

Perspectives sur les produits de base (T3 2018)

**Contenu extrait de notre dernier numéro trimestriel des Perspectives mondiales de la Banque Scotia (p. 50 à 54).

AUGMENTATION DE LA PRODUCTION DE L'OPEP+ ET PERFORMANCES CONTRASTÉES AU SEIN DU COMPLEXE DES MÉTAUX

- Les produits de base sont toujours soutenus par la forte croissance économique et par le resserrement continu des capacités de production en amont et des chaînes d'approvisionnement.
- Les fondamentaux de l'offre de la plupart des produits de base demeurent positifs, mais l'escalade rapide des tensions commerciales mondiales, amplifiées par les États-Unis, constitue la principale ombre au tableau. La politique commerciale de la Maison-Blanche constitue une menace évidente et réelle pour l'économie mondiale et les prix des produits de base industriels, et les métaux semblent plus à risque que les produits énergétiques.
- L'OPEP+ a annoncé qu'elle augmenterait graduellement sa production effective de 600 à 1 000 kbpj dans le dernier semestre de 2018 afin de réduire le déficit qui a poussé le cours du brut au-dessus de la barre des 80 \$/baril au début juin.
- Nous avons relevé nos prévisions sur les prix du pétrole pour 2018-2019 pour tenir compte de la décision de l'OPEP+ de hausser sa production, et du fait que cette décision a été prise plus tôt que prévu en raison du resserrement des conditions. Le prix moyen du Brent devrait s'établir à 74 \$/baril en 2018 et à 77 \$/baril en 2019, alors que celui du WTI devrait être inférieur en raison des faibles capacités de transport par pipeline entre Cushing (Oklahoma) et les installations d'exportation de la côte du golfe du Mexique aux États-Unis.
- Les perspectives des métaux sont toujours contrastées : celles des métaux de base sont à la hausse en raison du resserrement continu de l'offre minière, alors que celles des marchandises en vrac sont à la baisse et que les prix de l'or demeurent cantonnés dans leur fourchette.

ÉNERGIE : L'OPEP+ ANNONCE QU'ELLE AUGMENTERA SA PRODUCTION POUR ATTÉNUER LES TENSIONS SUR LE MARCHÉ

Le prix du Brent a franchi la barre des 80 \$/baril au début juin, peu avant que l'Arabie saoudite et la Russie annoncent leur intention de hausser la production à l'issue des réunions de l'OPEP+ qui ont eu lieu les 22 et 23 juin. Malgré les messages contradictoires entendus avant les rencontres entre les principaux producteurs de pétrole, **l'OPEP+ a annoncé que le groupe augmenterait la production effective de 600 à 1 000 kbpj dans le dernier semestre de 2018.** Compte tenu de l'apport supplémentaire de l'OPEP+ et de la rapide progression de la consommation à l'origine de cette décision, nous croyons toujours que les marchés du pétrole afficheront un léger déficit jusqu'à la fin de 2019 et que les prix demeureront élevés pour les deux prochaines années. **Par conséquent, nous estimons maintenant que le prix moyen du Brent s'établira à 74 \$/baril en 2018 et à 77 \$/baril en 2019 (graphique 1) et que celui du WTI sera plus faible (68 \$/baril en 2018 et 71 \$/baril en 2019) en raison des engorgements chroniques du réseau de transport vers les installations d'exportation de la côte du golfe du Mexique aux États-Unis.**

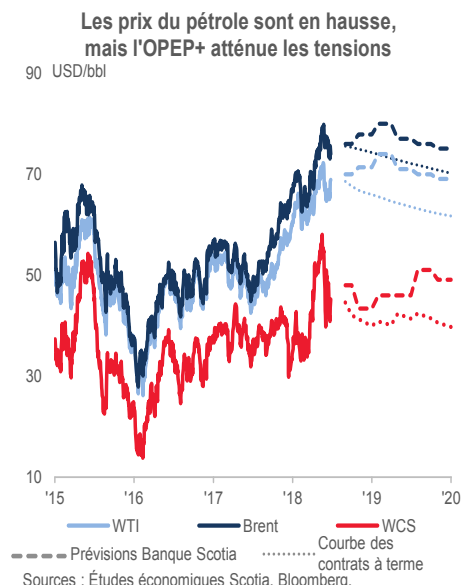
L'OPEP+ augmente sa production pour pallier les manquements involontaires

