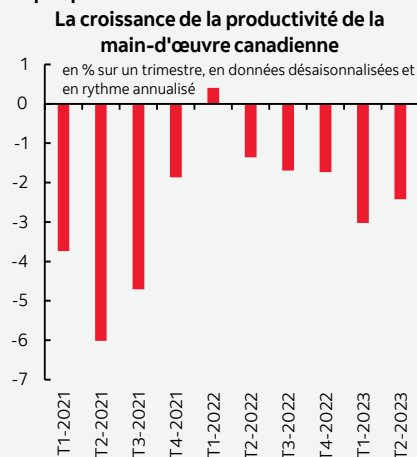


Contributeurs

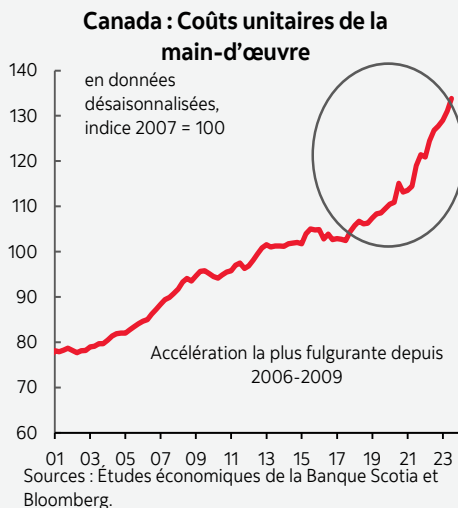
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
Études économiques de la Banque Scotia
416.863.7707
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Les effets de janvier se retournent-ils contre la BdC?

- La BdC a maintenu comme prévu son taux directeur à 5 %.
- Dans sa déclaration, tout porte à croire qu'elle maintiendra son taux directeur jusqu'en octobre.
- Elle a à peine évoqué le faux pas de janvier.
- Les données publiées pour les États-Unis et le Canada étaient plus intéressantes et le discours se durcit.
- Les dirigeants politiques canadiens jouent à la roulette russe.

On s'y attendait largement : la Banque du Canada a maintenu à 5 % son taux à un Ce parti pris a amené la BdC à maintenir son taux directeur conformément aux attentes : elle fait simplement preuve d'attentisme dans sa prochaine décision et devrait publier un compte rendu prévisionnel complet le 26 octobre 2023.

Il n'y a presque rien à perdre en ne bougeant pas maintenant et il pourrait y avoir beaucoup à gagner en déposant le mois prochain un compte rendu plus complet, puisqu'on disposera alors de plus d'information probante. J'espère que c'est ce qu'elle prévoit d'une manière ou d'une autre; or, je crains que la BdC réagisse une fois de plus inconsidérément à ce qui constitue bien évidemment un passage à vide distorsionné de l'économie, qui pourrait avoir un effet de boomerang sur elle. Je ne crois pas que l'intervention politique soit responsable de cette dernière position vacillante; je m'inquiète toutefois des points de vue des dirigeants politiques qui n'ont pas de compétences dans la politique monétaire, mais qui fustigent hypocritement la banque centrale pour hausser les taux quand une partie de la décision consiste plutôt à masquer les folles dépenses des gouvernements de tout acabit.

Ce qui a compliqué la réaction des marchés, c'est la publication simultanée de données haussières sur les services ISM aux États-Unis : ces données font état de l'accélération du secteur des services et d'intentions de recrutement plus fermes, ainsi que de pressions plus fortes sur les prix. Le dollar CA a donc fléchi par rapport au dollar US, qui a pu compter sur le coup de pouce des statistiques, et les rendements des obligations du gouvernement du Canada à plus court terme ont gagné quelques points de base. Honnêtement, les statistiques américaines qui laissent entrevoir le risque haussier de l'économie externe la plus importante pour la Banque du Canada étaient plus intéressantes que la déclaration publiée. Il en va de même des statistiques canadiennes, publiées avant la déclaration de la BdC.

LE PARTI PRIS

Nous invitons le lecteur à consulter la déclaration reproduite à la fin de cette note. Il faut surtout consulter le paragraphe de conclusion, dans lequel elle justifie son maintien.

