

La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada

- Les prévisions pour la politique de la Réserve fédérale en 2018-2019 n'ont pas changé. On s'attend à deux autres hausses cette année et à encore deux autres l'an prochain.
- Les autres changements de taux directeurs de la Banque du Canada sont décalés par rapport au cycle prévisionnel précédent. Nous nous attendons à deux nouvelles hausses sur le S2 de 2018, puis à trois l'an prochain.
- Nos prévisions restent favorables à un nouvel aplanissement de la courbe des rendements au Canada comme aux États-Unis (graphiques 1, 2 et 3 et tableau 1), et nous continuons de nous attendre à ce que les taux directeurs canadiens restent beaucoup plus avantageux par rapport aux bons du Trésor.

BANQUE DU CANADA – UN PARCOURS INCERTAIN VERS UN DÉNOUEMENT INCERTAIN

Les prévisions internes de la Banque Scotia prévoient deux autres hausses de taux au S2 de 2018, sur le parcours qui nous mènera à un taux de 2,5 % d'ici la fin de 2019.

Il faut tenir compte de trois grandes catégories d'incertitudes :

- Premièrement, il faut estimer le point final définitoire ou le taux neutre pour le durcissement de la politique monétaire à long terme, ce qui viendra également éclairer la mesure dans laquelle le taux directeur pourrait être appelé à être rajusté cumulativement.
- Deuxièmement, il faut évaluer les fondamentaux d'une conjoncture stable, aujourd'hui comme demain, pour savoir dans quel délai ce point final pourrait être atteint. Nous allons commenter brièvement ces considérations; toutefois, nous invitons également le lecteur à consulter la section consacrée au Canada dans ces *Perspectives mondiales*, qui porte sur l'évolution réelle de la conjoncture.
- Troisièmement, il faut évaluer les risques de la politique commerciale et de la conjoncture géopolitique, qui pourraient continuer de déroger à l'ensemble des fondamentaux d'une conjoncture stable et au cadre de la stabilité financière de manière à éclairer le parcours des taux directeurs.

1. Le taux neutre comme fil directeur

On doit d'abord se demander où se trouve le point final du parcours du taux directeur qui met en équilibre les risques inflationnistes à plus long terme gravitant autour de la cible de 2 % comme point milieu de la fourchette des taux directeurs de 1 %–3 %. Le taux neutre corrigé de l'inflation existe en théorie à l'intersection de l'horizon temporel où le PIB réel est égal au PIB potentiel, ce qui indique qu'il n'y a aucun relâchement pendant que l'économie évolue selon la cible inflationniste de 2 % de la BdC. On pourrait faire valoir qu'en comblant les écarts, nous nous trouvons déjà, par définition, au point d'équilibre, de sorte que la politique monétaire accuse du retard sur la courbe de l'inflation. Cette évolution pourrait être contrecarrée par l'incertitude qui règne pour ce qui est de savoir si l'économie pourra tourner longtemps au point d'atteindre un relâchement réduit ou nul malgré les risques divers pour la demande et l'offre de l'équation du relâchement. Il se pourrait aussi que des considérations indépendantes de ce relâchement fassent monter l'inflation, et on relève des interrogations importantes quant à la durabilité des données inflationnistes actuelles. Nous reviendrons sur ces dernières interrogations; mais pour l'instant, penchons-nous sur l'estimation du taux neutre même.

Le taux neutre se situe probablement dans la moitié inférieure de la fourchette publiée par la BdC; or, nous attendons des indications actualisées de la part de la BdC au moment d'écrire

RENSEIGNEMENTS

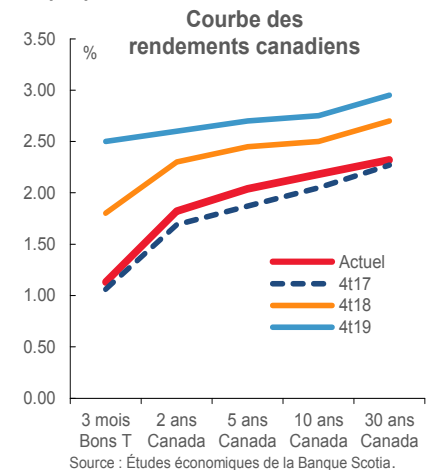
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

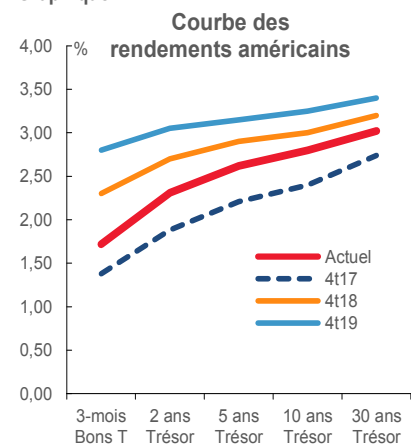
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

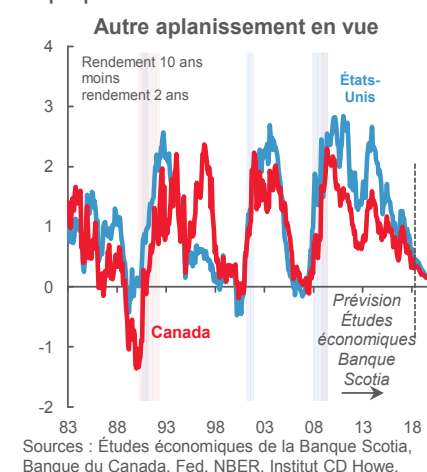
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



ces lignes. [Ce document](#) publié l'automne dernier a renforcé l'estimation modifiée d'avril lorsque la BdC a réduit son taux directeur neutre corrigé de l'inflation pour le ramener dans une fourchette de 0,5 %–1,5 %, ce qui représentait 25 points de base de moins qu'en avril 2016 et 50 points de base de moins par rapport à son estimation précédente de 1 %–2 % en 2014 (veuillez cliquer [ici](#)). Corollairement, une cible inflationniste de 2 % se traduit par le taux directeur neutre nominal compris entre 2,5 % et 3,5 %, avec un point milieu de l'ordre de 3 %. Un taux neutre inférieur pourrait s'expliquer par les incertitudes de la demande, par exemple les risques qui pèsent sur la politique commerciale mondiale, qui viennent malmener le mieux-être et la productivité dans le bilan de la croissance à plus long terme.

Le point milieu actuel de 3 % de la BdC correspondrait ou pourrait même être légèrement supérieur à l'estimation révisée de 2,9 % du Federal Open Market Committee (FOMC). Le Canada peut-il adopter un taux directeur neutre au niveau de celui de la Fed, voire supérieur, surtout si on commence à se pencher sur la moitié supérieure de la fourchette? Cela paraît peu plausible puisque corollairement, cette interrogation laisse en partie entendre que les perspectives de croissance à long terme du Canada seraient probablement égales ou supérieures à celles de l'économie américaine. Les États-Unis, qui ont une masse de capitaux plus importante et probablement moins d'obstacles internes qui se dressent contre l'évolution du capital et de la main-d'œuvre, pourraient donc, à terme, continuer de bien réussir dans l'intégration des technologies nouvelles, ce qui relève le taux de croissance non inflationniste à long terme des États-Unis à un niveau supérieur à celui du Canada et, par le fait même, ce qui vient relever le taux directeur neutre des États-Unis par rapport au taux canadien.

