

## Mer agitée pour le brut WTI et remontée hésitante des métaux

- Le WTI a tout de suite été malmené par la fermeture de raffineries provoquée par l'ouragan Harvey sur la côte américaine du golfe du Mexique (graphique 1); même si les cours se sont rétablis après la catastrophe, ils n'ont pas pu franchir le seuil psychologique des 50 \$ le baril. Les effets de l'ouragan, qui devraient être de courte durée, ont quand même fait plonger les cours du pétrole en raison des chocs qui ont été plus retentissants sur la demande de matières premières et de produits que sur l'offre de brut.
- Malgré ces catastrophes naturelles, le marché du brut semble toujours se rééquilibrer graduellement; selon les estimations, l'équilibre entre l'offre et la demande accuse un léger déficit depuis le dernier semestre et les stocks commerciaux visibles de pétrole continuent de se tarir; cette tendance doit se poursuivre pour que le WTI franchisse la barre des 50 \$ le baril au quatrième trimestre, conformément à nos prévisions.
- Il est encore trop tôt pour sonner le glas de la remontée des métaux industriels qui s'est amorcée en juin; or, les prix semblent s'orienter à la baisse, et certains cours comme ceux du cuivre devraient perdre l'essentiel de leurs gains récents dans les mois à venir, puisque la Chine met fin à ses mesures de relance.
- Les cours de l'or ont atteint leur plus haut de l'année parce que les attentes des marchés s'amenuisent vis-à-vis du relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis, que le dollar américain est plongé dans une léthargie et que les très récentes provocations nucléaires pèsent sur la péninsule coréenne; nous continuons toutefois de croire que la Fed relèvera ses taux en décembre, ce qui devrait ramener les cours de l'or aux alentours de 1 250 \$ l'once en 2018.
- Le dollar américain n'arrive toujours pas à sortir de sa torpeur, ce qui dynamise les produits de base libellés en dollars; nous nous attendons à ce que cette léthargie du dollar US s'étende à tout l'horizon prévisionnel; un rebond temporaire est toutefois prévu au quatrième trimestre.

En août, l'Indice des prix des produits de base de la Banque Scotia a gagné 2,5 % en glissement mensuel; en effet, la tenue exceptionnelle de l'indice industriel (+4,3 % en glissement mensuel) a largement effacé le recul de 4,4 % des prix des denrées agricoles.

Le dollar américain, qui n'arrive toujours pas à sortir de sa torpeur, est tiré à la baisse par l'amenuisement des attentes des marchés vis-à-vis d'un relèvement des taux de la Fed vers la fin de l'année, par la dégringolade des cotes d'approbation du président Trump et par l'inertie générale des Républicains dans leur programme législatif procroissance. La léthargie tenace du dollar étaye généralement les produits libellés en dollars, puisque les prix évoluent en fonction des niveaux de la demande dans toutes les monnaies. Nous nous attendons à ce que le dollar US continue de fléchir sur l'horizon prévisionnel; on s'attend toutefois à un rebond temporaire de la devise étalon au quatrième trimestre en raison des positions baissières tendues et puisque nous nous attendons à une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis en décembre, ce qui est contraire à l'évolution actuelle des cours sur les marchés.

### RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

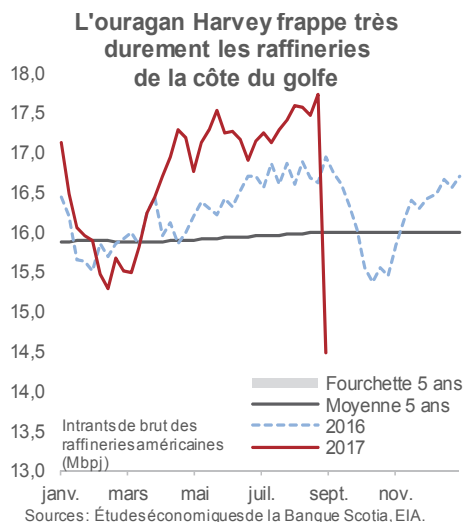


Tableau 1

Indice Scotia des prix des produits			
août 2017	(variation en %)		
	MM	A/A	Cumul
<b>Tous les produits*</b>	<b>2,5</b>	<b>17,8</b>	<b>23,2</b>
<b>Industriels</b>	<b>4,3</b>	<b>18,9</b>	<b>27,4</b>
Pétrole et gaz	2,8	19,4	38,0
Métaux et minéraux	8,1	22,1	26,9
Produits forestiers	0,2	12,9	13,6
<b>Agriculture</b>	<b>-4,4</b>	<b>13,2</b>	<b>7,5</b>
<b>janvier 2007 = 100</b>			
2017			
	août	juillet	Moyenne à ce jour
<b>Tous les produits</b>	<b>109,1</b>	<b>106,4</b>	<b>107,9</b>
<b>Industriels</b>	<b>103,9</b>	<b>99,7</b>	<b>103,7</b>
Pétrole et gaz	79,4	77,2	81,5
Métaux et minéraux	120,3	111,2	119,6
Produits forestiers	137,2	137,0	131,1
<b>Agriculture</b>	<b>137,3</b>	<b>143,6</b>	<b>131,1</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 7.

## SECTEUR PÉTROGAZIER : LA RECONSTRUCTION APRÈS LA CATASTROPHE

Le marché pétrolier est toujours en train de se rééquilibrer graduellement; or, les ouragans Harvey et Irma étouffent la demande de brut sur l'ensemble de la côte américaine du golfe du Mexique, en Floride et dans les Antilles, ce qui décale encore le rétablissement prévu des cours. Nous nous attendons à ce que les cours du WTI se rétablissent à plus de 50 \$ le baril au quatrième trimestre en raison du déstockage soutenu des réserves commerciales et du rapprochement de l'escompte entre le WTI et le Brent, qui s'est brusquement creusé à la fin d'août en raison des contrecoups de l'ouragan.

L'ouragan Harvey a temporairement entraîné la fermeture des installations pétrolières dans le golfe du Mexique; or, les pluies diluviennes et les inondations qu'il a provoquées ont constitué l'impact le plus retentissant et durable de la catastrophe. Au pire de la tempête, de 4 à 5 Mbpj, soit plus du quart de la capacité de raffinage américaine, étaient hors service (graphique 1) contre environ 1 Mbpj de production de brut à l'arrêt dans l'ensemble du golfe et sur le continent, dans le bassin Eagle Ford. Le choc plus retentissant de la demande a déprimé les cours du brut et fait basculer la courbe des contrats à terme dans un nouveau contango. La fermeture des raffineries a également fait monter les prix des produits, et les marges de craquage — soit la différence entre les cours du brut et des produits par rapport à l'indice de synthèse des marges de raffinage — ont atteint un pic en raison du déficit de la capacité de raffinage (graphique 2). Les cours des produits ont fléchi lorsque les raffineries ont été remises en service et les cours du brut se sont rétablis. Malheureusement, les raffineries les plus faciles à remettre en service l'ont déjà été, et il faudra compter plus de temps, probablement des semaines ou des mois plutôt que des jours, pour relancer le reste de la capacité hors service, ce qui n'était pas le cas auparavant. L'ouragan Irma aura un effet baissier plus direct sur les cours du brut, puisque la région touchée produit beaucoup moins de pétrole, alors que la Floride consomme plus d'essence que tous les autres États américains, exception faite de la Californie et du Texas.

Bien que les catastrophes aient malmené la demande mondiale de brut, l'essentiel de l'impact sur les cours s'est manifesté dans l'indice repère du WTI, qui est le principal indice des cours publié par les médias nord-américains. Les niveaux actuels du WTI masquent la vigueur du marché pétrolier ailleurs dans le monde en raison du caractère localisé des effets de l'ouragan, et l'escompte du WTI par rapport au Brent s'est creusé à plus de 6 \$ le baril contre essentiellement 2,50 \$ le baril en moyenne depuis le début de l'année (graphique 3). L'écart entre le WTI et le Brent devrait s'amenuiser à environ 3 \$ le baril lorsque les raffineries tourneront à nouveau à plein régime, ce qui ramènera le WTI dans notre fourchette prévisionnelle au quatrième trimestre. Les cours du Brent devraient également clore le quatrième trimestre à 2 \$-3 \$ le baril de plus puisque le déstockage continue de confirmer les estimations qui font état d'un déficit des réserves physiques de brut dans les six derniers mois. Bien que le pire de la tempête soit passé pour le marché pétrolier, le parcours qui attend les cours du brut sera cahoteux puisque l'on hésite à trop augmenter les prix de crainte d'inciter le secteur américain des hydrocarbures de schiste à repasser en survitesse.

