

## Canada et États-Unis : perspectives économiques à long terme 2019-2024

- À long terme, aux États-Unis et au Canada, le PIB réel devrait croître au rythme de 1,9 % et de 1,7 % respectivement. Nous supposons également que le point d'équilibre du taux d'intérêt nominal se situe à 2,75 % aux États-Unis et à 2,50 % au Canada. (Cf. l'encadré 1 pour des précisions.)
- Bien que l'économie américaine soit actuellement en territoire de demande excédentaire considérable et chronique, ce qui s'explique essentiellement par les mesures de relance budgétaire, l'économie canadienne tourne en deçà de son potentiel. (Cf. le graphique 1.)
- L'économie américaine devrait se ralentir progressivement lorsque l'effet, sur la croissance, des mesures de relance budgétaire se dissipera, ce qui viendra freiner la croissance, et lorsque les hausses de taux d'intérêt passées et projetées commenceront à se répercuter sur l'investissement et la consommation. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que le PIB américain progresse à un rythme inférieur à son potentiel en 2020-2021, pour plonger à un creux de 1,5 % en 2021.
- Au Canada par contre, nous nous attendons à ce que l'économie tourne en territoire d'offre excédentaire pendant tout l'horizon 2019-2023. Le cycle de demande excédentaire chronique et substantielle auquel on s'attendait au Canada a été complètement effacé par le ralentissement à la fois plus lourd et plus vaste au T4 de 2018 et au T1 de 2019 en raison du fléchissement des cours du pétrole et du récent plongeon du marché boursier. La plupart de ces facteurs devraient être passagers, et on s'attend à ce que la croissance reprenne après le premier trimestre de 2019; or, à partir de la fin de 2020, nous nous attendons à un ralentissement de l'économie canadienne, qui s'explique par le ralentissement de l'économie américaine, la hausse des taux d'intérêt et la valorisation attendue du dollar canadien.
- Aux États-Unis, on s'attend à ce que l'inflation fondamentale soit de l'ordre de 2 % sur tout l'horizon prévisionnel. Au Canada, l'offre excédentaire substantielle devrait précipiter temporairement l'inflation fondamentale à 1,8 % au milieu de 2019. Par la suite, lorsque l'économie commencera à se rétablir de son passage à vide actuel, l'inflation fondamentale devrait graduellement remonter à 2 % d'ici la fin de 2020.
- Aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la Fed hausse son taux directeur à 2,75 % d'ici la fin de 2019 et à 3,00 % d'ici le T2 de 2020, ce qui dépassera le point d'équilibre à long terme de 2,75 %. À partir de 2021, l'économie sera de retour à l'équilibre, et la Fed abaissera ses taux d'intérêt à 2,75 %, pour ensuite les maintenir à ce niveau. Par contre, en raison de la léthargie chronique de l'économie canadienne, le taux à un jour de la Banque du Canada n'a pas à surcibler le taux d'intérêt d'équilibre. C'est pourquoi, après une pause qui s'expliquera par l'actuel passage à vide, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada dénoue, très graduellement, ses autres mesures de relance monétaires et porte son taux à un jour à 2,25 % d'ici la fin de 2020 et à 2,50 % d'ici la fin de 2021, pour ensuite le maintenir à ce niveau.
- L'approche macroéconomique modélisée qui sert à calculer la probabilité des récessions donne une probabilité maximale de récession au Canada de l'ordre de 20 % en 2020.

