

Perspectives sur les produits de base (T1 2019)

****Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des *Perspectives mondiales de la Banque Scotia* (p. 44 à 48).**

LES COURS SONT APPELÉS À MONTER EN 2019 DANS LA FOULÉE DU REPLI DE LA VOLATILE ANNÉE 2018

- Dans les deux prochaines années, les cours des produits de base industriels devraient monter dans l'ensemble, même si le léger ralentissement des perspectives économiques mondiales vient modérer leur reprise par rapport à nos dernières prévisions (graphique 1).
- Bien que nous missions actuellement sur un léger ralentissement de la croissance mondiale, nous ne croyons pas que les craintes du marché sur le commerce se matérialiseront, et les produits de base devraient généralement remonter lorsque le marché s'affranchira de ces préoccupations dans les prochains mois.
- À l'heure actuelle, les cours du pétrole se sortent d'une séquence de l'humeur baissière, et le WTI devrait remonter dans le haut de la fourchette des 50 \$ en 2019, pour se rapprocher graduellement des 65 \$ le baril dans les années suivantes.
- L'effondrement des cours du pétrole en octobre s'explique par la reprise en compte des hypothèses sur la production iranienne dans la foulée des hésitations de Washington entre la conciliation et le durcissement dans la gravité des sanctions nucléaires.
- Nous maintenons nos prévisions pour la hausse des cours des métaux industriels, même si les craintes commerciales actuelles ont décalé d'environ un an les hausses de cours attendues pour la plupart des produits de base du métal; les cours de l'or devraient rester stables, tenaillés entre la hausse des taux d'intérêt et le fléchissement du dollar américain.

Le moins qu'on puisse dire, c'est que le parcours aura été cahoteux. Les marchés ont connu une volatilité extrême en décembre, et les fortes variations journalières de la valeur des titres boursiers, des obligations et des produits de base ont continué de représenter un trait dominant des échanges dans les premières semaines de la nouvelle année. Les écarts entre les actifs à risque se sont amoindris, ce qui laisse au discours macroéconomique général du marché une plus grande part dans la formation des cours des produits de base que les facteurs propres aux matériaux et se rapportant à l'offre et à la demande. Ce comportement grégaire devrait toutefois durer un temps, et nous nous attendons à ce que les facteurs fondamentaux reprennent le dessus en 2019, puisque les mouvements de stocks justifient amplement la différenciation des produits de base. Le ralentissement de la croissance mondiale fera souffler de légers vents contraires sur le complexe des produits de base, même si nous sommes d'avis que les pires craintes du marché dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ne se matérialiseront pas. Presque tous les produits de base industriels devraient se relever de leur récente déprime — le cours du brut WTI devrait passer de 45 \$ le baril au début de janvier à une moyenne de 58 \$ le baril en 2019, et le cours du cuivre, de moins de 2,55 \$ la livre à 3,00 \$ la livre, entre autres — lorsque l'orientation baissière liée au commerce se dénouera, que les positions spéculatives se normaliseront et que les réalités physiques comme la baisse des stocks mettront en évidence l'obligation de relever les cours.

LE RALENTISSEMENT N'EST PAS SI MAL QUAND EN FAIT LE RYTHME S'ACCÉLÈRE

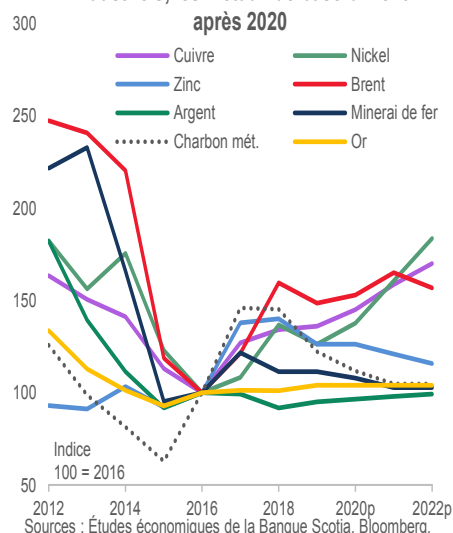
Il ne faut pas se leurrer : l'économie mondiale est effectivement en train de se ralentir, après une pointe de progression économique exceptionnellement forte et synchronisée en 2017-2018 (graphique 2). Les économies comme celle des États-Unis et du Canada ont crû tellement rapidement par rapport à leur potentiel théorique que les banques centrales, qui

