

## Canada et États-Unis : Perspectives économiques à long terme 2018-2023

- À long terme, le PIB réel du Canada devrait progresser de 1,8 % par an, en raison d'une productivité relativement léthargique et d'une timide croissance de l'apport de la population active, ce qui est légèrement inférieur à l'hypothèse de la Banque du Canada (1,9 %), puisque nous considérons que le regain de productivité de la population active en 2017 sera davantage un phénomène passager. Aux États-Unis, on suppose que la croissance du PIB réel sera de 1,9 % à long terme.
- Pendant la période comprise entre 2018 et 2023, on s'attend à ce que les économies des États-Unis et du Canada évoluent parallèlement et entrent en territoire de demande excédentaire avant de revenir à l'équilibre à la fin de l'horizon prévisionnel (graphique 1).
- Après un regain temporaire en 2018-2020, essentiellement attribuable à l'impact des mesures de relance budgétaire aux États-Unis, la croissance dans les deux pays devrait se ralentir considérablement en 2021-2022, en partie à cause de la hausse des taux d'intérêt. Ce ralentissement rend l'économie nord-américaine vulnérable aux chocs, notamment la montée du protectionnisme mondial.
- Bien que les perspectives à court terme soient en quelque sorte assombries par l'incertitude qui plane sur l'ALÉNA et sur le commerce mondial, notre scénario de base suppose que cette incertitude se résorbe graduellement en 2018-2019, sans autres vagues de sanctions tarifaires et de mesures de rétorsion et grâce au succès de la renégociation de l'ALÉNA au début de 2019.
- Au T2 de 2018, en raison de l'incertitude qui règne sur l'ALÉNA, ainsi que des différentiels défavorables dans les taux d'intérêt et la croissance du PIB, le dollar canadien baisse de 7 % par rapport à son point d'équilibre à long terme, en raison des cours du pétrole et du rajustement multilatéral du dollar américain. Le dénouement de l'incertitude à propos de l'ALÉNA et de la guerre commerciale mondiale et une convergence graduelle des taux d'intérêt au Canada avec les taux américains devraient permettre au dollar canadien de s'apprécier pour passer de 1,28 à la fin de 2018 à 1,21 en 2022.
- L'accroissement de la demande excédentaire, les cours du pétrole et les frais unitaires de main-d'œuvre devraient porter l'inflation fondamentale légèrement au-delà des cibles de 2,0 % au Canada et aux États-Unis, avant qu'elle s'établisse à 2,0 % environ en 2022-2023.
- En raison de l'accroissement de la demande excédentaire et de la hausse des pressions inflationnistes, la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada devraient relever graduellement leurs taux directeurs aux alentours de 3,0 %, seuil qui sera atteint au T4 de 2019 pour les États-Unis et au T1 de 2021 pour le Canada.

Ces perspectives sont éclairées par le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS), que nous décrivons succinctement dans l'encadré 2 de la page 6.

### RENSEIGNEMENTS

**René Lalonde**

416.862.3174

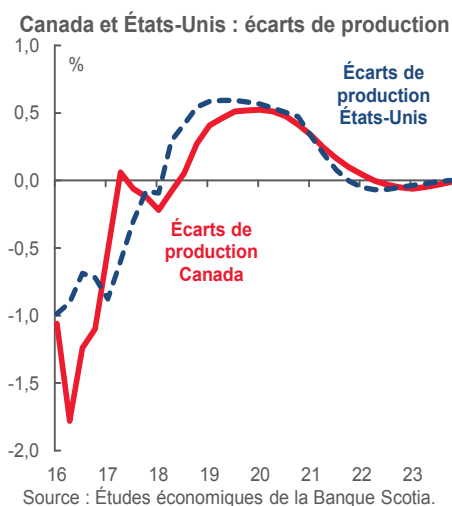
Études économiques de la Banque Scotia  
[rene.lalonde@scotiabank.com](mailto:rene.lalonde@scotiabank.com)

