

Le pessimisme économique bouscule les produits de base industriels; l'or est tonifié par l'infortune des marchés

- Les perspectives économiques mondiales continuent de se dégrader, et les cours des produits de base industriels sont malmenés par la morosité macroéconomique.
- Nous ne sommes plus aussi optimistes qu'avant : nous nous attendons désormais à ce que la guerre commerciale sino-américaine ne cesse de s'aggraver jusqu'aux élections présidentielles américaines de 2020, puisque ni Washington ni Beijing ne semblent vouloir se réconcilier.
- Les risques, à la mesure de ce dérapage à la baisse de nos prévisions, sont désormais orientés à la baisse pour les cours des produits de base industriels et à la hausse pour les métaux précieux; nous les actualiserons en octobre quand nous disposerons de données plus fermes.
- En août, les marchés pétroliers canadiens ont profité d'une rare embellie grâce aux bonnes nouvelles sur l'aménagement des oléoducs, puisque la Cour suprême du Nebraska s'est prononcée en faveur de l'oléoduc Keystone XL et que la société qui finance le Projet d'agrandissement du réseau de Trans Mountain accélère l'embauche en prévision de la mise en chantier dès septembre 2019.
- Alors que l'incertitude pèse sur les produits de base industriels, les métaux précieux se sont envolés en raison du plongeon des rendements obligataires et des valeurs refuges : l'or a culminé à son plus haut, à 1 550 \$ l'once, depuis la fin de la crise de la zone euro.

LA DÉGRADATION DES SIGNAUX MACROCONJONCTURELS

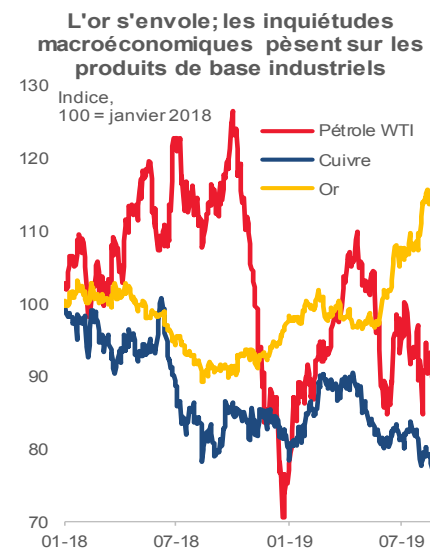
Les perspectives économiques mondiales continuent de se dégrader, et les cours des produits de base industriels sont malmenés par la morosité de la conjoncture macroéconomique. De nombreuses économies exposées aux échanges commerciaux semblent vouloir se contracter, et les marchés financiers télégraphient des signaux qui permettent de croire que la récession est à nos portes. Sur cette toile de fond macroéconomique, les cours des produits de base s'inscrivent essentiellement dans la fourchette escomptée : les cours du pétrole WTI s'affaissent dans le bas de la fourchette des 50 \$ malgré la litanie des risques qui planent sur l'offre, le cuivre s'échange à moins de 2,55 \$ la livre et l'or frôle les 1 550 \$ l'once (graphique 1).

Malgré les nombreux risques — dont le désendettement en Chine, les manifestations à Hong Kong, le chaos du Brexit, la léthargie industrielle en Allemagne et la conjoncture politique en Argentine — qui bousculent les perspectives de croissance, la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine est le plus puissant facteur de l'humeur des marchés, et la situation ne semble que vouloir se détériorer. Nous commençons à réévaluer l'optimisme prudent dont nous avons fait preuve auparavant sur le front commercial et nous penchons aujourd'hui en faveur du pessimisme. Loin de nous attendre, comme nous le faisons au début, à ce que la raison l'emporte sur la passion dans la guerre commerciale, ni Washington ni Beijing ne semblent vouloir se réconcilier. Selon notre scénario de base, nous nous attendons désormais à ce que les tensions commerciales chroniques continuent de se multiplier jusqu'aux élections présidentielles américaines de 2020. En réaction aux nuages qui assombrissent l'horizon, les banques centrales mondiales assouplissent leur politique monétaire au lieu de la durcir afin d'éviter le pire du ralentissement (graphique 2), ce qui tonifie les perspectives jusqu'à maintenant sans éclat de l'or. Les risques, qui sont à la mesure de ce dérapage à la baisse de nos prévisions, penchent désormais en faveur d'une glissade de nos pronostics actuels sur les cours des produits de base industriels et d'une remontée de nos prévisions sur les métaux précieux, que nous actualiserons en octobre 2019.