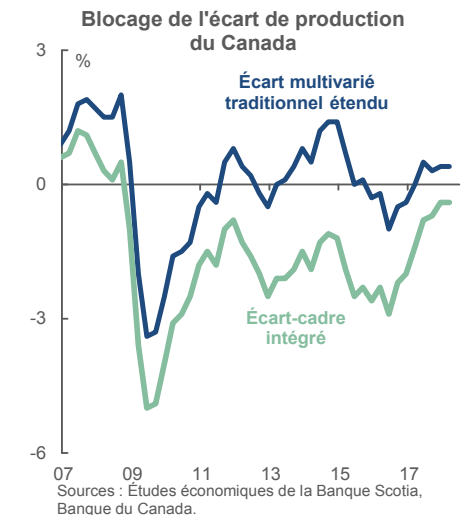
Le mystère sera bientôt résolu. Le sous-gouverneur de la BdC, Tim Lane, a récemment fait savoir que « nous présenterons une évaluation plus complète de la croissance de la production potentielle, ainsi que du taux d'intérêt neutre, dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. » Décider d'établir des hausses de taux et, ainsi, de maintenir les mesures de relance existantes pour une plus longue durée constitue un risque éclairé par l'hésitation à atteindre trop rapidement le taux neutre compte tenu de la réaction limitée du taux directeur, implicite dans une crise éventuelle qui serait causée par une estimation aussi faible. L'accélération des hausses de taux pour atteindre le taux neutre comporte des incidences incertaines sur les risques de la stabilité financière, en les amplifiant à plus court terme, mais aussi en inculquant une plus grande rigueur dans les décisions financières ultérieures du marché. La question de la fixation du taux neutre revêt donc une importance décisive pour éclairer la prise en compte des risques, en aval et sur le sommet de la courbe des taux canadiens. Au taux directeur actuel de 1,25 % et à un taux neutre éventuel de 2,5 %–2,75 %, la conjoncture monétaire est détendue, sans toutefois l'être outrageusement, ce qui apporte à la BdC une certaine marge de manœuvre dans l'exploration des risques du taux directeur à plus court terme. Toujours est-il qu'il est raisonnable d'émettre des réserves sur une tendance pour les banques centrales à revoir les objectifs des taux directeurs chaque année, ce qu'elles ont l'habitude de faire depuis peu. La possibilité de prévoir la croissance potentielle à long terme — et le taux neutre par le fait même — est très limitée d'abord et avant tout; il faut donc commencer par fixer le taux neutre et le revoir rarement.

2. Les fondamentaux d'une conjoncture stable

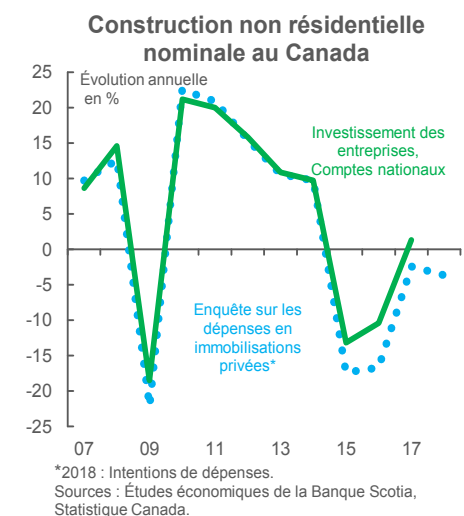
Deuxièmement, il faut évaluer les fondamentaux actuels et prévisionnels. Tenons compte des points suivants.

Les écarts de production servent d'indice d'un relâchement et annoncent simultanément qu'il n'y a guère plus de marge de manœuvre pour la croissance sans augmenter la pression inflationniste, tout en conseillant la prudence dans les étapes suivantes immédiates (graphique 4). En moyenne, les deux écarts de production de la BdC sont essentiellement fermés; or, les mesures n'ont pas beaucoup évolué dans les trois derniers trimestres au cours desquels la croissance a atteint en moyenne un rythme trimestriel d'environ 1 %. À mon avis, la BdC a largement minimisé le fait qu'il n'y a aucune pression importante sur le cadre de ses écarts de production puisqu'elle a plutôt choisi de mettre l'accent sur les taux de croissance de l'année complète, qui ne tiennent pas compte des arguments sur la vitesse que prend la croissance. Toujours est-il que nous prévoyons toujours un nouveau durcissement graduel des contraintes de capacité, ce qui veut dire que la BdC pourrait avoir une raison de s'abstenir d'intervenir afin de réévaluer son analyse des

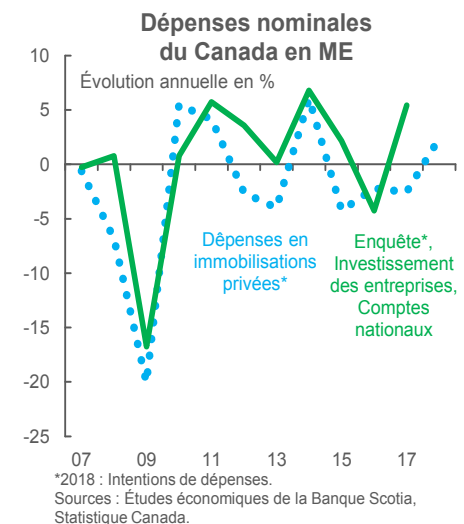
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



pressions qui pèsent sur le relâchement; or, nous pensons que de légères pressions se feront jour à nouveau.

La conjoncture de l'investissement est incertaine; toutefois, une masse de capital en expansion viendrait atténuer les risques de hausse de l'inflation par une expansion de l'offre selon les estimations du PIB potentiel, en données constantes, alors que le contraire se vérifie également. À ce jour, on a constaté un rebond assez vigoureux de l'investissement des entreprises par rapport à l'an dernier; or, les intentions récentes des investisseurs ont été anémiques, notamment parce que l'investissement dans l'énergie se stabilise et que l'ALÉNA et d'autres risques pour le commerce mondial inquiètent les administrateurs de sociétés (graphiques 5 et 6). Toujours est-il que M. Lane a récemment résumé ce qu'en pense la BdC : « [...] bien qu'il soit encore trop tôt pour savoir à quel point l'économie crée une production potentielle supplémentaire, les solides données publiées la semaine dernière sur l'investissement sont encourageantes. » M. Poloz, gouverneur de la BdC, a bien résumé l'influence de cette affirmation sur la réflexion de la BdC : « La banque a conclu qu'il y a toujours une marge d'offre potentielle inexploitée dans l'économie, ce qui est important, puisque cela signifie que le Canada pourrait être en mesure de produire une meilleure croissance économique, d'étendre son économie, et par le fait même, d'accroître le revenu par habitant, sans faire monter l'inflation. »

Ce qui n'est sans doute guère étonnant, c'est que le bouclage de ce relâchement fait peser une pression à la hausse sur la moyenne des trois indicateurs de l'inflation selon la tendance centrale (graphique 7). Selon l'IPC de synthèse et les indicateurs de la tendance centrale, la BdC atteint déjà sa cible inflationniste. Il y a de très bonnes raisons (à la fois durables et transitoires) qui expliquent que les mesures de la tendance centrale aient pu s'accélérer pour atteindre la cible. Le modèle de la courbe de Phillips de M. René Lalonde, de la Banque Scotia, a assez bien réussi à prévoir la hausse graduelle de l'inflation de base dans la dernière année (graphique 8). On s'attend à ce que l'économie entre dans une conjoncture dans laquelle la demande sera légèrement excédentaire (graphique 9). L'inflation de base a augmenté un peu plus rapidement que prévu récemment, probablement pour des raisons transitoires (veuillez cliquer [ici](#) pour prendre connaissance de l'analyse). La BdC cible une fourchette inflationniste de 1 %–3 %; or, on ne sait pas vraiment si l'économie basculera vraiment dans le territoire de la demande globale excédentaire, ce qui ferait peser des risques sur l'extrémité supérieure de la fourchette cible de l'inflation. Nous ne prévoyons pas qu'il en sera ainsi; toutefois, nos prévisions intègrent cette année un léger durcissement du taux directeur et des effets décalés sur l'inflation.