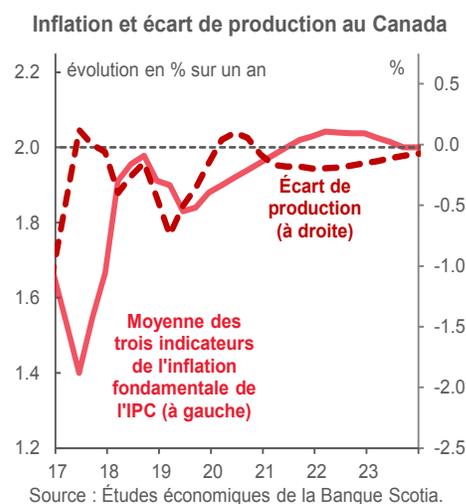
Ces perspectives sont éclairées par le Modèle macroéconomique mondial des Études économiques de la Banque Scotia (MMMBS), que nous décrivons succinctement dans l'encadré 3 de la page 6.

### RENSEIGNEMENTS

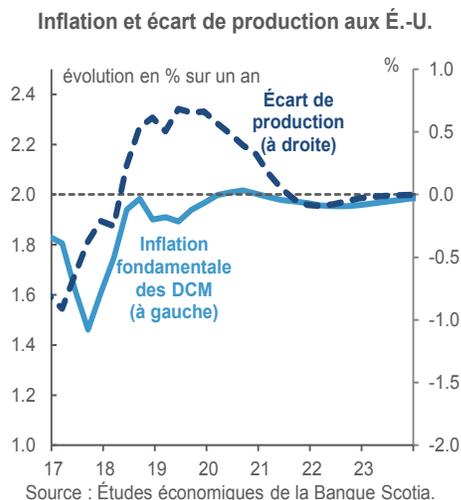
**René Lalonde, premier directeur, Recherche**  
 416.862.3174  
 Études économiques de la Banque Scotia  
[rene.lalonde@scotiabank.com](mailto:rene.lalonde@scotiabank.com)

**Nikita Perevalov, économiste principal**  
 416.866.4205  
 Études économiques de la Banque Scotia  
[nikita.perevalov@scotiabank.com](mailto:nikita.perevalov@scotiabank.com)

**Graphique 1 : Légère tensions inflationnistes au Canada**



**Graphique 2 : Demande excédentaire aux États-Unis, mais inflation faible**



**LES ÉTATS-UNIS**

En 2018, l'économie américaine a tiré parti de mesures de relance budgétaires substantielles grâce aux dépenses et aux baisses d'impôts adoptées par l'administration Trump. C'est pourquoi le niveau du PIB réel aux États-Unis se situe actuellement au-dessus de son potentiel, alors que la demande excédentaire est estimée à 0,6 %. En 2020-2021, cette demande excédentaire devrait être éliminée, en raison du ralentissement escompté de la croissance du PIB réel à un rythme inférieur à celui du PIB potentiel. La trajectoire de croissance au ralenti s'explique essentiellement par les facteurs suivants (tableau 1) :

- i) en 2019, la croissance devrait, selon les projections, être fragilisée par l'incertitude que font peser les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et par le plongeon associé du marché boursier (nous supposons que cette incertitude se dissipera et que la Chine et les États-Unis finiront par s'entendre);
- ii) en 2019, la paralysie des services de l'État américain devrait aussi avoir une incidence négative passagère au début de l'année;
- iii) en 2020, l'impact des mesures de relance budgétaires sur la croissance du PIB réel devrait se rapprocher de zéro;
- iv) puisque ces mesures de relance devraient relever très légèrement la capacité de production de l'économie américaine, la croissance du PIB en 2020-2021 devrait fléchir en deçà du potentiel lorsque le niveau de la demande globale se corrigera pour être égal à l'offre, contrainte par les hausses passées et projetées des taux d'intérêt à court terme et à long terme.