**Les ouragans, surtout Harvey, se sont aussi illustrés sur le marché qu'ils n'ont pas réussi à apeurer : le gaz naturel.** La réaction discrète des cours du gaz naturel à l'ouragan Harvey contraste vivement avec celle des catastrophes précédentes qui, comme Katrina, ont secoué la côte américaine du golfe du Mexique en 2005 et fait augmenter les cours du gaz dans les deux chiffres (graphique 4). La renaissance de l'industrie américaine de l'énergie constitue la principale cause de cette nouvelle résilience aux catastrophes dans le golfe, puisque le tiers de l'augmentation de la production de gaz naturel dans les dix dernières années s'est concentré dans le Nord-Est. Effectivement, lorsque Katrina a frappé en 2005, le golfe du Mexique représentait plus de 15 % du total de l'offre de gaz américain contre moins de 4 % aujourd'hui.

Graphique 2

Les marges de craquage de la côte du golfe 30 culminent grâce au déficit des raffineries



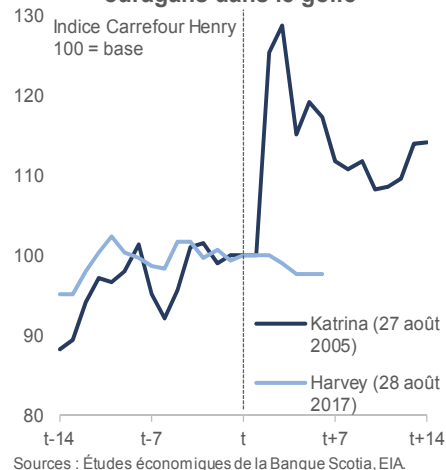
Graphique 3

L'escompte WTI-Brent se creuse en raison de la baisse de la demande nord-américaine



Graphique 4

Gaz naturel : les effets des deux ouragans dans le golfe



## MÉTAUX ET MINÉRAUX : EST-CE LA FIN DE LA REMONTÉE DES MÉTAUX INDUSTRIELS?

**La remontée des métaux industriels commence à se fragiliser;** elle s'est amorcée en juin grâce à un discours de reprise industrielle généralisée et aux mesures de relance chinoises pour dynamiser la demande de métaux qui, comme le cuivre et l'acier, réclament de lourds investissements. Cette remontée devait être de courte durée, en raison du bond des positions spéculatives haussières et des fondamentaux qui, même s'ils n'avaient rien d'exceptionnel, étaient loin de justifier des gains de prix aussi rapides. Les métaux de base ont monté de concert et baisseront probablement ensemble : le cuivre, le nickel et le zinc ont perdu de 2 % à 5 % sur une semaine, et seul l'aluminium n'a pas perdu de terrain étant donné l'incertitude soutenue qui règne sur la politique chinoise de l'offre. (Graphique 5). **Bien que cette saute d'humeur soit appelée à peser sur les cours dans l'ensemble du complexe des métaux industriels, les fondamentaux des produits de base porteront la prochaine séquence du rendement des cours des produits dans la foulée de ce repli initial.**

**Le cuivre s'est légèrement replié après avoir récemment culminé; toutefois, ses cours restent intenables à cette étape du cycle des métaux et devraient perdre environ 10 % sur les niveaux actuels toujours aussi élevés et s'établir à 2,60 \$-2,70 \$ la livre au quatrième trimestre.** Le marché du cuivre est sur le point de s'équilibrer après un excédent prolongé de l'offre; or, l'élan actuel des cours laisse entendre que le marché est beaucoup plus équilibré et a été associé à une accumulation de positions spéculatives, qui ont atteint des sommets sans précédent (graphique 6). Les estimations de l'offre et de la demande placent le marché dans un état de quasi-équilibre (grâce à un excédent de 25 kt dans la période de juillet à juin), et bien que les stocks cotés en bourse aient baissé plutôt rapidement dans le mois écoulé, ils sont toujours fermement inscrits dans la fourchette de l'évolution récente des cours en dents de scie et sont supérieurs à ce qu'ils étaient à la même époque l'an dernier. Les contrats à terme sur le cuivre continuent eux aussi de s'enliser dans un contango : les cours actuels sont inférieurs à ceux des cours à terme, et cette situation du marché s'explique généralement par l'abondance de l'offre.