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Indice Scotia des prix des produits

juillet 2019	(variation en %)		
	M/M	A/A	Cumul
Tous les produits*	2,2	-5,3	-4,7
Industriels	2,9	-5,5	-4,3
Pétrole et gaz	7,7	-12,0	-3,4
Métaux et minéraux	1,1	12,4	1,3
Produits forestiers	-1,3	-20,4	-14,5
Agriculture	-1,3	-4,3	-6,6

janvier 2007 = 100

	2019		
	juil	juin	Moyenne à ce jour
Tous les produits	114,7	112,2	115,6
Industriels	112,6	109,5	113,5
Pétrole et gaz	88,3	82,1	92,4
Métaux et minéraux	132,5	131,0	127,2
Produits forestiers	138,0	139,8	142,8
Agriculture	125,8	127,5	127,4

*Coefficients de pondération : pétrole et gaz (39,9 %), métaux et minéraux (30,1 %), produits forestiers (14,7 %), agriculture (15,3 %); note technique intégrale en page 7.

LE FEUILLETON DE LA GUERRE COMMERCIALE

La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine continue de faire rage — erratiquement, avec des hauts et des bas, mais certes en empirant tendanciellement. Le 1^{er} août 2019, le président Donald Trump a sanctionné la dernière tranche de 300 milliards de dollars de produits chinois importés jusqu'alors non tarifés, en leur imposant un tarif douanier de 10 % en date du 1^{er} septembre 2019. Rares étaient ceux qui croyaient que la Maison-Blanche irait aussi loin, puisque les ménages américains sont très présents dans cette dernière tranche de biens importés. Effectivement, le 13 août 2019, M. Trump a hésité et annoncé que plus de la moitié des sanctions tarifaires en valeur (soit essentiellement sur les produits électroniques et les autres biens de consommation de masse) serait retardée jusqu'au 15 décembre 2019 afin d'éviter de faire monter les prix des listes de cadeaux de Noël et de ponctionner l'épargne des ménages, étant tacitement entendu que le consommateur américain est celui qui, en définitive, fait les frais des sanctions tarifaires, contrairement à ce qu'avait généralement déclaré M. Trump jusqu'alors.

Comme il fallait s'y attendre, Beijing a riposté et imposé des sanctions tarifaires de rétorsion de même ampleur sur la dernière tranche de 75 milliards de dollars de biens américains importés, en les répartissant entre le 1^{er} septembre et le 15 décembre 2019 pour tenir compte de l'échelonnement des sanctions américaines. Or, la Maison-Blanche, qui a jugé que les sanctions tarifaires de rétorsion de la Chine constituaient un affront — même si elles ne représentaient que le quart des sanctions américaines —, a réagi en relevant les tarifs douaniers de cinq points de pourcentage avec effet au 1^{er} octobre 2019 (pour les porter de 25 % à 30 % sur la tranche des 250 milliards de dollars de biens déjà sanctionnés et de 10 % à 15 % sur les sanctions tarifaires en instance dans la prochaine tranche). Les mesures qui pourraient éventuellement être interprétées un apaisement des tensions commerciales, par exemple lorsque M. Trump a évoqué un appel téléphonique prometteur avec Beijing, sont tombées à plat lorsque les décideurs chinois ont fermement démenti cet appel téléphonique. Nous nous attendons à ce qu'un courant plutôt stable de mauvaises nouvelles liées au commerce continue de peser sur le moral et tienne en laisse les cours des produits de base industriels.