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base
416.862.3908
Études économiques de la Banque Scotia
rory.johnston@scotiabank.com

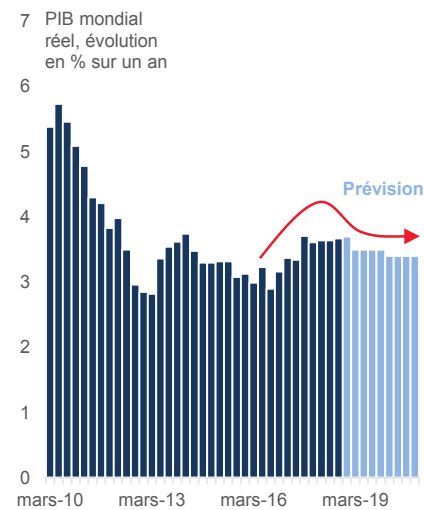
Graphique 1

Le pétrole devrait mener les produits de base industriels; les métaux de base brillent après 2020



Graphique 2

La croissance mondiale du PIB devrait se ralentir après avoir été vigoureuse en 2017-2018



redoutaient la multiplication des pressions inflationnistes, ont commencé à relever les taux d'intérêt. La Chine connaît elle aussi un ralentissement organique — surtout dans les industries lourdes comme la construction — puisque le gouvernement renonce à une croissance nourrie par des mesures de relance pour plutôt lui préférer un désendettement prudent et graduel. Même la guerre commerciale avec Washington n'a pas ébranlé Beijing dans ses priorités de désendettement, en dépit d'un net ralentissement dans les secteurs exportateurs comme l'industrie manufacturière. La Chine a emprunté un parcours de mesures de relance monétaire légères et de dépenses d'infrastructures triées sur le volet (par exemple, les crédits de 125 G\$ consacrés récemment à un projet ferroviaire); or, nous ne nous attendons pas au même effort budgétaire généralisé du genre de celui qui a permis d'étayer l'économie mondiale — et en particulier le secteur des produits de base industriels — en 2008-2009 et en 2015-2016. **La politique économique de relance de la Chine est appelée à étayer les dépenses de consommation plutôt que la croissance industrielle; autrement dit, les moindres dépenses portant surtout sur les matériaux seront consacrées à un ensemble réduit d'infrastructures déployées.**

Dans l'ensemble, l'attachement de Beijing à son mandat de désendettement et l'absence de mesures de relance portant surtout sur les matériaux, de concert avec le ralentissement graduel de la croissance partout ailleurs dans le monde, nous amènent à réduire légèrement les prévisions de la demande et, par le fait même, des cours pour la plupart des produits de base industriels. Toutefois, l'orientation adoptée dans le rééquilibrage ne change pas, et nous nous attendons à ce que les métaux et les produits de base énergétiques se mettent à remonter graduellement jusqu'à la fin de la décennie.