La vigueur des marchés du travail coïncide avec l'amélioration de la croissance des salaires. La mesure privilégiée de la BdC est l'indicateur commun des salaires (veuillez cliquer [ici](#)). Bien qu'on n'ait pas publié régulièrement cet indicateur, deux de ses composants ont augmenté considérablement ces derniers temps, notamment la mesure plus fortement pondérée issue de l'enquête sur les salaires et

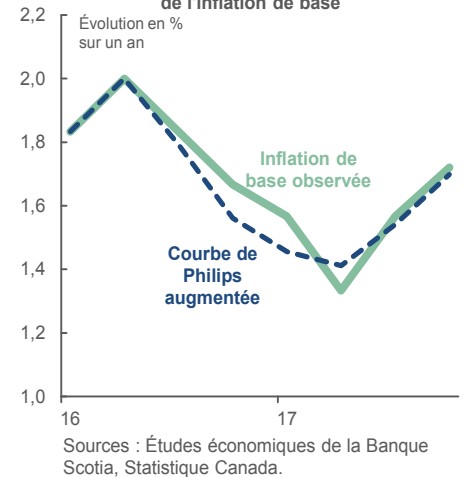
Graphique 7

Inflation « de base » moyenne



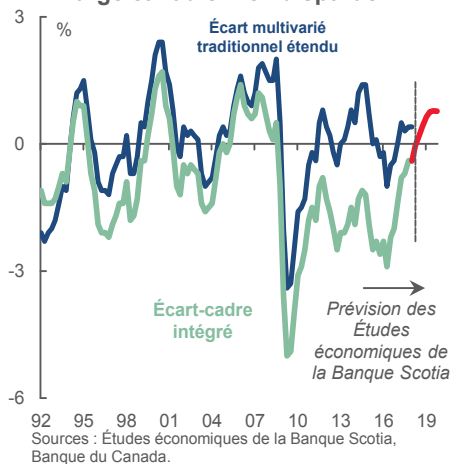
Graphique 8

Simulation dynamique de l'inflation de base



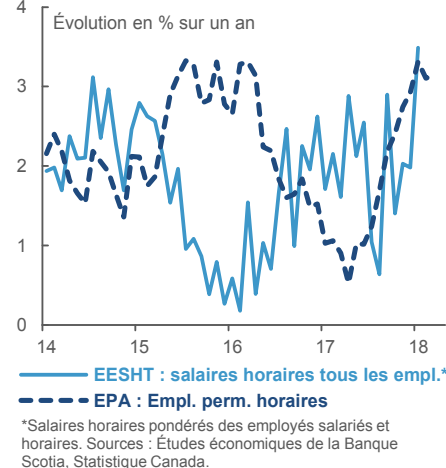
Graphique 9

Marge canadienne : disparue !



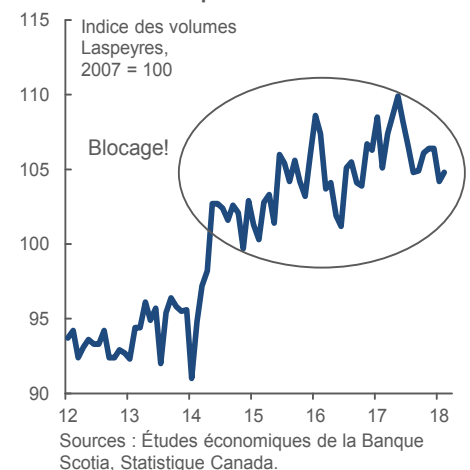
Graphique 10

Croissance des salaires au Canada



Graphique 11

Volumes des exportations canadiennes



qui est diaboliquement volatile (graphique 10). Une partie de cette accélération est probablement transitoire et témoigne de l'impact des hausses du salaire minimum dans plusieurs provinces et des autres hausses qui se produiront d'ici la fin de l'année. Il y a d'autres facteurs de hausse éventuellement transitoires, dont l'élimination de la désinflation antérieure des salaires en raison du choc des produits de base. Toujours est-il que le creux sur le marché du travail continue de s'amenuiser, ce qui devient une justification plus durable pour une éventuelle inflation des salaires.

Or, la BdC n'est pas seulement préoccupée par la croissance. Elle l'est aussi par la composition de la croissance au cœur de la rotation tant espérée qui affranchit l'économie d'une dépendance excédentaire à l'endroit de l'inflation des marchés du logement et des dépenses de consommation et qui lui permet de miser sur des sources plus constructives de croissance et de niveaux de vie à plus long terme, notamment les exportations et l'investissement. À ce titre, il y a eu très peu de progrès inscrits dans la durée (graphique 11).

Une combinaison de risques prospectifs et d'évaluations rétrospectives de facteurs constitue pour le crédit une conjoncture qu'il est difficile d'évaluer. Certaines mesures – comme l'indice de haut rendement canadien de Bloomberg – restent très élevées. D'autres mesures comme la croissance du crédit des ménages ne sont guère utiles, à notre avis. Il est logique de s'attendre à une croissance du crédit par rapport à la solidité du marché le printemps dernier (graphique 12). Sur un mois, on ne peut guère tirer de conclusion puisque les données hypothécaires portent sur la zone morte qu'on appelle l'hiver canadien. Quoiqu'il en soit, la croissance de l'encours des soldes hypothécaires comptabilisés rend compte des décisions adoptées après les approbations préalables et les engagements de taux arrêtés à la fin de 2017. Bien qu'il n'y ait encore aucune information publique sur l'évolution de la saison du printemps, les approbations préalables constituent des données essentielles. Les données sur les hypothèques comptabilisées ne feront que rendre compte de ce qui s'est produit au printemps au moment où l'été battra son plein. Entre autres, il est prématuré de se demander si les établissements de crédit distincts des banques pourront combler le vide.

3. Les dérogations prévisionnelles

La troisième question concerne l'ALÉNA et d'autres risques géopolitiques. Dans la mesure où cette conjoncture éclaire les risques de la politique de la BdC, il n'y a guère de données qui laisseraient entendre, au moment d'écrire ces lignes, que la BdC devrait décider de réduire considérablement son jugement prévisionnel négatif par rapport à ses perspectives à cause des incertitudes qui pèsent sur l'ALÉNA ou sur les politiques commerciales mondiales. La situation pourrait changer brusquement dans un sens ou dans l'autre. De part et d'autre, on a la volonté de négocier, ce qui fait pencher la balance des probabilités vers le côté plus constructif des prévisions. Or, des divergences importantes perdurent, et aux États-Unis, au Canada et au Mexique, les trois législateurs devraient adopter une version 2.0 de l'ALÉNA. Avant que la BdC ait la conviction que les risques de la politique commerciale s'orientent plus favorablement, il est prématuré de s'attendre à ce qu'elle modifie son jugement prévisionnel à ce point de jonction. La question sera revue dans les cycles prévisionnels ultérieurs et lorsque des données nouvelles seront publiées; pour l'instant, il est probable que la BdC continue de rogner les perspectives de croissance prévues relativement à l'ALÉNA pour tenir compte de l'incertitude des politiques commerciales dans le cycle prévisionnel d'avril. On ne sait toujours pas si cela veut dire que la BdC devrait réduire son jugement négatif dans les prévisions de croissance en raison de l'évolution de la conjoncture des politiques commerciales mondiales.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE – DURCISSEMENT MONÉTAIRE REHAUSSÉ PAR LES MARCHÉS

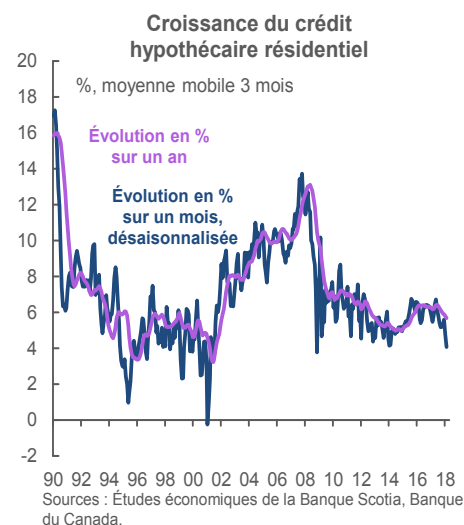
Les prévisions internes de la Banque Scotia prévoient deux autres hausses de la Réserve fédérale cette année et encore deux autres l'an prochain, sur le parcours qui nous conduira à un taux directeur nominal de 2,75 % d'ici la fin de 2019. Le durcissement, en quelque sorte, de la conjoncture financière, les incertitudes de la politique commerciale, les considérations de fin de cycle, les effets de la politique budgétaire sur les marchés obligataires, l'intensification de l'allègement du bilan de la Fed et la possibilité que l'amélioration des données inflationnistes s'expliquent en partie par des considérations transitoires sont au nombre des enjeux qui donnent lieu à une incertitude considérable et qui expliquent les raisons pour lesquelles, à l'heure actuelle, nous réduisons les prévisions consensuelles pour un taux cible de 3 % d'ici la fin de l'an prochain. À ce stade, nous sommes conscients de l'essor de l'économie et de l'application des mesures de relance budgétaire aux prévisions; nous hésitons toutefois à durcir les prévisions à ce point de jonction en raison des inconnues trop nombreuses, qui prennent la forme de points vulnérables sur le marché financier et d'incertitudes qui pèsent sur la politique commerciale. Ces risques viendront s'éclairer dans notre prochain cycle prévisionnel. Nos quatre autres hausses prévues d'ici la fin de 2019 représentent une hausse de moins que le consensus de Bloomberg et sont beaucoup plus allégées que les prévisions les plus fortes des instituts, qui prévoient sept hausses au cours de cette durée à un rythme de l'ordre d'une hausse par trimestre.