**Nikita Perevalov**

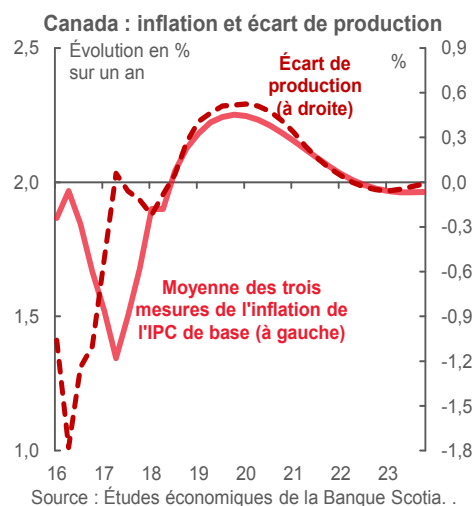
416.866.4205

Études économiques de la Banque Scotia  
[nikita.perevalov@scotiabank.com](mailto:nikita.perevalov@scotiabank.com)

**Graphique 1 : Synchronisation des cycles économiques des États-Unis et du Canada**



**Graphique 2 : Puisque l'écart de production se comble, l'inflation au Canada revient sur la cible**



**L'INCERTITUDE COMMERCIALE : TOUJOURS PAS D'EFFETS DURABLES À LONG TERME**

Dans notre scénario de base, nous supposons qu'il n'y a pas d'autres vagues de sanctions tarifaires et de mesures de rétorsion (y compris les sanctions tarifaires sur les véhicules automobiles), grâce à l'heureux dénouement de la renégociation de l'ALÉNA en 2019. Notre récente publication intitulée [ALÉNA : Un moral d'acier pour supporter les coûts macroéconomiques des sanctions tarifaires](#), nous modélisons les incidences macroéconomiques de plusieurs scénarios, selon lesquels les États-Unis sortent de l'ALÉNA ou vont de l'avant en imposant d'autres sanctions tarifaires.

- Nous ne supposons pas que l'incertitude commerciale aura un impact à long terme sur le niveau du PIB potentiel aux États-Unis et au Canada.

À court terme, nous supposons que l'incertitude commerciale pénalise en quelque sorte la croissance dans les deux pays :

- Aux États-Unis, nous supposons que l'incertitude commerciale mondiale arrache 0,1 point à la croissance du PIB réel en 2019;
- Au Canada, l'incertitude créée par l'ALÉNA et le commerce mondial soustrait, de la croissance du PIB réel, 0,2 point en 2018 et 0,1 point en 2019 (tableau 1);
- Les récentes sanctions tarifaires imposées sur l'acier et l'aluminium viennent encore réduire de 0,1 point en 2019 la croissance du PIB réel du Canada.

Si toutefois le scénario d'une guerre commerciale mondiale se matérialise, et que cette guerre est éventuellement déclenchée par les sanctions tarifaires imposées sur les véhicules automobiles, et si jamais les États-Unis imposaient des sanctions tarifaires moyennes de 20 % sur les importations en général et que les partenaires commerciaux ripostaient, l'impact sur la croissance du PIB potentiel, en raison d'une moindre productivité et de l'inversion des gains apportés par la spécialisation, serait substantiel :

- La croissance du PIB potentiel baisserait en moyenne, chaque année de 2019 à 2021, de 1,0 point au Canada et de 0,5 point aux États-Unis;
- Le fléchissement des perspectives de croissance à long terme, en plus de la baisse des cours des produits de base et du différentiel défavorable des taux d'intérêt par rapport aux États-Unis, aurait aussi un impact considérable sur le dollar canadien, puisque la paire USD/CAD se déprécierait à 1,40 en 2021-2022. Le lecteur est invité à consulter l'encadré 1 (« Le dollar canadien et son point d'équilibre à long terme ») ci-après pour prendre connaissance de l'exposé des forces qui portent la paire USD/CAD dans les prévisions.

