

Pétrole englué, métaux en hausse

- Le pétrole reste englué dans la fourchette des 45 \$-50 \$/baril (WTI); or, nous croyons que les cours passeront le cap des 50 \$/baril dans le dernier semestre de 2017, puisque le durcissement du marché physique est confirmé par la baisse soutenue des stocks visibles.
- Les cours des métaux profitent du double choc de l'économie chinoise sur l'offre (politiques environnementale et industrielle) et de la demande (croissance surtout attribuable aux matières, grâce à des mesures de relance) de nombreuses matières industrielles; nous nous attendons à ce que les mesures de relance s'estompent vers la fin de l'année et à ce que les métaux industriels baissent dans la foulée, même si les cours de certains métaux continueront de monter en raison des considérations propres à l'offre.

En juillet, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a gagné 4,9 % en glissement mensuel; on a pu en constater la hausse généralisée de tous les grands segments des produits de base. Bien que l'Indice de l'agriculture ait surclassé les valeurs industrielles en juin (7,1 % contre 4,3 % en glissement mensuel), les produits industriels continuent de représenter la courroie de transmission de la reprise du secteur des produits de base, qui a progressé de 28,7 % depuis le début de l'année.

Nous entrevoyons une autre léthargie pour le dollar américain (USD), qui s'est brièvement stabilisé en août, ce qui a porté les produits de base, dont les cours sont généralement établis en dollars US. Même si nous avons pu constater que le dollar US a pris du mieux pour un temps, ses pointes devraient être passagères et nous restons pessimistes jusqu'à la fin de 2018, puisque les perspectives du marché pour les taux d'intérêt en dollars américains continuent de baisser. L'évolution de la valeur relative du dollar US a un effet ponctuel sur les cours des produits de base, qui s'ajustent en fonction du niveau de prix que les consommateurs sont disposés à payer dans toutes les monnaies, même si les baisses graduelles du dollar américain créeront l'illusion de vents favorables constants.

PÉTROLE ET GAZ : LE BRUT CONTINUE D'AVANCER, À UN RYTHME INDOLENT

Les cours du pétrole restent englués dans la fourchette des 45 \$-50 \$/baril (WTI) puisque le marché attend les signes concrets confirmant que la demande commence enfin à surclasser l'offre, excédentaire depuis presque trois ans. Surtout, les acteurs du marché tiennent à attendre que : 1) le durcissement physique du marché soit confirmé par les baisses soutenues des stocks commerciaux américains; 2) la production du secteur américain des hydrocarbures de schiste se ralentisse de nouveau en réaction à des cours qui se maintiennent en deçà des 50 \$/baril; 3) l'OPEP+¹ dissipe en partie l'incertitude en précisant comment la production contingentée en vertu de son pacte sera remise sur le marché à l'expiration de ses engagements, en mars 2018. À notre avis, le WTI passera durablement au-dessus de la barre des 50 \$/baril au deuxième semestre de 2017 lorsque la croissance de la demande mondiale s'accélénera et que les gains de l'offre perdront de la vitesse, en accusant un décalage par rapport au récent épisode de léthargie des cours.

Malgré l'humeur maussade des marchés financiers, les écarts temporels sur les contrats à terme du brut — soit la différence entre les cours du pétrole à livrer aujourd'hui et les livraisons à recevoir par la suite — évoluent en déport (graphique 1) ou lorsque les cours d'appel s'inscrivent à des suppléments sur des contrats postdatés. Le déport, qui annonce généralement un durcissement du marché, expurge le brut des stocks en éliminant l'incitation à stocker le pétrole

¹L'OPEP+ désigne le groupe informel élargi de pays producteurs membres et non membres de l'OPEP qui se sont entendus pour réduire collectivement leur production pétrolière de 1,8 Mbpj dans un pacte conclu en novembre 2016. Les baisses de production ont été établies d'après les niveaux d'octobre 2016 : les pays de l'OPEP se sont engagés à baisser leur production de 1,2 Mbpj et les pays non membres, dont la Russie, le Kazakhstan et Oman, à la réduire de 0,6 Mbpj.