Nous allons nous pencher sur ces grands facteurs d'incertitude, puisqu'ils viennent éclairer les prévisions.

1. Les mots d'ordre de la politique

Il y a d'abord une légère incertitude en ce qui a trait à la politique-cadre globale de la Fed et à ses objectifs ultimes, de même qu'à leur évolution éventuelle. La nomination de John Williams à la tête de la Réserve fédérale de New York est, à la limite, conciliante et pourrait laisser entrevoir une

Graphique 12



volonté d'adopter des points de vue plus variés sur la politique monétaire parmi ceux qui prendront place à la table du président Powell. Le comité régional a pris cette décision sans aucun doute éclairée par de nombreuses sources, et qui a été approuvée par le Conseil des gouverneurs de la Fed.

M. Williams, qui est favorable aux objectifs de la politique de la Fed à court terme, a publiquement tendance à être plus ouvert d'esprit en ce qui concerne un taux directeur neutre nominal moindre de 2,5 % par rapport au consensus de 2,9 % du FOMC, à une cible inflationniste supérieure qui laisse entrevoir un taux neutre réel toujours inférieur et la prise en compte d'autres politiques-cadres comme le ciblage au niveau des prix ou le ciblage du niveau du PIB national. Le Congrès définit le mandat et il a fallu des années pour adopter un mandat mixte il y a une quarantaine d'années, de sorte que M. Williams ne produira pas d'effet immédiat sur la politique-cadre et que la Fed établit les paramètres en respectant la politique-cadre, notamment en ce qui concerne sa cible inflationniste et son taux neutre. M. Williams pourrait très bien s'exprimer depuis une plus haute tribune sur ces questions. S'il croit toujours à un taux neutre de 2,5 %, c'est qu'il s'agit alors du deuxième point le plus creux sur le tracé en pointillé à plus long terme de la Fed, dans une fourchette de votes de 2,25 %–3,5 %. La situation permanente du scrutin de la Fed de New York à la table est donc devenue au moins aussi conciliante qu'à l'époque de son efficace prédécesseur, Bill Dudley, et pourrait même le devenir encore plus.

2. Stabilité financière

La conjoncture financière en général reste stimulative, mais beaucoup moins en raison des risques qui pèsent sur cette conjoncture, ce qui doit inciter la Fed à la prudence et ce qui, à mon avis, vient rogner les risques du taux directeur par rapport à notre scénario de base, qui prévoit deux autres hausses cette année, par rapport à un plus grand nombre de hausses que prévu. Effectivement, à en juger par certaines mesures comme l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS, les États-Unis ont peut-être déjà l'équivalent d'une hausse supplémentaire des taux de la Fed cette année. Les documents comme [celui-ci](#), qui émanent de la Fed de New York, démontrent effectivement que le taux directeur est axé sur la gestion des risques dans les prévisions de croissance et sur le rôle que peut jouer l'incertitude dans la conjoncture financière.

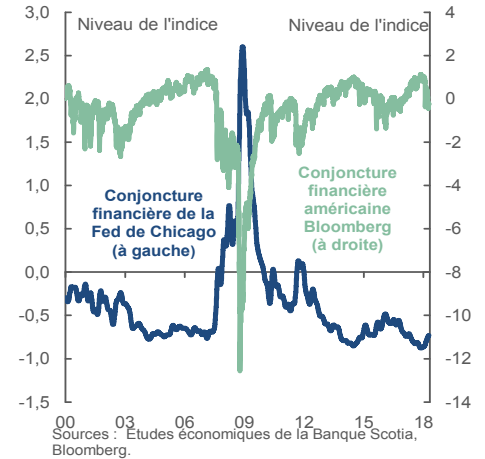
Il est important d'insister sur les mesures les plus informatives de la conjoncture financière. Des mesures trop vastes comme l'indice national de la conjoncture financière de la Fed de Chicago regroupent une centaine de variables de différentes fréquences et les niveaux d'actualisation sont variés (graphique 13). Par exemple, les opinions des responsables du crédit sont prises en compte chaque trimestre et, par le fait même, de façon très décalée. La mesure de Bloomberg (graphique 13) tient compte des titres qui témoignent d'un parti pris envers les plus performants. À la limite, nous préférons les mesures dérivées des marchés de la dette et des changes, qui sont plus rapprochées de la conjoncture économique de base, puisqu'elles reprennent en compte les frais de financement de la dette.

Le creusement des écarts entre le taux LIBOR et l'OIS est influencé par des facteurs incertains, mais qui, du point de vue des marchés de la dette liés au taux LIBOR, n'en donnent pas moins l'impression d'imposer l'équivalent de deux hausses supplémentaires de taux au-delà des hausses pratiquées par la Réserve fédérale, avec une hausse de 25 points de base jusqu'à maintenant cette année. Toutefois, il va de soi que les titres de dette ne sont pas tous liés au taux LIBOR, et nous pensons qu'environ 30 % des prêts consentis aux ménages et aux entreprises et des titres de dette américains sont liés au taux LIBOR. Le creusement d'environ 50 points de base des écarts entre le taux LIBOR et l'OIS depuis novembre revient donc à moins d'une hausse de taux supplémentaire de la Fed réalisée selon ce circuit, en plus de la hausse de taux de la Fed en mars. Pour les tenants de « quatre hausses », on devrait être rassurés, puisque l'évolution des marchés monétaires vient renchérir les trois hausses de la Fed en 2018, dont celle de mars. Il va de soi que les effets sont plus importants pour les entreprises dont la dette est liée au taux LIBOR; or, l'impact n'est pas considérable, bien qu'il vaille la peine de le surveiller à terme, compte tenu de la forte incertitude qui plane sur les facteurs.

En ce qui concerne les facteurs, la hausse des émissions de bons du Trésor n'est qu'une partie de l'explication, puisqu'elle fait baisser les prix et augmenter les taux de rendement exigés parce que

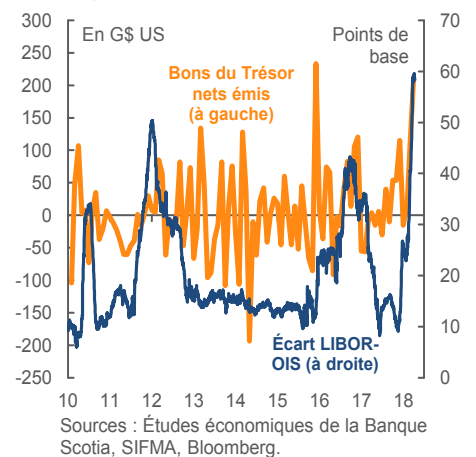
Graphique 13

Ces mesures pourraient sous-estimer la tension financière



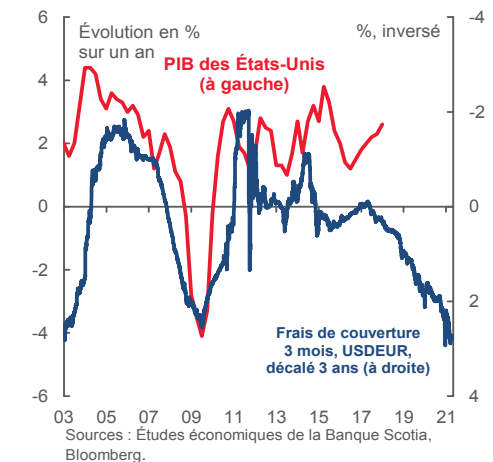
Graphique 14

L'écart LIBOR-OIS n'est pas qu'une question de bons du Trésor



Graphique 15

Les marchés des changes : avertissement sur l'économie américaine?



a) le lien historique entre les écarts et les émissions est imparfait, b) l'écart se situe à un sommet depuis 10 ans, ce qui est loin d'être le cas de l'émission des bons du Trésor (graphique 14) et c) les émissions de bons du Trésor sont déjà en chute libre et tout le monde s'attend à ce que ce plongeon se poursuive. Alors pourquoi les écarts ne réagissent-ils pas?