Malgré la demande excédentaire considérable projetée, l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages est proche de la cible de 2 %, et nous nous attendons à ce qu'elle se maintienne à ce niveau pendant toute la période comprise entre 2019 et 2024 (graphique 2), ce qui s'explique par :

- i) le lien relativement faible entre la léthargie économique et l'inflation aux États-Unis (ce qu'il est convenu d'appeler la « courbe de Phillips »);
- ii) les attentes inflationnistes bien arrimées, de l'ordre de 2 %;
- iii) la baisse récente des cours du pétrole et la vigueur du dollar américain, qui viennent en partie masquer les tensions inflationnistes issues de la demande excédentaire;

Tableau 1	Prévisions à long terme pour les États-Unis et le Canada							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	<b>États-Unis</b>							
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	2,2	2,9	2,4	1,8	1,5	1,8	1,9	1,9
Inflation fondamentale des DCM, moyenne annuelle, %	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Taux cible des fonds fédéraux : limite supérieure, %, à la fin de la période	1,50	2,50	2,75	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	2,39	2,68	3,05	3,25	3,39	3,50	3,50	3,50
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	4,4	3,9	3,9	3,9	4,0	4,2	4,2	4,2
	<b>Canada</b>							
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	3,0	1,8	1,5	2,1	1,5	1,7	1,7	1,7
Moyenne des trois indicateurs de l'inflation fondamentale de l'IPC, moyenne annuelle, %	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Taux à un jour de la BdC, %, à la fin de la période	1,00	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	2,05	1,97	2,25	2,45	2,73	2,92	3,00	3,00
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	6,3	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/CAD, à la fin de la période	1,25	1,36	1,29	1,23	1,21	1,21	1,21	1,21
Cours du WTI, moyenne annuelle, \$ US	51	65	58	62	67	66	65	65

*Remarque : Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives de 2019-2020 dans le [Tableau des Prévisions de la Banque Scotia en date du 7 mars 2019](#).*

- iv) le ralentissement économique prévu, qui devrait finalement éliminer la demande excédentaire et dégager une offre légèrement excédentaire en 2021, ce qui permettra de réduire encore les tensions inflationnistes.

Puisque l'économie tourne au-delà du niveau du PIB potentiel et que dans le scénario de base, les risques de baisse (comme les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine) devraient s'amoinrir, la Réserve fédérale américaine devra hausser le taux des fonds fédéraux au-delà du point d'équilibre pour rééquilibrer l'économie et éviter des tensions inflationnistes supplémentaires. Nous nous attendons ainsi à ce que la Réserve fédérale combatte la demande excédentaire en rehaussant graduellement le taux des fonds fédéraux à 3,00 % d'ici le milieu de 2020 (graphique 3). C'est pourquoi nous nous attendons à ce qu'en 2021 :

- i) l'économie se rapproche à nouveau de son point d'équilibre;
- ii) la demande excédentaire soit éliminée et l'offre redevienne légèrement excédentaire pour un temps;
- iii) la Fed réagisse par la suite en abaissant les taux d'intérêt à 2,75 %, ce qui correspond au point d'équilibre à long terme présumé. Le taux des fonds fédéraux devrait continuer de s'établir à 2,75 % pendant toute la période comprise entre le T3 de 2021 et le T4 de 2024.

## LE CANADA

Pour 2019, nous nous attendons à ce que de la croissance de l'économie canadienne soit relativement faible, à 1,5 %, ce qui s'explique essentiellement par :

- i) l'importante baisse récente des cours du pétrole, qui, pour un pays exportateur de pétrole comme le Canada, produit un effet négatif sur la richesse;
- ii) la léthargie des marchés du logement en raison de l'adoption des règles hypothécaires B-20 et d'autres règlements;
- iii) le contingentement de la production pétrolière annoncé par le gouvernement de l'Alberta;
- iv) l'incertitude qui règne sur les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis et le plongeon associé du marché boursier, qui produit un effet négatif sur la richesse des ménages et influe sur les décisions d'investissement.