Après les rencontres des 22 et 23 juin, l'OPEP+ a annoncé qu'elle augmentait légèrement sa production de 1 Mbpj (graphique 2) pour tenter d'atténuer le déficit de

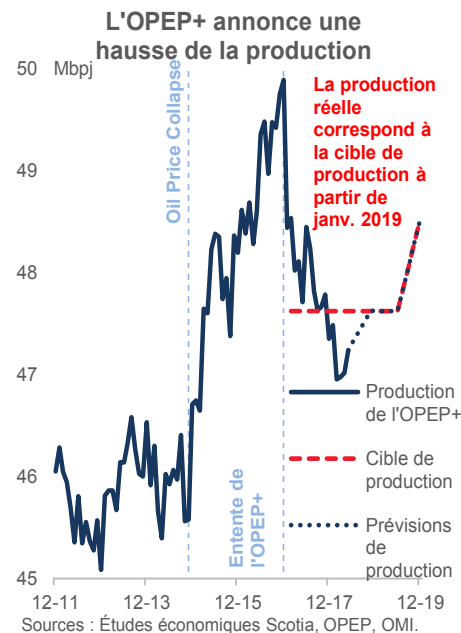
RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston
416.862.3908
Études économiques de la Banque Scotia
rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



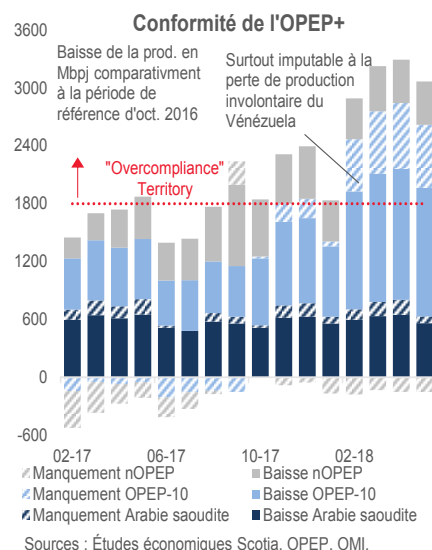
l'offre qui a fait passer le cours du brut au-dessus des 80 \$/baril au début juin, une première depuis 2014. Le marché voit d'un bon œil cet apport additionnel que fourniront notamment l'Arabie saoudite et la Russie d'ici la fin de l'année, mais il faut souligner qu'il a été rendu nécessaire par la faible production des autres pays de l'alliance, dont le taux de conformité est de plus de 150 % (graphique 3). La production du Vénézuéla – en baisse de plus 500 kbpj par rapport à l'an dernier – s'effondre, celle de l'Angola et du Mexique se dirige vers des niveaux inférieurs à ceux prévus dans l'accord de réduction, et les sanctions américaines contre l'Iran pourraient retrancher 400 kbpj des volumes d'exportation du régime d'ici la fin de 2018. Si le taux de conformité de l'OPEP+ revient à 100 %, la production retrouvera une tendance conforme à nos prévisions de mars pour le deuxième semestre de 2018, c'est-à-dire en baisse de 1,8 Mbpj comparativement aux niveaux d'octobre 2016 plutôt que le recul moyen de 2,7 Mbpj observé depuis le début de l'année. De plus, nous croyons toujours que l'OPEP+ devra encore augmenter sa production l'an prochain pour répondre à la demande du marché et qu'elle relèvera le plafond de production global de 900 kbpj durant le deuxième semestre de 2019.

Il convient de souligner que cette décision ne vise pas à hausser la cible de production du groupe, mais plutôt à compenser la perte de production involontaire de certains pays, dont le Vénézuéla (graphique 4). Cette « hausse » est effectuée pour ramener la production de l'OPEP+ à un niveau conforme à l'entente de réduction de 1,8 Mbpj conclue à la fin de 2016 et entrée en vigueur en janvier 2017. Le communiqué officiel du groupe s'articulait autour du concept de « niveau de conformité global », dont le sens concret a fait l'objet de dissensions au sein du groupe. Certains membres, notamment l'Iran, considèrent que l'entente établit des quotas individuels et qu'une hausse de 1 Mbpj de « barils-papier » distribuée également entre les pays membres équivaut à une augmentation « réelle » de 500 kbpj puisque certains pays ne sont pas en mesure de relever leur production pour des raisons techniques ou politiques. D'autres pays, comme l'Arabie saoudite et la Russie – qui disposent d'importantes capacités excédentaires – considèrent que l'entente fixe un plafond de production collectif et que ceux qui peuvent hausser leur production rempliront les quotas des pays incapables de les respecter eux-mêmes.

