

## Les risques de l'offre pétrolière se multiplient : le Venezuela plonge dans une crise et les autres membres de l'OPEP font marche arrière

- En janvier, les cours de la plupart des produits de base ont pris du mieux : la macroconjoncture baissière du marché s'est inversée après avoir connu le pire; or, les incertitudes politiques continuent de monopoliser l'attention des investisseurs.
- Si les cours du pétrole ont monté d'environ 25 % par rapport à leurs creux de la veille de Noël, l'humeur est restée relativement pessimiste, même si l'on s'attend à une demande toujours aussi vigoureuse et à une multiplication des risques de l'offre.
- Au Venezuela, la crise à la direction du pays et les sanctions américaines imposées par la suite sur les importations de pétrole du régime Maduro représentent un risque énorme pour l'offre pétrolière mondiale, surtout pour les bruts plus lourds que transforment actuellement les raffineries de la côte américaine du golfe du Mexique.
- Les cours des marchés doivent toujours prendre en compte l'interruption massive des livraisons vénézuéliennes en raison des récents contrecoups de l'impact des sanctions iraniennes; or, les sanctions américaines à l'encontre de la société pétrolière de l'État vénézuélien PdVSA viendront presque certainement peser encore plus sur les niveaux de production déjà affaissés (graphique 1).
- Tout le brut lourd vénézuélien qui ne sera pas livré sur la côte américaine du golfe du Mexique viendra encore rapprocher le différentiel de qualité déjà tenu entre le pétrole léger et le pétrole lourd; on s'attend à ce que les producteurs canadiens profitent de la remontée des cours, et la décision du gouvernement albertain d'alléger les contingents de production en février permettra de livrer un peu plus de brut canadien aux raffineries de la côte américaine du golfe du Mexique.
- Les prévisions sur la croissance mondiale de la demande pétrolière restent solides : la croissance de la production de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste devrait se ralentir en raison de la baisse des cours et du moins grand nombre d'installations de forage, et l'on s'attend à ce que l'Arabie saoudite réduise, en février, sa production de près de 1 Mbpi par rapport au sommet sans précédent atteint en novembre.

**Les cours de la plupart des produits de base se sont améliorés en janvier** lorsque la macroconjoncture baissière du marché s'est inversée après avoir connu le pire; toutefois, les incertitudes politiques continuent de monopoliser l'attention des investisseurs. Tiraillés entre les préoccupations générales permanentes sur la croissance économique mondiale, le conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine et l'évolution récente au Venezuela, les cours des produits de base devraient à nouveau être portés, dans le prochain mois, plus par les déclarations d'intérêt public que par le regain d'attention porté aux fondamentaux à plus long terme.

**Les cours du pétrole ont continué de prendre du mieux** après leurs creux de la veille de Noël et les contrats du WTI ont gagné plus de 25 % pour s'inscrire dans le milieu de la fourchette des 50 \$. Nous nous attendons à ce que le WTI remonte au premier trimestre de 2019 et atteigne une moyenne de 58 \$ le baril pour l'année, puisque les attentes sur l'offre du marché sont amoindries. L'humeur des investisseurs vis-à-vis du complexe pétrolier a eu beau s'améliorer, elle reste déprimée même si l'on s'attend à une demande toujours aussi vigoureuse et à la multiplication des risques de l'offre. À ce stade, on peut généralement dire que les craintes sur l'offre s'expliquent par : 1) la dégradation rapide de la situation au Venezuela; 2) la brusque volte-face dans la production du brut saoudien; et 3) les révisions à la baisse de la production américaine flexible en raison de la diminution des cours.

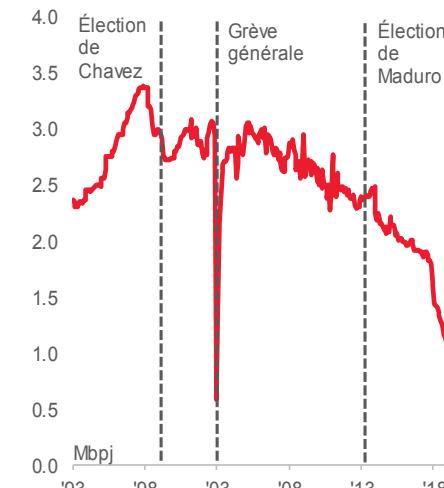
### RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base  
416.862.3908

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

### Graphique 1

La production pétrolière du Venezuela était déjà en train de s'effondrer avant la dernière crise



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, OMI.