**Le nickel a connu la plus forte remontée parmi les grands métaux de base, en progressant de près de 40 % pour atteindre son pic depuis juin; or, les cours devraient se replier de 5 % par rapport aux niveaux actuels pour s'établir à 5 \$ la livre jusqu'à ce que les réserves, qui culminent, continuent de baisser.** Bien que la lente progression du retournement prévu dans la fermeture de mines dans les Philippines continue de durcir le marché plus que prévu, les réserves constituent un rempart contre la demande non satisfaite et les écarts temporels n'indiquent aucune tension immédiate sur une offre rapide.

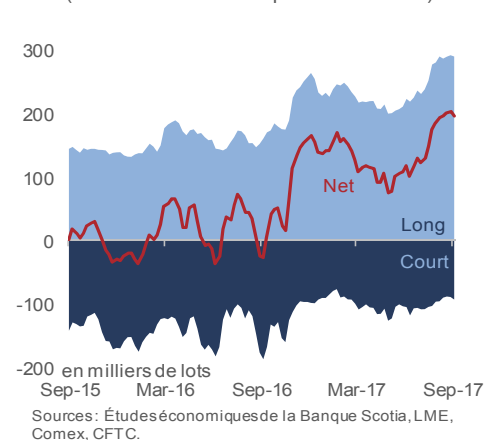
**L'aluminium a été le seul grand métal de base à pouvoir résister aux vents contraires de l'humeur des marchés et le risque continue de pencher en faveur de l'orientation haussière de notre prévision de 0,85 \$ la livre en 2018 en raison des récentes décisions de prolonger la durée du contingentement de la capacité de la Chine en hiver.** Bien que hors de la Chine, la capacité — paralysée en raison de l'anémie des prix — attende de réagir à des cours légèrement supérieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui, les contingents prolongés pourraient accélérer les gains de prix et les porter à des niveaux qui pourraient encourager à faire de nouveau appel à ces fonderies, malgré des coûts supérieurs, pour combler l'écart.

**Le zinc s'est replié puisque les marchés se sont retournés contre le complexe des métaux; nous nous attendons toutefois à ce que les cours augmentent de 7 % par rapport aux niveaux actuels pour s'établir à une moyenne de 1,50 \$ la livre en 2018, ce qui encouragera la production nouvelle sur un marché où l'offre s'est tarie.** Les réserves visibles, qui continuent de s'écouler, se situent à leur plus bas depuis le début de 2009 (graphique 7), ce qui pousse de plus en plus les cours du zinc en déport, puisque l'offre rapide de métaux réclame un supplément.

