

## Territoires inconnus

- Nous prévoyons désormais que la pandémie de la COVID-19 et la multiplication des efforts déployés pour la contenir feront plonger l'économie mondiale et donneront lieu à une léthargie prononcée de la plupart des cours des produits de base cette année.
- À l'heure actuelle, la Russie est moins appelée à sourciller, dans la guerre des prix du pétrole, que l'Arabie saoudite, ce qui accentue la pression à la baisse que fait peser l'offre sur les cours du pétrole dans une conjoncture sans précédent pour la demande.
- Les cours des métaux industriels ont eu droit à un certain coup de pouce par rapport aux attentes d'un programme de relance de l'économie chinoise. Or, les perspectives sont loin d'être réjouissantes.
- Au Canada, les provinces productrices de pétrole affrentent de nouvelles pressions sur leur rentabilité et sur leurs perspectives de croissance à long terme. À court terme, le problème sera probablement aigu.

## DES INTERVENTIONS À LA MESURE DE CES TEMPS CALAMITEUX

Le moins qu'on puisse dire, c'est que les perspectives économiques mondiales ont changé depuis notre dernière note sur les produits de base. Le mois dernier, les marchés escomptaient un choc de la COVID-19 de courte durée sur la demande, essentiellement limité à la Chine. Nous prévoyons aujourd'hui que le virus et la multiplication des efforts déployés pour le contenir feront plonger l'économie mondiale cette année. En Chine, les cas déclarés paraissent s'être stabilisés; or, dans le monde entier l'évolution de la situation — qu'il s'agisse du nombre record de demandes d'assurance-chômage ou de la fermeture complète de grandes industries — semble déjà ralentir l'activité mondiale (graphique 1). En raison de ce choc sans précédent sur la demande, une guerre des prix du pétrole a éclaté entre le deuxième et le troisième grands producteurs dans le monde.

Les vigoureux programmes de relance annoncés et escomptés partout dans le monde ont temporairement arrêté l'hémorragie des cours boursiers et des prix des produits de base. Les premières nouvelles d'un programme d'aide économique totalisant plus de 2 000 milliards de dollars US aux États-Unis, par exemple, sont venues améliorer la conjoncture du risque et les cours, tout autant que les vigoureuses mesures de relance monétaire des banques centrales mondialement. Or, l'incertitude règne toujours en ce qui concerne l'épidémie du virus, et les mouvements de prix continueront, pour tous les produits de base, d'être dominés par l'évolution de la pandémie.

Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que dans l'intervalle, la léthargie prononcée — et dans certains cas sans précédent — des cours des produits de base et une volatilité considérable perdurent. D'après notre scénario de base pour nos prévisions économiques, les mesures de confinement portées par le virus commenceront à être levées au T3 de 2020; il se peut alors que les cours des produits de base se remettent à monter.

## L'OR : LA PROPAGATION DU VIRUS HORS D'ATTEINTE POUR LES MARCHÉS

La panique induite par la volatilité a fait plonger les cours de l'or à moins de 1 500 \$ US l'once au début et au milieu de mars, après qu'ils aient culminé à plus de 1 650 \$ US l'once en février. Le lingot est normalement considéré comme une valeur refuge dans les périodes de tumulte des marchés et de léthargie de la croissance économique; or, au début du mois, la volatilité des marchés financiers était tellement prononcée que de nombreux investisseurs ont déserté l'or noir pour préférer les liquidités.

