

Contributeurs

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
Études économiques de la Banque Scotia
416.863.7707
derek.holt@scotiabank.com

La BdC a été au rendez-vous de nos attentes. Voici où le discours pourrait déraiper

- La BdC a réduit comme prévu de 25 points de base son taux à un jour.
- Elle continue de télégraphier de nouvelles baisses.
- Il n'y a pas eu de changements dans les plans du bilan du durcissement quantitatif.
- Les Études économiques de la Banque Scotia prévoient toujours deux autres baisses en septembre et en octobre cette année.
- Où se situe le risque dans le discours de la BdC?
- Les marchés ont valorisé les cours à 5 ans des obligations du Canada pour la perfection, et pourraient faire de même pour les prêts hypothécaires à 5 ans.

La Banque du Canada a été au rendez-vous de nos attentes dans les annonces faites aujourd'hui. Veuillez cliquer sur [ce lien](#) pour prendre connaissance de la déclaration et consulter la comparaison des déclarations dans l'appendice. Pour prendre connaissance du RPM, ainsi que des prévisions à jour, veuillez cliquer sur [le lien](#). La déclaration préliminaire du gouverneur Tiff Macklem est accessible en cliquant sur [ce lien](#).

La BdC a réduit son taux directeur de 25 autres points de base pour le porter à 4,5 % contre son pic de 5 %. Elle n'a pas modifié non plus les plans de son bilan ni télégraphié à plus court terme son envie de les changer. Son pronostic laisse toujours la porte ouverte à la perspective de nouvelles baisses de taux cette année, conformément à nos prévisions inchangées pour d'autres baisses de 50 points de base dans les deux prochaines réunions.

Le ton général des communications est conciliant, sans être tout à fait immuable. Je vais expliquer comment, à mon avis, la BdC mise sur quelques exagérations qui ont poussé les marchés à valoriser les cours pour la perfection. Le rendement de 3,25 % des obligations à 5 ans du gouvernement du Canada ne laisse guère de marge de manœuvre pour une nouvelle remontée, après avoir tenu compte d'un taux neutre raisonnable et des hypothèses du cycle sur les primes à terme. Il y a plus de risque de hausse de l'inflation que ce qu'a laissé entendre aujourd'hui la BdC et qui pourrait remettre en cause cette anticipation dans les cours.

NOUVELLES BAISSES À L'HORIZON

Voici ce qu'a déclaré Tiff Macklem lorsqu'on lui a posé, pendant la conférence de presse, la question sur les prochaines décisions que rendra la Banque sur les taux d'intérêt :

« Nous avons abaissé les taux aujourd'hui parce que nos indicateurs laissent entendre que les pressions généralisées qui s'exercent sur les prix s'apaisent et que nous avons de plus en plus l'espoir que l'inflation revienne sur la cible. À terme, si l'inflation continue d'évoluer généralement de concert avec nos prévisions, il est raisonnable de s'attendre à de nouvelles baisses de taux. Or, nous n'avons pas de parcours prédéterminé, et nous prendrons les décisions une à la fois. L'inflation ne reviendra pas sur la cible en suivant une ligne droite. »

On lui a aussi demandé si la Banque pensait à une baisse qui pourrait atteindre 50 points de base. Il a essentiellement dit non :

« On a dégagé un consensus clair pour baisser les taux de 25 points de base et convenu qu'on s'attend à un abaissement dans le parcours du taux directeur. Or, nous n'avons pas de parcours prédéterminé, et nous prendrons les décisions à raison d'une réunion à la fois. »

LES PLANS DU BILAN N'ONT PAS BOUGÉ

Dans la déclaration, la BdC continue de laisser entendre qu'elle poursuit « la normalisation de son bilan ». Dans la conférence de presse, la BdC n'a laissé paraître aucune envie de changer de sitôt sa politique de durcissement quantitatif, puisqu'elle restera sur le pilote automatique en dépit de certaines spéculations ailleurs.