ÉNERGIE : LE PÉTROLE, MALMENÉ PAR LA VOLATILITÉ DES POLITIQUES, S'ORIENTE À LA HAUSSE EN 2019

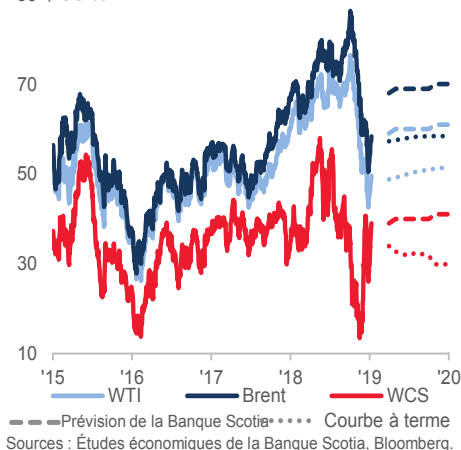
Dans l'année écoulée, les marchés pétroliers ont hésité entre une orientation haussière extrême qui a propulsé les cours du brut Brent à plus de 86 \$ le baril et un raid baissier qui a amoindri les prix de plus de 40 % à 50 \$ le baril la veille de Noël. Malgré cette volatilité, notre point de vue structurel sur le marché pétrolier reste inchangé : le secteur des hydrocarbures de schiste américains a rendu insoutenable, pour des durées prolongées, les cours nettement supérieurs à 65 \$ le baril, et le brut Brent devrait s'échanger à environ 70 \$ le baril à long terme. Toutefois, la volatilité des politiques américaines a fait des ravages sur le marché dans le dernier semestre de 2018, puisque le durcissement du discours sur les sanctions iraniennes a relancé le marché et obligé l'OPEP+ à relever rapidement l'offre, pour ensuite amener la Maison-Blanche à faire marche arrière une fois passée l'échéance fatidique de novembre — essentiellement, selon le président Trump, en raison de la hausse des cours du pétrole. Ce retournement des politiques a donné lieu à un excédent de brut sur le marché, ce qui, de concert avec le dégagement général du marché, a entraîné une brusque baisse des cours au comptant, qui ont été nettement inférieurs à ce qu'il faut à notre avis pour équilibrer le marché à court terme. **À l'heure actuelle, les contrats de WTI se négocient aux alentours de 50 \$ le baril, et nous nous attendons à ce que les cours augmentent pour s'établir à une moyenne de 58 \$ le baril en 2019 (en baisse sur les 72 \$ le baril dans nos dernières prévisions trimestrielles) et à 62 \$ le baril en 2020 (en baisse sur les 69 \$ le baril prévus; graphique 3).**

Le marché traverse une période d'abondance transitoire de l'offre, qui s'est amorcée dans le dernier semestre de 2018 et qui devrait se résorber d'ici au dernier semestre de 2019. Toutefois, cet excédent est nettement moindre, à environ 200 millions de barils entre le T2 de 2018 et le T2 de 2019, que la bulle de l'offre qui a fait plonger les cours du pétrole en 2014-2016, qui ont totalisé presque un million de barils entre le T2 de 2014 et le T2 de 2016 (graphique 4). De même, les données sur l'évolution des stocks de pétrole américain ont évolué légèrement à la baisse, et les stocks ont fini l'année essentiellement au même niveau que celui auquel ils l'avaient entamée par rapport à un recul de 100 millions de barils en 2017; or, ils ont toujours une position beaucoup plus vigoureuse que l'excédent de 350 millions de barils entre avril 2014 et août 2016 (graphique 5).

La demande de pétrole devrait rester vigoureuse et progresser de 1,6 Mbpj sur un an en 2019, même si en raison des inquiétudes économiques actuelles du marché, les cours des contrats au comptant s'inscrivent dans un ralentissement de la croissance de la demande de l'ordre de 1,2 à 1,3 Mbpj. L'inquiétude économique porte surtout sur les marchés asiatiques, très préoccupés par le conflit

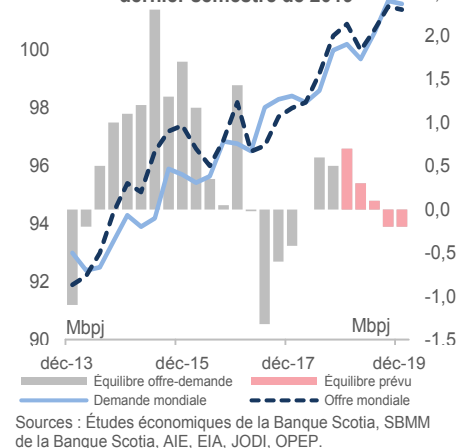
Graphique 3

Les cours du pétrole désormais en hausse
90 \$ US/baril



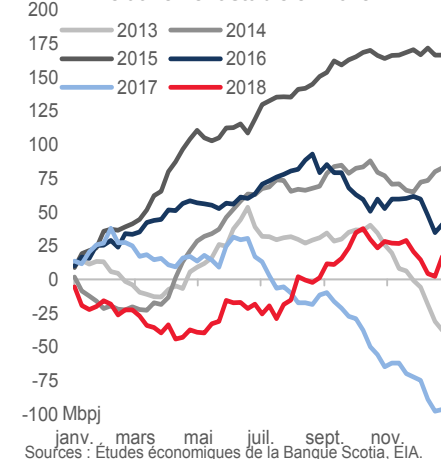
Graphique 4

La surabondance transitoire de l'offre du marché pétrolier devrait se dégager d'ici le dernier semestre de 2019