**Tableau 1**
**Croissance du PIB réel du Canada : impact de l'évolution des politiques**

	2018p	2019p
<b>Projections modélisées d'après les fondamentaux</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Moins : rajustements pour l'évolution des politiques</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
Règles hypothécaires B-20	-0,1	0,0
Tarifs sur l'acier et l'aluminium	0,0	-0,1
Incertitude de l'ALÉNA	-0,1	0,0
Protectionnisme mondial	-0,1	-0,1
<b>Base actuelle</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>

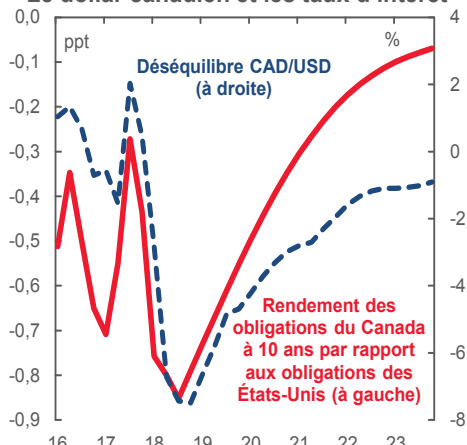
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**Encadré 1 : Le dollar canadien et son point d'équilibre à long terme**

Au T2 de 2018, en raison des différentiels défavorables, entre le Canada et les États-Unis, pour ce qui est de la croissance des taux d'intérêt et du PIB, de l'incertitude de l'ALÉNA et des craintes d'une guerre commerciale mondiale, le dollar canadien fléchit de 7 % par rapport à son point d'équilibre à long terme, qui est porté par les cours du pétrole et par le rajustement mondial du dollar américain.

Le graphique B.1 indique que l'écart entre le niveau du taux de change et son point d'équilibre est intimement lié au différentiel des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis, en particulier dans l'espace des obligations à 10 ans.

La convergence graduelle des taux à long terme au Canada, en se rapprochant des rendements américains, devrait permettre au dollar canadien de s'apprécier par rapport à son point d'équilibre à long terme. Il est utile de signaler que dans l'éventualité d'un dénouement rapide et fructueux de la renégociation de l'ALÉNA et d'un brusque apaisement des tensions provoquées par le protectionnisme commercial à l'échelle mondiale, la convergence du dollar canadien vers son point d'équilibre pourrait être plus rapide qu'attendu.

**Graphique B.1 : Le dollar canadien inférieur à son point d'équilibre à long terme CAD/USD**
**Le dollar canadien et les taux d'intérêt**


Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**PRÉVISIONS À COURT TERME POUR 2018-2019 : CROISSANCE SUPÉRIEURE AU POTENTIEL**

Malgré l'incertitude qui plane sur le commerce mondial et l'ALÉNA, nous nous attendons à court terme à ce que l'économie canadienne et l'économie américaine progressent vigoureusement, au-delà de la croissance du PIB potentiel, ce qui donnera lieu à une demande excédentaire et multipliera les pressions inflationnistes (tableau 2).

Aux États-Unis, selon les projections, la croissance à court terme devrait s'accélérer grâce à la réforme fiscale et aux mesures de relance budgétaire, qui apporteront ensemble 0,5 point à la croissance du PIB réel américain en 2018 et en 2019.

Au Canada, outre l'accroissement des exportations en raison des mesures de relance budgétaire américaines, la croissance devrait être étayée par la hausse des cours du pétrole, par les taux d'intérêt toujours aussi stimulants (lorsqu'ils sont inférieurs au point d'équilibre hypothétique de la Banque du Canada, soit 3 % environ), par un taux de change relativement anémique et par une politique budgétaire stimulante à l'échelle fédérale et provinciale.

- Essentiellement en raison de la vigueur de la demande, le cours du WTI devrait s'établir à une moyenne de 68 \$ US le baril en 2018 et de 71 \$ US le baril en 2019, en hausse par rapport à 51 \$ US le baril en 2017.
- De pair avec la forte croissance de l'économie américaine, les exportations non énergétiques du Canada sont étayées par le dollar canadien, qui devrait être inférieur à son point d'équilibre. On s'attend à ce que la paire USD/CAD atteigne 1,28 à la fin de 2018 et 1,25 à la fin de 2019 par rapport à un point d'équilibre compris entre 1,21 et 1,22.