### Indice Scotia des prix des produits

décembre 2018 (variation en %)

	MM	A/A	Cumul
Tous les produits*	7,1	-5,5	5,8
Industriels	9,2	-5,9	6,9
Pétrole et gaz	38,2	-12,6	4,5
Métaux et minéraux	-1,0	-2,5	2,9
Produits forestiers	-2,1	-1,6	17,8
Agriculture	-1,4	-3,7	1,1

janvier 2007 = 100

	2019		
	déc	nov	Moyenne à ce jour
Tous les produits	105,9	98,9	115,4
Industriels	102,2	93,6	112,3
Pétrole et gaz	73,4	53,1	86,5
Métaux et minéraux	119,5	120,7	122,8
Produits forestiers	145,0	148,2	160,8
Agriculture	126,3	128,1	132,6

\*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.

**Le Venezuela a dominé les grands titres de l'actualité de l'industrie pétrolière** dans les dernières semaines. Les cours du pétrole ont plus ou moins fait fi de l'actualité récente et de la conjoncture du marché : ils ont continué de subir les contrecoups du revirement de la Maison-Blanche dans les sanctions contre l'Iran; il semble que les marchés attendent de constater l'impact des sanctions américaines contre l'industrie pétrolière du Venezuela avant de tenir compte, dans les cours, de l'interruption massive des livraisons. Et même si à l'heure actuelle, la situation à Caracas ne cesse d'évoluer et qu'elle reste instable, des interruptions au moins temporaires paraissent inévitables, et il est probable que la production pétrolière du pays baisse à un rythme plus fulgurant.

Le chef de l'Assemblée nationale du Venezuela, Juan Guaidó, a déclaré qu'il prenait les fonctions de président intérimaire, en affirmant que le triomphe électoral de l'actuel président Nicholas Maduro en 2018 était illégitime. Cette contestation présidentielle divise la communauté internationale en deux clans : celui des partisans de Guaidó (le Canada, les États-Unis, la Colombie, le Pérou, le Chili, le Brésil et de nombreux pays de l'Union européenne) et celui des partisans du titulaire Maduro (la Russie, la Chine, Cuba et la Bolivie, entre autres). Les pays du clan Guaidó remettent en cause la légitimité de l'élection présidentielle de 2018 et mettent en lumière la corruption généralisée, l'effondrement de l'économie et le déclin de la situation humanitaire du Venezuela. Dans les cinq dernières années, le PIB du Venezuela s'est contracté de plus de 50 %, l'hyperinflation a atteint une estimation annualisée larmoyante de plus d'un million de pour cent en raison de l'émission endémique de billets de banque du régime, les produits alimentaires se font de plus en plus rares, plus de la moitié des Vénézuéliens ont fait savoir qu'ils avaient perdu en moyenne 11,3 kilos rien qu'en 2017, et enfin, environ 10 % de la population du pays (~3 millions de Vénézuéliens) ont fui le pays, du fait de l'absence des services essentiels et de la montée de la violence urbaine.

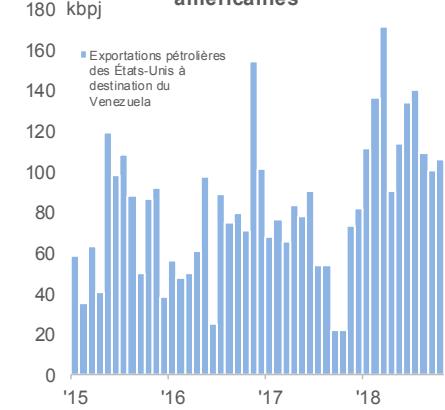
**Le coût économique et humain s'ajoute à la dilapidation de plus en plus grande de l'industrie pétrolière**, qui intervient pour plus de 90 % dans les recettes du commerce extérieur du pays et qui est dirigée par la société d'État PdVSA. Même si elle se fonde sur les plus vastes réserves confirmées de pétrole brut dans le monde — estimées à quelque 300 milliards de barils —, la production pétrolière du Venezuela baisse depuis 20 ans. La politisation de la PdVSA par les gouvernements Chavez et Maduro, l'absence d'investissements et l'incurie opérationnelle générale expliquent toutes l'état actuel de l'industrie. La production du brut a baissé pour passer à près de 3,5 Mbpj à la fin des années 1990 et pour flétrir graduellement sous le gouvernement Chavez à environ 2,5 Mbpj au moment où Maduro a repris les rênes du pays en 2013, pour s'établir à un niveau plus proche de 1 Mbpj aujourd'hui (graphique 1 de la première page). Avant même qu'éclate la crise actuelle à la direction du pays, nous nous attendions à ce que la production de la PdVSA continue de glisser en 2019 et à ce qu'elle termine probablement l'année à 200-300 kbpj de moins que son niveau d'origine. L'imposition des sanctions américaines devrait accélérer cette dégringolade.