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

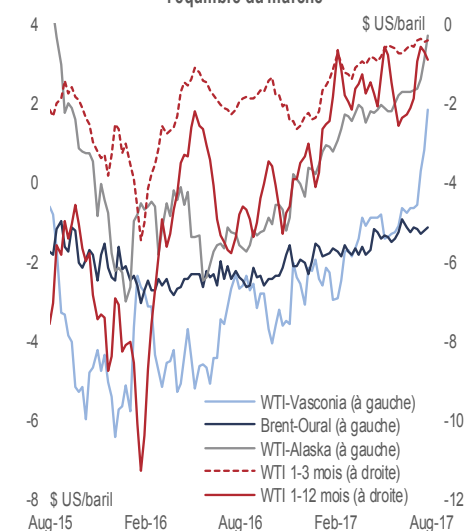
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

Les écarts temporels et physiques, de bon augure pour l'équilibre du marché



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

Tableau 1

Indice Scotia des prix des produits			
juillet 2017	(variation en %)		
	M/M	A/A	Cumul
Tous les produits*	4,9	14,1	24,0
Industriels	4,3	12,9	28,7
Pétrole et gaz	4,1	11,1	41,0
Métaux et minéraux	4,8	14,3	27,6
Produits forestiers	4,0	13,3	13,7
Agriculture	7,1	18,9	6,6
	janvier 2007 = 100		
	2017		
		Moyenne	
	juillet	juin	à ce jour
Tous les produits	106,4	101,4	107,7
Industriels	99,7	95,5	103,6
Pétrole et gaz	77,2	74,2	81,8
Métaux et minéraux	111,2	106,2	119,5
Produits forestiers	137,0	131,7	130,3
Agriculture	143,6	134,0	130,2

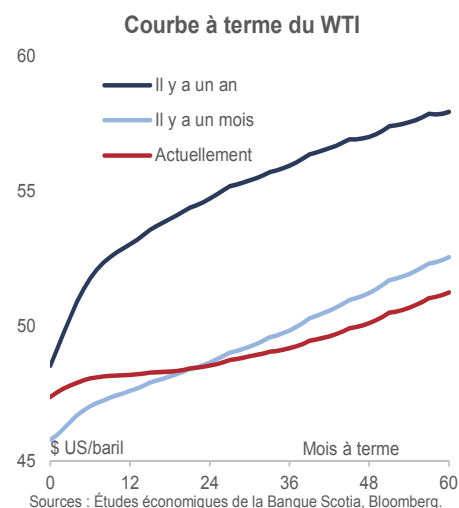
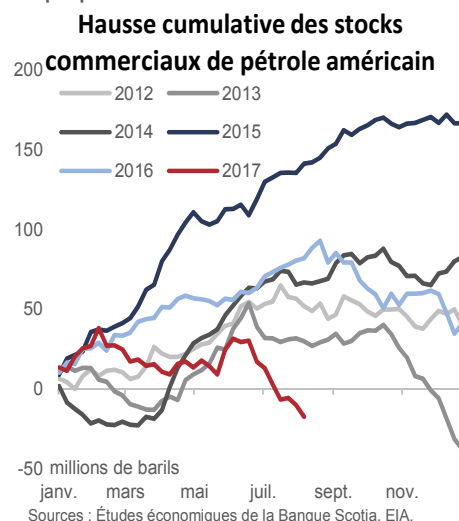
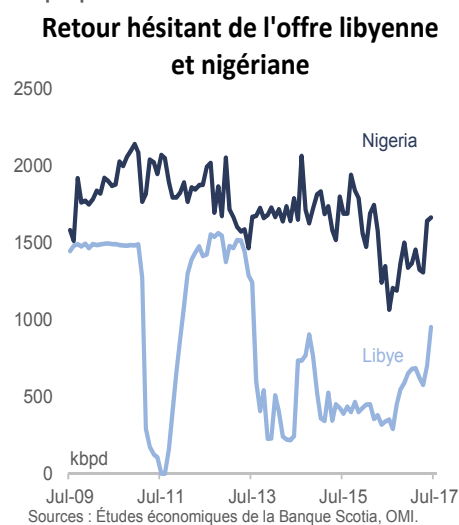
*Coefficients de pondération : pétrole et gaz (39,9 %), métaux et minéraux (30,1 %), produits forestiers (14,7 %), agriculture (15,3 %); note technique intégrale en page 11.