Dans la foulée des interventions des banques centrales partout dans le monde pour injecter des liquidités dans les marchés et parce que les perspectives économiques

## RENSEIGNEMENTS

**Marc Desormeaux, économiste principal**

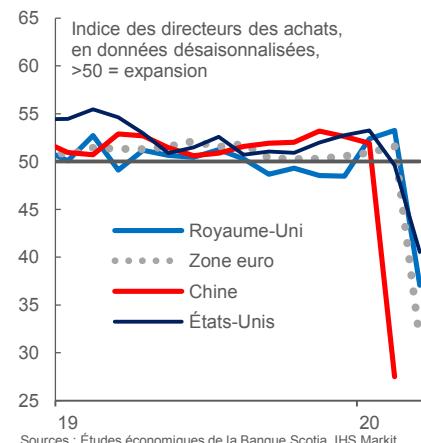
416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia

[marc.desormeaux@scotiabank.com](mailto:marc.desormeaux@scotiabank.com)

## Graphique 1

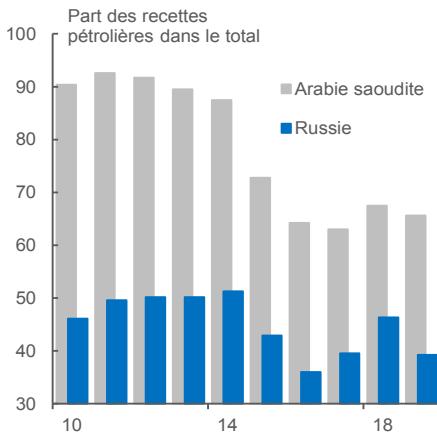
### COVID-19 : de l'épidémie à la pandémie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, IHS Markit.

## Graphique 2

### Les finances de l'Arabie saoudite, plus vulnérables à l'affaissement des cours du pétrole



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI, ministère des Finances de la Fédération de Russie.

mondiales ont continué de se détériorer, les cours du métal jaune ont repris leur trajectoire ascendante. Les cours de l'or ont fini la semaine écoulée en gagnant 8 % sur les cours de clôture de la semaine précédente; il s'agit de leur meilleur gain depuis 2008.

**À terme, l'ampleur des fermetures en raison du virus continuera de malmener l'offre physique de l'or.** À Singapour, par exemple, l'engorgement de la chaîne logistique est venu s'ajouter à un pic de la demande pour étayer les cours du métal précieux. Par contre, en Inde, les opérateurs physiques offrent des rabais parce que le confinement du pays pour trois semaines paralyse les échanges.

#### LA GUERRE DES PRIX DU PÉTROLE : LA RUSSIE A L'AVANTAGE

La Russie a lancé le premier coup de semonce dans la guerre des cours du pétrole en se retirant des discussions de l'OPEP pour étendre les contingents de production le 6 mars 2020; les plans de riposte du Royaume d'Arabie saoudite (RAS) pour relever sa propre production ont fait plonger le marché du brut. Les prix étaient déjà chahutés par la baisse de la demande de carburant, par la léthargie de l'activité industrielle chinoise et par la déprime des investisseurs; or, la perspective de baisses de production favorables de l'OPEP offrait une lueur d'espérance. En raison de la conjonction d'un choc sans précédent sur la demande et du rebond de l'offre nouvelle, les cours du pétrole ont essuyé leur plus forte baisse en pourcentage dans les annales le 8 mars 2020 et sont restés enlisés au fond du baril depuis (graphique 2, page 1).

**La guerre prolongée des prix nuira sans aucun doute aux deux puissances économiques; or, grâce à ses finances publiques, la Russie est mieux en mesure de résister au choc.** Le pétrole représente pour la Russie une part moindre — mais quand même importante — des recettes de l'État (graphique 3). C'est pourquoi son seuil de rentabilité budgétaire est estimé à une somme comprise entre 40 et 45 \$ US le baril, alors que pour le Royaume, il se rapproche de 80 \$ US le baril. Le RAS a reconnu qu'il lui faudra sabrer considérablement ses dépenses publiques — ce qui pourrait être politiquement impopulaire — si les valeurs du brut restent déprimées. Dans le même temps, le Fonds du patrimoine national de la Russie reste bien provisionné selon les déclarations officielles, ce qui vient amortir la baisse des cours et ce qui donne une marge de manœuvre budgétaire pour les dépenses sociales et infrastructurelles promises.