Graphique 5

Le total des stocks de pétrole américain relativement stable en 2018



commercial entre la Chine et les États-Unis. En Chine, la croissance de la demande pétrolière bascule aujourd'hui fortement vers les carburants grand public comme l'essence et les carburateurs plutôt que dans le diesel privilégié par l'industrie, qui a été jusqu'à maintenant le moteur traditionnel de la hausse de la consommation de pétrole en Chine. La léthargie de la consommation chinoise est donc un risque crucial pour les perspectives de la demande de pétrole, que vient aviver encore la récente déclaration d'Apple qui vilipendait l'« ampleur de la détérioration économique de [la Chine] », ce qui aurait fait plonger les prévisions de vente sur le plus grand marché des téléphones intelligents dans le monde. Les ventes de voitures se contractent elles aussi pour la première fois depuis presque 30 ans, ce qui pourrait avoir une incidence plus directe sur la demande de carburants. Le reste de l'Asie paraît lui aussi fléchir sous le poids des difficultés de la première économie de la région : la croissance combinée de la demande de pétrole en Inde et en Chine, qui devraient représenter essentiellement la moitié de la hausse de la consommation mondiale en 2019 et en 2020, a baissé pour passer de plus de 1 Mbpj sur un an vers la fin de 2017 à moins de 200 kbpj sur un an 12 mois plus tard (graphique 6). Selon une moyenne mobile sur 12 mois, la croissance de la demande mondiale a chuté pour passer d'environ 1,9 Mbpj au printemps 2018 à moins de 1,3 Mbpj à la fin de 2018. Nous nous attendons à ce que la réaccélération de la demande de pétrole en Asie porte la croissance combinée de la consommation de la Chine et de l'Inde à environ 700 kbpj et à ce que la croissance de la demande mondiale se rétablisse aux alentours de 1,6 Mbpj.

Bien que le dégagelement de la fin de 2018 ait été essentiellement provoqué par les craintes d'un rebond de l'offre d'hydrocarbures de schiste américains et d'une hausse plus forte que nécessaire de la production de l'OPEP, nous nous attendons à ce que les craintes vis-à-vis de l'offre ressurgissent en 2019. Dans la prochaine année, la croissance de l'offre sera essentiellement portée par le rythme de l'expansion des hydrocarbures de schiste américains dans une conjoncture de cours du WTI de 60 \$ le baril, par le rétablissement de la rigueur de l'offre de l'OPEP+ et par l'évolution du secteur des sables bitumineux au Canada — secteur dans lequel les contingents de production sont entrés en vigueur le 1^{er} janvier 2019 —, de même qu'au Brésil, où l'optimisme intarissable vis-à-vis de la production a souvent été révisé à la baisse.

