

## Rapport spécial : Métaux et minéraux reviennent de loin

On s'attend à un regain d'optimisme dans le cadre du congrès annuel des représentants de l'industrie minière mondiale, organisé à Toronto par l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs (ACPE). À pareille date l'an dernier, les cours de la plupart des produits industriels de base croussaient à des creux quasi cycliques et la morosité régnait sur les marchés. Depuis, les cours se sont dans l'ensemble relevés : le zinc est promis à un avenir étincelant, le cuivre s'est ressaisi contre toute attente, et les cours des produits en vrac s'envolent.

Bien que le pire soit probablement derrière nous (graphique 1), le rythme et l'envergure de certains gains récents des cours sont exagérés, puisqu'ils sont portés par des politiques étatiques à court terme plutôt que par les fondamentaux industriels organiques. Voici donc un aperçu de la conjoncture actuelle et de la trajectoire prévue des grands marchés des métaux; toutefois, pour la plupart de ces marchés, l'importance à court terme démesurée de la conjoncture politique et des lignes de conduite étatiques fortement incertaines est un facteur commun. Bien des incertitudes ont trait à la politique de Beijing, qui a la capacité exceptionnelle de faire vaciller le sort de presque tous les matériaux; mais il faut aussi tenir compte de l'effet que produisent toutes, d'une manière ou d'une autre, les politiques de l'Indonésie, des Philippines, du Chili, de l'Inde et des États-Unis sur les prix des produits de base. Les sociétés minières mondiales ont pris beaucoup d'élan en augmentant la rentabilité de leurs chantiers et en se délestant d'actifs marginaux, question d'alléger la dette de l'industrie et d'endiguer la débâcle des prix des produits de base. Encore faut-il savoir si cette maîtrise des coûts restera pour elles une préoccupation aussi essentielle avec la hausse des prix, interrogation qui se fait plus pressante si l'on pense aux politiques souvent transitoires qui étayent cette hausse des cours.

### AU SOMMAIRE

**1. Cuivre (p. 2) :** pour les deux prochaines années, on s'attend aujourd'hui à des déficits de l'offre, qui devraient porter les cours à 2,40 \$/lb en 2017 et à 2,50 \$/lb en 2018; la flambée actuelle des cours devrait se calmer à la fin d'importants arrêts de travail au Chili et en Indonésie.

**2. Nickel (pp. 3-4) :** les déficits de l'offre relèveront modérément les cours, qui devraient s'établir à des moyennes de 5,20 \$/lb en 2017 et de 5,00 \$/lb en 2018; encore faudra-t-il réduire le surplus chronique de stocks avant que les cours remontent.

**3. Zinc (p. 4) :** il s'agit toujours du métal dont les perspectives fondamentales à court terme sont les plus prometteuses grâce à de fortes pénuries de concentrés; les cours devraient s'établir à des moyennes de 1,35 \$/lb en 2017 et de 1,55 \$/lb en 2018.

**4. Aluminium (pp. 4-5) :** les rumeurs d'une baisse de production des raffineries chinoises apportent de rares bonnes nouvelles pour l'évolution des cours de l'aluminium, même si on attend toujours des précisions; les cours devraient s'établir à des moyennes de 0,75 \$/lb en 2017 et de 0,77 \$/lb en 2018.

**5. Minerai de fer (p. 5) :** les cours devraient baisser par rapport à des niveaux déjà élevés alors que les vents favorables de la relance chinoise commencent à tomber; l'offre bon marché devrait détrôner la production plus chère, ce qui portera les cours à 55 \$/t en 2017 et à 50 \$/t en 2018.

**6. Charbon métallurgique (p. 6) :** Beijing maîtrise la situation puisque sa stratégie de rationalisation de la capacité (en particulier sa politique sur le nombre de jours d'ouverture des mines) se répercute sur l'offre du charbon qu'elle produit; les cours devraient s'établir en moyenne à 180 \$/t en 2017 et à 120 \$/t en 2018.

**7. Or (pp. 6-7) :** la hausse des taux d'intérêt, la force du dollar et l'optimisme général des investisseurs malgré la forte incertitude politique sont autant de vents contraires pour le métal jaune, dont les cours devraient s'établir à une moyenne de 1 200 \$/oz en 2017 et 2018.

**8. Le point sur le marché pétrolier (pp. 7-8) :** en raison de la précarité du positionnement spéculatif, le brut est vulnérable à un repli à court terme; nous restons toutefois fidèles à nos prévisions à moyen terme, qui établissent les cours à une moyenne de 58 \$/baril en 2017 et de 61 \$/baril en 2018.

### RENSEIGNEMENTS

**Rory Johnston**

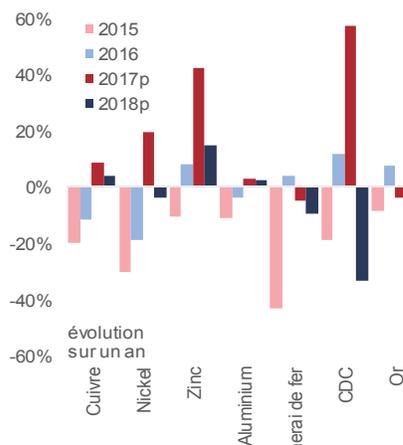
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

[rory.johnston@scotiabank.com](mailto:rory.johnston@scotiabank.com)

### Graphique 1

#### Évolution des cours des métaux Banque Scotia



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

**Tableau 1**

Indice Scotia des prix des produits			
Janvier 2017	(variation en %)		
	M/M	A/A	Cumul
<b>Tous les produits*</b>	<b>6,4</b>	<b>39,8</b>	<b>39,8</b>
<b>Industriels</b>	<b>6,9</b>	<b>48,9</b>	<b>48,9</b>
Pétrole et gaz	7,5	97,1	97,1
Métaux et minéraux	9,9	39,5	39,5
Produits forestiers	-0,3	10,1	10,1
<b>Agriculture</b>	<b>4,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
	<b>Janvier 2007 = 100</b>		
	2017	2016	2017
	Moyenne		
	Jan	Déc	à ce jour
<b>Tous les produits</b>	<b>110,2</b>	<b>103,6</b>	<b>110,2</b>
<b>Industriels</b>	<b>107,6</b>	<b>100,7</b>	<b>107,6</b>
Pétrole et gaz	89,4	83,1	89,4
Métaux et minéraux	126,2	114,8	126,2
Produits forestiers	119,3	119,6	119,3
<b>Agriculture</b>	<b>124,6</b>	<b>119,8</b>	<b>124,6</b>

\*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 11.