**Le taux de change couple offre un autre avantage.** De nombreux producteurs russes sont payés en partie en dollars US, mais font leurs achats en roubles; par conséquent, en données constantes, la léthargie de la monnaie russe encourage les dépenses en immobilisations et la production, ce qui vient compenser en partie la léthargie des prix. Cet avantage n'existe pas dans le RAS : le riyal est arrimé au dollar américain.

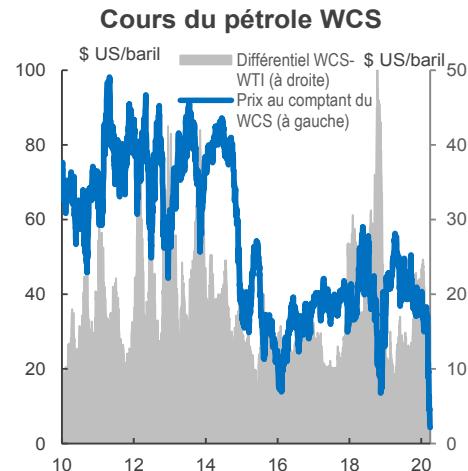
Tout dépendra de l'effet des mesures de confinement en raison de la COVID-19 sur la capacité de production et de stockage du pétrole; or, pour l'heure, la Russie paraît probablement moins mal en point que l'Arabie saoudite, et les valeurs du brut devraient rester déprimées par rapport aux prévisions précédentes.

#### L'AFFAISSEMENT DU SECTEUR PÉTROLIER NORD-AMÉRICAIN

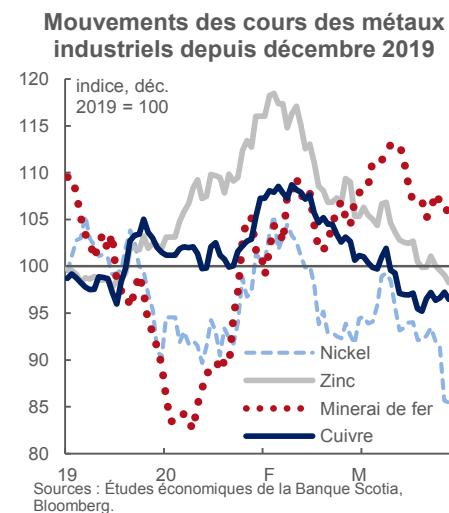
**Cette conjoncture a des incidences négatives évidentes pour le secteur des hydrocarbures de schiste américain.** Les bilans léthargiques obligaient déjà les entreprises à comprimer leurs coûts, et nombre d'entre elles avaient établi leurs budgets de 2020 sur des hypothèses de prix qui paraissent aujourd'hui très optimistes. Les installations de forage paralysées et les réductions généralisées d'effectifs paraissent inéluctables.

**La situation est aussi catastrophique pour le pétrole de l'Ouest canadien.** Le repère WCS (Western Canada Select) a récemment plongé à moins de 4 \$ US le baril — ce qui représente un creux sans précédent. Jusqu'à maintenant, les raffineries de la côte du golfe du Mexique ont pu maintenir des marges honnêtes, ce qui a favorisé la demande de pétroles lourds et un certain rapprochement du rabais WTI-WCS (graphique 3). Toutefois, il sera de plus en plus difficile de préserver les marges, puisque les mesures de confinement imputables à la COVID-19 réduisent la demande au Mexique et en Amérique du Sud. Dans le secteur pétrolier de l'Ouest canadien, les stocks sont déjà gonflés, ce qui pourrait faire baisser encore plus le WCS dans les mois à venir.