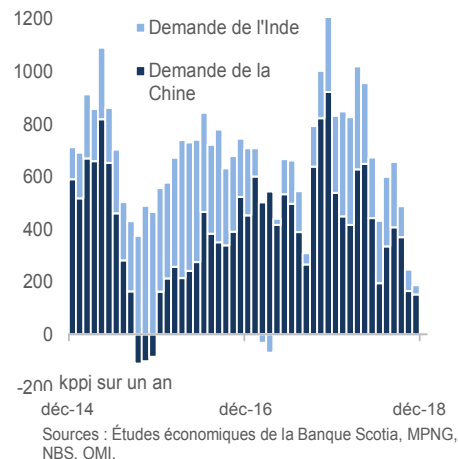
À preuve, le secteur des hydrocarbures de schiste américains, dans lequel la croissance de l'offre en 2019 devait, selon les prévisions, être supérieure à 1,5 Mbpj sur un an, puisque les cours mondiaux du pétrole ont gravité aux alentours du milieu des 80 \$, commence à s'inquiéter à nouveau de sa trésorerie. Bien que la plupart des acteurs du marché des hydrocarbures de schiste soient aujourd'hui dans une meilleure position qu'ils l'étaient lorsque les cours ont la dernière fois baissé à moins de 50 \$ le baril, la stratégie de croissance portée par la hausse des cours du pétrole paraît précaire, et l'on s'attend à ce que l'attention soit de nouveau monopolisée par les coûts et la compétitivité. Les budgets des dépenses en immobilisations adaptés à des cours de 50 \$, qui étaient rapidement tombés en défaveur il y a six mois, sont à nouveau dépoussiérés.

Dans le même temps, l'OPEP et les pays producteurs alliés ont pesé sur les freins et commencé à rabaisser leur production. Les décisions de l'OPEP sont aussi volatiles que la politique étrangère américaine, et la pression qui s'est exercée sur l'OPEP a basculé : à la hausse immédiate de l'offre, alors que les cours frôlaient les 90 \$ le baril au début d'octobre, s'est substituée aujourd'hui une compression nécessaire pour l'équilibre du marché. L'OPEP n'a été d'accord pour commencer à relever la production que lorsque de nombreuses voix se sont élevées pour que les Saoudiens et les Russes interviennent afin de corriger le déficit de l'offre causé par les sanctions américaines contre l'Iran et par le rebond décalé des stocks d'hydrocarbures de schiste. Moins d'un mois plus tard, les cours du pétrole se sont effondrés et le Royaume a fait une brusque volte-face après que ses efforts pour faire remonter les prix n'aient pas réussi à enrayer l'hémorragie : d'après les plus récents commentaires de Riyad, le pilier de l'OPEP souhaite toujours que les cours du Brent s'articulent autour des 80 \$ le baril. Après ce revirement de la politique, la production de l'OPEP a perdu essentiellement 0,5 Mbpj sur un mois en décembre, ce qui représente, pour ce groupe de pays producteurs, la plus forte baisse mensuelle depuis la dernière baisse qu'il a convenu d'adopter et qui est entrée en vigueur en janvier 2017 (graphique 7). Dans le dernier trimestre de 2018, les puits de pétrole américains, russes et saoudiens ont produit des volumes de brut sans précédent dans les annales, ce qui était jugé nécessaire pour compenser les reculs de la production vénézuélienne et la production bientôt abyssale en Iran puisque les sanctions américaines viennent bloquer l'achat de brut iranien.

En Alberta, les baisses de la production pétrolière, qui totalisent 325 kbpj (8,7 %), sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2019; elles ont eu tôt fait de corriger la surabondance de

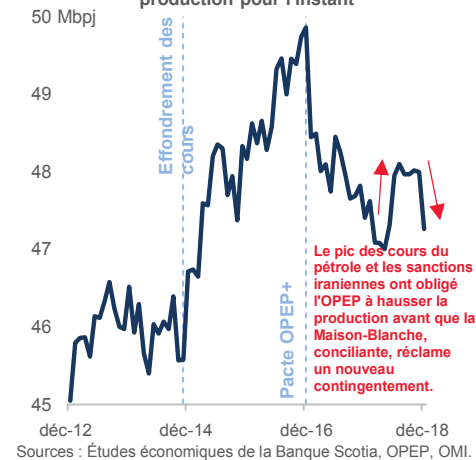
Graphique 6

La demande pétrolière de la Chine et de l'Inde baisse, ce qui ouvre la voie à une réaccélération