Les autres facteurs de l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS pourraient continuer de creuser cet écart pendant un certain temps. La loi sur les réductions d'impôts et les emplois (TCJA) y contribuent probablement. Auparavant, les revenus étaient imposés à un taux statuaire unique de 35 %, alors qu'on pouvait reporter indéfiniment les impôts exigibles à l'étranger. Désormais, les entreprises doivent payer leurs impôts sur tous leurs bénéfices, quelle qu'en soit la source, alors que le taux de 21 % appliqué aux bénéfices réalisés aux États-Unis baisse à environ la moitié de ce taux et peut-être moins pour les liquidités rapatriées de l'étranger. On assiste à un basculement des liquidités pour payer les impôts, ce qui consiste essentiellement à vendre les titres liquides et, corollairement, à exercer une pression à la hausse sur les taux du marché monétaire. Si le rapatriement des liquidités est le facteur d'influence, une part importante des bénéfices d'un peu moins de 3 000 milliards de dollars détenus à l'étranger pourrait, en vertu de la TCJA, être soumise à la conversion pour une durée prolongée. Le creusement de l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS pourrait aussi s'expliquer par d'autres facteurs, dont le signal sur les risques de contrepartie dans un monde où se multiplient les tensions commerciales sur fond de vulnérabilité des actifs financiers et de considérations de fin de cycle. Si ce dernier ensemble d'influences est le facteur porteur, il faudrait, probablement, préconiser la prudence, au lieu de ne pas tenir compte des perspectives d'un nouveau creusement des écarts sur notre horizon prévisionnel et se servir de cette hypothèse pour éclairer les attentes de la Fed.

Hormis les rendements des bons du Trésor, qui se sont relevés cette année et qui se sont répercutés sur les taux hypothécaires, l'augmentation des frais de couverture de change représente une autre considération. Les frais de couverture EURUSD n'ont pas été aussi élevés depuis la période qui a précédé la crise financière mondiale, alors que les frais de couverture du yen en dollar sont également considérables. Une partie de l'explication réside dans la base de devises qui sert de bouchon pour la parité des intérêts couverts. Bien que les marchés des changes puissent parfois être trop réactifs aux risques de synthèse, ils continuent de représenter les facteurs les plus efficaces en général et pourraient laisser entrevoir des risques ultérieurs sur l'évolution du marché des devises, qui pourrait être liée de nouveau aux fondamentaux. Il faut donc décaler les frais de couverture EURUSD et noter qu'ils pourraient attendre leur tour dans la croissance du PIB américain (graphique 15).

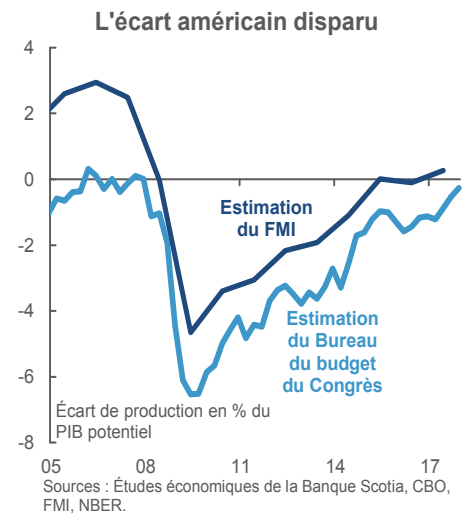
3. Fondamentaux

La croissance, l'inflation et la dynamique des salaires aux États-Unis sont constructives, puisqu'elles viennent conforter un bilan laissant entrevoir un nouveau durcissement de la politique monétaire. Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives américaines dans la section des *Perspectives mondiales* consacrée aux États-Unis. C'est pourquoi nous allons mettre l'accent sur les raisons pour lesquelles l'inquiétude que laisse planer une accélération du durcissement par rapport aux prévisions doit être tempérée par les influences éventuellement transitoires sur le complexe des salaires et des prix.

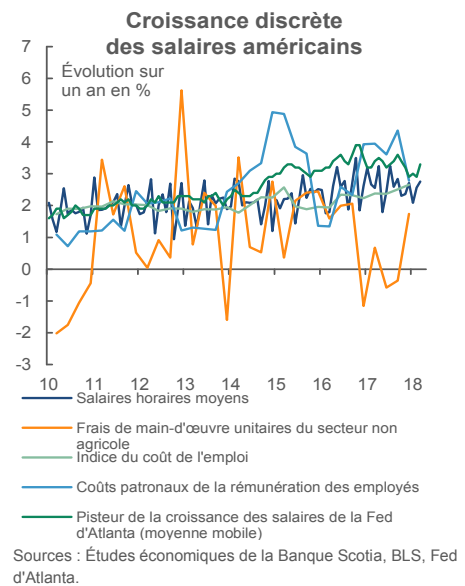
L'écart de production américain laisse entrevoir le bouclage de la capacité de rechange (graphique 16). Les écarts de production constituent un indicateur sommaire pour les risques d'inflation prospectifs; or, dans nos prévisions de base, nous supposons qu'avec l'aide de la politique budgétaire, la croissance du PIB réel l'emportera sur la limite de vitesse non inflationniste de l'économie et fera incrémentiellement basculer l'économie américaine en territoire d'excédent de la demande globale en 2018-2019. C'est ce qui explique notre prévision fondamentale de 100 points de base pour les hausses de taux d'ici la fin de 2019. À terme toutefois, l'impulsion budgétaire disparaîtra et viendra mettre au jour une croissance sous-jacente moins forte, qui pourrait très bien se transformer en une croissance potentielle si elle n'est pas sous-ciblée. La Fed doit aujourd'hui se rappeler ces risques, compte tenu des décalages longs et variables de la politique monétaire.

Bien que les considérations relatives à la capacité de rechange basculent en faveur d'une hausse de l'inflation à la longue, il y a aussi des frais transitoires qui pourraient compenser ces considérations au fil du temps. L'un de ces faits essentiels est l'influence du dollar américain. Les travaux de recherche antérieurs de la Fed (veuillez cliquer [ici](#)) indiquent qu'une appréciation ou une

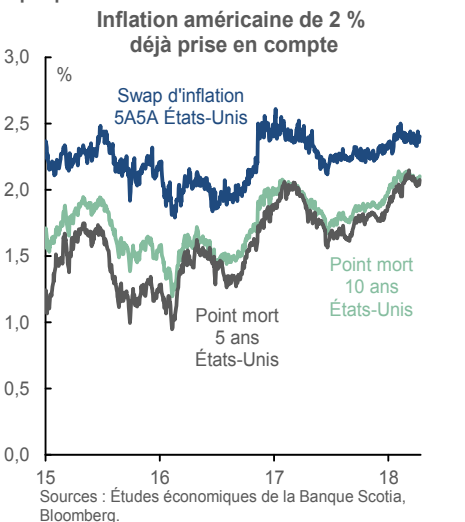
Graphique 16



Graphique 17



Graphique 18



dépréciation pondérée du commerce de 10 % pour le dollar en général fait baisser ou monter de 0,5 % l'inflation fondamentale des dépenses de consommation en l'espace de deux trimestres, pour ensuite tomber à 0,3 % dans une année. La hausse du dollar US jusqu'au début de l'an dernier a sans doute tenu un rôle contributif dans le ralentissement de l'inflation alors que la légère hausse des dépenses de consommation de base récemment pourrait s'expliquer par la léthargie du dollar.