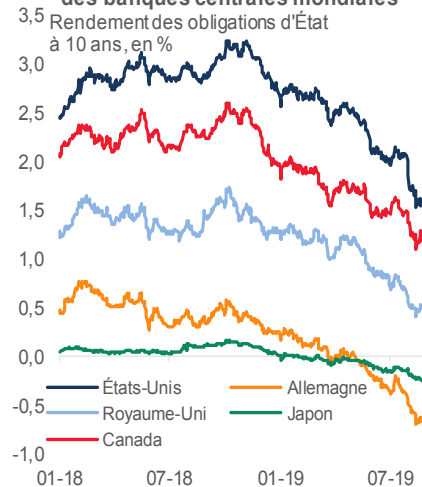
LE RYTHME DE LA REPRISE DES COURS DES PRODUITS DE BASE SERA DÉCIDIÉ À BEIJING

Tous les chemins que prennent les produits de base mènent à la Chine, qui consomme plus de la moitié de la plupart des métaux industriels; or, les défis de la Chine ne sont pas tous liés au commerce. Avant même le tout début de la guerre commerciale, le germe d'une léthargie de la croissance chinoise était semé pour 2019-2020 dans la foulée des sommets portés par les mesures de relance de 2017-2018 lorsque Beijing s'est consacrée au désendettement de l'économie intérieure criblée de dettes. Les manifestations sans précédent qui se déroulent à Hong Kong ont remis en cause l'avenir de la gouvernance du territoire de cette puissance économique et ont encore fragilisé la confiance. Auparavant, le ralentissement de l'économie chinoise s'était à sa manière révélé finalement comme une manne pour les produits de base lorsque Beijing a décidé d'enrayer la léthargie de la croissance grâce à d'ambitieux programmes de mesures de relance budgétaire, essentiellement dans la construction.

Nous sommes appelés à être de nouveau témoins de modestes efforts du genre, et on a fait savoir que Beijing entend rehausser le contingent annuel des obligations municipales spéciales — généralement liées aux dépenses d'infrastructures locales prépondérantes en produits de base — par rapport à leur niveau actuel de 305 milliards de dollars après avoir assoupli les règles régissant la dépenses de ces fonds en juin. Toutefois, en raison des efforts soutenus de Beijing pour désendetter l'économie, toutes les mesures de relance qui seront éventuellement adoptées devraient être plus timides et basculer en faveur des ménages et du secteur des services, plutôt que de l'industrie prépondérante en matériaux et de la construction, qui avait été favorisée dans les précédentes défoules budgétaires. L'éternelle guerre commerciale pourrait aussi, paradoxalement, limiter encore les dépenses de relance de Beijing puisque, malgré le poids supplémentaire qui pèse sur l'économie, les politiques commerciales de Washington constituent un autre motif externe pour expliquer le ralentissement, ce que bien des observateurs de Beijing considèrent comme une étape nécessaire dans le rééquilibrage des risques financiers.

Graphique 2

Les marchés obligataires commencent à intégrer les mesures d'assouplissement des banques centrales mondiales



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

DANS L'OUEST CANADIEN, L'INDUSTRIE PÉTROLIÈRE A DROIT À SA PART DE BONNES NOUVELLES; OR, LES DIFFÉRENTIELS RESTENT TROP RAPPROCHÉS POUR LE TRANSPORT FERROVIAIRE

Les cours mondiaux du pétrole ont fléchi sous le poids des inquiétudes macroéconomiques mondiales — qui pèsent probablement entre 5 \$ et 10 \$ le baril à l'heure actuelle; or, une litanie de difficultés sur le front de l'offre est venue étayer les cours et a permis d'éviter que le WTI chute en deçà des 50 \$ le baril, du moins pour l'heure. Dans le même temps, le secteur pétrolier canadien a eu droit à de rares bonnes nouvelles liées à l'aménagement de l'oléoduc, et le contingentement a continué de rapprocher les différentiels du brut canadien par rapport à ceux que réclame la rentabilité du transport ferroviaire.