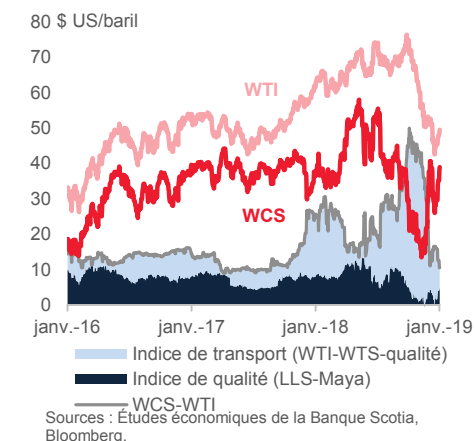
Graphique 7

Le rebond de la production de l'OPEP+ est effacé; retour au contingentement de la production pour l'instant



Graphique 8

Le contingentement de la production de l'Alberta et la hausse des cours du pétrole lourd viennent réduire les rabais sur le WCS



pétrole qu'on tâche d'acheminer hors de cette province dans des oléoducs engorgés et de réduire les rabais sur le WCS, qui sont passés d'un pic de plus de 50 \$ le baril de moins que le WTI il y a quelques mois à 10 \$ le baril environ à l'heure actuelle (graphique 8). Les rabais se sont effondrés à moins de 20 \$ le baril, niveau que beaucoup associaient au seuil de rentabilité du transport ferroviaire du pétrole, grâce à un rabais de qualité beaucoup plus réduit, constaté dans les environs de la côte du golfe du Mexique — soit moins de 3 \$ le baril par rapport à un rabais type de presque 10 \$ le baril. La production devrait continuer d'être endiguée aux alentours des niveaux actuels jusqu'à la fin du printemps; par la suite, on s'attend à ce que le repli des stocks déclenche un relèvement graduel des contingents de production. Les livraisons de pétrole par chemin de fer continuent de progresser, et la capacité projetée sera favorisée par l'engagement adopté par le gouvernement albertain d'acheter une capacité de transport ferroviaire de 120 kbpj de pétrole, ce qui sera probablement supérieur à un million de barils par jour de production d'ici la fin de l'année, par rapport au chiffre record de 327 kbpj de brut de l'Ouest canadien qui sont sortis du pays en octobre 2018. **Les rabais sur le WCS devraient s'établir à une moyenne de 20 \$ le baril en 2019-2020, ce qui se rapproche essentiellement du WTI dans la foulée de la mise en place de la politique de limitation de la production du gouvernement albertain.** Cette prévision comporte un risque, puisque les écarts pourraient continuer de se rapprocher, dans la mi-dizaine, en raison du contexte actuel favorable pour les cours du pétrole lourd dans les environs de la côte du golfe du Mexique.

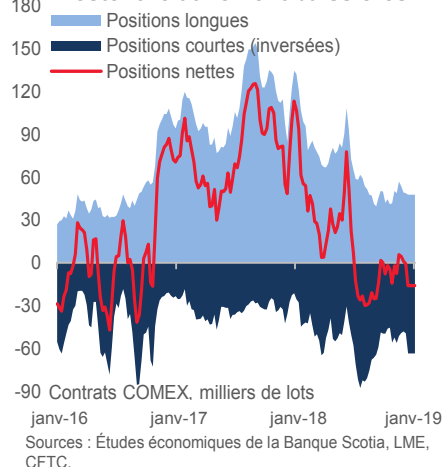
MÉTAUX ET MINÉRAUX

Les cours des métaux ont été les premières victimes de l'humeur macroconjoncturelle aigrie du marché — ce qui est souvent le cas — et la valeur de métaux comme le cuivre, le nickel et le zinc s'est repliée en juin en raison du durcissement du ton du discours dans la guerre commerciale, longtemps avant la déroute pétrolière en octobre 2018. Ce repli était en partie justifié : par exemple, les cours du cuivre ont monté au-delà d'un niveau qui, à notre avis, était essentiellement justifié, et le cours du zinc est revenu sur terre après une remontée qui a porté les cours à leur plus haut depuis une dizaine d'années. Or, comme les cours du brut, les cours des métaux industriels ont eux aussi plongé à un niveau inférieur à celui que justifieraient les fondamentaux des produits de base.