Voici ce qu'a répondu la première sous-gouverneure Carolyn Rogers à la question posée pendant la conférence de presse sur ce qui amène à porter à 5 points de base de plus que le taux directeur le taux des opérations de pension à un jour (CORRA) dans les dernières semaines et si on peut entrevoir cette fois que la Banque modérera sa politique de durcissement quantitatif :

« Il y a quelques faits nouveaux sur le marché du financement à un jour, dont nous avons tenu compte dans nos opérations à un jour pour lisser la situation. Les échanges de base sont

toujours actifs sur les marchés et portent l'écart du CORRA. Le Canada a arrêté un règlement T+1, ce qui a haussé la demande exprimée pour les fonds à un jour. Il y a suffisamment de soldes de règlement dans le système, mais non nécessairement là où ils devraient être; c'est pourquoi nous faisons ce que nous pratiquons normalement pour lisser la situation. Nous ne pensons pas que l'état de notre bilan est normal; or, nous évaluerons la situation à mesure que nous nous rapprocherons de l'état normal du bilan. »

LÉGERS CHANGEMENTS DANS LES PRÉVISIONS

On a légèrement révisé à la baisse la croissance du PIB dont fait état le graphique 1 pour toute l'année. Les attentes pour un atterrissage en douceur sont toujours aussi solidement arrimées, et nous nous rangeons dans ce camp. La BdC prévoit que le PIB croîtra de 1,2 % cette année (contre 1,5 % auparavant), puis de 2,1 % l'an prochain (contre 2,2 %) et 2,4 % en 2026 (contre 1,9 %). Il faut toujours se rappeler que les prévisions de la BdC adoptent l'hypothèse d'un profil intégré pour le parcours du taux directeur, ce qu'elle ne communique pas. Le graphique 2 établit la comparaison entre notre prévision annuelle sur la croissance du PIB et celle de la BdC.

La BdC s'attend à ce que la croissance à court terme du PIB soit plus vigoureuse que ce que nous avons nous-mêmes prévu. Elle s'attend à ce que le PIB du T2 progresse de 1,5 % (contre 1,6 % pour la Scotia), alors qu'il devrait s'accélérer au T3 pour croître de 2,8 % (contre 2,2 % pour la Scotia). Nous prévoyons des pourcentages comparables pour la fin de l'année, mais en fonction du T4 sur le T4. (La BdC comptabilise 2,0, et la Banque Scotia, 1,9.)

La BdC a légèrement révisé à 2,4 % (contre 2,2 % auparavant) sa prévision de l'inflation pour 2025 et n'a pas modifié sa prévision de cette année, soit 2,6 % (graphique 3). Elle prévoit un taux d'inflation de 2 % en 2026, ce qui est déjà trop loin dans les préoccupations. Dans le graphique 4, nous comparons ses prévisions aux nôtres.

La BdC prévoit que l'inflation de synthèse sera inférieure à l'inflation de base au S2 de 2024 en raison des effets de base et des prix de l'essence. Au T4, la BdC s'attend à ce que l'IPC soit de 2,3 % sur un an; or, en moyenne, l'IPC en moyenne tronquée et l'IPC en médiane pondérée s'établiront à 2,5 % sur un an.

CE QUE TIFF MACKLEM VOULAIT DIRE EN PARLANT DES RISQUES DE BAISSÉ

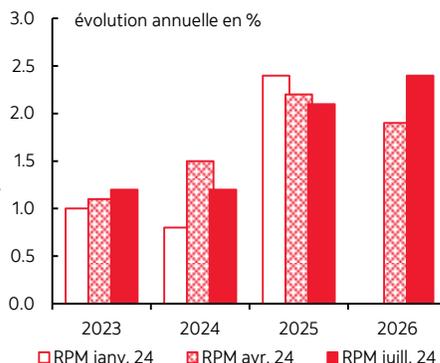
Dans la déclaration préliminaire de sa conférence de presse, le gouverneur Tiff Macklem a fait savoir que « les risques ont de plus en plus de poids dans nos délibérations sur la politique monétaire ». Il ne faudrait pas penser qu'il voulait dire que la BdC s'inquiète de plus en plus des perspectives de croissance, ce que ses chiffres ne disent pas, même si c'est ainsi que certains médias ont représenté ses commentaires. Quand on lui a posé la question pendant la conférence de presse, Tiff Macklem a précisé ce qu'il entendait par là lorsqu'on lui a demandé, pendant la conférence de presse, s'il signalait qu'il fallait abaisser les taux plus rapidement afin d'éviter la récession. Voici ce qu'il a répondu :