L'oléoduc Keystone XL a eu droit à des nouvelles prometteuses lorsque la Cour suprême du Nebraska a approuvé, le 23 août 2019, le tracé du projet, ce qui a mis fin à une querelle de permis qui durait depuis plus d'une dizaine d'années. Cette approbation est un bon signe dans le conflit de longue date dans l'Ouest canadien pour accroître la capacité de transport par oléoduc, même si on est loin d'une victoire absolue. Il faut encore triompher de nombreux obstacles, dont une action en justice fédérale dans le Montana, les propriétaires fonciers récalcitrants le long du tracé, qui continuent de refuser de concéder des servitudes pour la construction de l'oléoduc, ainsi que les nombreux moyens probables d'opposition supplémentaire, dont les manifestations et les barrages routiers. Dans le même temps, le Projet d'agrandissement du réseau de Trans Mountain, qui appartient au gouvernement fédéral canadien, a aussi été la source de bonnes nouvelles dans le déblocage lorsque la Trans Mountain Corporation, société d'État fédérale chargée d'agrandir l'oléoduc, a donné un « ordre d'exécution » afin de mobiliser les entrepreneurs et pourrait lancer les activités de construction dès septembre 2019. La société s'attend à ce que l'oléoduc soit mis en service, si jamais il devait l'être, au milieu de 2022, bien qu'il faille prendre avec un grain de sel tous les délais annoncés, puisque l'on s'oppose à ce projet depuis les 10 dernières années.

La salve de grands titres de l'actualité sur l'oléoduc est une excellente nouvelle pour l'avenir, mais une distraction pour l'heure, puisque les contingents de production tendent les marchés et qu'à notre avis, les cours du WCS sont trop élevés, puisqu'il faut de nouveau investir dans le ferroviaire. Le rabais sur le WCS s'établit aujourd'hui à moins de 12 \$ le baril sous le cours du WTI, ce qui est maintenant inférieur au niveau qui permet aux producteurs de rentabiliser le transport ferroviaire du brut. Bien que ce niveau de rabais ne permettait pas de financer le coût du transport ferroviaire du pétrole il y a quelques mois, les cours correspondant au seuil de rentabilité dérivent à la hausse (graphique 4) alors que le rabais lié à la qualité du WCS se creuse et que le marché attend le lancement des normes sur les émissions polluantes de 2020 de l'Organisation maritime internationale. Les nouvelles règles sur le transport maritime obligeront à changer de cap (jeu de mots volontaire) dans le choix du carburant utilisé par les quelque 80 000 navires qui sillonnent les océans du monde, ce qui viendra pénaliser le pétrole lourd à haute teneur en soufre et relancer la demande de carburants plus légers comme le diesel de navire. Le basculement des préférences pour le carburant devrait, en données constantes, accroître les rabais supportés par les bruts lourds à forte teneur en soufre comme le WCS. En revanche, la demande exprimée pour le WCS plus lourd — utile dans le mélange avec les bruts ultralégers provenant du secteur des hydrocarbures de schiste américains — continuera d'être étayée par les sanctions américaines à l'encontre du Venezuela et de l'Iran, qui produisent tous deux des mélanges de pétrole qui se situent du côté plus lourd de l'éventail des pétroles bruts.

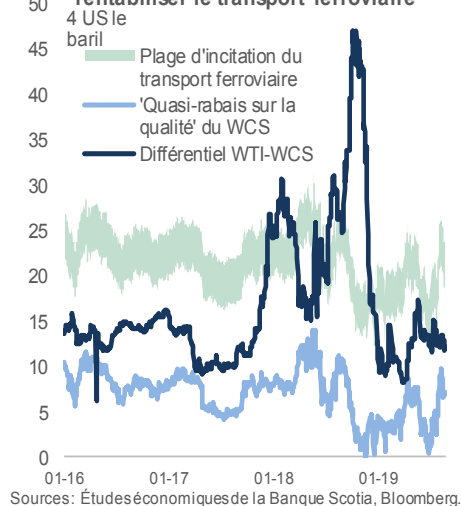
L'OR BRILLE ET LES RISQUES SE MULTIPLIENT