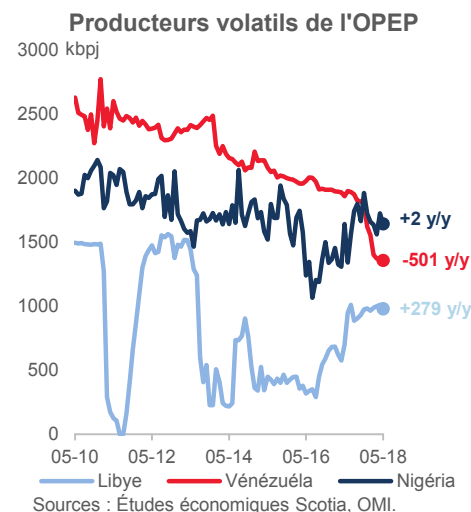
Comme ce sont les producteurs disposant d'une capacité de réserve qui détermineront ultimement l'efficacité de cette hausse de production, c'est vraisemblablement la deuxième interprétation qui prévaudra et la hausse avoisinera donc probablement le 1 Mbpj plutôt que les 500 kbpj estimés par l'Iran. Cette interprétation du plafond collectif met aussi théoriquement le marché à l'abri des baisses de production additionnelles prévues au Vénézuéla et des pertes potentielles découlant des sanctions américaines à l'endroit de l'Iran, puisque certains producteurs, comme l'Arabie saoudite, considéreront qu'ils ont tout à fait le droit de combler l'écart de production. Nous croyons toutefois que pour que les pays disposant de capacités de réserve puissent fournir la totalité de la hausse de 1 Mbpj, il faudrait que les exportations iraniennes soient interrompues, alors que l'on prévoit actuellement une baisse de 400 kbpj d'ici la fin de l'année et que ce chiffre pourrait être moins élevé en raison de la montée des tensions commerciales entre Washington et Beijing.

Après le rétablissement des sanctions américaines contre l'Iran (prises en raison du programme nucléaire du régime), le marché a tenté de déterminer quelle serait l'ampleur de la baisse de production découlant de l'accès restreint au marché, particulièrement pour les consommateurs européens. Nous estimions alors que l'offre iranienne pourrait diminuer d'environ 400 kbpj en raison des sanctions américaines, mais que la Chine et l'Inde n'augmenteraient pas de manière importante leurs importations en provenance de l'Iran malgré la probable volonté des fournisseurs à leur offrir des rabais alléchants. L'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine complique toutefois les choses puisque la dernière riposte de la Chine comprenait une taxe de 25 % sur les produits énergétiques des États-Unis. Comme les exportations de pétrole brut des États-Unis vers la Chine s'élèvent actuellement à 350 kbpj, la Chine pourrait être tentée de se tourner vers l'Iran et ainsi faire un pied de nez aux États-Unis, ce qui ne serait probablement pas pour lui déplaire compte tenu des relations diplomatiques acrimonieuses entre les deux superpuissances. Cette situation devrait accentuer les rabais actuellement consentis sur le WTI, et les barils devront vraisemblablement être redirigés vers les pays où les coûts de transport sont plus élevés, ce qui aura pour effet de réduire les revenus nets.

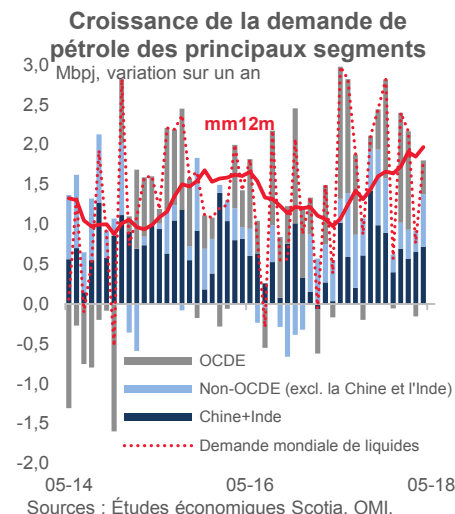
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