pour spéculer sur les écarts de rendement. Il semble aussi que les acteurs du marché physique soient plus optimistes que leurs homologues du marché financier, comme l'illustre la performance exceptionnelle récente des indices repères du brut moins échangé, comme les mélanges de brut de l'Oural en Russie et de la station de Vasconia en Colombie par rapport aux indices repères financiarisés comme ceux du Brent et du WTI (graphique 1 également); la réduction constante des positions courtes spéculatives par rapport à l'encours des positions ouvertes dans les deux derniers mois illustre également le pessimisme relatif du marché financier.

Même si les écarts physiques et temporels à la fois laissent entrevoir une remontée du marché du brut, une mise en garde importante s'impose, puisque la courbe à terme du pétrole s'est encore aplani — le pétrole à livrer en 2022 s'échange à peine à 3 \$/baril de plus que les cours au comptant actuels — alors que les discours optimistes et pessimistes rivalisent et se dirigent vers une impasse éphémère (graphique 2). L'incertitude qui règne sur les perspectives à moyen terme du pétrole a réduit la valeur que les acteurs du marché attribuent aux prévisions, et les cours à plus long terme se rapprochent de plus en plus des cours des marchés au comptant, sur lesquels il est plus probable que les opérateurs surréagissent aux données à haute fréquence comme les rapports hebdomadaires sur les stocks américains. (Les stocks de pétrole commercial américains se sont remis à baisser selon leur tendance antisaisonnnière — comme l'indique le graphique 3 — après une brève remontée en mai, et cette tendance devra se poursuivre pour que les cours sortent de leur fourchette actuelle.) Nous avons aussi à nouveau constaté une distorsion du milieu de la courbe, probablement causée par les producteurs d'hydrocarbures de schiste américains qui vendent à terme les volumes de l'an prochain afin de verrouiller les cours actuels (graphique 2 également), ce qui laisse entendre que nombre d'entre eux n'ont pas confiance dans les perspectives du marché pétrolier. La production américaine, qui continue d'augmenter, a récemment franchi le seuil des 9,5 millions de barils par jour pour la première fois depuis plus d'un an; or, le nombre d'installations de forage remises en service a ralenti en raison du cours du WTI inférieur à 50 \$/baril. Si le nombre d'installations de forage atteint un plateau et que l'industrie s'étend comme il se doit sur les superficies moins rentables pour sortir des points creux dans lesquels de nombreux exploitants se sont repliés quand le marché a fléchi, les gains des producteurs américains se ralentiront en 2018, jusqu'à ce que les cours passent durablement le cap des 55 \$/baril.