Même si l'incertitude pèse sur les produits de base industriels, les métaux précieux se sont envolés en raison du plongeon des rendements obligataires et des valeurs refuges. L'inversion sporadique des courbes des rendements partout dans le monde a donné lieu à une avalanche de grands titres qui brandissent la menace d'une récession et a lancé sur les marchés un signal ferme qui emportera à la baisse les marchés mondiaux. Les banques centrales ont réagi au ralentissement de la croissance et à la multiplication des risques politiques en inversant brusquement leur parcours de durcissement : le rendement des obligations américaines à 10 ans protégées contre l'inflation a perdu plus de 100 points de base depuis le début de l'année pour sombrer en territoire de rendement réel négatif (graphique 4).

Les cours de l'or culminent à leur plus haut, soit un peu moins de 1 550 \$ l'once, depuis la crise de la zone euro. Les rendements obligataires américains corrigés de l'inflation, en chute libre, et le foisonnement des titres de dette à rendement négatif dans bien des pays membres de l'OCDE ont amélioré l'attrait relatif du lingot d'or à rendement nul. Dans le même temps, les risques politiques, qu'il s'agisse des manifestations sans précédent de Hong Kong ou de l'apparente course de Londres sur la voie d'un Brexit sans accord, sont venus encore dynamiser l'or grâce aux influx de valeurs refuges. En outre, l'argent, qui est généralement perdant, a pris du mieux et a monté de près de 30 % depuis la fin de mai 2019 à 18,46 \$ l'once. L'or continuera de s'illustrer sur fond d'incertitude de la conjoncture politique et des marchés et les risques sont désormais solidement orientés à la hausse, dans nos prévisions de 2020, à 1 350 \$ l'once.

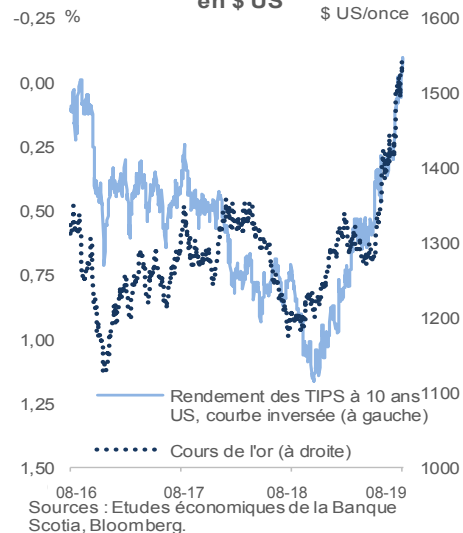
Graphique 3

Les différentiels du pétrole de l'Ouest canadien restent trop rapprochés pour rentabiliser le transport ferroviaire