## 1. CUIVRE : LES FORTES PÉNURIES DE L'OFFRE ATTISENT LA REMONTÉE DU MÉTAL ROUGE

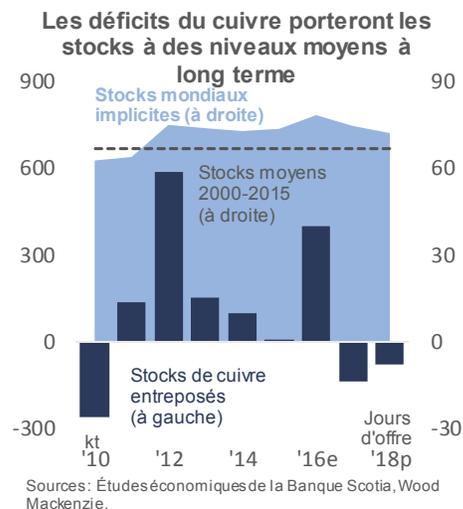
Le cuivre s'est illustré en se ressaisissant en 2016 lorsque le « mur de l'offre » tant redouté qui devait supplanter la demande jusqu'en 2018 a sombré dans l'oubli, notamment en raison de la mise en service plus rapide que prévu de chantiers, ce qui a accéléré la croissance de l'offre, qui s'est produite en 2017 plutôt qu'en 2016, et grâce à la fermeture imprévue de certaines mines de cuivre marginales. Après s'être établie à une moyenne de plus de 4 % sur un an dans les deux dernières années, la croissance de l'offre minière devrait tomber en territoire négatif en 2017, même si la contraction de l'offre de produits raffinés sera probablement émoissée par l'augmentation de l'offre de rebuts en raison de la hausse récente des cours. La demande a aussi été plus forte que prévu en 2016 puisque la reprise chinoise a relancé la construction et la consommation dans le secteur de l'électricité, ce qui a fait monter les prévisions de la demande chinoise jusqu'à la fin de l'horizon de planification. La demande mondiale devrait se ralentir pour passer d'environ 2,5 % l'an dernier à 1,5 %-2,0 % sur un an dans les deux prochaines années.

Parce que la croissance de la demande dépasse l'offre, il devrait s'ensuivre des déficits qui porteront fondamentalement les cours du cuivre sur l'horizon prévisionnel (graphique 2). En outre, la hausse actuelle des cours amoindrit le risque de déficits prononcés à terme, qui devraient devenir problématiques vers la fin de la décennie. Les cours du cuivre devraient s'établir à des moyennes de 2,40 \$/lb en 2017 et de 2,50 \$/lb en 2018, et les cours au comptant, actuellement gonflés à plus de 2,70 \$/lb, devraient reculer lorsque seront levées les incertitudes qui planent sur les négociations syndicales et les permis d'exportation. Environ 10 % de la capacité mondiale des mines de cuivre sont paralysés à l'heure actuelle en raison d'arrêts de travail dans les deux premières mines de cuivre mondiales, au Chili et en Indonésie, et les indicateurs globaux liés à ces faits conjoncturels devraient hausser les cours à court terme. Le positionnement spéculatif haussier culmine toujours à un sommet sans précédent (graphique 3) et les cours baisseront sans doute rapidement avec l'évolution du discours à propos de ces interruptions et lorsque les gestionnaires de fonds commenceront à prendre leurs bénéfices.

Ce qui a d'abord et avant tout perturbé l'offre, en privant le marché d'environ 23 kt de cuivre par semaine, c'est la grève des travailleurs qui s'est amorcée le 9 février 2017 à la mine Escondida de 1,2 Mt exploitée par BHP Billiton — la plus importante dans le monde — dans le nord du Chili. Plus de 2 000 travailleurs ont remis leurs outils en raison d'un conflit incessant à propos de leur rémunération et de leurs avantages sociaux; 99 % des travailleurs syndiqués se sont prononcés en faveur de la grève après s'être vus refuser une hausse salariale de 7 % et une prime de 39 k\$ : les salaires n'ont pas bougé et la prime offerte se chiffre à 12,5 k\$. Aujourd'hui, ces travailleurs, qui semblent tenir à leurs revendications collectives, ont exprimé la volonté de reprendre, en prolongeant, la grève de 25 jours menée en 2006. (En 2011, ils avaient aussi fait la grève pendant deux semaines.) Toutefois, le scénario dans lequel la société propriétaire de cette mine durcira sa position, ce qui donnerait lieu à une grève d'un mois — ce qui réduirait d'environ 100 kt l'offre de cuivre — pourrait en fait constituer le dénouement le moins haussier pour les cours du cuivre malgré la perte à court terme de matières premières brutes. Si le propriétaire de la mine cède aux revendications des travailleurs afin de relancer rapidement la production, il se pourrait que tout le paysage de l'offre du cuivre en subisse les contrecoups, en ragaillardissant les travailleurs dans d'autres mines, en déclenchant éventuellement une série d'arrêts de travail comparables et en faisant monter les frais de main-d'œuvre.

Le deuxième motif de préoccupation à l'égard de l'offre s'explique par les problèmes de permis d'exportation à la mine de cuivre Grasberg exploitée par Freeport-McMoRan en Indonésie; il s'agit, après Escondida, de la deuxième mine en importance dans le monde. Le 12 janvier 2017, le gouvernement de l'Indonésie a décidé de reporter de cinq ans son interdiction d'exporter le minerai de cuivre, qui devait produire tous ses effets après le 11 janvier 2017. Cependant, les conditions de l'exemption au titre des exportations autorisées

Graphique 2



Graphique 3



\*\* Tous les cours sont exprimés en dollars américains.

auparavant, par exemple pour le concentré de cuivre, ont été rajustées, et le gouvernement tâche de remplacer par des « permis d'exploitation spéciaux » les « contrats de travail » des sociétés minières; ce statut moins certain confère à Jakarta un certain pouvoir de négociation. Pour l'heure, Freeport-McMoRan n'a pas encore réussi à s'entendre sur un accord de gré à gré sur la production et les exportations de sa mine, en affirmant qu'elle n'est toujours pas satisfaite des actuelles « garanties de stabilité des investissements du ministre des Finances ». La mine Grasberg aurait semble-t-il cessé de produire le 10 février 2017 après avoir atteint sa limite de stockage sur le site.