La demande élevée a dynamisé les prix du pétrole

La plupart des analystes du secteur pétrolier se concentrent sur l'offre, mais c'est la demande qui a volé la vedette et soutenu les prix du pétrole au cours de la dernière année. La croissance de la production de pétrole est demeurée plutôt robuste grâce aux gains constants du côté des champs de schiste américains, mais la demande a littéralement bondi et s'est établie à environ 2 Mbpj (moyenne mobile sur 12 mois, graphique 5), soit un rythme de croissance près de deux fois plus élevé que la norme selon le marché. Cette croissance est généralisée, mais plus prononcée en Chine, en Inde et dans les pays asiatiques hors OCDE même si des mesures ont récemment été mises en œuvre pour réduire les subventions aux prix dans la région. La possibilité que la hausse des prix du pétrole ou la montée des tensions commerciales plombe l'activité économique mondiale laisse envisager une baisse de la croissance de la demande. Cependant, nous croyons toujours que la consommation continuera de s'accroître de manière importante et qu'elle atteindra environ 1,6-1,7 Mbpj lorsque l'économie mondiale se stabilisera et que les risques liés aux politiques se seront atténués.

À la recherche d'un équilibre sur le marché du pétrole

Alors que les prix du pétrole rebondissent et que l'OPEP+ augmente sa production pour atténuer le resserrement de l'offre ponctuelle, les contrats à terme et le groupe de producteurs réagissent aux perceptions voulant que le marché du pétrole se soit « rééquilibré », ou qu'il retrouvera du moins bientôt son « équilibre ». Bien qu'il n'existe aucune donnée officielle pour confirmer l'équilibre du marché, la plupart des intervenants, y compris les principaux membres de l'OPEP+, considèrent les tendances des stocks de pétrole commercial de l'OCDE comme un bon indicateur de son état de santé. Comme ces données sont transparentes et qu'elles reflètent de manière assez précise les fluctuations du brut des parcs de stockage des pays non membres de l'OCDE, elles offrent une image fiable, quoiqu'incomplète, du marché.

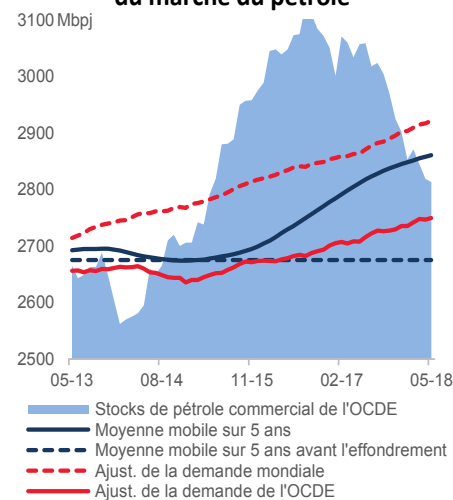
Pour mesurer l'équilibre du marché du pétrole, il faut tenir compte des excédents et des déficits cumulatifs, et non des seuls excédents et déficits de l'offre sur le marché au comptant. Pour calculer les flux cumulatifs, de nombreux analystes évaluent l'écart entre les stocks de pétrole commercial actuels de l'OCDE et leur niveau moyen sur cinq ans. C'est cette donnée que l'OPEP+ affirme utiliser pour motiver ses décisions. Cependant, comme le graphique 6 l'indique, la moyenne sur cinq ans est une cible mouvante qui est plus facile à atteindre depuis la sursaturation prolongée qui a suivi l'effondrement des prix en 2014. Il est également intéressant d'analyser le niveau des stocks par rapport à ceux de la période précédant la chute des prix (2010-2014), ainsi que la durée pendant laquelle ces stocks peuvent couvrir la demande de l'OCDE et la demande mondiale. Tous ces indicateurs offrent un point de vue sur l'état actuel du marché du pétrole, et bien que l'image qu'ils en peignent est moins idyllique que celle proposée par la simple moyenne mobile sur cinq ans, ils laissent tous présager d'un marché en resserrement ou en voie de l'être, ce qui appuie la tendance haussière actuelle du marché.