« Quand l'inflation dépassait nettement la limite supérieure de notre fourchette de 1 % à 3 % pour la cible inflationniste, nous avons insisté davantage sur les risques de hausses de l'inflation. Puisque nous sommes désormais de retour dans cette fourchette, nous devons être plus symétriques dans notre traitement des risques. L'inflation pourrait être inférieure à la cible ci-dessus, ce qui nous inquiète tout autant. Puisque cette cible est dans notre mire, nous devons plus nous inquiéter des risques de baisse et des risques de hausse. Selon notre évaluation, l'offre est suffisamment excédentaire dans l'économie pour ramener l'inflation sur la cible. Il faut que la croissance et l'emploi reprennent du mieux pour absorber l'offre excédentaire et ramener durablement l'inflation sur la cible. Ce besoin de croissance faisait partie de la raison pour laquelle nous avons abaissé aujourd'hui le taux directeur. »

Ce n'est pas que la Banque s'inquiète plus des perspectives. C'est plutôt qu'elle doit être plus attentive au risque d'un atterrissage trop en douceur de l'inflation qu'au risque de la garder en altitude simplement parce qu'elle a baissé.

Graphique 1

Les prévisions révisées de la Banque du Canada pour le PIB

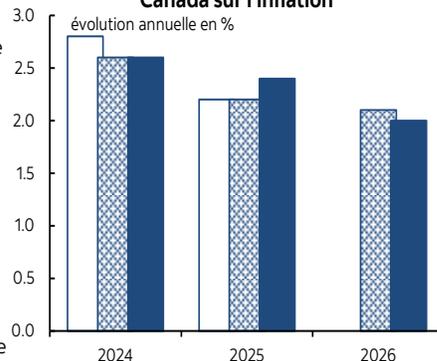


■ RPM janv. 24 ■ RPM avr. 24 ■ RPM juill. 24

Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada – juillet 2024.

Graphique 3

Les prévisions révisées de la Banque du Canada sur l'inflation

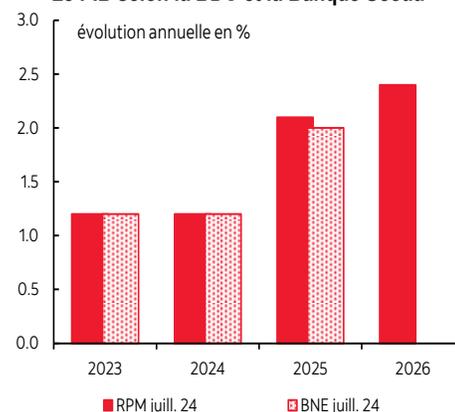


■ RPM janv. 24 ■ RPM avr. 24 ■ RPM juill. 24

Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada – juillet 2024.

Graphique 2

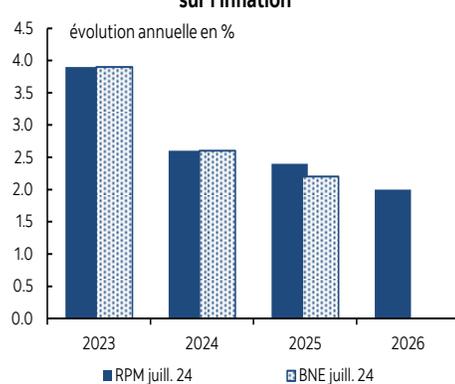
Le PIB selon la BDC et la Banque Scotia



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada – juillet 2024.

Graphique 4

Les prévisions de la BDC et de la Banque Scotia sur l'inflation



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada – juillet 2024.

LE POINT VULNÉRABLE DU DISCOURS DE LA BANQUE DU CANADA

La Banque du Canada compte sur la croissance de la colonne de l'offre de l'économie à un certain rythme par rapport à la croissance du PIB réel de manière à créer une capacité excédentaire désinflationniste soutenue. Tiff Macklem a déclaré que pour cette raison, la BdC doit miser davantage sur une plus forte hausse du PIB réel. Il propose deux arguments pour étayer son point de vue.