**HYPOTHÈSES SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE DU PIB\***
**États-Unis:**

- Nous supposons qu'à long terme, la croissance du PIB potentiel est de 1,9 %, ce qui cadre avec les plus récents « messages en pointillé » des membres du FOMC.
- En 2018–2020, nous supposons aussi que la réforme fiscale apportera 0,1 point aux prévisions à long terme, de sorte que la croissance du PIB potentiel se situera à 2,0 % pour cette période.

**Canada:**

- Nous supposons que le PIB potentiel progressera à raison de 1,7 % en 2018-2020 et de 1,8 % par la suite, à cause de la productivité relativement léthargique et de la timide croissance de l'apport de la population active.
- Ce profil de croissance est légèrement inférieur à celui du Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada d'avril 2018, essentiellement parce que nous ne considérons pas que le regain de productivité de la population active en 2017 sera aussi durable à long terme que ce qu'a indiqué la Banque du Canada.

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

**Tableau 2**
**Prévisions à long terme pour les États-Unis et le Canada**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>États-Unis</b>								
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,5	2,3	2,8	2,3	1,9	1,6	1,7	1,9
Inflation fondamentale des DCM, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Taux cible des fonds fédéraux : limite supérieure, %, à la fin de la période	0,75	1,50	2,50	3,00	3,00	2,75	2,75	2,75
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	2,44	2,40	3,05	3,30	3,51	3,63	3,73	3,80
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	4,9	4,4	3,8	3,7	3,9	4,0	4,2	4,2
<b>Canada</b>								
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,4	3,0	2,0	2,1	1,7	1,5	1,6	1,8
Moyenne des trois indicateurs de l'inflation fondamentale de l'IPC, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	2,0	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0
Taux à un jour de la BdC, %, à la fin de la période	0,50	1,00	1,75	2,50	2,75	3,00	2,75	2,75
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	1,72	2,05	2,55	2,75	3,10	3,44	3,60	3,71
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	7,0	6,3	5,8	5,7	5,9	5,9	5,9	6,0
USD/CAD, à la fin de la période	1,34	1,26	1,28	1,25	1,23	1,22	1,21	1,21
Cours du WTI, moyenne annuelle, \$ US	43	51	68	71	70	69	69	69

Remarque : Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives de 2018-2019 dans le [Perspectives mondiales de la Banque Scotia en date du 3 juillet 2018](#).

Puisque le Canada et les États-Unis ont tous deux commencé 2018 avec un écart de production essentiellement refermé, on s'attend à ce que la forte croissance en 2018-2019 place les deux pays en situation de demande excédentaire et à ce que les pressions inflationnistes se multiplient :

- Au Canada, puisque l'écart de production culminera à 0,5 % en 2019 et que les frais de main-d'œuvre et les cours du pétrole augmenteront, la moyenne des trois indicateurs de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada devrait, selon les projections, atteindre 2,2 % en 2019 (graphique 2).
- Aux États-Unis, l'écart de production devrait, selon les projections, atteindre +0,6% en 2019. De concert avec la hausse des frais unitaires de main-d'œuvre et des cours du pétrole, l'inflation des dépenses de consommation des ménages (DCM) de base devrait s'accroître et dépasser la cible inflationniste, pour atteindre 2,1 % à la fin de 2019 (graphique 3).

Dans ce contexte, puisque le PIB des deux pays surpasse son point d'équilibre et que par conséquent, l'inflation est légèrement supérieure aux cibles, les banques centrales augmentent leurs taux directeurs et surciblent temporairement et légèrement le point d'équilibre à long terme de 2,75 % (graphique 4).

Au Canada et aux États-Unis, l'accroissement de la demande excédentaire serait plus important et les taux d'intérêt augmenteraient un peu plus rapidement, n'eût été l'incertitude de l'ALÉNA et du commerce mondial, qui viennent ensemble déprimer le PIB réel en 2018 et en 2019. Au Canada, les règles hypothécaires B-20 viennent aussi réduire légèrement le PIB réel en 2018.