Dans le paragraphe de la déclaration précédente du 12 juillet, la Banque affirme qu'elle a haussé les taux « [s]ur la base de l'accumulation de données montrant que la demande excédentaire et l'inflation fondamentale élevée sont plus persistantes que prévu... ». Dans la déclaration d'aujourd'hui, elle affirme qu'« [é]tant donné les signes récents montrant que la demande excédentaire diminue dans l'économie, et comme les effets de la politique monétaire se font sentir avec un décalage... ». On peut en quelque sorte dire que c'est l'épiphanie dans quelques semaines et que jusqu'à maintenant, le discours s'est calmé à la limite. J'espère toutefois qu'elle ne remâchera pas ses mots éventuellement dans une reprise des effets de janvier (comme nous le verrons plus loin dans cette note).

Dans ce même paragraphe, elle enchaîne en affirmant qu'on est « prêt à augmenter de nouveau le taux directeur si nécessaire », puisque le Conseil de direction « reste préoccupé par la persistance des pressions inflationnistes sous-jacentes ». À la limite, le discours est toujours aussi dur. Et c'est ce qu'il faut qu'il soit. Il n'empêche qu'elle n'a probablement pas d'autre choix que de tenir ce discours puisque dès qu'elle laisse tomber, les acteurs du marché basculent leurs positions, en misant sur le court terme et en commençant à réanticiper prématurément des baisses de taux dans l'ensemble.

Dans la dernière phrase de ce paragraphe, elle répète qu'elle suit notamment « l'évolution de la demande excédentaire, les attentes d'inflation, la croissance des salaires et les pratiques de fixation des prix des entreprises ». Pourtant, elle vient juste de dire que ce ne sont pas les pratiques de fixation des prix des entreprises qui portent l'inflation. (Veuillez cliquer sur [ce lien](#).) Je suppose qu'elle serait la première à ignorer les travaux de recherche de son personnel.

LA LUTTE CONTRE L'INFLATION EST LOIN D'ÊTRE GAGNÉE

Le discours inflationniste s'est durci sans aucune ambiguïté. Les pressions inflationnistes « demeurent généralisées ». La Banque s'attend à une hausse de l'inflation à court terme en raison des prix de l'essence; or, ce qui compte, c'est l'inflation fondamentale, et non les prix de l'essence.

Pour ce qui est de l'inflation fondamentale, la Banque a attiré l'attention sur la moyenne mobile de trois mois de l'IPC à moyenne tronquée et à médiane pondérée, qui se chiffre à 3,5 % en rythme désaisonnalisé et annualisé. Le même indicateur, quand il n'est pas lissé, s'établissait à 4,2 % en juillet, ce qui multiplie les pressions à la limite par rapport à l'indicateur lissé. Elle a aussi affirmé qu'« il n'y a presque pas eu de mouvement à la baisse de l'inflation sous-jacente récemment » tout en lançant une mise en garde sur les dangers des pressions inflationnistes chroniques. Et non, ces indicateurs fondamentaux ne sont pas portés par les intérêts hypothécaires, qui ne sont même pas compris dans ces chiffres.

Faut-il demander à tout le monde de bien vouloir se souvenir que le seul travail de la BdC consiste à maintenir durablement l'inflation sur sa cible de 2 %, sur un horizon à moyen terme raisonnable. Elle n'a pas réussi à le faire jusqu'à maintenant. Il y a plusieurs facteurs porteurs de l'inflation, au-delà de la demande excédentaire, dans un monde dans lequel les pressions structurelles sur l'inflation restent probablement dans un état très balbutiant de leur développement.

LES EFFETS TRANSITOIRES PAR RAPPORT AUX EFFETS DE CONJONCTURE FAVORABLE DANS L'ÉCONOMIE CANADIENNE

La BdC a maintenu son taux directeur sur la base de son interprétation des données récentes; or, elle paraît en somme trop persuadée que l'économie canadienne soit effectivement « entrée dans une période de plus faible croissance ». Est-ce à nouveau la même rengaine?