## 2. NICKEL : L'INCERTITUDE DE L'OFFRE ASIATIQUE AGGRAVÉE PAR DES STOCKS ÉLEVÉS

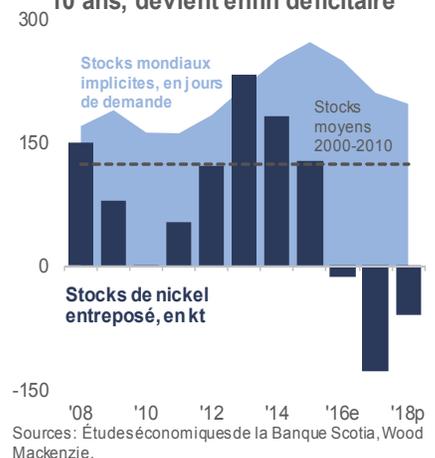
Le marché du nickel, toujours aussi politiquement énigmatique, s'est quand même replié en raison du gonflement des stocks, excédentaires depuis une dizaine d'années. Même si les cours plongent depuis dix ans et sont passés de 23 \$/lb à moins de 4 \$/lb, les producteurs sont toujours aussi optimistes et l'offre reste vigoureuse même si une grande partie de l'industrie inscrit des résultats à l'encre rouge. Après un repli prolongé, l'offre devient enfin déficitaire et les cours devraient s'orienter à la hausse avec le déstockage (graphique 4). Ce revirement organique est favorisé par la fermeture de chantiers miniers pour des raisons environnementales dans les Philippines, même si la remontée des cours se heurte à la récente décision du gouvernement indonésien d'assouplir son interdiction sur les exportations de minerais de nickel. La croissance de la demande devrait rester forte puisque les surcapacités de production d'acier inoxydable l'an dernier en Chine, premier pays consommateur de nickel, se répercutent sur 2017. **Nous nous attendions à ce que le marché atteigne un creux au début de l'an dernier et à ce que les prix se relèvent à une moyenne de 5,20 \$/lb cette année et fléchissent légèrement à 5,00 \$/lb en 2018**, puisque les exportations de fonte de première fusion nickélifère indonésienne reprendront sérieusement.

Dans les Philippines, les problèmes d'extraction du nickel ont culminé au début de février 2017 lorsque l'audit environnemental continu a finalement obligé à fermer 23 mines d'extraction du métal et à suspendre cinq autres chantiers pour des « infractions environnementales graves », parmi les 41 mines au total qui exercent leurs activités dans ce pays. En particulier, M<sup>me</sup> Regina Lopez, secrétaire à l'environnement et aux ressources naturelles et activiste bien connue dans la lutte contre les sociétés minières avant sa nomination, a évoqué les risques de contamination pour les nappes phréatiques actives. Parmi ces 28 mines à risque, 19 se consacraient à l'extraction du nickel au rythme de 144 kt ou 49 % de la production philippine totale en 2016. Ce pays est le premier fournisseur mondial de minerai de nickel depuis que l'Indonésie a interdit les exportations de nickel non transformé en 2014 (graphique 5). Les entreprises pouvaient à leur gré en appeler directement auprès du bureau du président Duterte; il est toutefois improbable que ce dernier infirme la décision de sa secrétaire à l'environnement. L'industrie minière représente à peine 1 % du PIB des Philippines, et l'image qu'il donne en se dressant contre les sociétés minières au nom des collectivités locales cadre avec son style populiste. Il faut signaler que les mines qui ont reçu l'ordre de fermer ou de suspendre leurs activités sont en moyenne plus modestes que celles qui ont été soumises à l'audit (11,1 kt contre 21,7 kt en 2016). Dans la foulée de l'interdiction d'exporter le minerai indonésien en 2014, de nombreuses entreprises de taille modeste se sont empressées d'accroître la production philippine pour combler le déficit de l'offre, éventuellement en privilégiant le volume sur la rentabilité et en bafouant les mesures de protection de l'environnement, ce qui pourrait déclencher un cycle de consolidation dans ce pays, puisque les grandes sociétés minières — qui sont mieux en mesure de supporter les frais de la conformité environnementale — ont accès à des actifs de qualité supérieure et relativement bon marché.

La baisse de l'offre de minerai philippin pourrait être remplacée par une source familière après que le gouvernement indonésien ait fait volte-face dans son interdiction d'exporter le minerai de nickel à la mi-janvier 2017. Jakarta affirme que désormais, il autorisera à certaines conditions l'exportation de volumes limités de minerai non transformé de moindre qualité. L'interdiction d'exporter, entrée en vigueur en 2014, visait à l'origine à soutenir le développement de l'industrie nationale de la transformation, mais aussi à éliminer la source

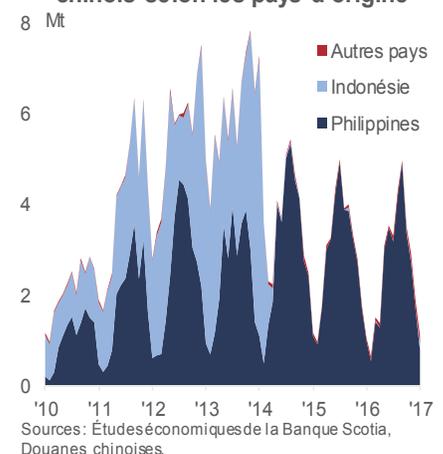
Graphique 4

### L'offre de nickel, excédentaire depuis 10 ans, devient enfin déficitaire



Graphique 5

### Importations de minerai de nickel chinois selon les pays d'origine



première de matières premières pour la production de la fonte de première fusion nickélique (FPFN) chinoise — déficit comblé par les Philippines. En vertu des nouvelles règles d'exportation du minerai, les producteurs doivent soit être dotés d'une fonderie dans ce pays, soit établir un chantier viable dans les cinq prochaines années; l'utilisation globale de la capacité de fonderie nationale doit aussi atteindre au moins 30 % pour qu'on puisse exporter le minerai. Le ministre indonésien de l'Énergie et des Ressources minières a déclaré que son pays produit chaque année 10 Mt de minerai de moindre qualité et qu'on pourrait exporter 5,2 Mt de minerai (~50 kt Ni) après avoir tenu compte de la capacité nécessaire de transformation des Philippines. Cependant, la production devrait augmenter si les producteurs entrevoient des perspectives d'exportation, et ce minerai sera probablement mis en marché au moment même où reprendront sérieusement les exportations de FPFN indonésienne (facteur qui explique à l'origine l'interdiction d'exporter), ce qui pèsera encore plus lourdement sur les perspectives à court terme.