MÉTAUX : LES MÉTAUX DE BASE DOMINENT GRÂCE À LA VIGUEUR SOUTENUE DE LA DEMANDE ET AU RESSERREMENT DE L'OFFRE MINIÈRE

Les marchés des métaux ont tous subi les effets de la dégradation des relations commerciales et de l'augmentation des barrières tarifaires, mais les fondamentaux devraient orienter les trois principaux marchés des métaux – métaux de base, marchandises en vrac et métaux précieux – dans des directions très différentes. Les métaux de base devraient surperformer grâce à la forte demande et au resserrement de l'offre minière. Les prix des marchandises en vrac devraient quant à eux diminuer en raison de la baisse ou de l'inertie de la demande et de la relative saturation de l'offre maritime à faible coût. Entre ces deux extrêmes, le prix de l'or devrait demeurer contenu dans une fourchette étroite, mais l'argent, qui a déçu les attentes, devrait progresser sous l'effet de la vigueur de la demande industrielle.

Graphique 6

Mesure de « l'équilibre » du marché du pétrole



Remarques : « avant l'effondrement » désigne la période 2010-2014; Durant cette période la couverture de la demande de l'OCDE et de la demande mondiale s'établissaient en moyenne respectivement à 29,5 et à 57,8 jours; les ajustements utilisent une moyenne mobile sur 12 mois pour la même couverture.
Sources : Études économiques Scotia, AIE, OMI.

Graphique 7

Regain d'optimisme sur le marché du nickel



Sources : Études économiques Scotia, LME.

Performance supérieure des métaux de base grâce à la forte demande et au resserrement de l'offre minière

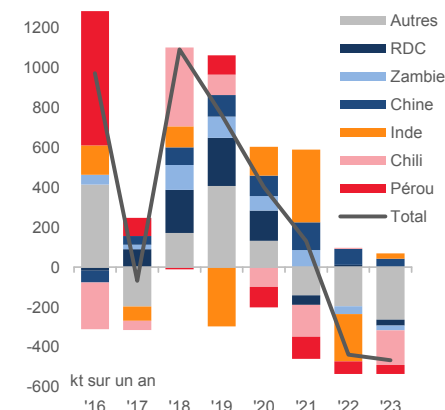
Les métaux de base profitent de la bonne santé de l'économie mondiale, du resserrement de l'offre minière et de nombreux autres facteurs propres au secteur des métaux – négociations syndicales, soutien de la montée en popularité des véhicules électriques, etc. Après des années de difficultés, le nickel s'inscrit parfaitement dans cette tendance positive puisque le déficit de l'offre se creuse rapidement et que les surplus de stocks, qui minaient les prix, ont déjà diminué de plus de 20 %. Comme les perspectives du cuivre continuent également de s'améliorer, nous avons revu nos prévisions à la hausse.

Après avoir affiché pendant une dizaine d'années une offre excédentaire et des prix en baisse, le nickel est l'un des produits de base les plus performants cette année. Sur la Bourse LME, les cours du nickel ont monté de 75 % depuis juin 2017 et se sont hissés à plus de 7 \$ la livre, dans un contexte où le déficit de l'offre augmente et les stocks cotés en bourse diminuent rapidement (graphique 7). Bien que les stocks restent élevés par rapport aux métaux de base comparables, le tonnage coté en bourse a baissé d'un cinquième au cours de la dernière année. En plus de ses solides fondamentaux, le nickel a été nettement soutenu par la forte demande de batteries pour véhicules électriques. Toutefois, le marché du nickel est toujours tributaire de la demande d'acier inoxydable, et des déficits émergent en raison des facteurs habituels, comme le déficit de l'offre qui suit une période de faibles prix et une forte demande correspondant à la croissance économique. **Les perspectives du nickel nous semblent toujours prometteuses, mais nous croyons que les prix vont probablement se stabiliser autour de 7 \$/lb pour les 18 prochains mois, et qu'ils vont s'établir en moyenne à 6,50 \$/lb en 2018 et à 7,00 \$/lb en 2019.** Les prix risquent toutefois de baisser à court terme en raison de la hausse rapide enregistrée récemment par le nickel et de la montée des tensions commerciales – de nombreux produits menacés par les ripostes tarifaires des États-Unis et de la Chine contiennent du nickel, principalement sous forme d'acier inoxydable.