Proverbialement, elle affirme que le PIB du T2 fait état d'« une baisse marquée de la croissance de la consommation et [d']un recul de l'activité dans le secteur du logement ». Ce qui n'est pas clair, c'est ce qu'elle pense des facteurs explicatifs et de la durabilité de ce fléchissement. Je crois qu'une partie de l'explication remonte à l'acquis qui s'est transposé sur le T1, et par conséquent, il faudrait laisser la croissance volatile supérieure à la tendance, en plus des chocs transitoires comme l'offre de produits déficitaire durant le T2, les incendies de forêt, la météo durant le mois historiquement humide de juillet, ainsi que les grèves. Au T1, la consommation a progressé de 4,7 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé, et par conséquent, la léthargie du T2 ne devrait guère étonner la BdC. Cette dernière ne devrait pas basculer pour passer du plus bas au plus haut pour tout balayer dans la même année, au lieu de garder une main plus ferme sur le gouvernail. Le parti pris haussier témoigne de cette fermeté; or, il faudra attendre la publication des statistiques et la nouvelle réaction de la BdC.

Toujours proverbialement, elle a évoqué la léthargie de la croissance, portée par « les répercussions des feux de forêt dans de nombreuses régions du pays ». Elle n'a toutefois pas parlé des autres chocs, comme les effets disruptifs des grèves et de la météo. Et pourtant... Il n'en a pas été question. Elle voulait sans doute rester politiquement neutre devant les syndicats de travailleurs et ainsi éviter de pointer du doigt les travailleurs en grève. Or, si cette omission correspond vraiment à ce que pense la BdC, on ne peut pas dire qu'il s'agit d'une saine application des principes de l'économie.

La vulnérabilité aux perspectives de la BdC pourrait prendre la forme d'un rebond de l'activité lorsque les chocs transitoires se dissiperont et se confirmeront par rapport à tous les autres signes confirmant que l'économie américaine continue d'inscrire une solide performance, comme je l'ai déjà fait valoir.

UNE ÉVALUATION INTERNATIONALE NUANCÉE

La déclaration confirme la léthargie de l'économie chinoise et précise que « les perspectives de croissance en Chine ont diminué ». C'est probablement ce qui se produit. Or, nous surveillons les efforts de relance en temps réel, sur un marché dans lequel de nombreuses mauvaises nouvelles sont actualisées dans les marchés financiers de la Chine. Pourtant, ce qui est plus important pour le Canada, c'est que dans l'économie américaine, « la croissance a été plus forte que prévu, tirée par les robustes dépenses de consommation ». On ne gagnera pas de prix pour deviner quelle économie est la plus importante pour le Canada.

Il faut noter l'ironie ici, puisqu'au moment même où la BdC a publié sa déclaration, les statistiques du secteur des services aux États-Unis, qui expliquent les parts dominantes des dépenses de consommation américaines et plus de la moitié du PIB, ont contre toute attente évolué à la hausse. Les services ISM ont gagné 1,8 point pour s'inscrire à 54,5, ce qui est encore supérieur au seuil de 50 qui établit la démarcation entre la contraction et l'expansion. Les prix payés ont bondi de 2,1 points à 58,9 et l'emploi a crû de 4 points à 54,7. Les services ISM ont contredit la détérioration de l'indice PMI mondial des services S&P, qui a glissé à 50,2 en raison d'une révision légèrement négative pour le même mois d'août. Il faut se souvenir que l'ISM capte les services de l'économie intérieure, alors que les baromètres S&P font état des opérations mondiales des entreprises de services américaines.

QUE DIRE DE TIFF MACKLEM?

Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, prendra la parole demain à 14 h 10 (HE), devant la Chambre de commerce de Calgary pour présenter l'habituel rapport sur la situation économique, qui s'inscrit dans la foulée des décisions distinctes du RPM. Son discours sera prêt à 13 h 55 (HE). Il animera ensuite une conférence de presse, à 15 h 30 (HE).

Je me serais attendu à ce qu'il débite la liste des chiffres sur l'inflation comme sur les salaires, la productivité et les attentes inflationnistes, qui indiquent bien que la lutte n'est pas encore terminée. Un autre piteux rapport sur la productivité pour le T2 a été publié juste avant la décision (voir plus loin), ce qui prolonge la longue séquence de ces rapports. Je me serais aussi attendu à ce qu'il répète que la BdC progresse dans la réalisation de sa cible inflationniste, mais qu'elle croit toujours que pour atteindre durablement cette cible de 2 %, il faudra attendre jusqu'en 2025.