Les pays membres de l'OPEP qui participent au pacte de production s'en tiennent à leurs engagements de façon exceptionnelle : le taux de conformité s'établit en moyenne à 98 % depuis le début de l'année; or, cette rigueur s'estompe alors que le pacte entre dans son neuvième mois. L'Arabie saoudite, qui portait un fardeau disproportionné du contingent en réduisant encore sa production par rapport à son engagement des premiers mois, a pompé, pour la première fois cette année en juillet, plus de pétrole que le contingent qu'elle avait adopté; or, parmi les autres pays membres de l'OPEP qui participent au pacte, le taux de conformité s'est amélioré après un très piètre rendement en juin. Dans le même temps, les gains de la Libye et du Nigeria — qui sont exemptés des contingents de production en raison de conflits intérieurs et dont la production augmente de près de 200 kbpj en glissement mensuel — ont largement effacé les baisses réalisées ailleurs dans le cartel, même si leur production a été volatile et que ces deux États sont probablement en passe d'atteindre la limite supérieure de leur capacité, compte tenu des niveaux de production antérieurs (graphique 4). Les invitations lancées à ces pays membres exemptés pour les rallier au pacte seront probablement vaines tant qu'ils ne se rapprocheront pas de leur capacité de production potentielle, qui est probablement de l'ordre de 300 kbpj de plus que la production actuelle de chaque pays. Nous nous attendons à ce que l'OPEP+ s'entende pour relancer graduellement la production contingentée d'après la conjoncture dominante du marché lorsque le pacte prendra fin, en mars 2018, en veillant à ce que le marché ne soit pas inondé lorsque les pays membres relanceront leur production. Or, la nature exacte de cette relance de la production reste ambiguë et le marché aura besoin de nouveaux indices de la part des gouvernements participants pour savoir à quoi s'attendre.

La production vénézuélienne continue de baisser et les risques pour la production augmentent alors que le pays s'enlise dans la déroute. Hormis les menaces internes qui planent sur la fiabilité des livraisons ultérieures, la communauté internationale a largement reproché au gouvernement ses décisions récentes de remanier la constitution, et les États-Unis l'ont menacé de sanctions. Ces sanctions visent jusqu'à maintenant des personnes physiques

Graphique 2

Graphique 3

Graphique 4


associées au gouvernement vénézuélien, dont le président Nicolás Maduro lui-même; or, on a aussi évoqué un embargo sur l'importation du brut vénézuélien. Cet embargo aurait probablement peu d'impact sur l'offre mondiale, puisque les livraisons vénézuéliennes seraient alors simplement proposées à d'autres acheteurs disposés à en faire l'acquisition; or, il se répercuterait sur les indices repères régionaux, et il faudrait probablement remplacer les barils ainsi perdus. Le Western Canadian Select (WCS), principal mélange de brut lourd canadien destiné à l'exportation, en serait l'un des grands bénéficiaires : la baisse de prix qui s'est répercutée sur les grands indices repères mondiaux a été moindre cette année (graphique 5), puisque l'offre de brut plus lourd est en chute libre en raison du pacte de l'OPEP et de la hausse de la production du brut léger dans le secteur des hydrocarbures de schiste américains, de même qu'en Libye et au Nigeria. Un embargo sur les importations vénézuéliennes pourrait réduire encore les prix de 3 \$-4 \$/baril, puisque les raffineries américaines seraient obligées de chercher d'autres sources de brut plus lourd pour utiliser la capacité destinée expressément à exploiter ces mélanges.

MÉTAUX ET MINÉRAUX : CE QU'ONT DONNÉ LES MESURES DE RELANCE DE LA CHINE

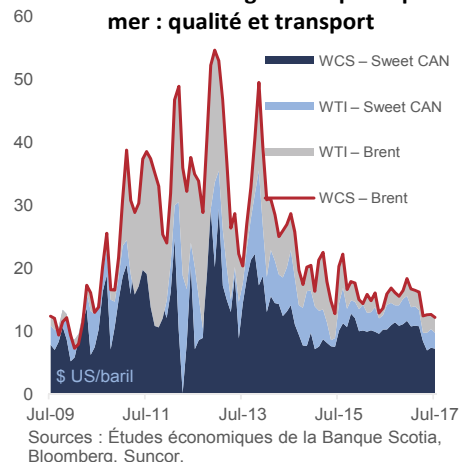
Les cours des métaux ont généralement profité des chocs simultanés de la croissance de l'économie chinoise sur l'offre et la demande de nombreuses matières industrielles.