Le prix du cuivre devrait s'établir en moyenne à 3,10 \$/lb en 2018, avant de grimper à 3,25 \$/lb en 2019 sous l'effet de la hausse graduelle du déficit de l'offre (graphique 8). Des facteurs contribuent cependant déjà à les maintenir au-dessus de ces niveaux, notamment les craintes entourant une autre grève à la mine chilienne d'Escondida, la principale mine de cuivre de la planète qui à elle seule devrait fournir 5 % de l'offre totale de minerai de cuivre en 2018. L'an dernier, une rupture des négociations a donné lieu à un arrêt de travail de 44 jours – le plus long de l'histoire moderne du Chili – avant que le syndicat invoque une clause légale pour prolonger la convention existante jusqu'en juillet 2018. Même si cet événement n'a pas semblé stimuler outre mesure le marché du cuivre plutôt nerveux à l'époque, les stocks physiques sont beaucoup plus restreints aujourd'hui et ce type de perturbation aurait vraisemblablement un effet plus marqué sur les marchés au comptant – le marché du cuivre s'est brièvement retrouvé en situation de déport

Graphique 8

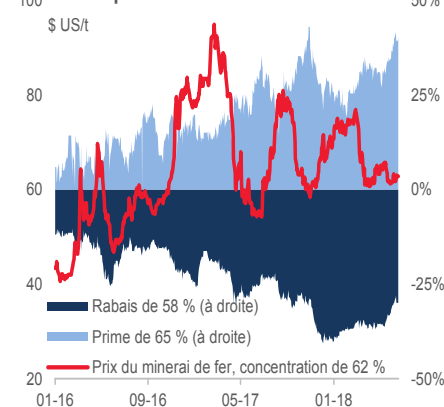
Perspectives du cuivre : la RDC, la Zambie et la Chine produiront 74 % 1400 de l'offre des cinq prochaines années



Sources : Études économiques Scotia, Wood Mackenzie.

Graphique 9

Les marges élevées des aciéries creuse l'écart qualitatif du minerai de fer



Sources : Études économiques Scotia, Bloomberg.

Tableau 1

Produits de base	2000–2016			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017	2018p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	63	145	43	51	68	71
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	55	74	77
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-23	-23
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,02	2,93	2,90
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,21	2,80	3,10	3,25
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,31	1,45	1,45
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,72	6,50	7,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,86	1,49	0,73	0,89	0,95	1,00
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	58	72	63	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	114	187	190	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	869	1895	1 251	1 257	1 311	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,67	48,70	17,14	17,05	18,00	19,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

après une longue période de report amorcée en 2016, ce qui indique à quel point les marchés au comptant sont maintenant serrés. En dépit des récentes inquiétudes, nous croyons que le conflit sera évité et que le syndicat et la direction de la mine d'Escondida parviendront à une entente au cours de l'été.

Compte tenu de la rareté persistante de l'offre et des niveaux de plus en plus faibles des stocks cotés en bourse, les perspectives du zinc nous semblent toujours bonnes, mais la demande devrait faiblir en raison de l'effet de substitution imputable aux prix et de la baisse des activités de construction en Chine. Le zinc est plus sensible à la demande du secteur de la construction que les autres métaux comme le cuivre et le nickel, car il est lié au secteur de l'acier et c'est le seul métal de base qui ne semble pas profiter d'une hausse de la demande des manufacturiers chinois pour les marchés d'exportation. **Nous ne croyons donc plus que le zinc atteindra un sommet et avons revu nos prévisions à la baisse, estimant son prix moyen à 1,45/lb en 2018 et à 1,45/lb en 2019.**

Marchandises en vrac : l'inertie de la demande d'acier ramène la qualité à l'avant-plan

Les perspectives des marchandises en vrac demeurent moins reluisantes que celles des autres composantes du complexe des métaux. La demande d'acier fait du surplace et l'efficace offre maritime demeure abondante. Les prix du minerai de fer doivent chuter pour éliminer du marché les stocks de faible qualité à coûts élevés (surtout en Chine) et y laisser entrer ceux de l'Australie et du Brésil, qui dominent au chapitre de l'offre maritime avec un produit de grande qualité à faibles coûts. La demande de charbon à coke est soumise aux mêmes difficultés, mais les prix ont été soutenus par une série d'événements qui ont perturbé la production en Australie, notamment le cyclone Debbie l'an dernier et la compression actuelle de la capacité ferroviaire dans le Queensland.