Le 6 septembre 2023

Il serait toutefois essentiel qu'il étoffe son interprétation du passage à vide, durant l'été, de la croissance du PIB canadien. Quels ont été les effets transitoires et quels sont les signes qui télégraphient essentiellement le fléchissement durable des effets de conjoncture favorable? Quelle est l'importance du décalage temporaire? Il pourrait paraître circonspect en se gardant de hausser le taux directeur et en affirmant simplement que la BdC surveillera attentivement les données et exprimera encore un parti pris pour la hausse des taux. Il s'agirait d'une amélioration sur janvier, pour autant que Tiff Macklem ne s'engage pas sur une période de maintien des taux sur plusieurs réunions qui aurait pour effet d'éliminer le parti pris des marchés toujours aussi prévalent pour l'anticipation d'une hausse.

Je crois qu'à la limite, le risque veut que la BdC reprenne ce qu'elle a fait en janvier en baissant la garde après la léthargie du T4 et en adoptant une pause qui s'étend à plusieurs réunions en attendant le rebond du risque pour la croissance et l'inflation. Il faut aussi qu'il se prépare à accorder sa politique avec la générosité des dépenses du gouvernement fédéral et des provinces s'il fallait que l'État reprenne ses mauvaises habitudes dans un autre cycle de déclarations durant l'automne ou de budgets en hiver et au printemps. Dans ce cas, il faut attendre à un crépage de chignon encore plus féroce avec les dirigeants politiques de toutes les allégeances, qui portent une partie de l'inflation qui a nui aux niveaux de vie, surtout pour les cohortes des revenus de la classe inférieure et de la classe moyenne.

CE QUE NOUS ONT APPRIS LES DONNÉES POUR LE CANADA

La productivité des travailleurs canadiens est encore une fois freinée. Au T2, la production par heure de travail a cédé encore 0,6 % sur un trimestre en chiffres non annualisés. C'est un dixième de moins que ce que j'avais estimé. Il s'agit de la cinquième baisse trimestrielle d'affilée dans un indicateur qui se replie tous les trimestres depuis le T3 de 2020, sauf un trimestre, soit le T1 de 2022, au cours duquel l'indicateur n'a pas bougé (graphique 1). Les travailleurs canadiens sont donc payés plus cher pour produire moins, ce qui est une piètre combinaison pour le risque inflationniste.

Pour renchérir sur ce point, le Canada a comptabilisé le gain le plus important dans les coûts unitaires de main-d'œuvre depuis le T1 de 2022. Ces coûts ont augmenté de 2,1 % sur un trimestre, en données désaisonnalisées non annualisées. C'est un autre coup dur pour la compétitivité canadienne, qui permet de mesurer les coûts de l'emploi corrigés de la productivité. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont commencé à s'accélérer après 2017; toutefois, l'accélération la plus forte s'est produite pendant la pandémie et empire au moment d'écrire ces lignes (graphique 2). Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de plus de 30 % depuis 2017, et les deux tiers environ de cette détérioration se sont produits durant la pandémie. Cette détérioration pénalisera le Canada surtout par rapport aux bénéficiaires de la délocalisation de proximité comme le Mexique, qui ont géré beaucoup plus efficacement ces coûts unitaires.

Le Canada a aussi actualisé pour juillet les chiffres de sa balance commerciale, qui se rapportent directement aux effets transitoires, en faisant une autre mise en garde pour inviter la BdC à ne pas trop donner d'importance au passage à vide de la période estivale. Ce que les chiffres sur la balance commerciale nous disent, c'est surtout que ce passage à vide estival de l'économie canadienne a été porté par d'énormes distorsions transitoires comme les effets des incendies de forêt et les grèves. Statistique Canada a signalé que les importations qui sont sorties des ports maritimes de la Colombie-Britannique ont plongé de 18,5 % sur un mois en chiffres non désaisonnalisés, ce qui représente, de juin à juillet, la baisse la plus vertigineuse depuis 2005. Les exportations destinées aux ports maritimes de la Colombie-Britannique ont dégringolé de 23 % sur un mois pour s'inscrire à leur plus creux depuis février 2020. Ces effets rendent compte, dans un cas comme dans l'autre, des incidences de la grève dans les ports de la Colombie-Britannique.