Dans notre scénario de base, ces effets sont passagers. Nous nous attendons à ce que les cours du pétrole se relèvent graduellement pour atteindre le point d'équilibre de 65 \$ US le baril (WTI) et à ce que la querelle commerciale se règle entre les États-Unis et la Chine. En outre, si l'on s'attend à ce que les contingents de production pétrolière temporaires imposés par le gouvernement de

### ENCADRÉ 1 : HYPOTHÈSES À PROPOS DE LA CROISSANCE DU PIB POTENTIEL ET DU POINT D'ÉQUILIBRE DES TAUX D'INTÉRÊT

#### États-Unis

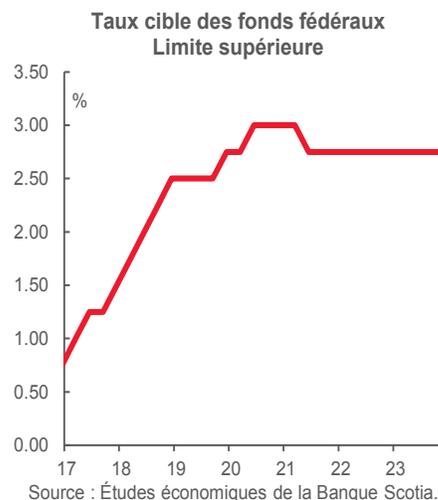
- Nous supposons qu'à long terme, la croissance du PIB potentiel est de 1,9 %, ce qui cadre avec le plus récent tracé en pointillé médian à long terme des membres du FOMC.
- En 2018–2020, nous supposons également que la réforme fiscale ajoutera 0,1 point aux prévisions à long terme, ce qui établira à 2,0 %, dans cette période, la croissance du PIB potentiel.
- Comme dans les prévisions à long terme précédentes, nous supposons que le taux des fonds fédéraux correspondant au point d'équilibre à long terme est de 2,75 %, ce qui est légèrement inférieur au tracé en pointillé médian à long terme le plus récent des membres du FOMC (soit 3,0 %).

#### Canada

- Nous supposons que le PIB potentiel croîtra à raison de 1,7 % en raison d'une productivité relativement faible.
- Ce profil de croissance est un peu plus atonique par rapport à celui du Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada en avril 2018 (1,8 % contre 1,9 %), qui n'est plus d'actualité et qui ne tient pas compte de la productivité de la main-d'œuvre relativement faible constatée en 2018.
- D'après notre analyse (cf. [Perevalov, 2019](#)), nous supposons désormais que le point d'équilibre à long terme du taux à un jour s'établit à 2,50. Cette hypothèse se situe à l'extrémité inférieure de la fourchette des estimations de la Banque du Canada (soit entre 2,5 % et 3,5 %). Il est utile de noter que nous supposons une différence de 25 points de base entre les taux neutres des États-Unis et ceux du Canada, ce qui cadre avec notre hypothèse voulant que le taux de croissance du PIB américain potentiel soit de 0,2 point de pourcentage de plus que le taux de croissance du PIB potentiel canadien.

\*Le PIB potentiel représente le point d'équilibre du PIB correspondant à un taux d'inflation durable qui atteint la cible de 2,0 %. Ce PIB potentiel est porté par les intrants tendanciels de la population active (soit les heures de travail dans l'ensemble de l'économie), ainsi que par la productivité des travailleurs, qui est fonction du capital par unité de main-d'œuvre tendancielle et de productivité factorielle totale tendancielle.

Graphique 3 : Le taux des fonds fédéraux en surciblage avant d'atteindre le point d'équilibre



**ENCADRÉ 2 : PRÉVISION DU DOLLAR CANADIEN**

Au T1 de 2019, en raison de différentiels défavorables, entre le Canada et les États-Unis, pour ce qui est des taux d'intérêt et de la croissance du BIP et de l'incertitude qui plane sur une guerre commerciale mondiale, le dollar canadien accuse un recul de 10 % sur son point d'équilibre actuel, ce qui s'explique par le niveau actuel des cours du pétrole et la correction mondiale du dollar américain.