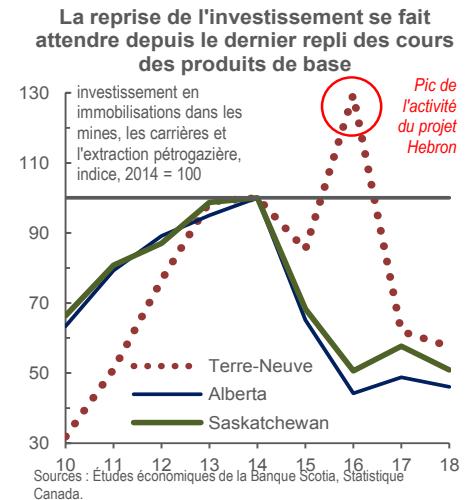
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



## LES MÉTAUX INDUSTRIELS ATTENDENT LE PROGRAMME DE RELANCE EN CHINE

**Les cours des métaux industriels, malgré la pression exercée par la léthargie de la demande en raison du coronavirus et par les efforts de confinement, n'ont pas encore baissé autant que les valeurs du brut.** Les baisses du pic au creux des valeurs de clôture du Brent et du WTI ont dépassé 60 % par rapport à des baisses de l'ordre de 20 % à 30 % pour le cuivre, le nickel et le zinc (graphique 4, page 2). Le charbon, autre produit essentiel de l'économie industrielle, a lui aussi été relativement stable dans les dernières semaines.

**Si le marché est résilient, c'est parce qu'il s'attend à des mesures de relance de Beijing, qui paraît presque certain d'aller de l'avant.** La Chine plafonne depuis longtemps à 3 % son ratio du déficit budgétaire par rapport au PIB, ce qui laisse entendre qu'il n'est guère possible qu'elle adopte d'autres mesures de relance compte tenu des révisions en baisse de la croissance. Or, le gouvernement semble aujourd'hui prêt à éclater cette cible afin de ranimer l'activité du premier consommateur mondial de métaux industriels. La semaine dernière, on a aussi annoncé un rebond des obligations à vocation particulière, qui sont consacrées au financement des projets d'infrastructure locaux et régionaux et qui ne contribuent pas au déficit officiel de la Chine. Le Congrès national du peuple qui aura lieu en avril ou en mai se prêterait bien à l'annonce de ces dépenses; or, la gravité de la situation actuelle pourrait amener l'État chinois à intervenir bien avant.

**Même si la Chine déploie un programme de relance budgétaire, les perspectives des prix des métaux industriels sont loin d'être réjouissantes.** La production des biens manufacturés et l'activité industrielle tourneront au ralenti, puisqu'en Europe et en Amérique du Nord, les grands partenaires commerciaux de la Chine adoptent des mesures de confinement en raison du virus. C'est pourquoi nous nous attendons à une plus grande léthargie des prix au T2 et au T3 cette année.

## AU CHEVET DE L'ÉCONOMIE DES RESSOURCES DU CANADA

**Pour les provinces qui produisent plus de pétrole qu'elles n'en importent, le plongeon des valeurs du brut est appelé à prolonger une période déjà longue de difficultés économiques.** En excluant un coup de pouce transitoire et ponctuel en 2016 pour les dépenses en immobilisations liées au projet d'exploitation pétrolière Hebron, au large de Terre-Neuve-et-Labrador, l'activité d'investissement dans les mines et dans le secteur pétrogazier a plongé à des profondeurs abyssales depuis le dernier affaissement des prix des ressources en 2014-2015 (graphique 5, page 2). Le marché du travail a lui aussi été malmené : la création d'emplois à temps plein parmi les travailleurs en âge d'activité maximale reste léthargique depuis le zénith du supercycle des produits de base (graphique 6). Cette conjoncture s'explique par la propagation de la léthargie de l'emploi hors du secteur pétrolier dans les industries périphériques comme la construction et l'activité manufacturière. Le gouvernement provincial a annoncé un train de mesures d'aide à l'intention des ménages et des entreprises parce que le confinement frappe l'économie de plein fouet; il est probable que dans les prochaines semaines, le gouvernement fédéral et le gouvernement provincial adoptent d'autres mesures de relance.

