Russie devrait réduire sa production jusqu'à l'épuisement de ses réserves actuelles,** la situation prenant de l'ampleur à mesure que s'éternise l'interruption de service de l'oléoduc.

Le pétrole brut était pollué par du chlorure organique, un produit chimique utilisé pour nettoyer les puits et pour en accroître la production. Ce produit chimique, habituellement extrait du pétrole avant son acheminement, est corrosif et peut endommager l'équipement des centrales de raffinage. D'après Reuters, le plan d'évacuation du pétrole pollué de l'oléoduc Droujba a subi un revers majeur lorsque la raffinerie allemande qui devait récupérer, diluer et traiter la majeure partie du pétrole pollué a elle-même connu des difficultés techniques. Jusqu'à présent, on ignore si ces problèmes sont liés au traitement du pétrole contaminé.

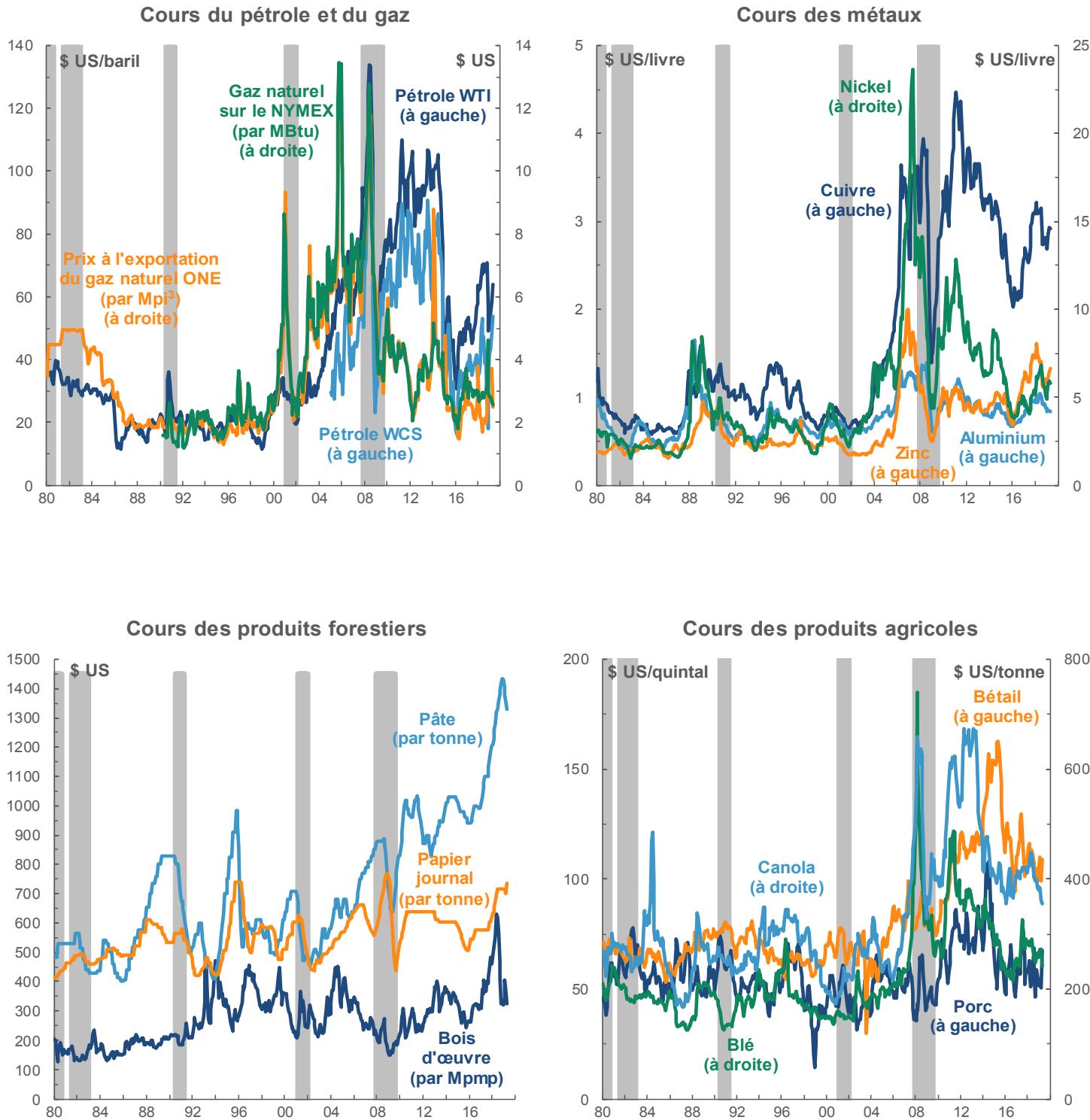
**La Russie a déclaré que l'acheminement du pétrole reprendrait prochainement, mais cette mise hors service représente déjà la plus grande panne du genre que la Russie contemporaine ait jamais connue.** Le volume de pétrole pollué est évalué à près de 35 millions de barils et les pertes engendrées par cette interruption augmentent à raison de 1 à 1,5 million de barils par jour. La production des raffineries en Europe a chuté sous l'effet d'un manque d'approvisionnement et le gouvernement polonais n'a pas eu d'autres choix que de puiser dans ses réserves stratégiques pour assurer l'approvisionnement continu en produits raffinés de la Pologne. Comme dans bien d'autres situations de la vie courante, l'évacuation de millions de barils de pétrole brut pollué est compliquée par une épineuse question juridique et financière : ultimement, qui paiera pour les pots cassés? Il faudra également trouver le moyen de stocker le pétrole acheminé habituellement par l'oléoduc Droujba (plus d'un million de barils par jour!), ce qui tient de l'exploit herculéen. Les moyens pris par la Russie pour stocker un aussi grand volume de pétrole brut demeurent un mystère et la production pourrait être ralenti par manque de capacité de stockage.