### 3. ZINC : LA PÉNURIE DE CONCENTRÉ FERA QUAND MÊME REMONTER LES COURS

**Le zinc est toujours le métal dont les perspectives fondamentales à court terme sont les plus prometteuses.** L'offre de concentré de zinc, précurseur de ce métal, est lourdement déficitaire depuis que d'importantes mines ont cessé leurs activités et que d'autres sont mises en veilleuse pour des raisons stratégiques. **Nous nous attendons à ce que la remontée des cours du zinc se poursuive, lorsque cette pénurie de concentré se répercutera sur le marché des métaux raffinés, et les cours devraient atteindre des moyennes de 1,35 \$/lb en 2017 et de 1,55 \$/lb en 2018 après avoir augmenté d'environ 100 % l'an dernier.**

**La pénurie de capacité minière nouvelle est le cœur du problème pour l'offre de zinc.** Le tarissement naturel des mines explique la fermeture des prolifiques mines de zinc de Century (en Australie) et de Lisheen (en Irlande) ces deux dernières années, ce qui représente un déficit combiné de 500 kt ou de 4 % de l'offre mondiale. Cette perte de capacité a été aggravée par la décision de Glencore de mettre stratégiquement hors service une capacité de production de concentré de zinc de l'ordre de 500 kt supplémentaires afin de faire remonter les cours et d'accélérer le processus naturel de rééquilibrage du marché. Bien que le calendrier de la remise en service de la capacité de Glencore continuera d'intéresser vivement le marché, la direction de la société a fait savoir que la remise en service sera graduelle et qu'il était peu probable qu'elle secoue le marché. Il faut aussi préciser que les raffineries seraient à court de concentré même si les mines de Glencore tournaient à pleine capacité.

**Le zinc est, parmi ses pairs, le premier métal à connaître une pénurie majeure de matières premières, ce qui donne une idée de ce que l'avenir réserve à des métaux comme le cuivre lorsque l'offre minière accuse des déficits.** L'indice le plus évident de la rareté de ce concentré est la baisse des stocks : les stocks offerts sur la Bourse des métaux de Londres (métaux faisant l'objet de bons de dépôt en cours) n'ont jamais été aussi faibles depuis 2008 (graphique 6). Le brutal effondrement des frais de traitement au comptant est un autre indice évident de cette rareté : ces frais évoluent à contrecourant de l'offre de concentré, pour passer de plus de 200 \$/t en moyenne en 2015 à un cours variant de 30 \$ à 40 \$/t au début de 2017 (graphique 7). Les résultats financiers des fonderies ont été en quelque sorte masqués par la hausse des cours qu'elles touchent pour ce qu'il est convenu d'appeler le « zinc excédentaire » — soit le métal issu du procédé de fusion au-delà de ce qui est retourné à la société minière; toutefois, la rareté relative du concentré défavorise les fonderies lorsqu'il s'agit de négocier des contrats à terme, et ce volume de métal excédentaire pourrait finalement être repris dans un proche avenir.

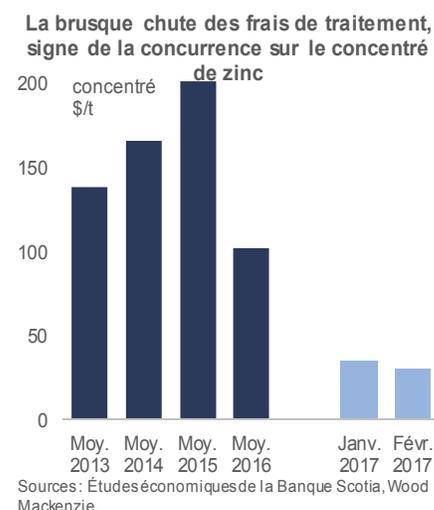
### 4. ALUMINIUM : LA CAPACITÉ CHINOISE PARALYSÉE GONFLERA-T-ELLE LES COURS?

**L'industrie de l'aluminium est dans une impasse depuis un certain temps, et selon notre scénario prévisionnel de base, cette situation malaisée de l'aluminium se poursuivra sur l'horizon prévisionnel. Les cours devraient atteindre des moyennes de 0,75 \$/lb en 2017 et de 0,77 \$/lb en 2018, ce qui révèle une amélioration très progressive de la conjoncture; le marché devrait toutefois rester en surcapacité jusqu'à la fin de la décennie.**

Graphique 6



Graphique 7



**La récente flambée des cours de l'aluminium à 0,85 \$/lb**, contre près de 0,70 \$/lb au début du quatrième trimestre de 2016, a été provoquée par les inquiétudes à propos de l'offre chinoise. Notamment, dans un document émanant du ministère de la Protection environnementale de la Chine, on recommande de mettre saisonnièrement en veilleuse d'importantes tranches de la capacité de fonderie de l'aluminium de ce pays durant l'hiver afin de faire échec à la pollution endémique qui s'abat sur des villes comme Beijing. La fonderie de l'aluminium est un procédé qui consomme beaucoup d'électricité, dont la plus grande partie est produite par les centrales thermiques au charbon en Chine — d'où l'inquiétude à l'égard de la pollution.

**L'ironie de ces hausses des cours**, c'est qu'elles représentent une bénédiction pour un pays en particulier — la Chine (graphique 8). La production mondiale d'aluminium de première fusion a progressé de 10 % sur un an en décembre et janvier, et c'est à la Chine que l'on doit la quasi-totalité de ces gains, ce qui masque la production atonique ou en chute libre hors de l'Asie. **Si l'État chinois mettait en application les recommandations de son ministère de la Protection environnementale, il priverait le marché de plus de 3 Mt d'aluminium de première fusion**, ce qui aurait tôt fait de transformer l'excédent présumé de 0,5-1,0 Mt en 2017 en un déficit de 1-2 Mt. Hélas, les initiatives antérieures de lutte contre la pollution n'ont généralement pas répondu aux attentes, et nous nous attendons à une réaction négative de la part de l'industrie chinoise de l'aluminium et des administrations locales.

## 5. MINÉRAI DE FER : L'OFFRE BON MARCHÉ DÉTRÔNERA LA PRODUCTION PLUS CHÈRE

**La constante remontée du minerai de fer**, qui a fait flamber de plus de 90 % les cours dans le nord de la Chine (teneur en fer de 62 %) dans les huit derniers mois, a été provoquée par la demande exceptionnellement forte attribuable à la relance du crédit de Beijing (graphique 9). La production sidérurgique a augmenté pour répondre à la demande dans la construction, et les stocks de minerai de fer dans les ports chinois ont gonflé puisque les importations euphoriques l'ont emporté sur la consommation de minerai déjà exceptionnelle (graphique 10).