Premièrement, il suppose que la croissance potentielle du PIB sera plus rapide que sa croissance réelle en raison de l'augmentation de la population, « ce qui veut dire que l'offre excédentaire a augmenté ». Et si la BdC a raison, qui dit offre excédentaire dit aussi que la pression désinflationniste s'accroît.

Et pourtant, selon l'hypothèse qu'elle adopte, la BdC entend traiter sur un pied d'égalité toutes les formes d'augmentation de la population en l'ajoutant à la capacité de production de l'économie. À mon avis, elle se trompe, comme je l'ai fait valoir à maintes reprises. Une grande partie du bond de la croissance de la population est attribuable aux résidents non permanents, qui constituent une catégorie regroupant nos étudiants internationaux, les travailleurs étrangers temporaires qui se trouvent souvent dans des secteurs saisonniers et qui envoient leurs chèques de paie dans leur pays ou qui les ramènent en rentrant à la maison, ainsi que les demandeurs d'asile qui sont ici pour des raisons humanitaires. On ne peut pas les traiter sur un pied d'égalité dans la pondération de l'immigration via les résidents permanents et les résidents nés au Canada. La catégorie des immigrants non permanents n'apporte pas un concours égal à la production potentielle; c'est pourquoi la BdC surestime la croissance dans la colonne de l'offre.

À mon avis, la BdC commet la même erreur en estimant la mollesse du marché du travail. Dans la conférence de presse, Tiff Macklem a déclaré qu'« [i]l y a des signes de capacités inutilisées sur le marché du travail. Le taux de chômage a monté à 6,4 %, l'emploi ayant continué de progresser plus lentement que la population active et les personnes à la recherche d'un emploi mettant plus de temps à trouver du travail ». Comme nous le faisons valoir [ici](#), la catégorie des résidents temporaires porte essentiellement toute la hausse du taux de chômage, qui devrait, en données constantes, revenir à la normale lorsque les résidents temporaires ne seront plus au chômage.

Par souci de clarté, pour la BdC, un étudiant de 20 ans est aussi productif et capable de concourir à la croissance de l'économie jusqu'à maintenant et à son potentiel que n'importe qui d'autre dans l'économie, ce qui me paraît grotesque.

Si toutes ces considérations sont importantes, c'est parce que la BdC a un penchant pour l'argument voulant que les faibles mesures du PIB réel par habitant se traduisent par l'accroissement de la capacité excédentaire dans une économie sous-performante. Les graphiques 5 et 6 mettent en lumière la sensibilité de cet argument à la question de savoir si on tient compte de la population totale dans les estimations du PIB et des dépenses de consommation par habitant ou si on ne tient pas compte de la catégorie des non-résidents. Les différences sont importantes. Les niveaux d'activité paraissent nettement meilleurs si on ne tient pas compte de la catégorie des arrivants non permanents.

De plus, la catégorie des résidents non permanents devrait, selon les projections, se ralentir considérablement puisqu'Ottawa vise à en réduire le nombre. La BdC a une solution pour résoudre cette difficulté, et il s'agit du deuxième argument auquel elle s'en remet. Or, il faut là encore vraiment faire preuve de beaucoup d'imagination. En pronostiquant l'an prochain un taux de croissance potentielle de 2 % du PIB, ce qui représente un léger ralentissement par rapport à un taux de croissance potentiel de 2,4 % cette année, la BdC suppose que la productivité reprend du mieux pour compenser la baisse de croissance de la population compte tenu des changements planifiés dans la catégorie des résidents temporaires, ce qui paraît arbitraire dans la colonne de la productivité. Toujours est-il que la BdC laisse entendre qu'elle a moins confiance dans ce point de vue en révisant à la baisse de 0,4 point de pourcentage, en 2024 comme en 2025, sa prévision de croissance de la productivité. Je crois que la BdC fait toujours preuve de trop d'optimisme en pensant que la productivité commencera à évoluer tendanciellement à la hausse en 2025 et en 2026. Elle s'est trompée sur toute la ligne à ce sujet jusqu'à maintenant et continue de repousser cette hypothèse, ce qui laisse entendre que ses hypothèses sur le PIB potentiel sont trop optimistes.