À long terme, l'inversion graduelle attendue et le léger surciblage des cours du pétrole qui se rapproche de son point d'équilibre à long terme de 65 \$ (WTI) et le rapprochement du différentiel des taux d'intérêt entre les États-Unis et le Canada devraient valoriser graduellement le dollar canadien et lui permettre de se rapprocher de son point d'équilibre à long terme de 1,21. Cette valeur d'équilibre est définie par les valeurs à long terme des cours du pétrole et du redressement mondial du dollar américain.

l'Alberta fassent plier la croissance au T1 de 2019, le relèvement ultérieur de la production devrait relancer la croissance jusqu'à la fin de l'année. Tous ces facteurs muscleront la croissance après le premier trimestre de 2019.

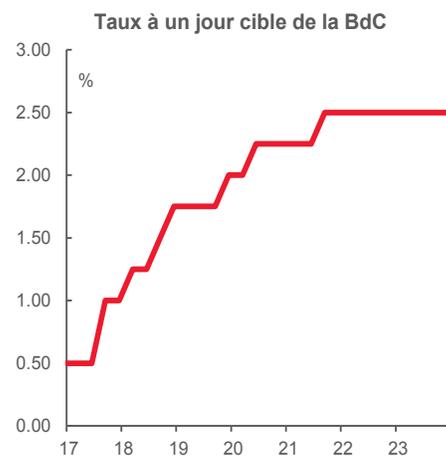
Enfin, en 2020, l'activité économique sera relativement vigoureuse en raison de l'incidence du projet gazier Kitimat en Colombie-Britannique. À partir du deuxième semestre de 2020, nous prévoyons un ralentissement de l'économie, qui s'expliquera essentiellement par :

- i) le ralentissement attendu de l'économie américaine et son impact sur les exportations;
- ii) la hausse des taux d'intérêt à court et à long termes, qui ralentira la croissance de l'investissement et de la consommation;
- iii) la valorisation graduelle attendue du dollar canadien, qui aura un effet négatif sur les exportations nettes (cf. l'encadré 3).

Dans l'ensemble de ces fluctuations de la croissance, il importe de signaler que nous ne prévoyons pas de cycle de demande excédentaire comme nous l'avons fait dans nos prévisions précédentes (graphique 1). En fait, au T1 de 2019, l'économie se situe en territoire d'offre excédentaire de -0,7 %, et l'offre reste légèrement excédentaire jusqu'en 2023 (sauf dans quelques trimestres en 2020).

Cette évolution produit les incidences suivantes sur les prévisions de l'inflation et sur la politique monétaire :

- i) au milieu de 2019, l'offre excédentaire ramène l'inflation fondamentale à 1,8 %;
- ii) par la suite, l'économie commence à se rétablir de son passage à vide actuel, et puisque les cours du pétrole augmentent, l'inflation fondamentale devrait graduellement se rétablir à 2 % d'ici la fin de 2020;
- iii) l'inflation fondamentale selon l'IPC convergera graduellement vers la cible inflationniste. Ainsi, à terme, le taux à un jour n'a pas à surcibler le taux d'intérêt du point d'équilibre, puisqu'il converge graduellement vers ce point d'équilibre;
- iv) à court terme, il est moins urgent, pour la politique monétaire, de relever les taux, puisque l'économie a besoin d'une certaine aide pour se rapprocher simplement et graduellement de sa cible l'inflation fondamentale.

**Graphique 4 : Normalisation graduelle de la BdC**


Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**Tableau 2 Facteurs expliquant les perspectives de croissance du PIB du Canada**
**Croissance du PIB réel : impact de l'évolution des politiques**

	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Projections modélisées d'après les fondamentaux</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Redressements pour tenir compte de l'évolution des politiques et d'autres facteurs</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Contingents de production pétrolière	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Tarifs sur l'acier et l'aluminium	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Protectionnisme mondial	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Règles hypothécaires B-20	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projet de GNL de Kitimat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Incertitude de l'ALÉNA	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortissement accéléré	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Scénario de base actuel</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