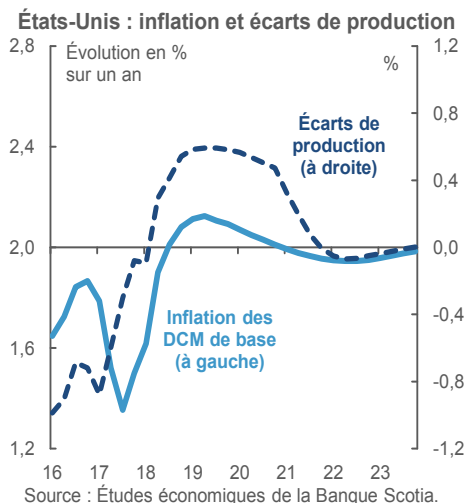
- En outre, le caractère procyclique des mesures de relance budgétaire des États-Unis et des provinces canadiennes en 2018-2019 accentue le ralentissement ultime des économies des États-Unis et du Canada en 2021-2022, même si cet effet est beaucoup plus prononcé aux États-Unis qu'il l'est au Canada — ce qu'il est convenu d'appeler le « précipice budgétaire ».

### PRÉVISIONS À MOYEN TERME POUR 2020-2022 : LA CROISSANCE REVIENT GRADUELLEMENT EN DEÇÀ DU POTENTIEL

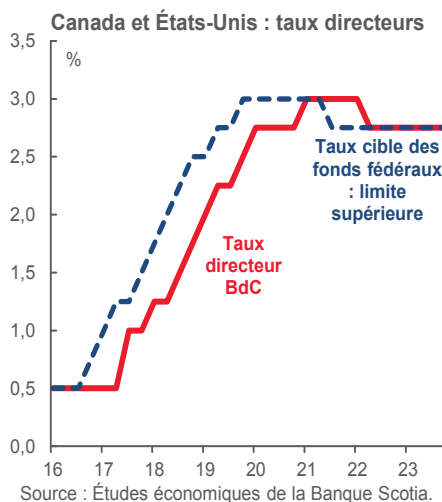
Au-delà de 2019, la croissance au Canada et aux États-Unis devrait se ralentir considérablement, puisque le coup de pouce apporté par les mesures de relance budgétaire disparaît et finit par s'inverser et que les taux d'intérêt augmentent marginalement pour passer au-delà de leurs niveaux neutres puisque les banques centrales tentent de ramener durablement l'inflation sur la cible et que la production se rétablit au niveau du PIB potentiel.

- Aux États-Unis, à la fin de 2020, les dépenses destinées à relancer l'économie devraient baisser en fonction des limites de dépenses de la loi actuelle (cf. CBO, 2018, « The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028 »), ce qui vient amputer la croissance du PIB réel. Dans le même temps, on s'attend à ce que la Fed relève le taux sur les fonds fédéraux à 3,0 % au T1 de 2020, ce qui est supérieur au taux neutre estimé à 2,75 % et ce qui vient modérer les pressions inflationnistes. La hausse du taux sur les fonds fédéraux, de concert avec le dénouement graduel du bilan de la Fed, induit une augmentation graduelle du taux des obligations du gouvernement à 10 ans des États-Unis.
- En raison de tous ces facteurs, la croissance de l'économie américaine devrait fléchir à 1,9 % en 2020 et atteindre une moyenne d'à peine 1,6 % en 2021-2022, ce qui vient refermer l'écart de production en 2022.
- Au début de 2021, le taux à un jour au Canada devrait rattraper le taux cible sur les fonds fédéraux, à 3,0 %. À la fin de 2021, le taux directeur au Canada dépasse brièvement le taux américain de 25 points de base (graphique 4).
- L'élimination graduelle du différentiel des taux d'intérêt par rapport aux États-Unis, suivie d'un léger infléchissement de ce différentiel de concert avec la hausse des cours du pétrole, induit une appréciation graduelle du dollar canadien vers son point d'équilibre à long terme de 1,21 USD/CAD (0,826 \$ US). Ce point d'équilibre à long terme cadre avec le cours d'équilibre du pétrole et un rajustement mondial du dollar américain.