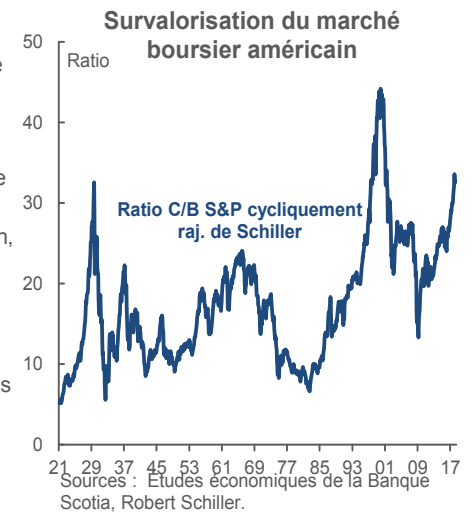
Si l'évolution de la croissance des salaires est incertaine, il faut tenir compte de différentes mesures. Le graphique 17 fait état des différentes mesures de la croissance des salaires, et nous n'entrevoions pas de ruptures selon les tendances récentes. Les salaires horaires moyens peuvent évoluer en fonction des changements distorsionnés de la répartition des revenus au cours d'une même période. À 2,6 % sur un an, cette mesure ne révèle aucune tendance après une brève accélération en 2015. Une autre mesure porte sur l'indicateur des salaires de la Fed d'Atlanta, qui permet de suivre les salaires médians des sources construites et qui est supérieur à la mesure de la croissance des salaires moyens; or, elle s'est décélérée légèrement dans les 12 à 18 derniers mois. Une autre mesure est celle de l'indice du coût de l'emploi du BLS, qui rajuste les transformations compositionnelles parmi les salariés, mais qui n'est publiée qu'une fois par trimestre; cette mesure s'est légèrement accélérée. Les coûts purs des employeurs pour la rémunération des employés, qui proviennent du même rapport du BLS, ne viennent pas rajuster les transformations compositionnelles et se sont accélérés plus rapidement jusqu'à ce que la croissance se ralentisse au S2 de 2017. Les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui rajustent essentiellement la rémunération en fonction de la croissance de la productivité, se sont récemment accélérés; or, à 1,7 % sur un an à peine, ils restent anémiques, ont baissé pendant environ quatre trimestres auparavant et ont connu de nombreux faux départs de courte durée dans cette mesure au cours de la période qui a suivi la crise financière mondiale (CFM). En bref, les mesures nuancées sur des durées relativement courtes dans le contexte de ces nombreux faux départs nécessitent beaucoup plus de données pour démontrer uniformément une accélération des pressions sur les salaires. Personne n'est sans doute plus au courant de cette évolution que la Réserve fédérale, puisque les représentants du FOMC ont à tort signalé la progression des salaires dans la période qui a suivi la CFM, pour constater qu'il n'y avait eu aucune suite.

LES COURBES DES RENDEMENTS — PEU DE DONNÉES NOUVELLES POUR INFLUENCER LES PRÉVISIONS D'APLANISSEMENT DE LA COURBE

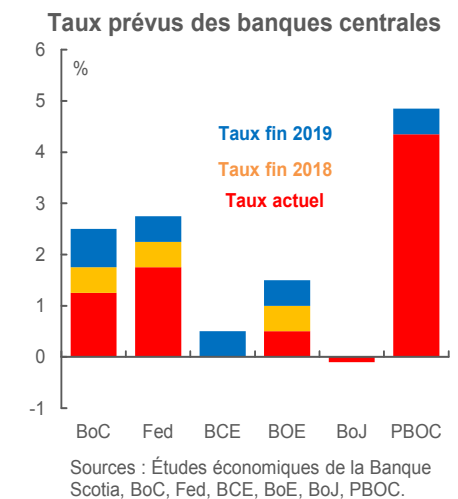
Dans nos prévisions, nous continuons de nous attendre à un aplanissement baissier des courbes des rendements à 2 ans/10 ans aux États-Unis et au Canada sur la durée de l'horizon provisionnel; ces prévisions se confirment assez bien pour le premier trimestre de 2018. On s'attend à des courbes très aplanies, mais non infléchies, bien qu'on doive analyser l'infléchissement des courbes en adoptant un point de vue différent à l'heure actuelle. Par exemple, il est plausible que la réduction de l'ordre de 100 points de base de la prime à terme des bons du Trésor, en raison des politiques de l'assouplissement quantitatif — même si ces politiques se dénouent lentement — ait pour effet de rendre la courbe actuelle incomparable aux pentes des courbes des cycles antérieurs et permette d'entrevoir une plus grande marge pour l'infléchissement des courbes selon un écart négatif approfondi des rendements à 2 ans/10 ans, avant de s'inquiéter des signaux potentiels de croissance. La plupart des principaux facteurs des prévisions du marché obligataire ne changent pas aujourd'hui par rapport à notre cycle provisionnel antérieur, et nous les reprenons ci-après en les actualisant.

1. **Inflation** : Les mesures fondées sur le marché ont culminé, quand elles ne se sont pas réduites au début de l'année, et cadrent généralement avec un taux d'inflation stable à plus long terme de l'ordre de 2 % (graphique 18). Une plus grande partie de notre hausse prévisionnelle de l'inflation des dépenses de consommation américaines et de l'inflation de l'IPC canadien devrait influencer les taux directeurs à court terme plutôt que les rendements obligataires nominaux à plus long terme. Le marché des titres indexés sur l'inflation, qui est prêt pour la hausse prévue des données inflationnistes, est toutefois sensible aux risques haussiers et baissiers; or, les rendements implicites réels sont déprimés pour d'autres raisons.
2. **Intolérance au risque** : Il est prudent de continuer de faire preuve de circonspection par rapport aux valorisations traditionnellement élevées des marchés boursiers (graphique 19), sans toutefois le faire avec insistance. Il se peut que l'anémie des marchés boursiers jusqu'à maintenant cette année et la pression limitée qui s'exerce sur les rendements s'expliquent par les efforts de rééquilibrage des portefeuilles, qui pourraient continuer d'étayer les titres de dette souveraine et maintenir l'appétence pour les actifs refuges dans les portefeuilles diversifiés.