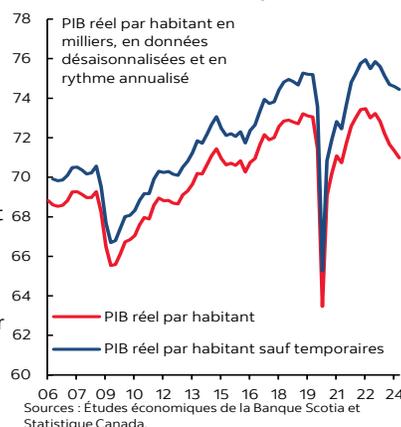
Le moins qu'on puisse dire, c'est que le discours de la BdC sur les effets de l'immigration est fluide. C'est ce que nous pouvons aussi constater lorsqu'elle rappelle que les nouveaux arrivants « ... contribuent un peu plus à la demande qu'à l'offre dans les premières années suivant leur arrivée au Canada », ce qui laisse croire à des pressions nettes sur la demande, par rapport au pronostic précédent de Tiff Macklem selon lequel les effets sur l'offre et la demande s'annulent.

UNE PORTE DE SORTIE

La prévision désinflationniste de la BdC est aussi vulnérable à d'autres points de vue. Tiff Macklem ne parle pas de la détérioration des chaînes logistiques mondiales qui font à nouveau augmenter rapidement, partout, les frais d'expédition, qui risquent d'être répercutés sur les prix de détail dans une économie aussi ouverte que celle du Canada. Elle ne dit pas que la croissance des salaires réels s'accroît et creuse l'écart par rapport à la dégringolade de la productivité et décide de se contenter de dire que la croissance des salaires nominaux pourrait refluer, mais qu'elle reste supérieure à la croissance de la productivité. La BdC ne peut pas, dans une année d'élections, adopter d'hypothèses sur la politique budgétaire. Or, vous et moi devons le faire. Il est très probable qu'un gouvernement aussi malmené dans les sondages augmente ses programmes d'encouragement budgétaire dans une année d'élections; amoindrir le durcissement monétaire si

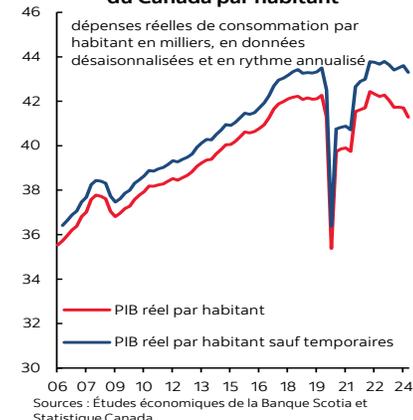
Graphique 5

Le PIB réel du Canada par habitant



Graphique 6

Les dépenses réelles de consommation du Canada par habitant



Le 24 juillet 2024

la conciliation budgétaire s'intensifie pourrait constituer une évolution très hasardeuse. La BdC ne parle pas des déséquilibres du marché du logement, et je crois qu'ils représentent un risque inflationniste dans les années à venir.

D'ailleurs, c'est dans le dernier paragraphe de la déclaration que la BdC laisse le risque inflationniste sur la table :

« L'offre excédentaire persistante fait diminuer les pressions inflationnistes. En même temps, les pressions exercées sur les prix dans des secteurs importants de l'économie — notamment le logement et d'autres services — nuisent à la baisse de l'inflation. Le Conseil de direction évalue avec soin ces forces opposées qui s'exercent sur l'inflation. Les décisions de politique monétaire seront guidées par les nouvelles informations que nous recevrons et notre évaluation de leurs implications pour les perspectives d'inflation. »

Il faut comparer cette conclusion à ce que la BdC a déjà affirmé dans le paragraphe de conclusion de la déclaration de juin :