La forte croissance économique au premier semestre de 2017 — qui s'est chiffrée officiellement à 6,9 % sur un an, ce qui dépasse la cible de Beijing, de « l'ordre de 6,5 % » et qui s'est accélérée par rapport au taux de croissance de 6,7 % l'an dernier — est attribuable à des gains induits par les mesures de relance dans le secteur manufacturier et dans la construction, ce qui a fait progresser la demande de matières de base industrielles comme l'acier et le cuivre. Dans le même temps, Beijing réduit actuellement l'offre en adoptant des plans visant à abaisser la capacité excédentaire de production intérieure, qui a pesé sur la rentabilité et exacerbé l'endettement dans une industrie dominée par les sociétés d'État.

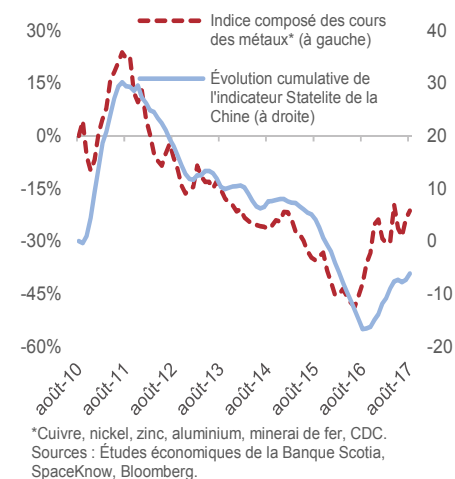
Or, le marché savait que la croissance économique cette année allait probablement causer de bonnes surprises. Le Congrès national du Parti communiste chinois, important sommet qui a lieu tous les cinq ans, est prévu pour la fin de l'automne et on s'attendait à ce que Beijing s'assure que la croissance économique serait vigoureuse en prévision de ce congrès. Les dirigeants ont donc adopté des mesures de relance sous la forme de dépenses d'infrastructure et de libéralisation du crédit, ce qui a permis à des industries prépondérantes en matières comme la construction de bien se tirer d'affaire, en plus de porter à la hausse tout le complexe des métaux (graphique 6). À terme, on s'attend à ce que le gouvernement lève le pied sur l'accélérateur des mesures de relance dans la foulée du Congrès. La forte croissance du premier semestre donne aux décideurs une grande marge de manœuvre pour réduire les mesures de relance d'ici la fin de l'année tout en atteignant l'objectif de croissance de Beijing. Les produits de base qui ont le plus profité de ce cycle de relance — le minerai de fer, le charbon métallurgique et le cuivre, entre autres — devraient décrocher de leurs récents sommets, et aux mesures généralisées de relance des métaux se substitueront des facteurs propres aux produits de base, par exemple la situation estimative particulière des métaux dans leur processus de rééquilibrage.

À notre avis, ces facteurs propres aux produits de base donneront lieu à des corrections baissières pour le minerai de fer, le charbon métallurgique et le cuivre, alors que le zinc aura probablement plus de jeu avant d'atteindre le pic de son cycle. Les cours de l'acier chinois restent élevés, ce qui a musclé la rentabilité des usines (graphique 7) et gonflé la demande importatrice et, par le fait même, les cours du minerai de fer et du charbon métallurgique; les cours de l'acier devraient baisser lorsque l'État annulera ses mesures de relance, ce qui dégonflera la bulle actuelle du vrac. Les cours du minerai de fer devraient baisser aux alentours de 55 \$/t d'ici le T417, par rapport à 70 \$/t à l'heure actuelle, ce qui favorisera la contraction nécessaire de la production chinoise de moindre qualité, alors que l'Australie et le Brésil continuent de relever la capacité de production de grande qualité à moindre coût. Le charbon métallurgique connaît une situation comparable, puisque l'offre abondante de charbon transporté par voie maritime portera probablement les cours aux environs de 125 \$/t, soit