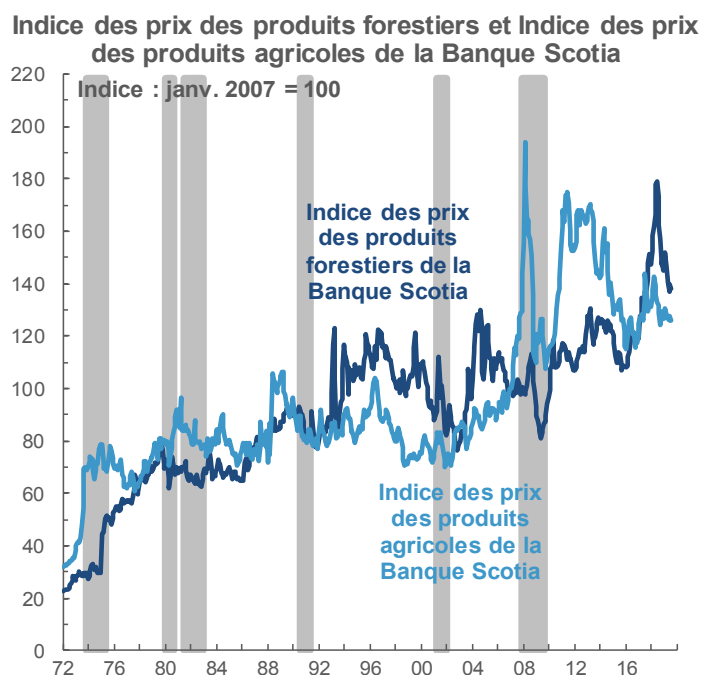
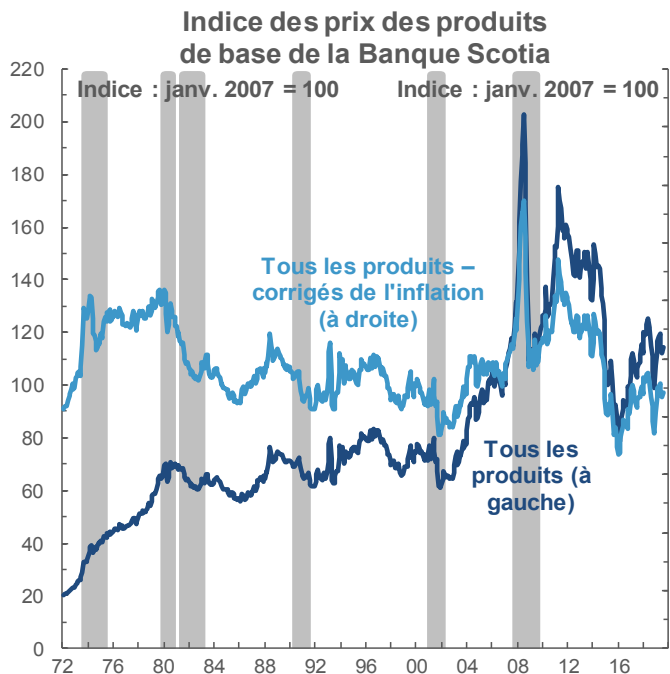
Graphique 4