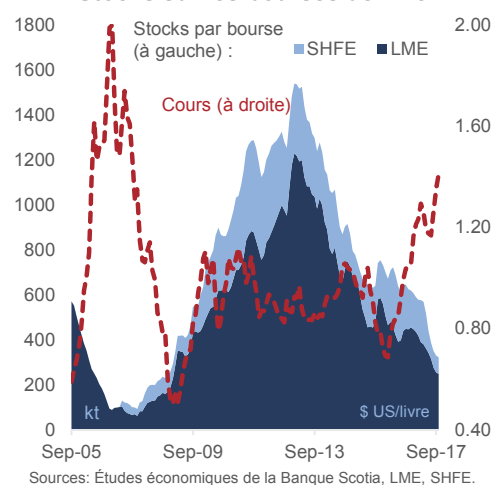
Graphique 5

**La remontée des métaux industriels à bout de souffle?**


Graphique 6

**Positionnement du cuivre dans les fonds en gestion**  
 (Contrats à terme et options combinés)


Graphique 7

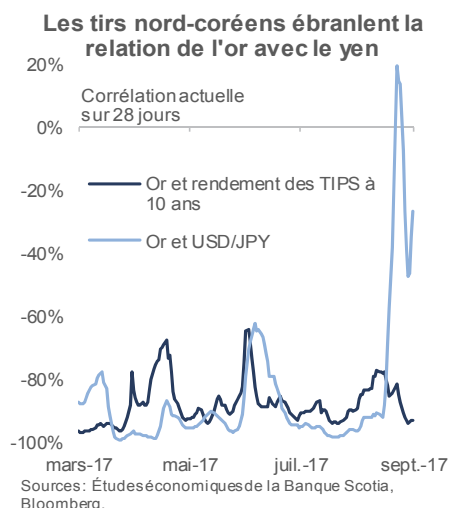
**Stocks sur les bourses de zinc**


Les produits de base en vrac ont accompagné les métaux de base dans leur remontée et sont même encore plus intimement liés au ralentissement attendu de la production industrielle chinoise au quatrième trimestre, puisque le minerai de fer et le charbon dur cokéifiable devraient baisser de 30 % à 40 % pour s'établir respectivement à 50 \$ et à 125 \$ la tonne. Le minerai de fer et le charbon devraient se replier sur l'extrémité supérieure de leur courbe de frais de transport maritime lorsque l'inflation de la demande importatrice de la Chine se réduira dans la foulée de l'annulation des mesures de relance et de l'amorce de la période de fermeture hivernale.

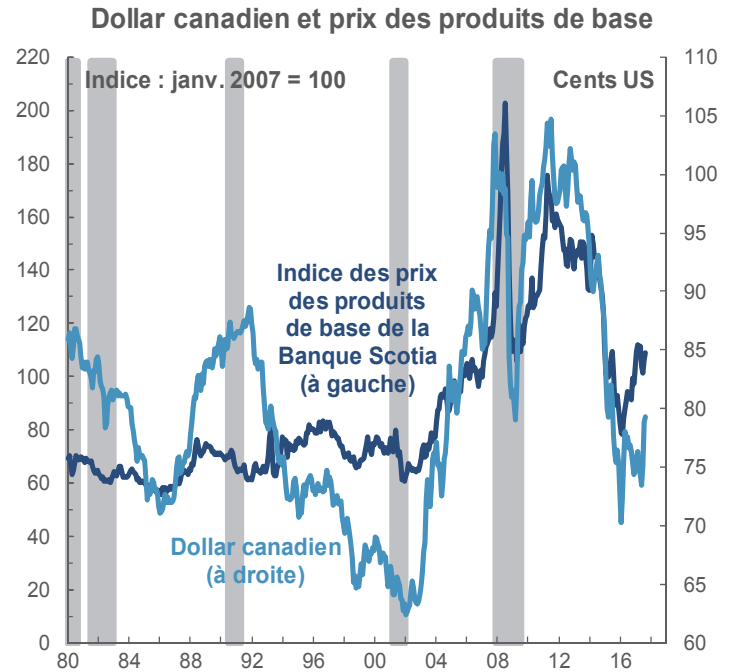
Les cours de l'or, à leur sommet depuis le début de l'année, ont frôlé les 1 350 \$ l'once parce que l'on s'attend moins à ce que la Fed relève ses taux, que le dollar américain est en léthargie et que les menaces nucléaires et les tirs de missiles se multiplient en Corée du Nord – un missile a même survolé le territoire continental du Japon. Les attentes vis-à-vis des taux d'intérêt corrigés de l'inflation, exprimées dans le rendement des TIPS à dix ans, ne cessent de s'amenuiser : elles sont passées d'un sommet récent de 64 points de base au début de juillet à 33 au moment d'écrire ces lignes, ce qui n'est pas loin du plus creux de l'année.