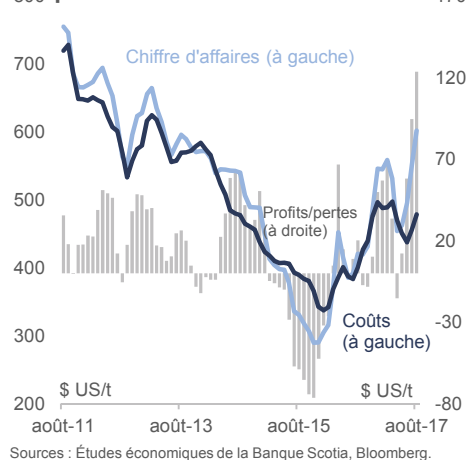
Graphique 5
Réduction du pétrole lourd canadien sur les cours du brut léger transporté par mer : qualité et transport



Graphique 6
Remontée des métaux grâce à la relance de l'industrie chinoise



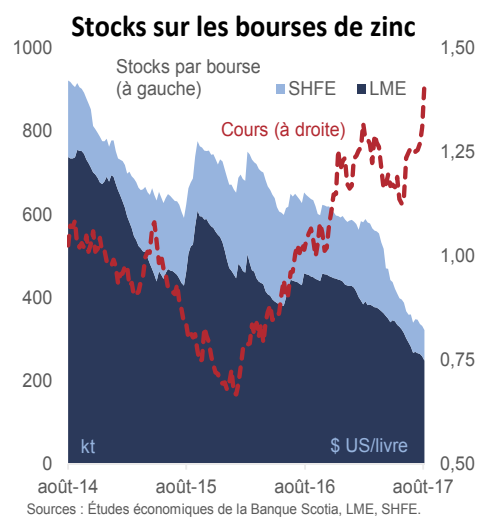
Graphique 7
Indice de la marge bénéficiaire des producteurs d'acier BOF chinois



l'extrémité supérieure de la courbe des coûts, d'ici le dernier trimestre de 2017, contre 200 \$/t approximativement à l'heure actuelle, lorsque la demande importatrice marginale de la Chine retombera. Les cours du cuivre devraient eux aussi dégringoler, mais nous prévoyons aussi que les nouvelles précisions qui seront apportées sur l'embargo annoncé par la Chine sur les importations de rebuts viendront tempérer l'enthousiasme initial. Dans le même temps, les perspectives du zinc restent fondamentalement solides, même si les cours pourraient provisoirement se replier de concert avec l'ensemble du marché des métaux. Les pénuries soutenues de concentré de zinc se sont répercutées sur la production du métal raffiné, ce qui a fait chuter les stocks cotés en Bourse à leur plus creux (graphique 8) depuis presque une décennie, à l'époque où le zinc s'échangeait à près de 2 \$/lb.

Les perspectives de l'aluminium sont plus incertaines, en raison de l'évolution rapide des attentes vis-à-vis de l'offre en Chine, et les prix ont bondi à un sommet depuis presque trois ans à la mi-août dans la foulée des comptes rendus sur les réductions importantes de capacité des fonderies chinoises. Puisque l'État entend sévir contre la capacité industrielle « illicite », en visant d'abord l'acier et les mines de cuivre, Hongqiao, le plus grand producteur mondial d'aluminium, a annoncé des réductions représentant 2,7 Mt — soit près de 5 % de l'offre mondiale — dans cinq installations. La nouvelle a provoqué une flambée des cours, accompagnée d'une hausse des positions ouvertes, surtout sur les bourses chinoises des métaux, ce qui donne une idée de l'envergure de cette remontée déclenchée par les réactions spéculatives aux grands titres sur les réductions de la production. Cette dernière flopée de nouvelles haussières sur l'aluminium s'inscrit dans la foulée d'une nouvelle annoncée auparavant cette année, selon laquelle les transformateurs d'aluminium seraient obligés de mettre en veilleuse une partie de leur capacité en hiver afin de faire échec au smog urbain. Avant cette avalanche de risques pour l'offre chinoise cette année, les cours de l'aluminium étaient écrasés par le poids de la surcapacité chronique favorisée par les subventions chinoises. Or, la plupart de ces fermetures seront suivies d'une nouvelle augmentation de la capacité et la Chine a l'habitude de n'appliquer qu'en partie les ordonnances environnementales : il faudra donc du temps pour faire le point exactement sur l'impact que produiront les nouvelles récentes sur l'équilibre mondial. À terme, Beijing déterminera le sort immédiat de l'aluminium en faisant appel à la fois à des politiques environnementales et de rationalisation industrielle, et il faut s'attendre à une grande volatilité lorsqu'on annoncera d'autres mesures réglementaires.