L'ampleur de la baisse de la production du Venezuela et, par le fait même, l'impact des balances mondiales de brut seront déterminés par la capacité de la PdVSA à : 1) mobiliser de nouvelles livraisons de stocks diluants puisque l'offre américaine traditionnelle est aujourd'hui comprimée (graphique 2); et 2) recruter de nouveaux clients pour les quelque 500 kbpj de brut lourd achetés à l'heure actuelle par les raffineries de la côte américaine du golfe du Mexique (graphique 3).

**La recherche de nouveaux fournisseurs de stocks diluants représente le plus grand défi**, à notre avis. Les importations pétrolières actuelles au départ des États-Unis, à environ 100 kbpj, servent essentiellement à diluer le pétrole vénézuélien ultralourd pour qu'il puisse s'écouler efficacement dans les oléoducs, dans les pétroliers et sur les marchés exportateurs. Le dernier cycle des sanctions américaines devrait mettre fin à cette relation; autrement dit, la PdVSA devra se trouver un nouveau fournisseur. L'Europe offre une solution de recharge potentielle; or, il se peut que les fournisseurs européens soient révulsés par l'idée de s'empêtrer dans un éventuel imbroglio de sanctions financières américaines. Les fournisseurs russes pourraient eux aussi intervenir; or, même si Moscou a été le chantre le plus exubérant du régime Maduro internationalement, certaines sociétés pétrolières russes privées penchent elles aussi pour la prudence à ce stade et cessent leurs livraisons. Si toutefois le pétrole brut peut être livré sur les marchés, la recherche de nouveaux consommateurs pour le pétrole brut vénézuélien devrait représenter une tâche plus facile. En Chine et en Inde, les raffineries seront probablement prêtes à prendre le pétrole brut délogé en contrepartie de généreux rabais, qui représenteront les dommages économiques directs causés au régime par les exportations sanctionnées.

#### Graphique 2

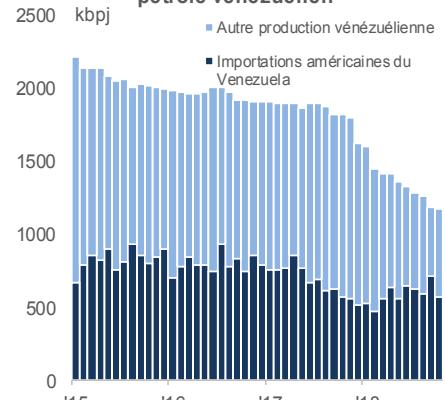
**Le Venezuela doit mobiliser un nouveau fournisseur pour la dilution de son pétrole ultralourd après avoir perdu des livraisons américaines**



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, EIA.

#### Graphique 3

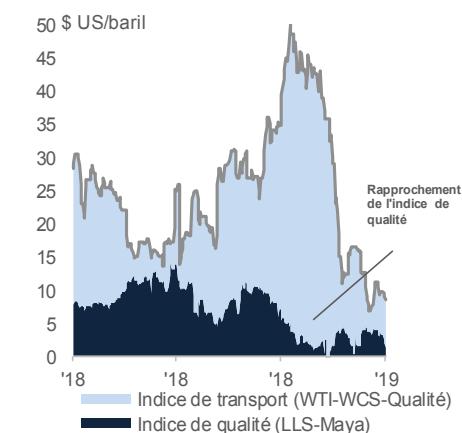
**Les raffineries américaines sont une source relativement stable dans la demande de pétrole vénézuélien**



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, OMI, EIA.