Graphique 19



Graphique 20

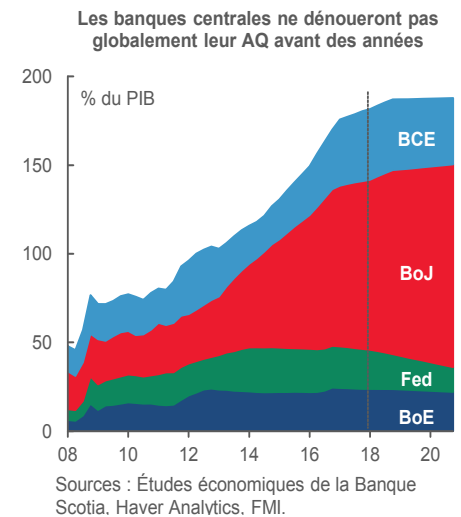


Graphique 21

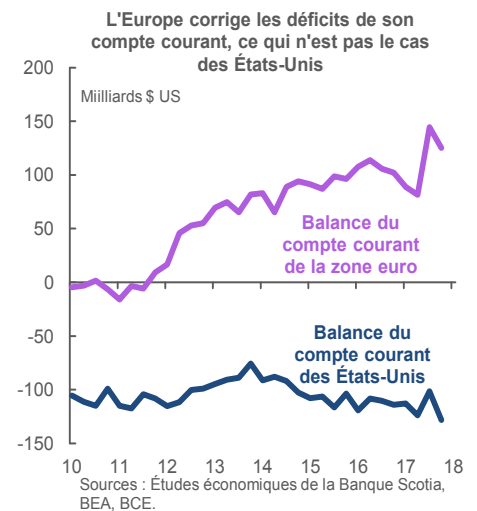


3. **Incidences des taux directeurs sur les transactions de portage mondiales :** Selon les prévisions, les économies anglo-américaines devraient continuer de durcir leur politique monétaire, en particulier aux États-Unis et au Canada, et la BoE relèvera probablement à nouveau ses taux en mai. Les perspectives sont comparativement optimistes pour les taux directeurs des autres grandes banques centrales (graphique 20). On s'attend généralement à ce que la BCE et la BoJ s'en tiennent à des taux directeurs nuls ou négatifs jusqu'à la fin de l'année et fort possiblement l'an prochain. Le Japon ne devrait guère accomplir de progrès dans la réalisation de sa cible inflationniste de 2 %, ce qui vient éclairer cette opinion. Le gouverneur Kuroda a été reconduit dans ses fonctions pour un autre mandat, et il faudra une politique conciliante en prévision de la hausse prévue de la taxe de vente l'an prochain. En outre, la vigueur de l'euro continue de restreindre les données sur l'inflation « superfondamentale » aux alentours de 1 % sur un an, alors même que les signaux de croissance ont peut-être déjà culminé, ce qui vient aussi éclairer cette opinion. Après avoir culminé en février, le rendement à 10 ans a de nouveau chuté pour se retrouver au point où il se situait au début de janvier, sans doute pour tenir compte des difficultés qu'affronte la BCE dans l'évolution de sa politique. La décision de dénouer le bilan pourrait être prise plus tard cette année; or, pour *durcir* la politique monétaire, il faudrait des données plus évidentes sur les progrès accomplis par rapport à la cible inflationniste de moins de 2 %. Corollairement, cette hypothèse d'un faible risque des taux directeurs hors des économies anglo-américaines limite le potentiel d'une hausse des primes à terme des obligations du gouvernement du Japon et des obligations des États européens. Toujours corollairement, cette hypothèse pourrait imiter la mesure dans laquelle d'autres marchés d'obligations souveraines pourraient dégager leurs positions, notamment sur les bons du Trésor, sans donner lieu à un arbitrage grâce à des transactions de portage à couverture de change.
4. **Arbitrage des devises :** En enchaînant avec ce dernier point, une considération actuelle limitative dans la mesure de l'appétence étrangère pour les bons du Trésor américains a été la brusque hausse des frais de couverture de change (graphique 21). Une hausse considérable des rendements sur les bons du Trésor pourrait dépasser les frais de couverture de change et induire des achats renouvelés au-delà d'un certain seuil de taux qui, à notre avis, ne sera pas beaucoup supérieur à 3 %.
5. **Dénouement de l'assouplissement quantitatif :** Seul le bilan de la Fed devrait être allégé sur notre horizon prévisionnel, ce que le marché sait déjà, grâce aux plans de réinvestissement largement diffusés par la Fed (graphique 22). La réduction des rachats de la BoJ est souvent interprétée à tort comme le signal de la décision de durcir les taux directeurs sans maîtriser la substitution dans la réalisation d'une cible des rendements nominaux « de l'ordre de 0 % » des obligations du gouvernement du Japon à 10 ans, ce qui constitue une menace crédible qui pèse sur les transactions de vente à découvert. Nous ne nous attendons pas du tout à ce que cette cible change et nous prévoyons que si jamais elle est modifiée, elle ne le sera que légèrement. La BCE a réduit ses rachats à 30 G€ par mois cette année au moins jusqu'en septembre 2018. Les limites imposées dans d'autres rachats d'obligations par la clé du capital et différentes limites qui empêchent de la modifier veulent probablement dire que les rachats progressifs prendront fin plus tard cette année ou peu de temps par la suite. On peut donc s'attendre vraisemblablement à une période prolongée de réinvestissement des titres du bilan puisque la BCE s'en tient probablement au plan d'action de la Fed, qui consiste à réduire le réinvestissement, puis à l'éliminer uniquement lorsque le retour à la normale des taux directeurs est bien enclenché grâce à une série de hausses de taux. Nous ne nous attendons pas à ce que ce changement dans le réinvestissement intervienne avant la fin de la décennie au plus tôt.
6. **Déséquilibre mondial entre l'épargne et l'investissement :** Les déséquilibres qui ont provoqué une surabondance de l'épargne mondiale ont été évoqués comme facteurs pour expliquer les faibles rendements obligataires dans la période qui a précédé et qui a suivi la crise (veuillez cliquer [ici](#)). Dans l'évolution qui a conduit à la crise, les excédents du compte courant des marchés émergents ont eu pour effet d'exporter le capital thésaurisé dans des pays comme les États-Unis et ont joué un rôle majeur, à l'époque, dans les excédents des marchés financiers américains, notamment quand la Chine a racheté des titres

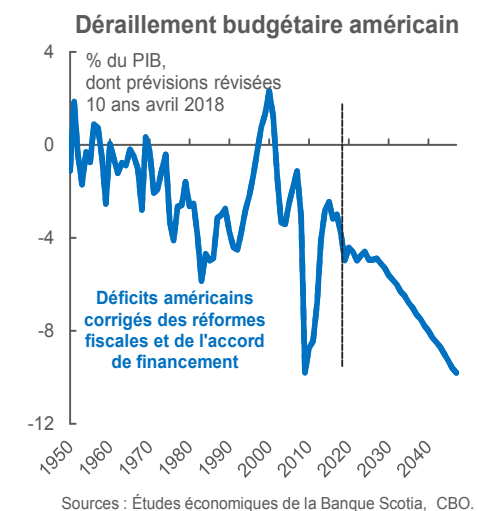
Graphique 22



Graphique 23



Graphique 24



hypothécaires qui se sont finalement révélés de piètre qualité. Dans la mesure où le lien entre le marché des bons du Trésor américains et le reste du monde est en cause aujourd'hui, ces déséquilibres ont cessé de s'améliorer tout de suite après la crise (graphique 23). Pour financer un déficit du compte courant américain, les États-Unis restent tributaires d'importants apports du reste du monde dans le compte de capital. Toutefois, à l'heure actuelle, une plus grande partie de cet apport provient des importants surplus du compte de capital des autres puissances économiques, notamment la zone euro, et en particulier l'Allemagne, ainsi que le Japon. Cet effet devrait renforcer l'appétence des spéculateurs pour les instruments financiers américains, dont les bons du Trésor. Il y a toutefois un risque énorme, puisque si les États-Unis deviennent plus protectionnistes vis-à-vis de la Chine malgré la baisse des excédents du compte courant de ce pays, qui sont passés de 10 % de son activité économique il y a presque 10 ans à 1 % environ aujourd'hui, corollairement, toute détérioration de la position des transactions de la Chine entraîne une baisse des rentrées nettes de devises, de sorte qu'elle peut moins investir à l'étranger, notamment dans les bons du Trésor américains. Il y a toutefois une limite à cette logique, puisque toute vente par la Chine ferait baisser la valeur de ses propres avoirs en bons du Trésor, soit 1 200 G\$ US, qui ont culminé en août dernier. Le Canada accuse aussi des déficits relativement énormes dans son compte courant par rapport aux excédents d'avant la crise. Il faut aussi noter que dans l'ensemble, le réalignement, au cours de la dernière décennie, de l'épargne mondiale a mobilisé plus de 11 500 G\$ US de réserves de change mondiales, ce qui représente plus de cinq fois les avoirs en bons du Trésor SOMA de la Fed et une augmentation d'environ 70 % par rapport à la fin de 2008. Cette thésaurisation de l'épargne donne un énorme pouvoir commercial aux pays dans lesquels cette épargne est concentrée, notamment la Chine et le Japon, ainsi que la dizaine d'autres pays dont les réserves sont supérieures à 200 G\$ US et d'autres pays qui ont des réserves moindres.