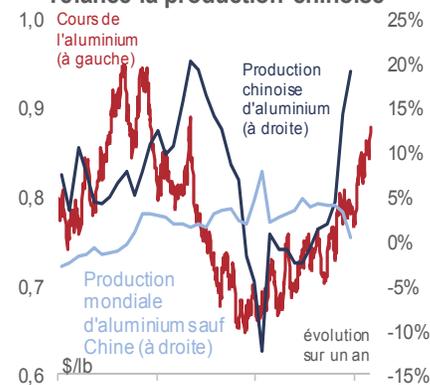
**Lorsque les mesures de relance cesseront et que les cours de l'acier retomberont, la demande de minerai de fer baissera elle aussi**, dans les aciéries comme dans les entrepôts; les cours devraient rester euphoriques au premier trimestre de 2017 en raison du repli saisonnier des livraisons de minerai; ils devraient toutefois ensuite retomber à 50 \$/t. **Les cours du minerai de fer livré dans le nord de la Chine (teneur en fer de 62 %) devraient s'établir à des moyennes de 55 \$/t en 2017 et de 50 \$/t en 2018.**

**Si l'industrie du minerai de fer est à la peine, c'est parce qu'il s'agit essentiellement d'un marché sans croissance pour l'avenir prévisible.** On estime qu'en 2014, la demande de minerai de fer a culminé à 2,1 milliards de tonnes, en raison de la faible croissance de la production sidérurgique et du déclin de la production de métal de fusion. L'offre et la demande devraient toutes deux rester relativement stables dans les dix prochaines années puisque la baisse des cours obligera les producteurs dont les coûts sont supérieurs et les quatre grands (Rio Tinto, Vale, BHP Billiton et Fortescue) à accroître leur part de marché avec une offre à moindre coût concentrée en Australie et au Brésil. Le plus grand perdant, sur ce marché du minerai de fer à coût marginal, est la Chine : la faible qualité (15 %-20 % contre près de 60 % en Australie et au Brésil) et les coûts élevés devraient réduire la production chinoise à moins de la moitié du sommet de 425 Mt atteint en 2013.

**La mise en service des nouveaux chantiers majeurs en Australie et au Brésil devrait se faire progressivement** : les quatre grands mettront en veilleuse une partie de leur propre production à coût supérieur en guise de compensation afin de réduire l'impact sur le marché. Ils devraient continuer d'accroître leur part de marché dans les cinq prochaines années, et les cours seront déterminés par l'assiette des coûts inférieurs de cette offre nouvelle. La moyenne des coûts par tonne pour les quatre grands est inférieure à 30 \$/t et presque tous les exportateurs par voie maritime dégagent des bénéfices grâce à des cours qui se situent actuellement à plus de 90 \$/t.

Graphique 8

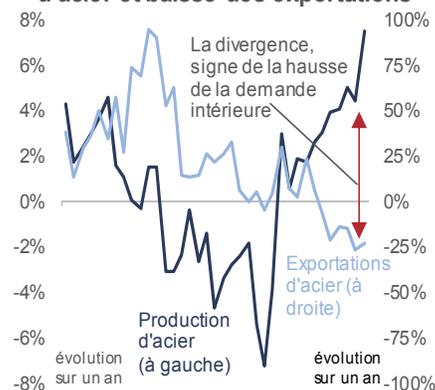
### La hausse des cours de l'aluminium relance la production chinoise



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, LME, IAI.

Graphique 9

### Haussse de la production chinoise d'acier et baisse des exportations



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, WorldSteel, Douanes chinoises.

Graphique 10

### Minerai de fer : les cours et les stocks chinois montent de concert



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, SteelHome et Bloomberg.

## 6. CHARBON MÉTALLURGIQUE : BEIJING AUX COMMANDES

**Le marché du charbon métallurgique devrait être porté par la réglementation de l'offre chinoise à court terme**, dans la foulée de la mise en application de la règle des 276 jours ouvrables (au lieu de 330) qui a pesé sur les marchés du transport maritime l'an dernier. Cette règle s'inscrit dans le cadre de la stratégie permanente de rationalisation de l'offre de Beijing, qui vise à contrer la surcapacité et à tâcher d'améliorer la rentabilité de l'industrie afin de corriger le problème de la montée de l'endettement des sociétés d'État. Alors que l'offre et la demande hors de la Chine continueront de s'adapter petit à petit aux signaux lancés par les cours, la politique qu'adoptera Beijing permettra d'étalonner la production beaucoup plus rapidement que pourrait le faire le marché organiquement. Nous nous attendons à ce que les cours du charbon dur cokéifiable transporté par voie maritime atteignent des moyennes de 180 \$/t cette année et de 120 \$/t en 2018, même si les risques sont orientés à la hausse en attendant que se matérialisent les mises au point à apporter à la politique chinoise.

**La règle sur le nombre de jours de travail a été provisoirement allégée durant l'hiver à cause des craintes de pénurie de charbon thermique**; elle devrait toutefois être rétablie à la fin de mars, au terme de la saison de chauffage. Beijing reconnaît que le degré de volatilité des cours du charbon provoqué par le changement apporté à sa politique l'an dernier — avec la hausse de 120 % et de 310 %, respectivement, de la production de charbon thermique et de charbon cokéifiable — n'est pas souhaitable et a émis des directives sur la fourchette de cours privilégiée par l'État. La Commission nationale de développement et de réforme (CNDR) de la Chine, puissant organisme de réglementation qui encadre la plus grande partie du secteur industriel chinois, a fait savoir qu'elle est favorable à un cours cible de 535 RMB/t (77 \$ US/t) pour le charbon thermique, ce qui cadre avec le cours contractuel directeur de 2017 convenu entre les grands producteurs chinois et les consommateurs de ce pays. Les cours devraient accuser un écart de 12 % par rapport à ce cours directeur et on s'attend à une intervention au niveau de l'offre si les prix baissent en dessous de 470 RMB/t ou franchissent le seuil de 600 RMB/t, ce qui revient à une fourchette de cours effective pour le charbon thermique de 68 \$-87 \$/t par rapport à des niveaux inférieurs à 50 \$/t atteints au début de l'an dernier.

**Puisque l'offre de charbon thermique et de charbon métallurgique se confond dans les mines chinoises, les efforts destinés à gérer le marché du charbon thermique auront inévitablement une incidence sur les prix du charbon métallurgique.** Le bruit court que Beijing autorisera certaines mines de charbon métallurgique très rentables à continuer d'exercer leurs activités à raison de 330 jours par an, ce qui pourrait limiter l'incidence sur l'offre, mais les détails restent flous. Quant aux cours, la CNDR insiste, dans son message, sur le secteur du charbon thermique, mais a aussi évoqué généralement le cours du contrat signé à la fin de l'an dernier pour la livraison du charbon cokéifiable qu'elle produit pour 2017, à 1 300 RMB/t (188 \$ US/t), est un niveau souhaitable. En appliquant une méthodologie comparable à celle de l'accord-cadre de la CNDR sur le charbon thermique, nous obtenons une fourchette implicite de 166 \$-211 \$/t pour le charbon cokéifiable que produit la Chine; en supposant que les cours de la production intérieure sont fixés à près de l'extrémité inférieure de cette fourchette et en apportant un rajustement pour tenir compte du prix généralement réduit du transport maritime du charbon chinois, nous obtenons un cours plancher de l'ordre de 150 \$/t pour le charbon dur cokéifiable (CDC) transporté par bateau (graphique 11). Ce cours est légèrement supérieur à celui qui correspond au rapport récent entre les cours du charbon thermique et ceux du CDC, qui s'établit à une moyenne de 1,75 (CDC/charbon thermique) depuis trois ans et ce qui laisserait entendre qu'une limite inférieure de 120 \$/t serait satisfaisante pour les cours du charbon transporté par bateau, d'où un certain risque baissier pour notre cours plancher hypothétique de 150 \$/t. Toutefois, puisque Beijing adopte depuis peu des politiques qui induisent la volatilité, il se peut aussi très bien que les cours des marchés surrégissent au durcissement de la règle des 276 jours ouvrables et remontent à nouveau avant de s'installer dans cette fourchette inférieure de l'ordre de 150 \$/t.