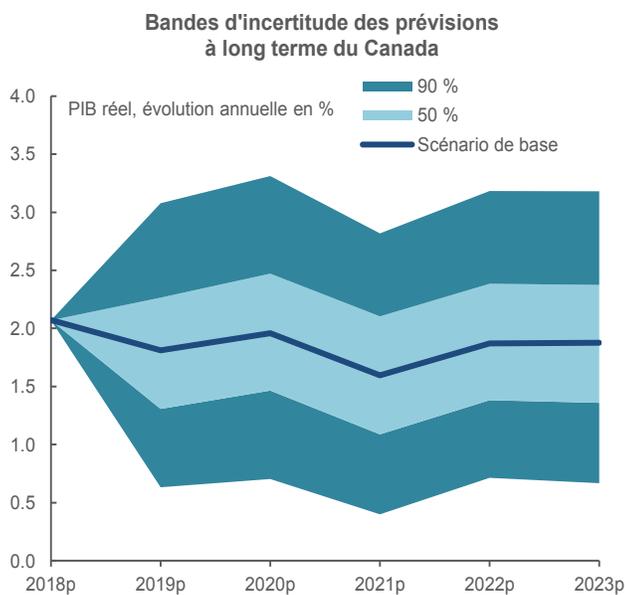
Par conséquent, nous nous attendons à ce qu'après une pause attribuable aux facteurs temporaires influant sur la croissance du PIB, le taux directeur reprenne son parcours graduel à la hausse, à raison d'un relèvement par an pendant la période comprise entre 2019 et 2021 (graphique 4).

### L'INCERTITUDE QUI PÈSE SUR NOTRE SCÉNARIO DE BASE ET LA PROBABILITÉ D'UNE RÉCESSION

L'incertitude qui pèse sur nos prévisions reste considérable, comme on peut le constater d'après les bandes de confiance de nos prévisions pour le Canada (graphique 5).

- La plage relativement vaste de 90 % des résultats, passée de 0,3 % à 2,8 % en 2021, met en évidence une caractéristique importante de nos prévisions : au-delà de 2020, il y a une plus forte probabilité de croissance léthargique ou négative, en raison du ralentissement attendu de la croissance du PIB dans le scénario de base durant cette période. Par conséquent, bien qu'il y ait toujours une probabilité considérable de croissance proche de 3 %, il y a aussi un risque accru de récession au-delà de 2020.
- En fait, le graphique en éventail laisse entendre qu'en 2020, lorsque la croissance trimestrielle du PIB réel sera nettement plus anémique que la croissance potentielle, la probabilité d'une récession au Canada culmine à 20 % (tableau 3).
- Aux États-Unis, la probabilité d'une récession culmine à 10 % à peine en 2020, ce qui est inférieur à la probabilité pour le Canada, puisque l'économie américaine est relativement fermée et qu'il y a moins de sources de chocs externes qui pourraient la précipiter dans une récession, par rapport au Canada qui est très sensible à la conjoncture intérieure et américaine.

**Graphique 5 : Niveaux élevés d'incertitude pour nos perspectives de croissance du Canada**



**Tableau 3 : Probabilités d'une récession technique au Canada et aux États-Unis**

	2019	2020	2021	2022	2023
Canada	12 %	20 %	18 %	16 %	16 %
États-Unis	5 %	10 %	10 %	4 %	6 %

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**Encadré 3 : Le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS)**

Les *Prévisions mondiales* des Études économiques de la Banque Scotia, publiées le 11 janvier 2019, ainsi que les perspectives à long terme exposées dans cette note s'inspirent du MMMBS, modèle d'équilibre général estimatif mis au point pour l'économie du Canada, des États-Unis et d'autres pays (dont l'Europe et les marchés émergents). Le MMMBS, qui est comparable, sans toutefois être aussi détaillé, aux modèles semi-structurels de la Banque du Canada, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le MMMBS permet au service des Études économiques de la Banque Scotia d'élaborer des perspectives internes cohérentes pour l'économie canadienne et l'économie américaine, en tenant simultanément compte des principaux facteurs macroéconomiques suivants :