#### Graphique 4

**La rareté du brut lourd favorise déjà les cours du WCS**



Remarque : Les fourchettes de rentabilité supposent un rabais de qualité constant de 8 \$-10 \$ le baril.  
Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

**Les barils de pétrole vénézuéliens non livrés aux raffineries américaines viendront aussi probablement exacerber encore la rareté chronique du brut lourd dans l'ensemble de la côte américaine du golfe du Mexique.** Le différentiel entre le pétrole léger et le pétrole lourd s'est déjà affaissé pour passer d'un niveau normal de 8 \$-10 \$ le baril à un niveau qui se rapproche des 3 \$ le baril (graphique 4), et les nouvelles pertes de barils de pétrole brut pourraient porter ce différentiel à zéro, voire moins (ce qui donnerait lieu à une prime sur le pétrole lourd). Cette évolution serait avantageuse pour les autres fournisseurs de pétrole brut comme le Mexique et le secteur pétrolier du Canada. On s'attend à ce que les producteurs canadiens tirent parti de l'augmentation de la valeur relative du brut lourd; or, il sera difficile de capter directement la part du marché traditionnel vénézuélien en raison des contraintes permanentes de transport et du contingentement de la production décrété par le gouvernement de l'Alberta. Or, l'assouplissement annoncé récemment dans les contingents de production de cette province pourrait permettre de livrer dans le sud un certain nombre de barils supplémentaires; le plafond de la production provinciale a été relevé de 75 kbpj en février par rapport à un contingent total de 325 kbpj, entré en vigueur en janvier.

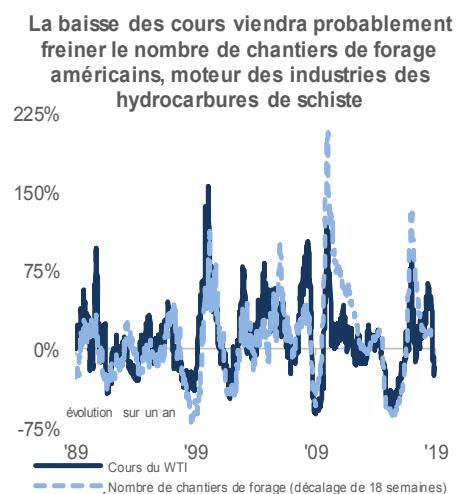
**Parmi les autres pays membres de l'OPEP, l'Arabie saoudite adopte une approche ambitieuse dans ses contingents de production,** en abaissant sa production pour la porter de 11 Mbpj ou plus en novembre à une cible de 10,1 Mbpj d'ici février 2019 (graphique 5). La brusque volte-face de Riyad s'explique par la politique des sanctions américaines à l'encontre de l'Iran. Si l'Arabie saoudite a relevé sa production à un sommet sans précédent à la fin de l'an dernier, c'est uniquement pour combler la perte attendue des livraisons iraniennes en raison des lourdes sanctions imposées; or, la hausse des cours du pétrole a ameuté la Maison-Blanche, et le coût de masse final sur les exportations iraniennes a cédé la place à des exemptions au titre des sanctions pour les pays importateurs. L'Arabie saoudite, qui ne souhaite pas répéter l'exploit, devrait faire preuve d'une fermeté beaucoup plus grande pour favoriser la hausse des cours du pétrole : c'est ce qui explique qu'en réaction aux indices télégraphiés par l'administration américaine et selon lesquels le royaume pourrait intervenir pour combler le manque causé par l'interruption des livraisons en raison des sanctions contre le Venezuela, Riyad a fait savoir que Washington pourrait résoudre son propre problème en puisant dans sa réserve pétrolière stratégique (RPS) — ce qui revient essentiellement à dire que « c'est votre problème, et non le nôtre » dans le discours d'un producteur pivot de l'OPEP.

**Enfin, la croissance de l'industrie des hydrocarbures de schiste américains devrait se ralentir** après la cadence fulgurante de l'an dernier et s'inscrire à un niveau nettement moindre que ce que la plupart redoutaient en 2019, maintenant que les cours du WTI s'inscrivent dans le bas de la fourchette des 50 \$ plutôt que dans le bas de la fourchette des 70 \$ le baril. Les producteurs américains continueront de hausser leur production; or, le maintien même du régime actuel de production oblige à mener d'importantes activités de forage en raison des rythmes fulgurants de la baisse associée à la rareté des puits de pétrole. En outre, l'élan qu'a connu la productivité de l'industrie des hydrocarbures de schiste dans les dernières années s'est essoufflé : l'innovation organique arrive à peine à suivre le rythme de l'appauvrissement géologique puisque les entreprises délaissent les « points faibles » des gisements d'hydrocarbures de schiste — ce qui accroît dans l'ensemble la pression pour faire monter le nombre de gisements, qui auront beaucoup plus de mal à tenir ce rythme de croissance en raison de la baisse des cours (graphique 6).