La vigueur inattendue de la croissance de 2017-2018 a surmultiplié l'accélération des cours des produits de base, qui ont largement dépassé nos premières attentes, qui tablaient sur l'effervescence du marché. Ainsi, le cuivre a bondi pour passer d'un niveau inférieur à 2,20 \$ la livre en 2016 à plus de 3,30 \$ la livre à la fin de 2017 lorsque les investisseurs ont misé sur l'accélération de l'économie mondiale, en s'en remettant à leur thèse et en pariant spéculativement sur le cuivre (graphique 9). Ces gains se sont produits longtemps avant la progression actuelle vers les 3 \$ la livre qui était, à notre avis, fondamentalement justifiée, et nous nous attendions à ce que cette effervescence se dissipe en partie. Toutefois, le plus récent effondrement des cours a ramené les contrats du cuivre à un niveau nettement inférieur au milieu de la fourchette des 2 \$; cette évolution trop brusque et trop rapide des cours s'est produite au moment même où la multiplication des déficits de l'offre dans les prochaines

Graphique 9

Les positions spéculatives sur le cuivre restent relativement baissières



Graphique 10

Glissade des stocks des métaux de base

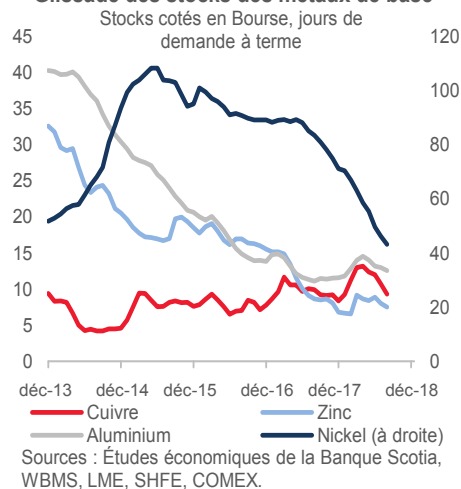


Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	58	62
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	67	69
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-20	-20
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	3,07	3,25	2,80
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,96	3,00	3,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,20	1,20
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	5,95	5,50	6,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,96	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	70	65	63
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	206	175	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	890	1895	1 257	1 268	1 300	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,71	16,25	16,50

* 2008-16 moyenne.
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

années réclame un cours supérieur à 3 \$ pour encourager l'investissement minier absolument nécessaire. De nombreux autres produits de base industriels — surtout le brut — ont suivi un parcours comparable : ils ont surciblé les fondamentaux jusqu'au milieu de 2018 avant que le discours bascule et que les prix retombent fondamentalement en territoire de survivance.

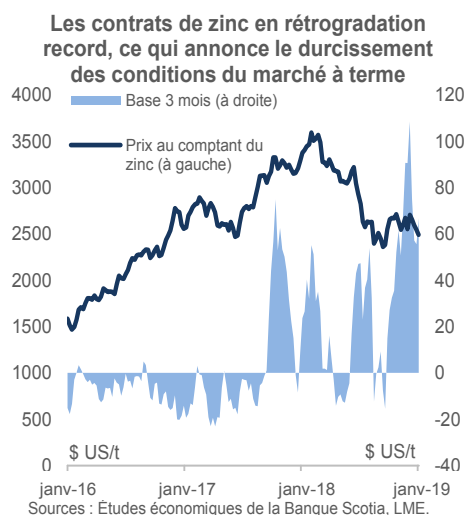
Ce qui ne veut pas dire que les cours ne puissent pas rester aussi faibles — à ces cours, la plupart des producteurs réalisent toujours des bénéfices, et il n'est donc pas nécessaire de les relever immédiatement; or, nous nous attendons à ce que ces marchés soient soumis à des déficits croissants de l'offre dans les années à venir et à ce que les cours soient appelés à monter pour encourager la capacité de production projetée nécessaire. Les cycles des cours des produits de base — en particulier les métaux — s'étendent sur de longues durées, et les cours peuvent rester inférieurs aux niveaux auxquels ils deviendraient optimalement évidents jusqu'à ce qu'il soit devenu impossible de ne pas tenir compte des déficits de l'offre qui obligent à rehausser les cours. Puisqu'il faut généralement compter cinq années ou plus pour mettre en production une mine planifiée, des cours inférieurs à ceux qui sont nécessaires aujourd'hui donneront lieu à une séquence de cours supérieurs à un niveau idéal en espérant de pouvoir plus rapidement livrer sur le marché le métal nécessaire.