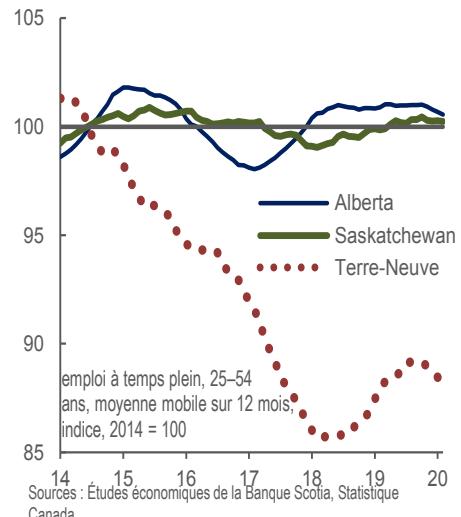
**Nous nous attendions à ce que l'Alberta finisse par rattraper, d'ici le milieu de 2020, la contraction de 7,7 % de son PIB réel en 2015-2016; cette prévision est aujourd'hui très improbable.** La léthargie des valeurs du brut et l'activité économique déprimée viendront aussi accroître le déficit de 7,5 milliards de dollars CA (1 % du PIB) projeté pour l'exercice 2020-2021, ce qui a récemment donné lieu à une dégradation de la note de crédit d'une agence de notation. Dans son budget du 28 février 2020, l'Alberta associait une baisse des cours du WTI de 1 \$ US à un manque à gagner de 355 millions de dollars CA. Dans nos plus récentes prévisions, nous nous attendions à ce que le WTI s'établisse à une moyenne de 31 \$ US le baril dans l'année civile 2020 par rapport à 58 \$ US dans le budget; les points vulnérables peuvent varier considérablement à différents niveaux de prix; or, cette estimation donne une idée de la gravité possible du choc budgétaire. En raison de ces difficultés, le gouvernement provincial a mis sur pied le Conseil de relance économique, pour lui donner son avis sur les moyens à prendre afin de protéger les emplois pendant et après la dépression actuelle.

**La Saskatchewan a annoncé, pour l'EF 21, ses estimations de dépenses, en avouant que la détérioration des perspectives de son économie prépondérante en produits de base avait pour effet de désactualiser ses précédentes prévisions de recettes.** En outre, la mine d'uranium de Cigar Lake — la plus grande dans le monde — a été temporairement fermée afin d'endiguer la propagation de la COVID-19.