**Sur les marchés des métaux,** Vale, minière-vraquier brésilienne, a annoncé qu'elle prévoyait de cesser de produire 40 Mt de minerais de fer dans 10 mines du Brésil après la rupture catastrophique d'un barrage minier qui a fauché au moins 84 vies et dont le bilan pourrait s'alourdir. Les cours du minerai de fer se sont envolés à l'annonce de la nouvelle, pour atteindre plus de 85 \$ la tonne par rapport à notre prévision précédente pour cet ingrédient sidérurgique, et pour s'établir à une moyenne de 65 \$ la tonne en 2019. Vale dispose d'une capacité d'exploitation minière supplémentaire, qu'elle pourrait mettre en service pour compenser le déficit; or, il est probable que nous constatons au moins une certaine réduction du tonnage exporté par voie maritime, ce qui viendra tendre les prix dans les prochains mois. L'impact sur les boulettes de minerai de fer, qui s'échangent moyennant une prime par rapport au prix des fines à 62 % qui est généralement évoqué quand il est question du minerai de fer, sera particulièrement brutal puisque la production des mines en cause représente une plus large part du sous-marché des boulettes que l'ensemble du commerce du minerai de fer.

**Graphique 5**


Sources: Études économiques de la Banque Scotia, OMI.

**Graphique 6**


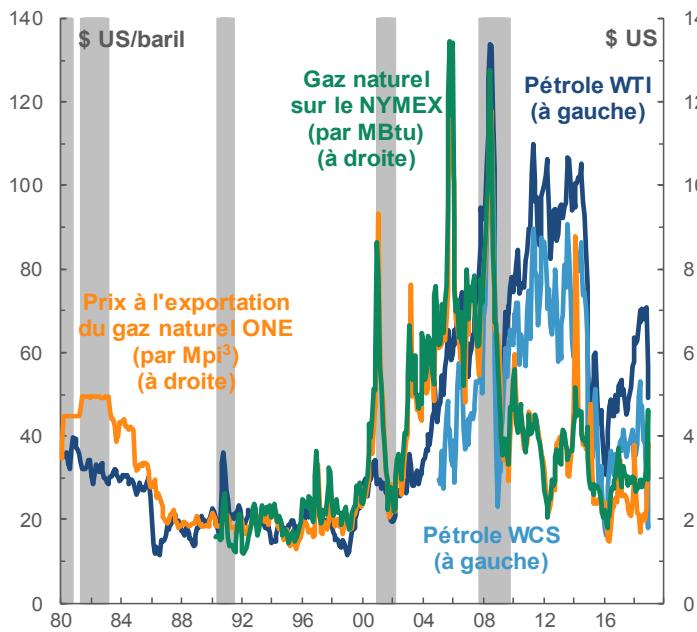
Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, BH.

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	51,59	58	62
Brent mer du Nord	\$ US/baril	17,68	64,93	146,08	71,69	60,25	67	69
Escompte* du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-42,50	-16,43	-5,50	-26,29	-9,60	-20	-20
<b>Gaz naturel</b>								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1,64	4,83	15,38	3,07	3,10	3,25	2,80
<b>Métaux et minéraux</b>								
<b>Métaux de base</b>								
Cuivre	\$ US/livre	0,60	2,38	4,60	2,96	2,69	3,00	3,20
Nickel	\$ US/livre	2,00	7,12	24,58	5,95	5,20	5,50	6,00
Zinc	\$ US/livre	0,33	0,84	2,10	1,33	1,16	1,20	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	76	65	63
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	131	330	208	197	175	160
<b>Métaux précieux</b>								
Or	\$ US/oz t	256	890	1 895	1 268	1 290	1 300	1 300