Il y a eu aussi d'autres incidences. En somme, le volume des importations a perdu 4,3 % sur un mois en données désaisonnalisées, et le volume des exportations a baissé de 0,2 % sur un mois. La grève dans les ports de la Colombie-Britannique explique probablement ces effets, et il faudrait donc passer outre. Voici ce qu'a déclaré Statistique Canada à propos des exportations :

« Bien que les répercussions de la grève dans les ports maritimes de la Colombie-Britannique aient été évidentes dans les exportations de certains produits, les baisses attribuables à la grève ont été plus que compensées par les augmentations affichées pour les produits moins touchés par cet événement. »

Les statistiques cahoteuses sur les exportations d'aéronefs ont brusquement augmenté, tout autant que les produits agricoles.

Pour ce qui est des importations, la distorsion supplémentaire s'explique par les produits en métal et les produits minéraux non métalliques, qui ont reculé de 25,3 % sur un mois en données désaisonnalisées. Statistique Canada l'a expliqué essentiellement par la baisse des transferts d'or entre les institutions financières, ce qui n'a rien à voir avec l'économie.

IL NE FAUDRAIT PAS BAISSER LA GARDE DANS L'INGÉRENCE POLITIQUE

Chrystia Freeland, la ministre des Finances du Canada, a inexplicablement publié [cette déclaration](#) après la publication de la décision, en se faisant entendre après les premiers ministres des provinces qui ont vertement tancé la BdC dernièrement. C'est un précédent à la fois inutile et rare. J'ai bon espoir que le Conseil de direction de la BdC fera le nécessaire; or, ce point de vue — surtout devant un auditoire international qui finance l'essentiel des marchés de capitaux ouverts du Canada et qui est sur un pied d'alerte augmenté vis-à-vis de l'ingérence politique mondiale — donne l'impression que les risques d'ingérence politique influent sur les décisions de la BdC. Si on se rappelle l'histoire de la BdC à l'époque de Jim Crow, on pourrait supposer inconsidérément que les dirigeants politiques ont la main mise sur la BdC. Il n'empêche que la conclusion sur les efforts à consacrer « pour veiller à ce que les taux d'intérêt puissent diminuer le plus rapidement possible » n'est pas du ressort de la ministre des Finances. Par contre, réduire les dépenses pour réduire l'inflation dont sont en partie responsables le gouvernement fédéral et les provinces relèverait de sa compétence!

DATE DE PUBLICATION : Le 6 septembre 2023

The Bank of Canada today held its target for the overnight rate at 5%, with the Bank Rate at 5¼% and the deposit rate at 5%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Inflation in advanced economies has continued to come down, but with measures of core inflation still elevated, major central banks remain focused on restoring price stability. Global growth slowed in the second quarter of 2023, largely reflecting a significant deceleration in China. With ongoing weakness in the property sector undermining confidence, growth prospects in China have diminished. In the United States, growth was stronger than expected, led by robust consumer spending. In Europe, strength in the service sector supported growth, offsetting an ongoing contraction in manufacturing. Global bond yields have risen, reflecting higher real interest rates, and international oil prices are higher than was assumed in the July *Monetary Policy Report* (MPR).

The Canadian economy has entered a period of weaker growth, which is needed to relieve price pressures. Economic growth slowed sharply in the second quarter of 2023, with output contracting by 0.2% at an annualized rate. This reflected a marked weakening in consumption growth and a decline in housing activity, as well as the impact of wildfires in many regions of the country. Household credit growth slowed as the impact of higher rates restrained spending among a wider range of borrowers. Final domestic demand grew by 1% in the second quarter, supported by government spending and a boost to business investment. The tightness in the labour market has continued to ease gradually. However, wage growth has remained around 4% to 5%.