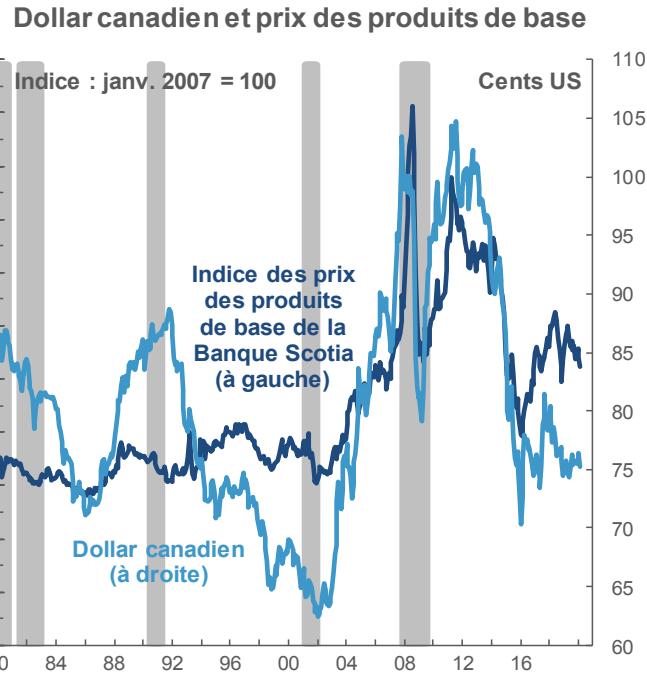
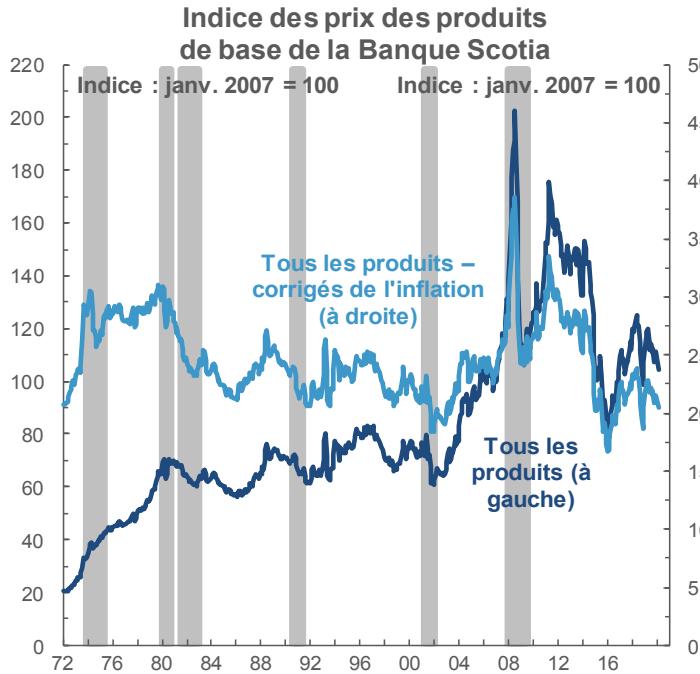
**Terre-Neuve-et-Labrador affronte des difficultés comparables.** Le gouvernement provincial a intégré un cours du Brent de 63 \$ US le baril dans ses dernières prévisions économiques et budgétaires — ce marqueur a évolué à moins de 25 \$ US le baril récemment — et pâtiendra encore plus en raison de son statut de producteur de minerai de fer et de nickel. L'emploi à temps plein dans le secteur des ressources naturelles évoluait déjà tendanciellement à la baisse, comme nous l'avons fait observer dans nos dernières Prévisions provinciales; la suspension des travaux dans le projet énergétique en mer West White Rose et la mise hors service de mines et d'installations de transformation dans le Labrador devraient augmenter les pertes d'emplois. Ces facteurs éroderont considérablement les recettes du gouvernement provincial dans le plan budgétaire à jour qu'il publiera dans les prochains mois.