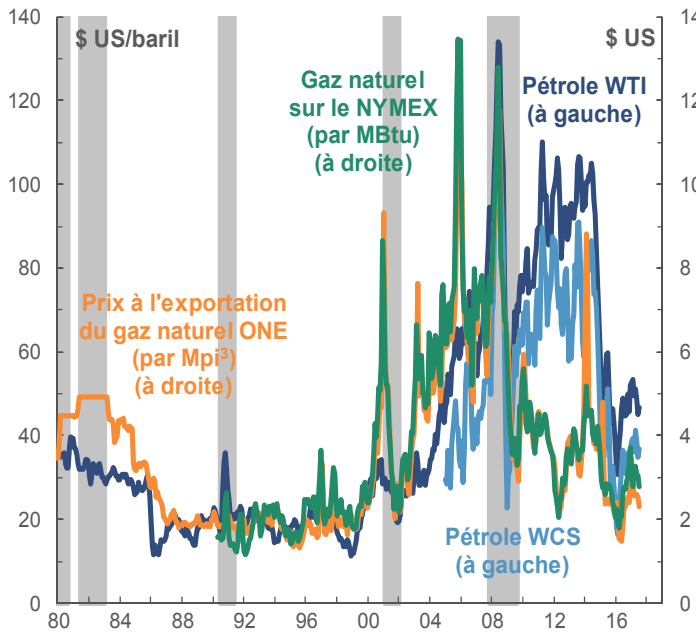
Graphique 8



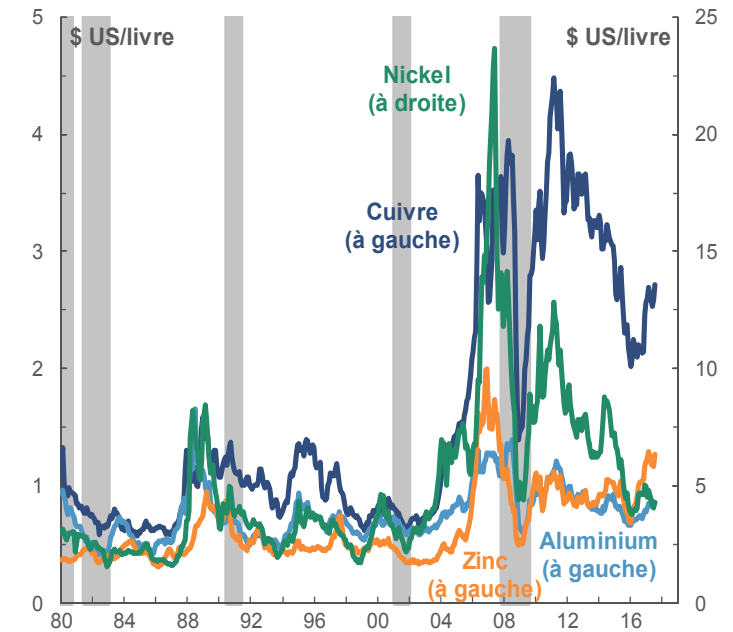
Prévisions des cours		2000–2015			2016	2017 CUM	2017P	2018P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
Pétrole et gaz								
Pétroles bruts								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19,40	63,68	134,02	43,47	49,42	51	53
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19,06	66,44	134,56	45,13	52,18	53	56
Gaz naturel								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	2,05	5,09	13,46	2,55	3,06	3,10	2,95
Métaux et minéraux								
Métaux de base								
Cuivre	\$ US/livre	0,62	2,35	4,48	2,21	2,65	2,55	2,75
Nickel	\$ US/livre	2,19	7,45	23,67	4,36	4,44	4,40	5,00
Zinc	\$ US/livre	0,34	0,80	2,00	0,95	1,23	1,25	1,40
Aluminium	\$ US/livre	0,58	0,87	1,39	0,73	0,86	0,85	0,85
Produits de base en vrac								
Minerai de fer	\$ US/t	12	65	187	58	73	65	60
Charbon métallurgique	\$ US/t	40	128	330	143	179	185	125
Métaux précieux								
Or	\$ US/oz t	261	842	1 772	1 251	1 241	1 225	1 250