**Le pétrole brut contaminé peut toujours servir, mais il doit être traité avant d'être transformé par exemple en essence ou en diesel.** Pour traiter le pétrole brut pollué, les raffineries pourraient imposer des frais compensatoires de 10 \$ à 20 \$ le baril. Selon les premières estimations, le taux de dilution pour assainir le pétrole brut serait de 1 baril de pétrole brut pollué pour 10 barils de pétrole purifié. Jusqu'à la remise en service de l'oléoduc, la Russie prévoit de transporter le pétrole pollué vers la mer Noire par voie ferroviaire, où elle pourra procéder à son traitement à grande échelle. La Russie aurait à ce jour extrait deux des cinq millions de tonnes de pétrole brut coincées dans l'oléoduc Droujba. Le pétrole brut circulant par le pipeline Droujba, qui provient de l'Oural, est un pétrole soufré de viscosité moyenne à lourde, dont le raffinage est coûteux et dont on tire une moins grande quantité de produits pétroliers de grande valeur; or, dans une conjoncture marquée par l'imposition de sanctions à l'Iran et au Venezuela, les compressions en Alberta, le déclin continu de la production au Mexique et maintenant l'arrêt d'un grand oléoduc en Russie, ce segment du marché devient subitement fort tendu. Transneft a laissé entendre que l'oléoduc pourrait être rouvert au milieu du mois de juin si les diverses parties concernées s'entendaient sur la question du stockage du pétrole pollué.

Prévisions des cours		2000–2017			2018	2019 cum	2019P	2020P
		Min	Moy. période	Max				
<b>Pétrole et gaz</b>								
<b>Pétroles bruts</b>								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	17,45	62,05	145,29	64,90	58,01	59	61
Brent mer du Nord	\$ US/baril	17,68	64,93	146,08	71,69	66,77	67	68
Escompte* du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-42,50	-16,43	-5,50	-26,29	-11,13	-15	-21
<b>Gaz naturel</b>								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1,64	4,83	15,38	3,07	2,76	2,90	2,80
<b>Métaux et minéraux</b>								
<b>Métaux de base</b>								
Cuivre	\$ US/livre	0,60	2,38	4,60	2,96	2,82	3,00	3,20
Nickel	\$ US/livre	2,00	7,12	24,58	5,95	5,62	5,75	6,00
Zinc	\$ US/livre	0,33	0,84	2,10	1,33	1,25	1,25	1,20
Aluminium	\$ US/livre	0,56	0,87	1,49	0,96	0,84	0,90	0,90
<b>Produits de base en vrac</b>								
Minéral de fer	\$ US/t	27	108	302	70	89	77	70
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	131	330	208	205	185	160
<b>Métaux précieux</b>								
Or	\$ US/oz t	256	890	1 895	1 268	1 297	1 300	1 300

\* Moyenne 2008-17.





## 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'U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>, 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

Indice Scotia des prix des produits — Composition et poids		
Composante	Valeur des exportations nettes en 2010 (millions de dollars)	Poids (%)
<b>INDICE DU PÉTROLE ET DU GAZ</b>	<b>46 537</b>	<b>39,90</b>
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
<b>INDICE DES MÉTAUX ET MINÉRAUX</b>	<b>35 109</b>	<b>30,10</b>
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
<b>INDICE DES PRODUITS FORESTIERS</b>	<b>17 081</b>	<b>14,66</b>
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 spéci. à base de pâte mécan.	1 971	1,69
Carton doublure	87	0,07
<b>INDICE DES PRODUITS AGRICOLES</b>	<b>17 901</b>	<b>15,35</b>
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
<b>INDICE GLOBAL</b>	<b>116 643</b>	<b>100,00</b>

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.**

<sup>MD</sup> 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.