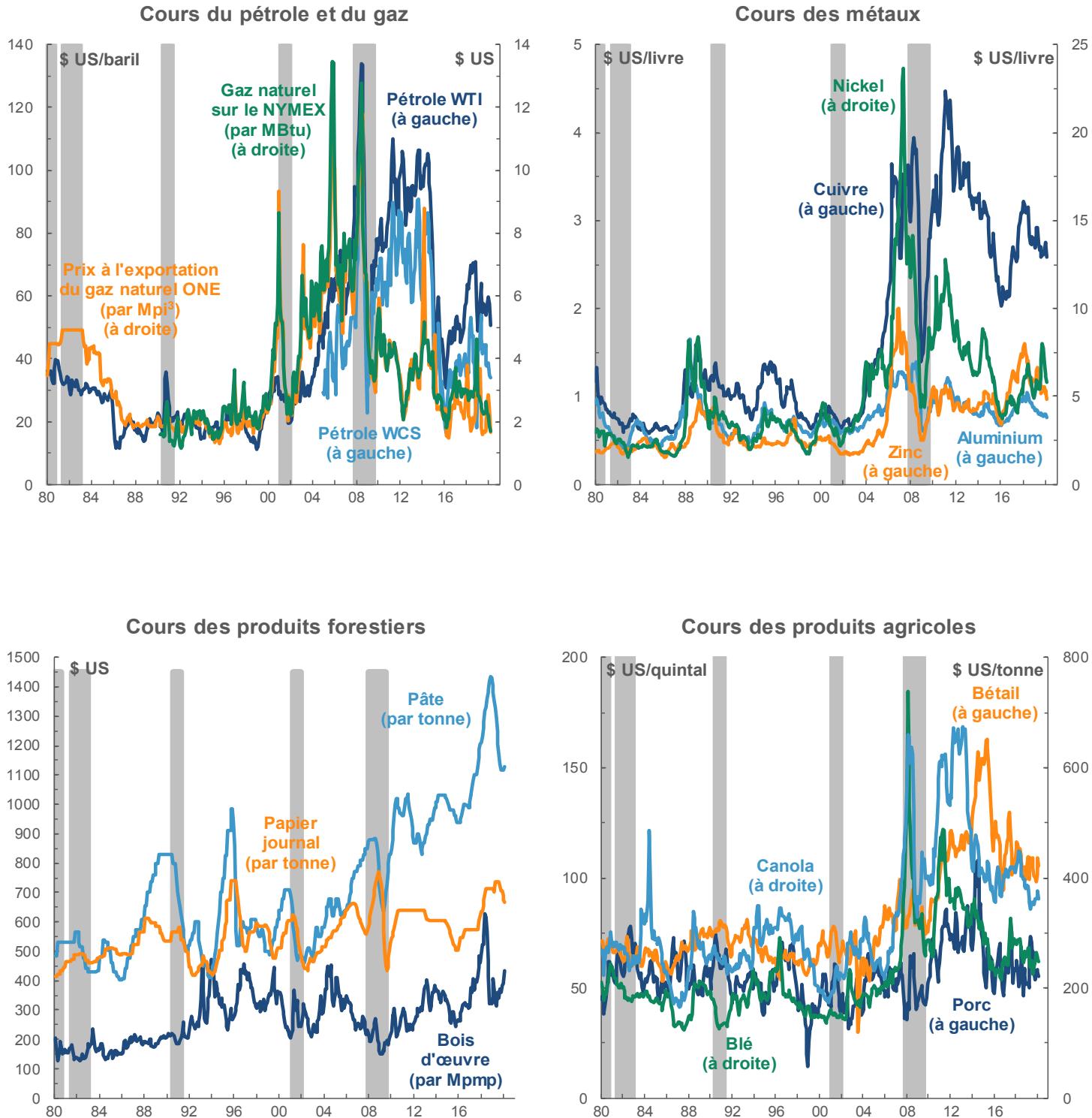
Graphique 6

... et la léthargie de l'emploi perdure pour les travailleurs en âge d'activité maximale



Prévisions des cours		2010–2018			2019	2020P	2021P
		Min	Moy. période	Max			
<b>Pétrole et gaz</b>							
<b>Pétroles bruts</b>							
West Texas Intermediate	\$ US/baril	26	74	114	57	31	42
Brent mer du Nord	\$ US/baril	28	82	127	64	35	43
Escompte du WCS par rapport au WTI	\$ US/baril	-50	-18	-7	-14	-14	-21
<b>Gaz naturel</b>							
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	1,64	3,39	6,15	2,53	2,39	2,63
<b>Métaux et minéraux</b>							
<b>Métaux de base</b>							
Cuivre	\$ US/livre	1,96	3,10	4,60	2,72	2,80	3,00
Nickel	\$ US/livre	3,50	7,00	13,17	6,32	6,50	7,00
Zinc	\$ US/livre	0,66	1,02	1,64	1,16	1,10	1,05
Aluminium	\$ US/livre	0,65	0,89	1,26	0,81	0,90	0,90
<b>Produits de base en vrac</b>							
Minéral de fer	\$ US/t	39	101	194	94	78	70
Charbon métallurgique	\$ US/t	81	179	330	177	145	150
<b>Métaux précieux</b>							
Or	\$ US/oz t	1 049	1 342	1 895	1 393	1 525	1 450





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

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

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

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

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

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

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

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

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

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