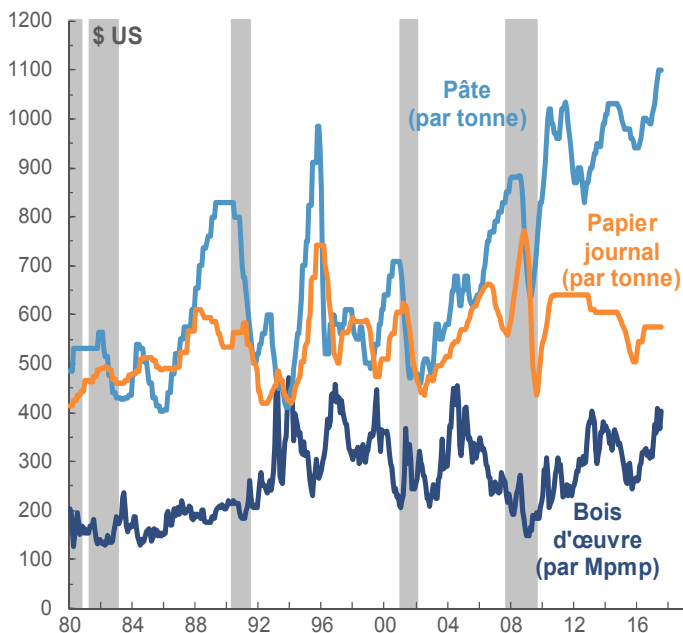
Cours du pétrole et du gaz



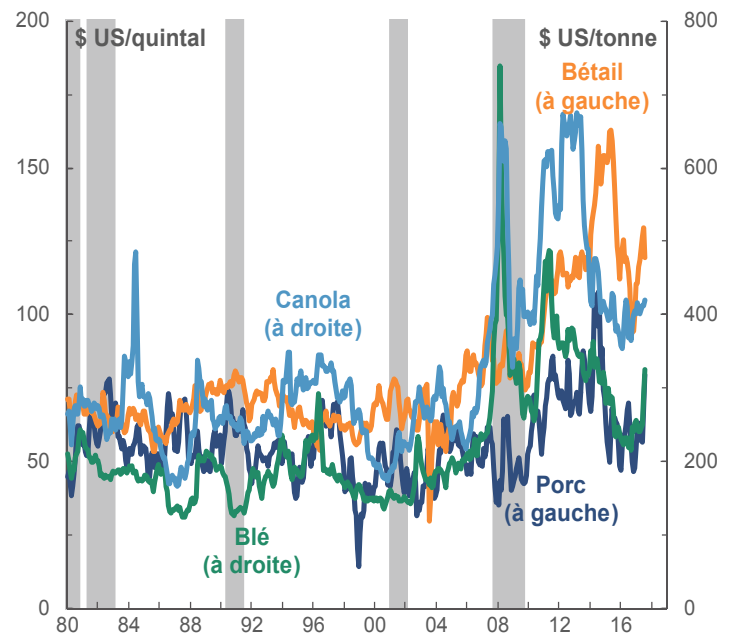
Cours des métaux



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'U₃O₈.

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, 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 (%)
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.