Les cours de l'or ont continué de remonter plus rapidement que les rendements réels le laisseraient entendre à eux seuls; toutefois, la prime supplémentaire est sans doute attribuable à la demande de valeurs refuges, puisque l'horizon politique ne cesse de s'assombrir aux États-Unis et que la Corée du Nord ne cesse de proférer des menaces nucléaires, qui ont d'ailleurs fait monter le volume des échanges sur les contrats à terme de l'or sur le Comex, qui a atteint des sommets sans précédent. Il se peut aussi que la prime politique de l'or soit vitaminée par un yen relativement moins attrayant, cette monnaie constituant une autre valeur refuge classique qui paraît moins sûre pour se prémunir contre la crise nord-coréenne qui bouillonne au nord-ouest du Japon (graphique 8). Nous nous attendons à ce que les cours de l'or retombent aux alentours de 1 250 \$ l'once au quatrième trimestre en raison d'un rebond du dollar américain porté par des positions temporaires et d'un relèvement des taux d'intérêt américains, que les cours boursiers ne prennent pas intégralement en compte à l'heure actuelle.

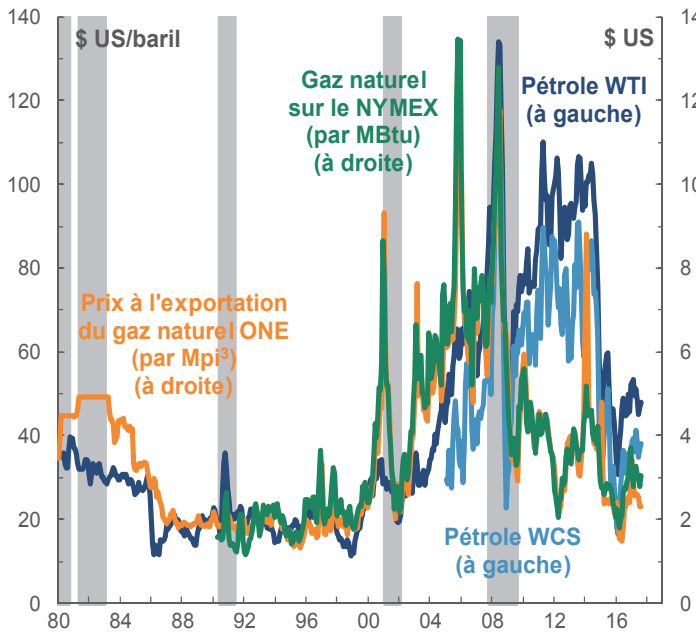
Graphique 8



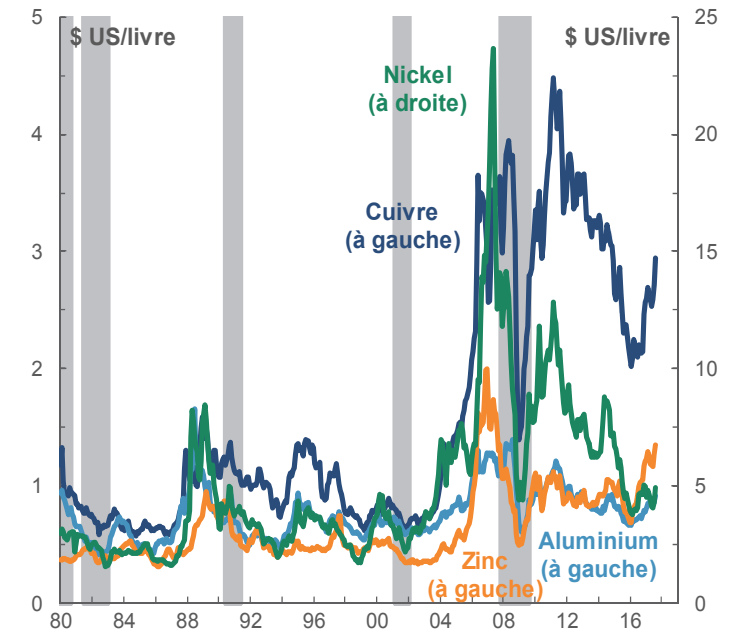
Prévisions des cours		2000–2015			2016	2017 CUM	2017P	2018P
		Min. mensuel moy.	Moy. période	Max. mensuel moy.				
<b>Pétrole et gaz</b>								
<b>Pétroles bruts</b>								
West Texas Intermediate	\$ US/baril	19,40	63,68	134,02	43,47	49,26	51	53
Brent mer du Nord	\$ US/baril	19,06	66,44	134,56	45,13	52,25	53	56
<b>Gaz naturel</b>								
Carrefour Henry, NYMEX	\$ US/MBtu	2,05	5,09	13,46	2,55	3,05	3,10	2,95
<b>Métaux et minéraux</b>								
<b>Métaux de base</b>								
Cuivre	\$ US/livre	0,62	2,35	4,48	2,21	2,68	2,55	2,75
Nickel	\$ US/livre	2,19	7,45	23,67	4,36	4,52	4,40	5,00
Zinc	\$ US/livre	0,34	0,80	2,00	0,95	1,25	1,25	1,40
Aluminium	\$ US/livre	0,58	0,87	1,39	0,73	0,87	0,85	0,85
<b>Produits de base en vrac</b>								
Minerai de fer	\$ US/t	12	65	187	58	74	65	60
Charbon métallurgique	\$ US/t	40	128	330	143	181	185	125
<b>Métaux précieux</b>								
Or	\$ US/oz t	261	842	1 772	1 251	1 247	1 225	1 250