- l'impact positif d'un raffermissement de l'économie grâce à l'inflation des prix à la consommation; l'excédent de la demande (ou de l'offre) laisse entendre que l'inflation est supérieure (ou inférieure) à la cible;
- la réaction des autorités monétaires, soit la Banque du Canada (BdC) et la Réserve fédérale, qui relèveront leurs taux directeurs en raison de la montée des tensions inflationnistes et de la décroissance de la mollesse économique;
- l'effet de ralentissement de la hausse des taux d'intérêt sur la conjoncture macroéconomique, notamment l'impact direct des taux d'intérêt sur la demande intérieure et le choc de la hausse des intérêts sur le dollar canadien, qui exerce un effet de modération sur la balance commerciale nette;
- les retombées transnationales de la croissance américaine sur le Canada, notamment sur les prévisions des exportations.

Voici de plus amples renseignements sur la structure de ce modèle et sur les facteurs des variables clés du bloc économique canadien du MMMBS :

- un comportement prospectif est au cœur de l'environnement du modèle : les agents économiques tâchent d'établir optimalement le niveau de leurs variables décisionnelles, par exemple le PIB réel, les taux directeurs et d'autres facteurs;
- le PIB réel est la somme de la demande intérieure des ménages, des dépenses publiques et de la balance commerciale internationale nette;
- la demande intérieure est portée par les taux d'intérêt à court et à long terme, les cours du pétrole, le revenu disponible, le patrimoine financier et la valeur nette des logements, ainsi que le taux de change;
- bien que les importations soient essentiellement portées par la demande intérieure des ménages et par le taux de change, les exportations sont fonction de la demande étrangère, du patrimoine financier aux États-Unis et du taux de change;
- l'équation de la courbe de Phillips augmentée établit un lien entre, d'une part, la mollesse de l'économie (l'écart de production), le taux de change, le coût unitaire de la main-d'œuvre et les cours du pétrole et, d'autre part, l'inflation fondamentale;
- une règle prospective de la politique monétaire détermine la réaction du taux à un jour de la BdC à l'évolution de l'écart de production et à une prévision inflationniste de trois trimestres d'avance, dans ce dernier cas par rapport à la cible de la BdC;
- Le rendement des obligations du gouvernement à 10 ans dépend du parcours escompté du taux à un jour de la BdC, ainsi que de la prime à terme. Ce dernier facteur est largement tributaire de l'évolution de la prime à terme du rendement des obligations du gouvernement américain à 10 ans, qui est fonction du bilan de la Réserve fédérale américaine et des positions de l'administration chinoise sur les bons du Trésor américain.
- le taux de change bilatéral Canada-États-Unis est fonction des cours du pétrole, du différentiel de croissance du PIB de ces deux pays, du différentiel des taux d'intérêt à 10 ans et d'un facteur américain qui capte le rajustement multilatéral du dollar américain;
- Le modèle comprend d'autres variables, notamment les cours réels du pétrole, le revenu réel disponible, le taux de chômage, les actifs financiers et la richesse des ménages. L'offre et la demande mondiales endogènes du pétrole déterminent l'évolution des cours du pétrole dans ce modèle.

La structure adoptée pour les États-Unis et l'Europe s'apparente à celle du Canada, alors que les spécifications des autres pays sont moins circonstanciées.

Gosselin, Marc-André et René Lalonde, 2005, « MUSE: The Bank of Canada's new projection model of the U.S. economy », Rapport technique no 96 de la Banque du Canada.

Gervais, Olivier, et Marc-André Gosselin, 2014, « Analyzing and Forecasting the Canadian Economy through the LENS Model », Rapport technique no 102 de la Banque du Canada.

Études économiques de la Banque Scotia, [Perspectives mondiales de la Banque Scotia, 11 janvier 2019](#).

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.