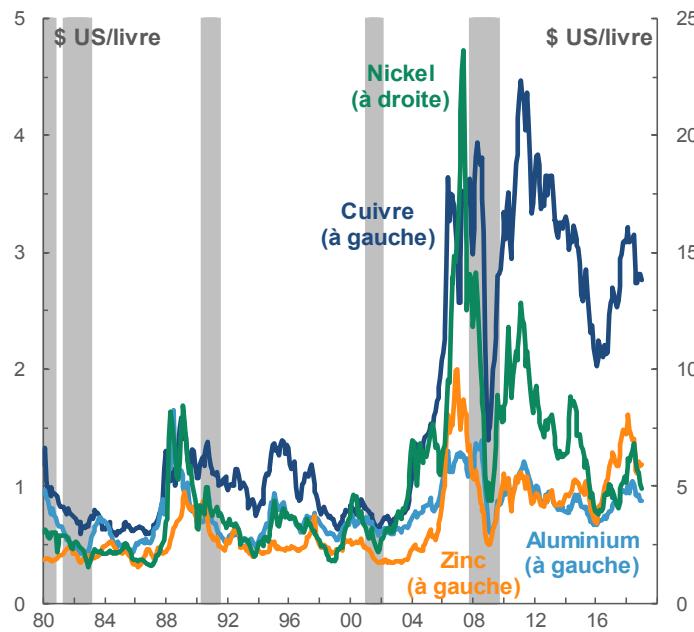
\* Moyenne 2008-17.



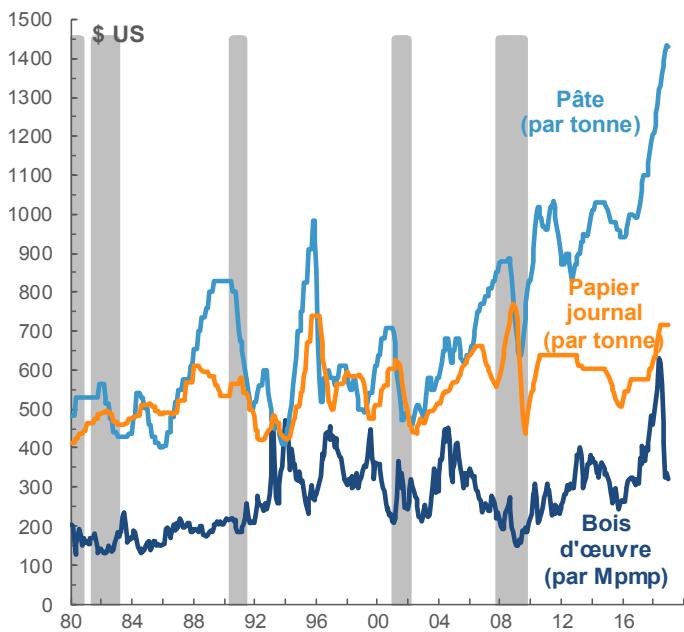
**Cours du pétrole et du gaz**



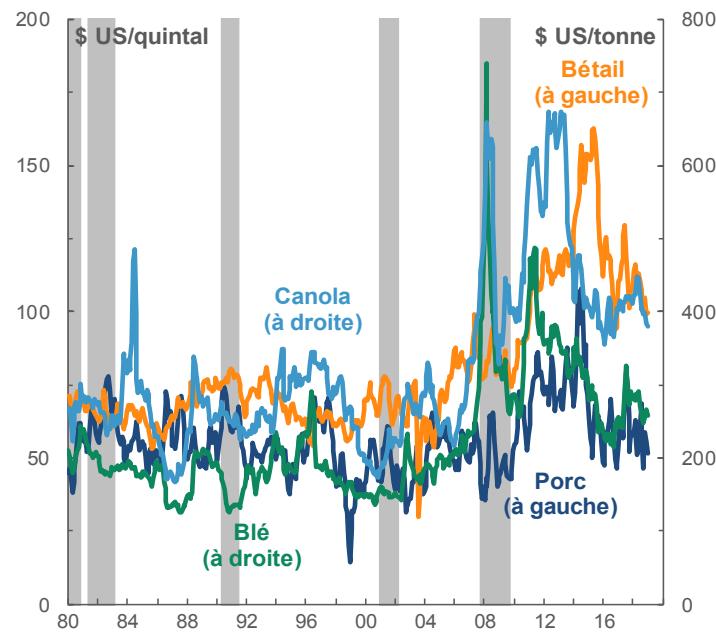
**Cours des métaux**



**Cours des produits forestiers**



**Cours des produits agricoles**



## Note technique

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

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

**La composition de l'indice est la suivante :**

**PÉTROLE ET GAZ**

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