« Les données récentes ont renforcé notre confiance que l'inflation va continuer de se diriger vers la cible de 2 %. Néanmoins, des risques entourent encore les perspectives d'inflation. Le Conseil de direction surveille de près l'évolution de l'inflation fondamentale et continue de porter une attention particulière à l'équilibre entre l'offre et la demande, aux attentes d'inflation, à la croissance des salaires et aux pratiques d'établissement des prix des entreprises. »

LA BDC RECONNAÎT QUE L'INFLATION N'EST PAS SEULEMENT PORTÉE PAR LE LOGEMENT

Le RPM réfute l'affirmation de certains services prévisionnistes compétents selon lesquels l'inflation n'est imputable qu'au logement.

« Dans le but de mieux comprendre ces tensions inflationnistes sous-jacentes, le personnel de la Banque du Canada a calculé le taux d'inflation médian pour les services hors logement en se fondant sur les prix d'environ 10 000 services distincts. Ce taux est encore élevé par rapport à la normale, ce qui porte à croire qu'il reste des tensions inflationnistes. »

Je suis d'accord avec elle et j'ai signalé que l'inflation des services de base sauf le logement ne cesse d'exploser (veuillez cliquer sur [ce lien](#)).

LES QUESTIONS QU'IL AURAIT FALLU POSER DANS LA CONFÉRENCE DE PRESSE

Beaucoup de questions pertinentes n'ont tout simplement pas été posées et n'ont pas non plus été traitées dans les communiqués de la BdC.

D'une part, on n'a pas du tout parlé de l'inflation en moyenne tronquée et de l'inflation en médiane pondérée sur un mois en données désaisonnalisées et en rythme annualisé : ces deux indicateurs se sont relevés dans les deux derniers mois. Ça ne s'est pas passé. Je n'ai rien vu. Vous n'avez rien vu. La réalité veut que le Canada sorte d'un autre faux passage à vide de l'inflation fondamentale (graphique 7).

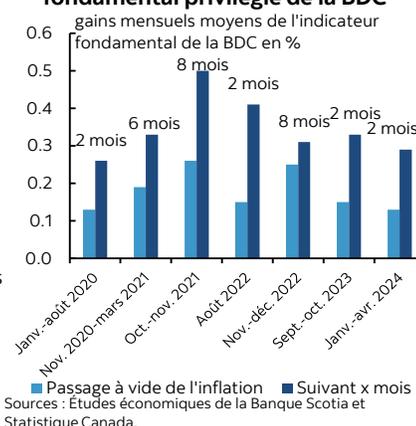
On n'a pas non plus posé de questions sur l'élection américaine et ses effets possibles. Tiff Macklem aurait probablement déclaré que la BdC se pencherait sur les incidences de l'élection lorsqu'elle prendrait connaissance des résultats, de la réaction des marchés et des incidences sur la politique monétaire.

Personne n'a demandé à quoi s'en remet la BdC pour porter la croissance de la productivité, puisqu'elle prévoit une léthargie continue dans l'investissement des entreprises.

Personne non plus n'a posé de questions sur la détérioration des chaînes logistiques mondiales et sur la flambée des frais d'expédition.

Graphique 7

Les passages à vide de l'indicateur fondamental privilégié de la BDC



DATE DE PUBLICATION : Le 24 juillet 2024

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 4½%, with the Bank Rate at 4¾% and the deposit rate at 4½%. The Bank is continuing its policy of balance sheet normalization.

The global economy is expected to continue expanding at an annual rate of about 3% through 2026. While inflation is still above central bank targets in most advanced economies, it is forecast to ease gradually. In the United States, the anticipated economic slowdown is materializing, with consumption growth moderating. US inflation looks to have resumed its downward path. In the euro area, growth is picking up following a weak 2023. China's economy is growing modestly, with weak domestic demand partially offset by strong exports. Global financial conditions have eased, with lower bond yields, buoyant equity prices, and robust corporate debt issuance. The Canadian dollar has been relatively stable and oil prices are around the levels assumed in April's *Monetary Policy Report* (MPR).