## 7. OR : HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT, FORCE DU DOLLAR, TOLÉRANCE AU RISQUE ET DÉMONÉTISATION EN INDE : AUTANT DE VENTS CONTRAIRES POUR L'OR

**Les fondamentaux de l'or semblent s'orienter à la baisse.** Les taux d'intérêt montent et le plaidoyer pour un durcissement des politiques monétaires est favorisé par la reprise de

Graphique 11

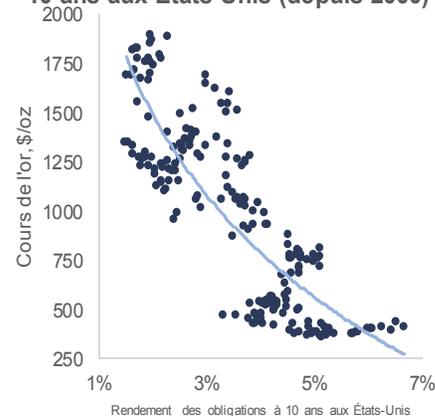
**Le charbon dur cokéifiable devrait se maintenir aux alentours de 150 \$/t**



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Service de recherche boursière de la Banque Scotia, Bloomberg, NRDC.

Graphique 12

**Cours réel de l'or et rendement à 10 ans aux États-Unis (depuis 2000)**



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

l'économie mondiale, ce qui rend moins attrayant, dans les portefeuilles, les lingots d'or improductifs (graphique 12). La politique monétaire américaine devrait également se durcir plus rapidement que celle des autres grandes puissances, ce qui fera monter le dollar américain et fera souffler les vents contraires des taux d'intérêt sur l'or. En outre, malgré les perspectives politiques très incertaines, le marché ne semble pas vouloir attribuer à l'or un supplément de risque significatif. **Le degré d'incertitude qui plane sur les cours de l'or est révélateur de l'incertitude qui règne plus généralement sur les perspectives mondiales.** Nos prévisions actuelles pour les cours de l'or, à 1 200 \$/oz pour 2017 et 2018, tiennent compte de ces vents contraires fondamentaux, même si les cours pourraient très bien finir par monter dans l'éventualité où le risque politique redevient un facteur prépondérant (graphique 13).

**Au-delà de la léthargie de l'or sur les marchés financiers**, les efforts constants de démonétisation de l'Inde pèsent sur la demande de lingots d'or. Le 8 novembre 2016 (le jour même de la présidentielle américaine), le gouvernement de l'Inde a retiré de la circulation les billets de 500 et 1 000 roupies pour faire échec à ce que l'on appelle l'« économie clandestine ». On se servait d'une partie des réserves d'or de l'Inde pour recycler l'argent clandestin dans l'économie légitime, et l'élimination des grosses coupures, soit le type de coupures le plus souvent utilisées dans ces transactions, réduit cette demande marginale. La démonétisation a également secoué plus généralement l'économie de l'Inde, en faisant fléchir la demande d'or sous toutes ses formes. L'Inde est le deuxième acheteur mondial de bijoux en or, et on croit que les ménages détiendraient plus de la moitié de leurs économies en or, plutôt qu'en dépôts bancaires plus traditionnels. Cette idée fixe sur l'or pèse sur l'économie indienne, puisque les banques ne peuvent pas utiliser l'épargne détenue en lingots d'or pour étendre l'offre de crédit et qu'il faut importer la grande majorité des besoins en or de ce pays. Le gouvernement a fait savoir qu'il s'agissait d'un problème, et d'autres décisions de principe défavorables à l'or comportent un risque à venir pour le métal jaune.

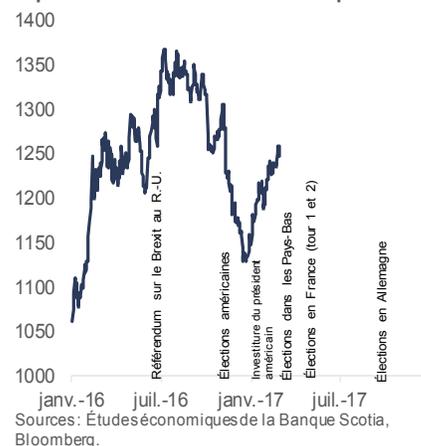
## 8. LE POINT SUR LE MARCHÉ PÉTROLIER : LA PRÉCARITÉ DU POSITIONNEMENT SPÉCULATIF EST UN MOTIF D'INQUIÉTUDE, MAIS LA CONJONCTURE RESTE BIEN ORIENTÉE

**Le marché du pétrole continue de se rééquilibrer, alors que la croissance de l'offre mondiale se ralentit et que la demande continue de s'accélérer.** L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que sur ce marché, l'offre est restée excédentaire d'environ 0,5 Mbpj au dernier trimestre de 2016, en baisse par rapport à un sommet de 2 Mbpj au deuxième trimestre de 2015, alors qu'elle a remonté d'à peine 0,4 Mbpj sur un an en 2016 par rapport à une croissance exceptionnelle de la demande de 1,6 Mbpj. Nous nous attendons à ce que les stocks mondiaux commencent à baisser au dernier semestre de 2017, en supposant que l'OPEP continuera de s'en tenir à son pacte, que l'offre d'hydrocarbures de schiste des États-Unis rebondira modérément et que la demande continuera d'être vigoureuse. **Les cours du WTI devraient atteindre des moyennes de 58 \$/baril en 2017 et de 61 \$/baril en 2018.**