Le prix moyen du minerai de fer devrait s'établir autour de 60 \$/t pour les cinq prochaines années, un niveau de loin inférieur à ceux du marché effervescent des métaux de base. Cependant, même si les perspectives des prix du minerai de fer semblent peu intéressantes, l'importance grandissante de la qualité du minerai met en évidence une tendance fondamentale au sein du grand complexe des métaux. Beijing a adopté une politique visant l'élimination de plus d'un quart de milliard de tonnes de capacités de fusion inefficaces ou illégales et le gouvernement chinois a lancé le projet « Blue Sky » qui force les entreprises industrielles – y compris les fonderies d'acier – à ralentir leurs activités pendant les mois d'hiver pour réduire le smog persistant dans les grandes villes côtières. En un peu plus d'un an, la Chine a réduit d'un quart de milliard de tonnes les capacités de fusion annuelles et a forcé bon nombre des fonderies restantes à diminuer leur taux de production, ce qui a considérablement réduit les capacités de fusion d'acier à l'échelle mondiale et dynamisé les marges. La hausse des bénéfices a fait grimper les taux d'utilisation de l'ensemble des fonderies, qui maximisent la productivité des capacités restreintes. Dans ce contexte, les fonderies privilégient le minerai de meilleure qualité (65 % > 62 % > 58 %), car les producteurs peuvent obtenir plus d'acier pour chaque tonne de minerai traité, et la prime ou le rabais naturel des différentes qualités augmente (graphique 9).

Les prix élevés du charbon à coke contribuent à accroître l'importance accordée à la qualité du minerai de fer puisque la production de chaque tonne d'acier de piètre qualité nécessite une grande quantité de coke. **Nous nous attendons à ce que les prix du charbon à coke reculent pour s'établir à 150 \$/t au cours des deux prochaines années, mais ils ont été soutenus par une série d'événements qui ont perturbé la production en Australie**, notamment les inondations causées par le passage d'un cyclone et, plus récemment, le risque d'une baisse des capacités ferroviaires régionales. Le conflit qui oppose Aurizon – le plus important fournisseur de services de transport de marchandises ferroviaires en Australie – et l'agence publique *Queensland Competition Authority* (QCA) – qui réglemente les entreprises comme Aurizon – porte sur les revenus que peut tirer Aurizon du réseau ferroviaire Central Queensland Coal Network. La QCA a plafonné ce revenu à 3,9 milliards de dollars australiens, alors que le plan d'affaires d'Aurizon prévoyait un revenu de 4,9 milliards de dollars australiens. Aurizon a indiqué qu'elle tenterait de se conformer à cette décision en réduisant la quantité de charbon transitant par la ligne de chemin de fer, ce qui pourrait retrancher jusqu'à 20 tm à l'offre de charbon à coke destinée au transport maritime, soit plus que les 16 tm touchées par le cyclone Debbie en avril 2017 lorsque les prix avaient grimpé jusqu'à plus de 300 \$/t.

Métaux précieux : l'argent devrait surpasser le lingot d'or, qui piétine

On s'attend à ce que l'argent progresse plus rapidement que l'or jusqu'à la fin de notre horizon prévisionnel, car des facteurs favorables au secteur contribuent à réduire l'écart avec le lingot, qui fait du surplace. **Nos perspectives à l'égard de l'or restent les mêmes et nous estimons que son prix devrait se maintenir autour de 1 300 \$/oz jusqu'à la fin de la décennie.** La montée des taux d'intérêt partout dans le monde constitue le principal risque pour l'or puisque le coût de renonciation lié à un placement dans les lingots à faible rendement augmente, et que les prix ont été de nouveau ébranlés par l'appréciation récente et inattendue du dollar américain. En revanche, les prix de l'or sont soutenus par les innombrables déclencheurs de risque politique, le rendement nul ou décroissant du marché boursier et le retour prévu de la tendance à la baisse du dollar américain.

Jusqu'à présent, l'argent déçoit nos attentes puisque son prix moyen s'est fixé sous les 17 \$/oz alors que nous avons prévu qu'il avoisinerait les 19 \$/oz. Nous croyons que cette faiblesse est largement imputable à la baisse de la demande physique engendrée par la démonétisation en Inde en 2016 et au fait que les contrats sur l'argent n'ont pas profité du même élan vers les valeurs refuges que l'or. Nous croyons toutefois que la remontée de la demande de lingots d'argent et l'augmentation de la consommation industrielle favoriseront un resserrement des marchés et inciteront les spéculateurs – qui demeurent en position vendeur – à se retirer du marché. **Le prix moyen de l'argent devrait s'établir à 18 \$/oz cette année et grimper à 19 \$/oz en 2019** grâce à son double attrait de métal précieux et de produit industriel.

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.