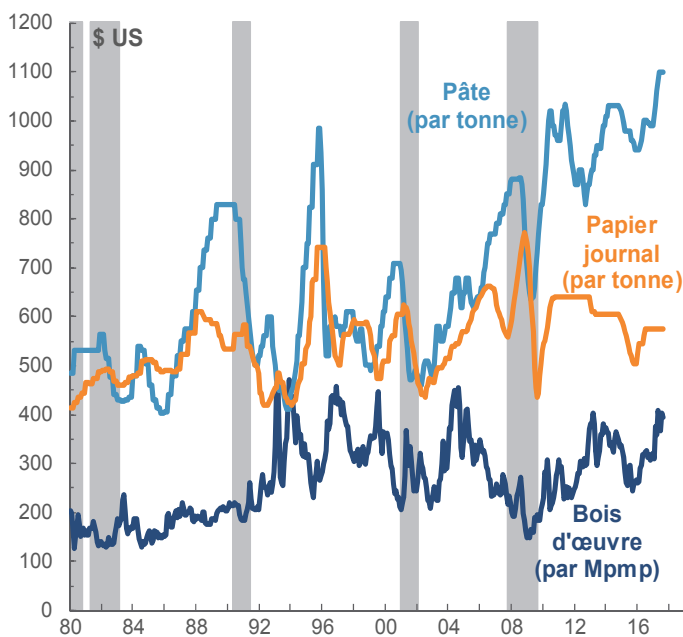
Cours du pétrole et du gaz



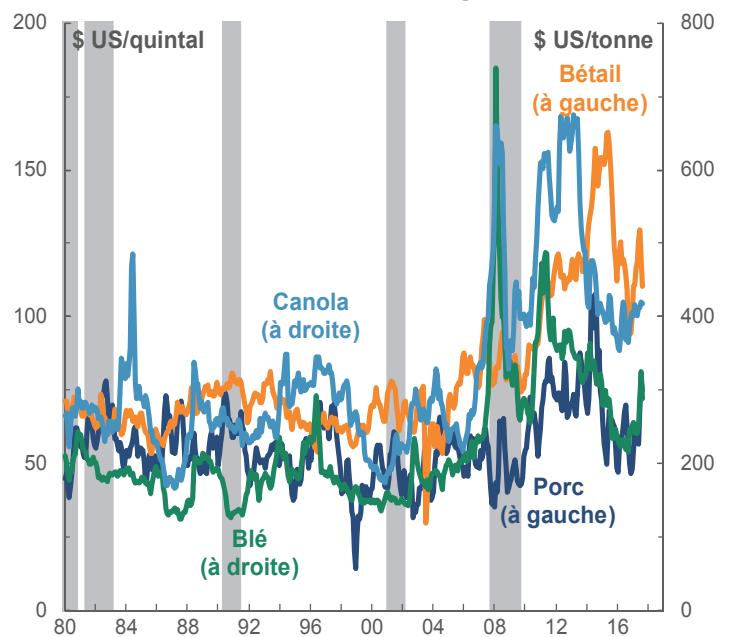
Cours des métaux



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'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.