**L'OPEP respecte ses engagements au-delà des attentes :** selon les estimations, la production de l'ensemble des pays membres (exception faite de la Libye et du Nigeria, tous deux exemptés) a baissé de 90 % par rapport aux niveaux convenus, ce qui dépasse nettement la moyenne historique, plus proche des 60 %. Cette rigueur s'explique probablement par des finances nationales à l'étroit et par l'énorme capital politique consacré à réunir des membres dont les intérêts sont disparates. Ainsi, l'Arabie saoudite a respecté largement ses compressions, probablement parce qu'elle est ravie que Moscou participe à l'accord, ce qui constitue une priorité stratégique à long terme. L'OPEP se réunira à nouveau au milieu de 2017 pour décider si la réduction de l'offre, qui doit arriver à expiration en juillet, sera prorogée pour six autres mois. (Selon notre scénario de base hypothétique, l'OPEP prorogera son pacte.) Le secrétaire général de l'OPEP, Mohammed Barkindo, a fait savoir que le cartel prendra cette décision d'après les niveaux concrets des stocks, et on a souvent évoqué comme cible un retour aux niveaux moyens de brut d'il y a cinq ans. Selon les estimations actuelles, les stocks sont supérieurs de 300 millions de barils (Mb) à ces niveaux, mais les pays moins visibles sont appelés à offrir leur brut alors que le marché se mettra à faire marche

**Graphique 13**

**Paysage électoral européen : peut-être une bonne nouvelle pour l'or**


**Graphique 14**

**Le positionnement spéculatif sur le WTI bondit, mais les cours décrochent**


**Graphique 15**

**La demande d'essence aux États-Unis amorce 2017 sur les freins**

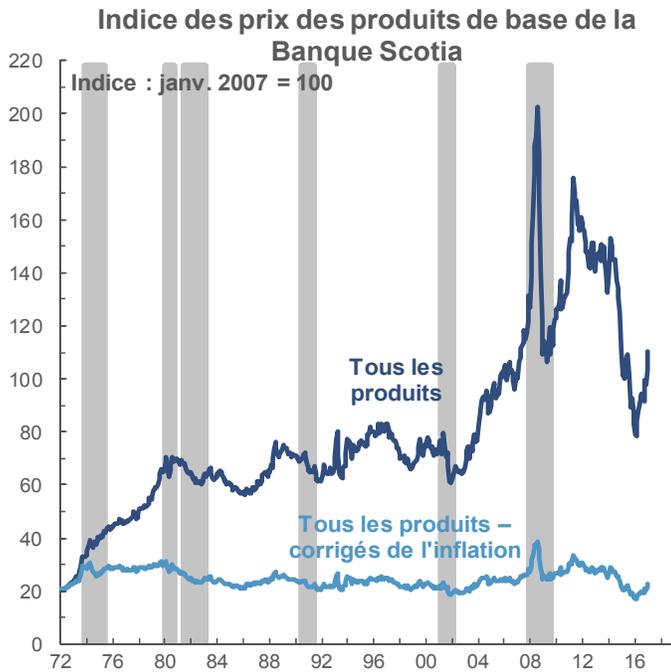


arrière. Bien que l'excédent global de brut implicite dans les données de l'AIE pour l'offre et la demande se monte à plus de 700 Mb pour 2015-2016, il est probable qu'une part considérable de cet excédent ait abouti dans le système opaque de l'entreposage stratégique, essentiellement en Chine où le gouvernement a profité des cours faibles pour se constituer des réserves étatiques de brut.

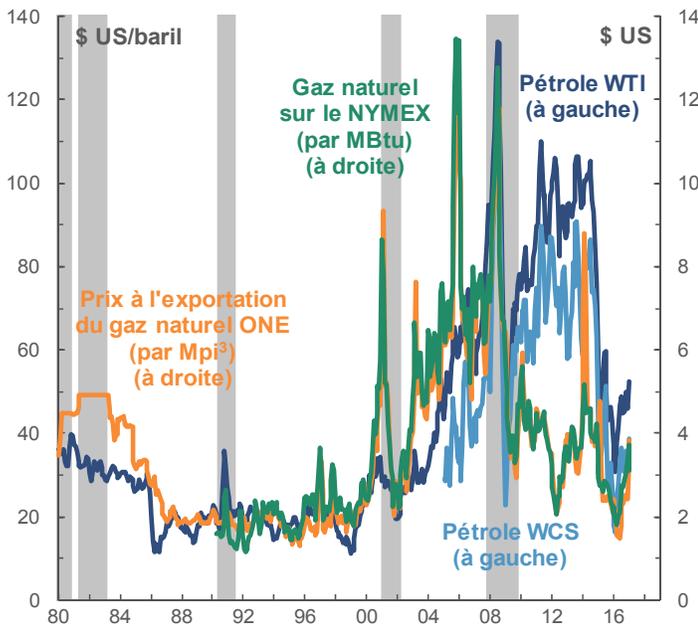
**Cependant, le marché pétrolier paraît de plus en plus fragile à court terme.** Malgré un surcroît de spéculation haussière, les cours du pétrole sont restés ternes, puisque les acheteurs ont trouvé de nombreux producteurs qui cherchaient à vendre leur brut à terme pour bloquer les cours actuels et se prémunir contre un autre revirement à la baisse (graphique 14). Le positionnement net des fonds en gestion sur le WTI et le Brent atteint une durée record, de sorte que les cours du brut sont limités dans leur progression et vulnérables à un repli. Les données globales en baisse pourraient effaroucher les investisseurs et les amener à prendre leurs bénéfices ou à adopter de nouvelles positions à court terme, ce qui ferait baisser les cours : celui du WTI retomberait temporairement au creux de 40 \$ avant de recommencer à monter. Le marché de l'essence pourrait vite afficher des statistiques globales décevantes (graphique 15). Aux États-Unis, la demande d'essence a brutalement chuté de 4,4 % sur un an à 8,2 Mbpj en janvier selon les premières estimations hebdomadaires; il s'agit, dans les annales, du seul cas où la demande a autant baissé en dehors d'une récession. Les intempéries pourraient expliquer en partie ce ralentissement, tout comme la hausse de 31 % sur un an des prix à la pompe; toujours est-il qu'en définitive, il y a trop d'essence sur le marché. Les stocks américains sont nettement supérieurs à la norme saisonnière et culminent à un niveau sans précédent depuis 1990. Faute d'un revirement significatif de la demande américaine à la pompe, cet excédent des stocks pèsera sur le marché et freinera toute remontée soutenue jusqu'à ce que la belle saison pour les automobilistes vienne à la rescousse de la demande à la mi-juillet.