Les cours de l'or profitent du plongeon des rendements réels en \$ US

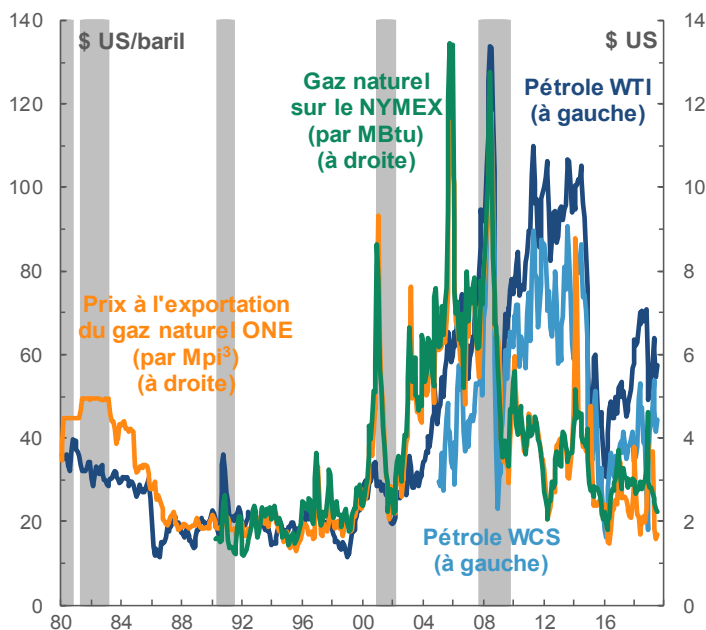


Prévisions des cours		2000-2017			2018	2019 cum	2019P	2020P
		Min	Moy. période	Max				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	17,45	62,05	145,29	64,90	57,15	56	55
Brent mer du Nord	\$ US/baril	17,68	64,93	146,08	71,69	65,14	65	62
Escompte* du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-42,50	-16,43	-5,50	-26,29	-11,80	-14	-21
Gaz naturel								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1,64	4,83	15,38	3,07	2,58	2,71	2,75
Métaux et minéraux								
Métaux de base								
Cuivre	\$ US/livre	0,60	2,38	4,60	2,96	2,76	2,80	3,00
Nickel	\$ US/livre	2,00	7,12	24,58	5,95	5,82	5,70	6,00
Zinc	\$ US/livre	0,33	0,84	2,10	1,33	1,20	1,22	1,20
Aluminium	\$ US/livre	0,56	0,87	1,49	0,96	0,82	0,90	0,90
Produits de base en vrac								
Minerai de fer	\$ US/t	27	108	302	70	96	90	72
Charbon métallurgique	\$ US/t	39	131	330	208	196	195	170
Métaux précieux								
Or	\$ US/oz t	256	890	1 895	1 268	1 342	1 350	1 350

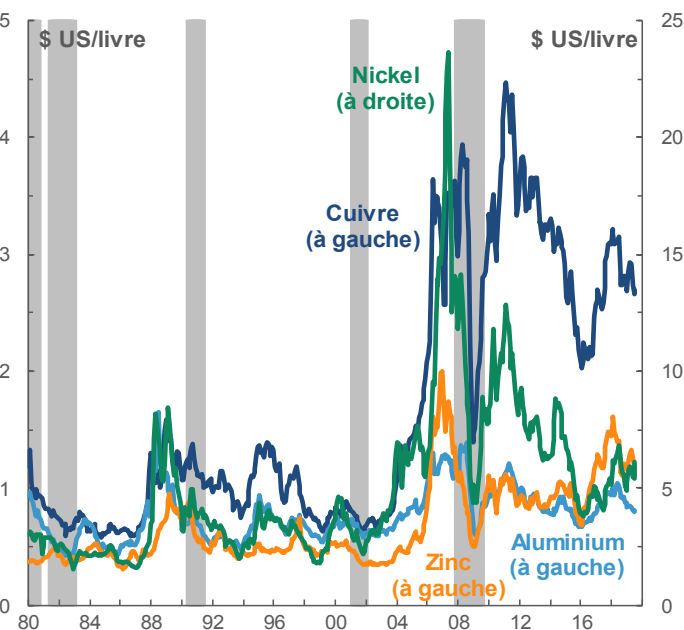
* Moyenne 2008-17.