In Canada, economic growth likely picked up to about 1½% through the first half of this year. However, **with robust population growth of about 3%, the economy's potential output is still growing faster than GDP, which means excess supply has increased.** Household spending, including both consumer purchases and housing, has been weak. There are signs of slack in the labour market. The unemployment rate has risen to 6.4%, with employment continuing to grow more slowly than the labour force and job seekers taking longer to find work. Wage growth is showing some signs of moderating, but remains elevated.

GDP growth is forecast to increase in the second half of 2024 and through 2025. This reflects stronger exports and a recovery in household spending and business investment as borrowing costs ease. Residential investment is expected to grow robustly. With new government limits on admissions of non-permanent residents, population growth should slow in 2025.

Overall, the Bank forecasts GDP growth of 1.2% in 2024, 2.1% in 2025, and 2.4% in 2026. The strengthening economy will gradually absorb excess supply through 2025 and into 2026.

CPI inflation moderated to 2.7% in June after increasing in May. Broad inflationary pressures are easing. The Bank's preferred measures of core inflation have been below 3% for several months and the breadth of price increases across components of the CPI is now near its historical norm. Shelter price inflation remains high, driven by rent and mortgage interest costs, and is still the biggest contributor to total inflation. Inflation is also elevated in services that are closely affected by wages, such as restaurants and personal care.

The Bank's preferred measures of core inflation are expected to slow to about 2½% in the second half of 2024 and ease gradually through 2025. The Bank expects CPI inflation to come down below core inflation in the second half of this year, largely because of base year effects on gasoline prices. As those effects wear off, CPI inflation may edge up again before settling around the 2% target next year.

With broad price pressures continuing to ease and inflation expected to move closer to 2%, Governing Council decided to reduce the policy interest rate by a further 25 basis points. Ongoing excess supply is lowering inflationary pressures. At the same time, price pressures in some important parts of the economy—notably shelter and some other services—are holding inflation up. Governing Council is carefully assessing these opposing forces on inflation. Monetary policy decisions will be guided by incoming information and our assessment of their implications for the inflation outlook. The Bank remains resolute in its commitment to restoring price stability for Canadians.

DATE DE PUBLICATION : Le 5 juin 2024

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 4¾%, with the Bank Rate at 5% and the deposit rate at 4¾%. The Bank is continuing its policy of balance sheet normalization.

The global economy grew by about 3% in the first quarter of 2024, broadly in line with the Bank's April *Monetary Policy Report* (MPR) projection. In the United States, the economy expanded more slowly than was expected, as weakness in exports and inventories weighed on activity. Growth in private domestic demand remained strong but eased. In the euro area, activity picked up in the first quarter of 2024. China's economy was also stronger in the first quarter, buoyed by exports and industrial production, although domestic demand remained weak. Inflation in most advanced economies continues to ease, although progress towards price stability is bumpy and is proceeding at different speeds across regions. Oil prices have averaged close to the MPR assumptions, and financial conditions are little changed since April.

In Canada, economic growth resumed in the first quarter of 2024 after stalling in the second half of last year. At 1.7%, first-quarter GDP growth was slower than forecast in the MPR. Weaker inventory investment dampened activity. Consumption growth was solid at about 3%, and business investment and housing activity also increased. Labour market data show businesses continue to hire, although employment has been growing at a slower pace than the working-age population. Wage pressures remain but look to be moderating gradually. Overall, recent data suggest the economy is still operating in excess supply.

CPI inflation eased further in April, to 2.7%. The Bank's preferred measures of core inflation also slowed and three-month measures suggest continued downward momentum. Indicators of the breadth of price increases across components of the CPI have moved down further and are near their historical average. However, shelter price inflation remains high.

With continued evidence that underlying inflation is easing, Governing Council agreed that **monetary policy no longer needs to be as restrictive and reduced the policy interest rate by 25 basis points. Recent data has increased our confidence that inflation will continue to move towards the 2% target.** Nonetheless, risks to the inflation outlook remain. Governing Council is closely watching the evolution of core inflation and remains particularly focused on the balance between demand and supply in the economy, inflation expectations, wage growth, and corporate pricing behaviour. The Bank remains resolute in its commitment to restoring price stability for Canadians.

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 Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, 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., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat 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.