**Alors que le brut affronte des vents contraires à court terme, les perspectives à moyen terme restent favorables.** La croissance de la demande est toujours aussi forte et l'élan produit par l'accroissement de l'offre de 1,6 Mbpj en 2016 sera porteur, surtout lorsque l'offre se tassera. Nous nous attendons à un solide rebond de l'offre d'hydrocarbures de schiste aux États-Unis et au rétablissement ultime de l'offre de l'OPEP; toutefois, dans les grands projets traditionnels, une forte baisse constitue l'essentiel de la croissance fiable de l'offre nécessaire pour compenser le déclin naturel de 6 % à 7 % par an. Les producteurs d'hydrocarbures de schiste américains et les pays producteurs de l'OPEP pourront faire progresser rapidement l'offre lorsque les prix s'établiront au milieu de la fourchette des 50 \$; toutefois, ils auront du mal à remplacer les plus de 1 000 milliards de dollars effacés dans les plans d'investissement en amont d'ici la fin de la décennie.

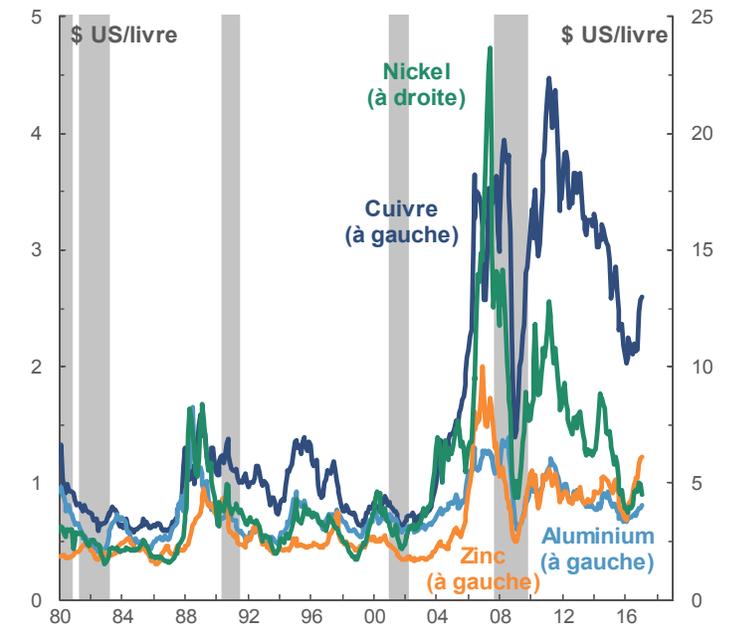
Prévisions des cours		2000–2015			2016	2017 CUM	2017P	2018P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
<b>Pétrole et gaz</b>								
<b>Pétroles bruts</b>								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19,40	63,68	134,02	43,47	53,01	58	61
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19,06	66,44	134,56	45,13	55,74	60	63
<b>Gaz naturel</b>								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	2,05	5,09	13,46	2,55	3,10	3,25	3,15
<b>Métaux et minéraux</b>								
<b>Métaux de base</b>								
Cuivre	\$ US/livre	0,62	2,35	4,48	2,21	2,65	2,40	2,50
Nickel	\$ US/livre	2,19	7,45	23,67	4,36	4,67	5,20	5,00
Zinc	\$ US/livre	0,34	0,80	2,00	0,95	1,26	1,35	1,55
Aluminium	\$ US/livre	0,58	0,87	1,39	0,73	0,83	0,75	0,77
<b>Produits de base en vrac</b>								
Minerai de fer	\$ US/t	12	65	187	58	84,59	55	50
Charbon métallurgique	\$ US/t	40	128	330	143	172,97	180	120
<b>Métaux précieux</b>								
Or	\$ US/oz t	261	842	1772	1251	1211,91	1200	1200



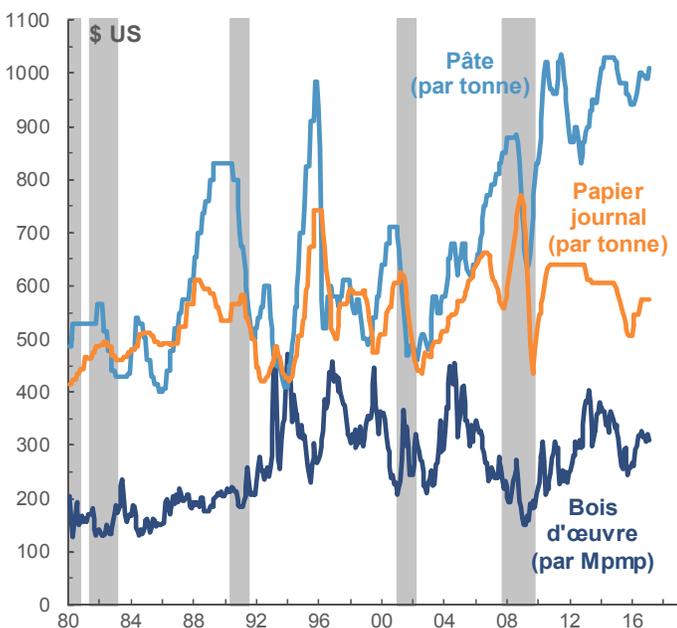
Cours du pétrole et du gaz



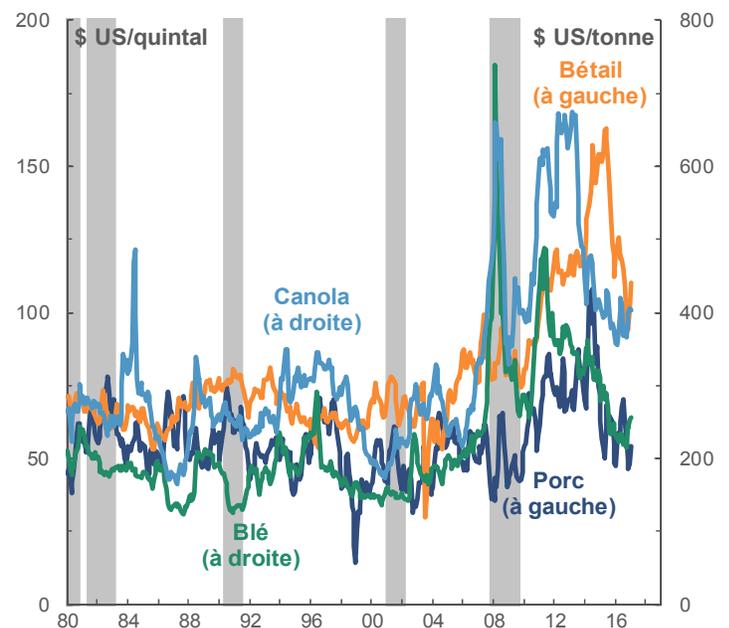
Cours des métaux



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 TMX/Shorcan Energy Brokers.

**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) Prix au comptant de l'U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>.

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

**Cobalt** (\$ US la livre) Prix MW de 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, 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 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 spéc. 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.