Recent CPI data indicate that inflationary pressures remain broad-based. After easing to 2.8% in June, CPI inflation moved up to 3.3% in July, averaging close to 3% in line with the Bank's projection. With the recent increase in gasoline prices, CPI inflation is expected to be higher in the near term before easing again. Year-over-year and three-month measures of core inflation are now both running at about 3.5%, indicating there has been little recent downward momentum in underlying inflation. The longer high inflation persists, the greater the risk that elevated inflation becomes entrenched, making it more difficult to restore price stability.

With recent evidence that excess demand in the economy is easing, and given the lagged effects of monetary policy, Governing Council decided to hold the policy interest rate at 5% and continue to normalize the Bank's balance sheet. However, Governing Council remains concerned about the persistence of underlying inflationary pressures, and is prepared to increase the policy interest rate further if needed. Governing Council will continue to assess the dynamics of core inflation and the outlook for CPI inflation. In particular, we will be evaluating whether the evolution of excess demand, inflation expectations, wage growth and corporate pricing behavior are consistent with achieving the 2% inflation target. The Bank remains resolute in its commitment to restoring price stability for Canadians.

DATE DE PUBLICATION : Le 12 juillet 2023

The Bank of Canada today increased its target for the overnight rate to 5%, with the Bank Rate at 5¼% and the deposit rate at 5%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Global inflation is easing, with lower energy prices and a decline in goods price inflation. However, robust demand and tight labour markets are causing persistent inflationary pressures in services. Economic growth has been stronger than expected, especially in the United States, where consumer and business spending has been surprisingly resilient. After a surge in early 2023, China's economic growth is softening, with slowing exports and ongoing weakness in its property sector. Growth in the euro area is effectively stalled: while the service sector continues to grow, manufacturing is contracting. Global financial conditions have tightened, with bond yields up in North America and Europe as major central banks signal further interest rate increases may be needed to combat inflation.

The Bank's July *Monetary Policy Report* (MPR) projects the global economy will grow by around 2.8% this year and 2.4% in 2024, followed by 2.7% growth in 2025.

Canada's economy has been stronger than expected, with more momentum in demand. Consumption growth has been surprisingly strong at 5.8% in the first quarter. While the Bank expects consumer spending to slow in response to the cumulative increase in interest rates, recent retail trade and other data suggest more persistent excess demand in the economy. In addition, the housing market has seen some pickup. New construction and real estate listings are lagging demand, which is adding pressure to prices. In the labour market, there are signs of more availability of workers, but conditions remain tight, and wage growth has been around 4-5%. Strong population growth from immigration is adding both demand and supply to the economy: newcomers are helping to ease the shortage of workers while also boosting consumer spending and adding to demand for housing.

As higher interest rates continue to work their way through the economy, the Bank expects economic growth to slow, averaging around 1% through the second half of this year and the first half of next year. This implies real GDP growth of 1.8% in 2023 and 1.2% in 2024. The economy will move into modest excess supply early next year before growth picks up to 2.4% in 2025.

Inflation in Canada eased to 3.4% in May, a substantial and welcome drop from its peak of 8.1% last summer. While CPI inflation has come down largely as expected so far this year, the downward momentum has come more from lower energy prices, and less from easing underlying inflation. With the large price increases of last year out of the annual data, there will be less near-term downward momentum in CPI inflation. Moreover, with three-month rates of core inflation running around 3½-4% since last September, underlying price pressures appear to be more persistent than anticipated. This is reinforced by the Bank's business surveys, which find businesses are still increasing their prices more frequently than normal.

In the July MPR projection, CPI inflation is forecast to hover around 3% for the next year before gradually declining to 2% in the middle of 2025. This is a slower return to target than was forecast in the January and April projections. Governing Council remains concerned that progress towards the 2% target could stall, jeopardizing the return to price stability.

In light of the accumulation of evidence that excess demand and elevated core inflation are both proving more persistent, and taking into account its revised outlook for economic activity and inflation, Governing Council decided to increase the policy interest rate to 5%. Quantitative tightening is complementing the restrictive stance of monetary policy and normalizing the Bank's balance sheet. **Governing Council will continue to assess the dynamics of core inflation and the outlook for CPI inflation. In particular, we will be evaluating whether the evolution of excess demand, inflation expectations, wage growth and corporate pricing behaviour are consistent with achieving the 2% inflation target.** 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.