**Graphique 3 : La demande excédentaire américaine s'accroît alors que la croissance l'emporte sur le potentiel et que l'inflation est légèrement au-dessus de la cible**



**Graphique 4 : Les taux directeurs se normalisent graduellement aux États-Unis et au Canada**



- Au Canada, le dénouement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis, la hausse des taux à court et à long termes et l'appréciation du dollar canadien devraient ralentir considérablement la croissance à 1,7 % en 2020 et à une moyenne de 1,5 % en 2021-2022. En raison de ce ralentissement, l'écart de production devrait se refermer en 2022.

### À LONG TERME (AU-DELÀ DE 2022) : LA CROISSANCE À SON POTENTIEL

Au-delà de 2022, l'économie américaine comme l'économie canadienne devraient atteindre leur point d'équilibre à long terme.

Autrement dit, aux États-Unis, l'inflation s'inscrit durablement sur la cible des 2 %; le taux à un jour est au neutre à 2,75 % et le PIB progresse à son potentiel, que nous estimons à 1,9 %, ce qui cadre essentiellement avec les derniers « messages en pointillé » des membres du FOMC.

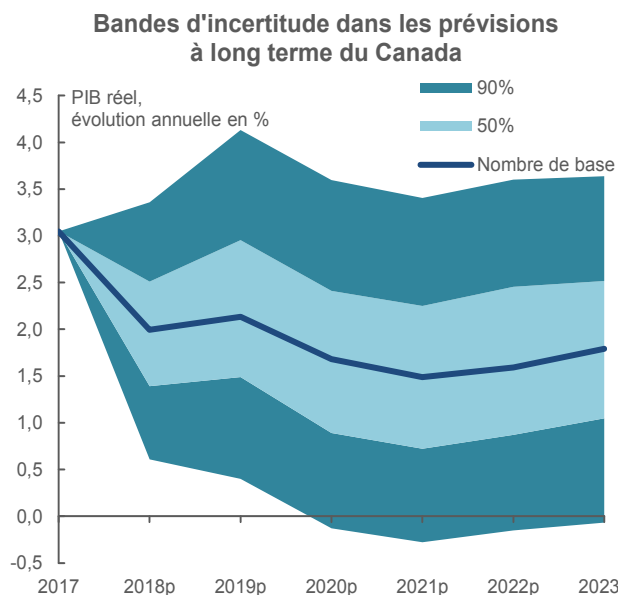
Au Canada, le point d'équilibre de l'inflation et son taux neutre sont identiques à ceux des États-Unis; toutefois, le PIB potentiel devrait progresser un peu plus lentement, à 1,8 %.

### L'INCERTITUDE PLANE SUR NOTRE SCÉNARIO DE BASE

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

- La fourchette relativement vaste de 90 % pour les résultats, qui passent de -0,2 % à 3,5 % en 2020, met en lumière une caractéristique importante de nos prévisions : au-delà de 2020, il y a une plus grande probabilité de croissance léthargique ou négative, compte tenu du ralentissement attendu de la croissance du PIB dans la norme de base pendant cette période. Par conséquent, bien qu'il y ait toujours une probabilité importante de croissance proche de 3 %, il y a aussi un risque accru de récession au-delà de 2020.

**Graphique 5 : Le ralentissement de la croissance au Canada en 2021 rend l'économie vulnérable**



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**Encadré 2 : Le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS)**

Les *Prévisions mondiales* des Études économiques de la Banque Scotia, publiées le 3 juillet 2018, ainsi que les perspectives à long terme exposées dans cette note s'inspirent du MMMBS; il s'agit d'un modèle d'équilibre général estimatif mis au point récemment pour l'économie du Canada, des États-Unis et d'autres pays (y compris l'Europe et les marchés émergents); le MMMBS est comparable aux modèles semi-structurés de la Banque du Canada, mais moins détaillés, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le MMMBS permet au service des Études économiques de la Banque Scotia d'élaborer des perspectives internes cohérentes pour l'économie canadienne et l'économie américaine simultanément, en tenant compte des principaux facteurs macroéconomiques suivants :

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

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

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

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

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

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

Études économiques de la Banque Scotia, [Perspectives mondiales de la Banque Scotia, 3 juillet 2018](#).



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

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

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

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

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

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

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

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

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