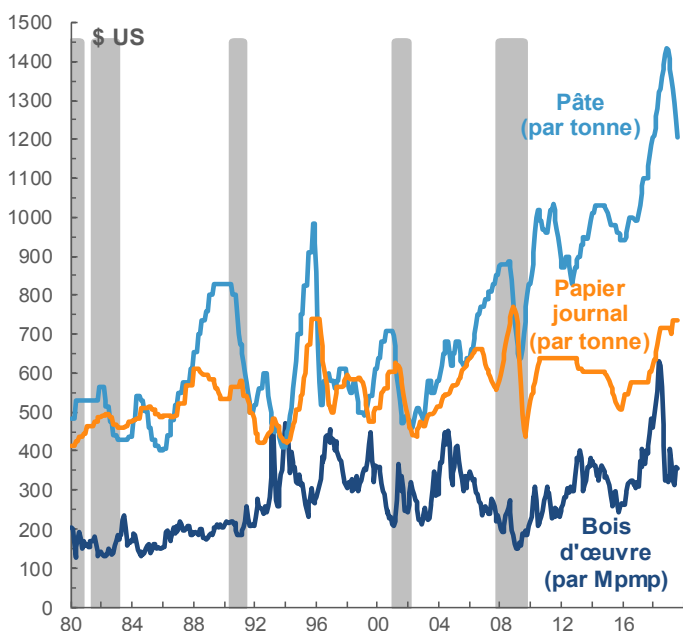
Cours du pétrole et du gaz



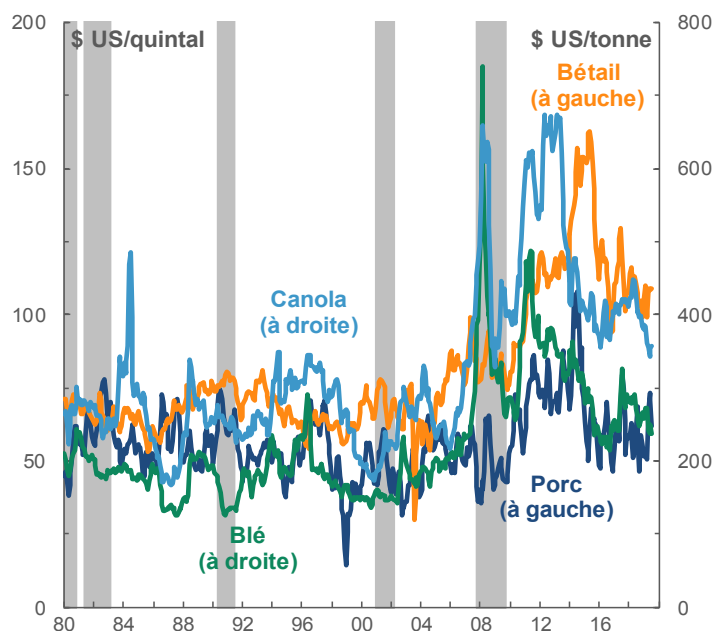
Cours des métaux



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'U₃O₈, selon Bloomberg.

Molybdène (\$ US la livre) Depuis mars 1992, prix MW du courtier de l'oxyde de molybdène.

Cobalt (\$ US la livre) Prix MW du courtier.

PRODUITS FORESTIERS

Bois d'œuvre et produits ligneux, 2 x 4 de pin-sapin-épinette de l'Ouest, catégorie n° 2 ou supérieure (\$ US le mppm), 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, 45 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), cours au comptant global de la Saskatchewan; série de données historiques n° 1 à Lethbridge, en Alberta.

Canola et oléagineux (\$ US la tonne) Classé Canada n° 1, rendu Vancouver.

Bovins et bœuf (\$ US le quintal) Bouvillons de plus de 1 051 livres à Toronto; depuis janvier 1993, moyenne ontarienne.

Porcs (\$ US le quintal) Indice 100 du porc à Toronto; depuis janvier 1993, moyenne ontarienne.

Poissons et crustacés (\$ US la livre) Prix du saumon coho argenté de la côte Ouest et du homard de l'Atlantique; avant 1986, filets et blocs de morue.

Indice Scotia des prix des produits — Composition et poids

Composante	Valeur des exportations nettes en 2010 (millions de dollars)	Poids (%)
INDICE DU PÉTROLE ET DU GAZ	46 537	39,90
Pétrole brut et produits raffinés	33 231	28,49
Gaz naturel et GNL	11 741	10,07
Liquides du gaz naturel	1 565	1,34
INDICE DES MÉTAUX ET MINÉRAUX	35 109	30,10
Cuivre	3 160	2,71
Zinc	1 255	1,08
Plomb	579	0,50
Aluminium	6 045	5,18
Nickel	4 246	3,64
Or	4 678	4,01
Charbon	4 757	4,08
Minerai de fer	3 346	2,87
Potasse	5 161	4,42
Soufre	457	0,39
Uranium	891	0,76
Cobalt	288	0,25
Molybdène	246	0,21
INDICE DES PRODUITS FORESTIERS	17 081	14,66
Bois d'œuvre et produits ligneux	4 673	4,01
Panneaux de particules orientées	812	0,70
Pâte	6 818	5,85
Papier journal	2 734	2,34
Papier spéc. à base de pâte mécan.	1 971	1,69
Carton doublure	87	0,07
INDICE DES PRODUITS AGRICOLES	17 901	15,35
Blé et farine	4 693	4,02
Orge et céréales fourragères	1 088	0,93
Canola et oléagineux	5 398	4,63
Bovins et bœuf	1 640	1,41
Porcs	2 378	2,04
Poissons et crustacés	2 704	2,32
INDICE GLOBAL	116 643	100,00

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.