Malgré la déroute des cours des métaux, les stocks des métaux de base continuent de plonger. Le volume de cuivre stocké dans les remises des grandes bourses de marchandises a baissé pour passer de 13 jours de consommation à terme au premier trimestre de 2018 à 5 jours aujourd'hui, les stocks de zinc restent extrêmement faibles, à moins de 4 jours contre un récent haut de 15 jours au T1 de 2017, et les déficits prononcés de l'offre sur les marchés du nickel ont fait en sorte que les stocks sont tombés à 36 jours, contre un record de 108 jours au milieu de 2015 (graphique 10).

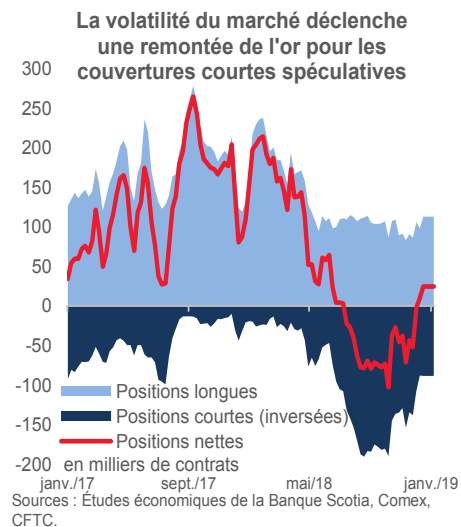
Le repli initial des cours du zinc est certes justifié après que la remontée du début de l'année ait porté les contrats à leur plus haut depuis 2007, même si l'ampleur et la rapidité de la baisse des cours ne paraissent pas correspondre au rythme du rééquilibrage de l'offre qui s'est déroulé jusqu'à maintenant. Bien que les cours élevés aient permis de mettre en marché des volumes considérables de nouveaux produits miniers, le tonnage de concentré — précurseur du métal raffiné — doit toujours se frayer un chemin jusqu'au marché des métaux raffinés. Les indicateurs du marché physique continuent de tenir compte de cette réalité, et le degré de rétrogradation — la prime des expéditions rapides pour les livraisons dans trois mois — sur le marché du zinc a atteint des sommets sans précédent en décembre 2018 (graphique 11) malgré la léthargie des cours au comptant. À notre avis, les cours du zinc sont fondamentalement étayés pour un autre rebond, probablement durant le premier semestre de 2019, avant que la nouvelle offre minière commence finalement à se frayer un chemin jusqu'au marché du zinc raffiné et que le zinc amorçe son repli graduel à des cours d'incitation à long terme, qui s'établissent aujourd'hui à 1,00 \$ la livre environ.

Les cours de l'or se sont rétablis à la fin de 2018 lorsque l'horizon de l'économie mondiale s'est assombri. On a assisté à une nouvelle ruée vers le lingot lorsque la volatilité des cours boursiers s'est accentuée et que les attentes vis-à-vis du relèvement des taux d'intérêt ont commencé à se replier. Les spéculateurs avaient constitué une position courte traditionnellement substantielle dans les contrats sur l'or jusqu'au début du T4 de 2018 (graphique 12), en pariant que le lingot baisserait en raison de la montée en flèche des rendements boursiers, de la vigueur de la croissance mondiale et de la vigueur tenace du dollar américain. Ce raccourcissement des positions est venu porter les cours de l'or à moins de 1 200 \$ l'once avant que le dénouement rapide de ces positions revienne propulser le lingot aux alentours de 1 300 \$ l'once dans les premières semaines de 2019. Nous nous attendons à ce que l'or s'échange à environ 1 300 \$ l'once dans les deux prochaines années, puisque les attentes du marché vis-à-vis des taux d'intérêt commencent à se multiplier et que le dollar américain reprend à peu près le parcours que nous avons prévu à plus long terme pour le billet vert.

Graphique 11



Graphique 12



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.