7. **Taux directeurs neutres** : Nos estimations des taux de croissance potentielle à long terme pour les grandes puissances économiques qui sont généralement les plus importants marchés d'émission de titres de dette n'ont pas changé beaucoup par rapport aux récents comptes rendus prévisionnels. Par exemple, à nos yeux, les réformes fiscales adoptées aux États-Unis ne permettent guère de rehausser la croissance à long terme. Par extension en quelque sorte, nos estimations des taux directeurs neutres n'ont pas beaucoup changé elles non plus. À notre avis, les taux directeurs neutres des États-Unis et du Canada s'inscriront dans la fourchette de 2,5 %-3 %. Nos estimations des taux directeurs neutres et les hypothèses sur les primes à terme viennent ancrer la prise en compte, dans la courbe, des éventuelles interventions de la Fed sur les taux directeurs.
8. **Politique budgétaire** : Les États-Unis étaient déjà sur la voie d'un déficit budgétaire élevé, et qui ne cesse de progresser, avant même d'adopter des réformes fiscales limitées. Les passifs non financés au titre de la sécurité sociale et les dépenses consacrées aux soins de santé expliquaient l'essentiel des inquiétudes. En ajoutant encore 1 500 G\$ US aux déficits cumulatifs dans la prochaine décennie, on vient détériorer encore plus les déficits prévus, comme l'indique le graphique 24. Cette conjoncture s'est détériorée modérément avec le programme de 300 G\$ de dépenses supplémentaires adopté en février et appliqué sur 2018-2019; or, par nature, il s'agit d'un effet transitoire sur les besoins en financement. L'impact des déficits sur les rendements obligataires est controversé et incertain. Par exemple, les déficits énormes de l'après-crise n'ont guère eu d'effet sur les rendements obligataires à cause d'autres facteurs comme l'appétence pour les valeurs refuges et les politiques des banques centrales. La plupart des économistes souscrivent toujours à la thèse d'un effet positif à long terme des déficits sur les rendements obligataires; or, les estimations vont dans tous les sens. Deux études qui datent d'avant la crise et qui portent sur les effets produits avant que d'autres incidences se manifestent (veuillez cliquer [ici](#) et [ici](#)) ont laissé entendre que chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio du déficit sur le PIB pouvait à la longue relever de 20 à 60 points de base les rendements obligataires à plus long terme. Si les projections du déficit

Tableau 1
Prévision des Études économiques de la Banque Scotia : courbe des rendements

	2017		2018				2019			
	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
(fin de trimestre, en %)										
Canada										
Taux cible à un jour de la BdC	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	
Taux de base	3,20	3,45	3,45	3,70	3,95	4,20	4,45	4,45	4,70	
Bons du Trésor à trois mois	1,06	1,15	1,25	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50	
Obligations du Canada à deux ans	1,69	1,78	1,90	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60	
Obligations du Canada à cinq ans	1,87	1,97	2,10	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70	
Obligations du Canada à dix ans	2,05	2,09	2,25	2,40	2,50	2,60	2,65	2,70	2,75	
Obligations du Canada à 30 ans	2,27	2,23	2,40	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	
États-Unis										
Taux cible des fonds fédéraux	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75	
Taux de base	4,50	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	5,50	5,50	5,75	
Bons du Trésor à trois mois	1,38	1,70	1,85	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80	
Bons du Trésor à deux ans	1,88	2,27	2,40	2,55	2,70	2,80	2,95	3,00	3,05	
Bons du Trésor à cinq ans	2,21	2,56	2,65	2,75	2,90	2,95	3,00	3,10	3,15	
Bons du Trésor à dix ans	2,40	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15	3,25	
Bons du Trésor à 30 ans	2,74	2,97	3,00	3,15	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

restent généralement inchangées lorsque l'incidence à long terme d'autres considérations comme les politiques des banques centrales se résorbe, l'avenir pourrait mettre en lumière une perspective très négative des marchés obligataires en raison de l'envergure de la détérioration prévue des déficits américains. Toujours est-il que le ratio du déficit par rapport au PIB reste assez constant, dans la fourchette de 4,5 % à 5 %, à partir de 2019 jusqu'à la fin des années 2020, par rapport à 3,5 % l'an dernier et à 4 % cette année. Les États-Unis engagent des déficits de cette importance, voire plus, pendant l'essentiel de la période écoulée depuis les années 1980. La plus grande partie de l'éclatement réel des projections du CBO intervient plus tard sur l'horizon prévisionnel lorsque ce ratio commence à se relever dans les années 2030 et atteint 10 % d'ici la fin des années 2040. Il va de soi qu'il faut prendre les projections à long terme du CBO avec beaucoup d'humour, puisque cet organisme a fait ses preuves dans la prévision des déficits et de la dette publique à plus long terme, et à plus forte raison en tenant compte de leur capacité — ou de la capacité de qui que ce soit d'autre — à projeter des taux d'intérêt et d'autres variables à long terme. Quoi qu'il en soit, par rapport à la capacité de croissance de l'économie américaine, l'essentiel de la détérioration des déficits qui pourrait éventuellement inquiéter les marchés obligataires reste très lointain et sera porté par l'évolution à long terme des frais des soins de santé et de la sécurité sociale. Nous ne croyons pas que le parti pris à plus court terme des marchés sera probablement excessivement malmené par ce qui pourrait advenir de ce ratio sur le long horizon prévisionnel. Le ratio du déficit par rapport au PIB augmente pour passer de 3,5 % en 2017 à 4,5 % l'an prochain, ce qui est incrémentiellement négatif pour les marchés obligataires, mais légèrement, surtout dans le contexte des autres facteurs divers.

9. **Prime à terme** : Des études (veuillez cliquer [ici](#)) laissent entendre que les rendements des bons du Trésor américains à 10 ans accusent une baisse d'environ 1 % par rapport à ce qu'ils seraient normalement en l'absence d'un gonflement du bilan de la Fed et en maîtrisant d'autres incidences. Nous ne nous attendons pas à ce que cette prime à terme soit subitement rétablie lorsque la Réserve fédérale éliminera ses réinvestissements et commencera à contracter son bilan plus tard l'an prochain, en nous en remettant à la plupart des autres points exposés dans la présente section pour éclairer ce parti pris. Il est plutôt probable que les marchés reprennent en compte graduellement la partie de la prime à terme qui est portée par la politique d'allègement du bilan de la Fed, ce qui se produit déjà modestement.
10. **Maturité du cycle** : Il s'agit déjà de la deuxième séquence de croissance de l'économie américaine en durée dans les annales. D'ici le début de l'an prochain, si la croissance reste soutenue, le cycle actuel serait le plus long de l'histoire américaine. L'incertitude quant au spectre de la récession maintiendra probablement l'appétence pour les valeurs refuges comme les titres de dette souveraine des économies évoluées. Nous croyons que ce risque n'en est pas moins souvent exagéré. Les grandes variables ne laissent pas toutes entendre que des risques pèsent sur les fins de cycle. Par exemple, le remboursement de la dette des ménages américains en pourcentage des revenus est à son plus creux depuis 30 ans et demi, et à nos yeux, la croissance des salaires nominaux semble avoir atteint le milieu du cycle, dans le meilleur des cas. Dans ce contexte, grâce aux effets de richesse et aux réformes fiscales limitées, mais régressives, le consommateur américain pourrait encore disposer d'une grande marge de manœuvre pour continuer de porter la croissance des dépenses.
11. **Régimes de retraite et compagnies d'assurance** : En plus des banques centrales, les régimes de retraite ont été d'importants acheteurs de titres durant le S2 de 2017, en partie pour rééquilibrer leurs portefeuilles, faute de quoi le marché obligataire se serait détérioré, puisque les avoirs chinois en bons du Trésor ont graduellement régressé depuis qu'ils ont culminé en août après avoir augmenté par rapport au S1 de 2017. Des régimes de retraite publics et privés détiennent plus de 2 250 G\$ US en bons du Trésor, et à notre avis, si les bons du Trésor américain à 10 ans montent pour atteindre la barre des 3 %, les gestionnaires ambitieux verrouilleraient les rendements pour répondre aux besoins des retraités. Effectivement, les transformations de la répartition des actifs dans le stock existant d'obligations et d'actions pourraient facilement faire basculer considérablement les cours relatifs plus que les risques entourant l'augmentation de la dépendance à l'endroit du financement étranger. La capitalisation des marchés boursiers américains s'établit à environ 29 000 G\$ US et la capitalisation des marchés boursiers mondiaux se chiffre à 80 000 G\$ US. Par comparaison, la dette publique du gouvernement fédéral américain s'inscrit à 21 000 G\$ US. Le ralentissement de l'évolution des changements incrémentiels dans le stock de la dette publique émise à l'intention des acheteurs étrangers et américains peut facilement être englouti par les transformations dans la répartition des actifs.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.