

La certitude par temps d'incertitude... pour l'instant

QUELQUES SURPRISES DANS LES FINANCES DU BUDGET FÉDÉRAL CANADIEN

- Essentiellement, la trajectoire budgétaire du gouvernement fédéral du Canada semble répondre aux attentes exprimées au moment où le budget de 2021 a été déposé.
- Dans un environnement dans lequel les marchés réagissent aux actualités du jour, les hypothèses budgétaires se révèlent étonnamment exactes, compte tenu du confinement il y a plus de cinq mois.
- En raison des légères améliorations dans les perspectives économiques, les dépenses déficitaires pourraient être de l'ordre de 145 G\$ dans l'EF 2022; elles ne seront toutefois pas très différentes du déficit de 155 G\$ prévu dans le budget de 2021.
- Le point d'interrogation porte sur les dépenses discrétionnaires : en particulier, la participation au programme de la subvention salariale s'est récemment ralentie, essentiellement parce qu'on le voulait, mais aussi en raison de l'amélioration des perspectives. On pourrait ainsi réaliser des économies budgétaires de l'ordre de 20 G\$.
- Toutefois, puisque le programme d'aide au revenu sera essentiellement épousé à la date prévue pour son expiration cet automne et en raison du spectre des élections, nous supposons, dans notre scénario de base, que les économies ne se matérialiseront pas (en fait, des élections pourraient même faire monter encore les dépenses.)
- Parce qu'il est permis de croire que la Banque du Canada dénouera son programme de rachat d'actifs en obligations du gouvernement du Canada, l'émission de titres de dette de l'État se butera de plus en plus au problème de détermination des prix sur le marché lorsque l'offre nette deviendra positive.
- L'évolution constatée cette semaine est relativement marginale et surtout, elle n'est pas assombrie par la conjoncture mondiale. Il est improbable qu'elle ait une incidence considérable sur les finances fédérales à ce stade; or, la Banque du Canada (comme les autres grandes banques centrales) renoncera, dans les prochains trimestres, à des positions très conciliantes, ce qui devrait faire monter légèrement les rendements.
- On espère que le ministre des Finances du prochain gouvernement s'inspirera de l'exemple du gouverneur de la Banque, en veillant à adapter à la reprise de l'économie les nouveaux plans de dépenses.
- Par ailleurs, cet automne, on devrait assister à une convergence de la politique budgétaire extensive (surtout en tenant compte de l'aide provinciale) qui militera contre le débouclage monétaire alors que l'écart de production se comble rapidement, ce qui pèsera encore plus lourdement sur les taux d'intérêt (graphique 1).

DANSER DANS LA NUIT

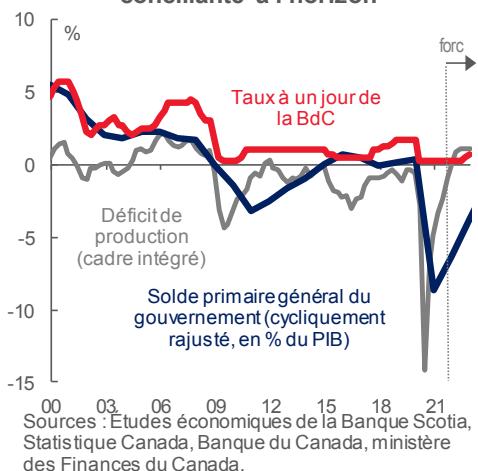
L'économie tourne à plein régime (et bien entendu, la gestion de la pandémie en fait autant), ce qui explique la vigueur du début de la reprise de l'économie du Canada. Dès le début de la pandémie, il n'était pas rare que le gouverneur de la Banque du Canada et le ministre des Finances travaillent à l'unisson, puisqu'ils maniaient tous les leviers stratégiques à leur disposition. On peut dire qu'il s'agissait moins de coordination que d'adopter une approche mobilisant toutes les ressources.

RENSEIGNEMENTS

Rebekah Young, première directrice,
Politiques économiques provinciales et fiscales
416.862.3876
Études économiques de la Banque Scotia
rebekah.young@scotiabank.com

Graphique 1

L'aide budgétaire est appelée à rester conciliante à l'horizon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Banque du Canada, ministère des Finances du Canada.

La coordination devient encore plus complexe à mesure que la reprise progresse et que la conjoncture économique laisse petit à petit entendre qu'il faut lever le pied posé sur l'accélérateur. Cette semaine, la Banque du Canada a de nouveau réduit de 1 G\$ encore par semaine (pour les ramener à 2 G\$ par semaine, ce qui correspond à sa cible) ses rachats d'obligations du gouvernement du Canada, ce qui laisse entendre qu'elle est de plus en plus rassurée par la reprise. Dans son Rapport sur la politique monétaire, la Banque salue prudemment les progrès accomplis du point de vue de l'emploi, tout en remaniant comme il se doit ses prévisions inflationnistes en adoptant un discours généralement positif, qui laisse entendre que les risques baissiers pour les prévisions ont diminué au Canada. (Pour prendre connaissance de l'analyse complète, veuillez cliquer sur [ce lien](#).)

Il devrait s'agir d'une étape charnière — au moins pour les marchés —, puisque l'émission des obligations du gouvernement du Canada dépasse le taux auquel la Banque absorbe ces actifs. En outre, le rythme de l'offre déversé sur les marchés devrait s'accélérer avec le nouveau débouclage, largement attendu, des rachats d'actifs par la Banque à mesure que l'année avance. Toutefois, l'impact net est aussi déterminé par l'offre de titres de l'État. C'est pourquoi il est utile de réexaminer les hypothèses à cet égard.

UN BUDGET QUI A RÉSISTÉ À L'ÉPREUVE DU TEMPS

Dans l'ensemble, le budget fédéral de 2021 donne toujours une ligne de mire raisonnable sur l'orientation des émissions de titres cette année. Même s'il a été déposé il y a près de quatre mois — et qu'il reposait sur les prévisions du secteur privé un autre mois auparavant —, ses hypothèses se vérifient généralement en apportant quelques mises au point. (Cette durée utile est absolument remarquable en temps de pandémie!) Par exemple, le PIB réel devait, selon les projections, s'établir cette année à 5,8 %; à l'heure actuelle, les Études économiques de la Banque Scotia prévoient un résultat marginalement supérieur, à 6,1 %. En outre, l'essentiel du rebond précédent des taux d'intérêt est déjà entré en ligne de compte dans les cours (par exemple, le rendement à 10 ans des obligations du gouvernement du Canada s'établit à 1,5 %, alors que nos prévisions le fixaient à 1,6 % d'ici la fin de l'année).

Les pressions inflationnistes sont plus prononcées que prévu dans le budget de 2021, ce qui aura un certain impact sur les recettes budgétaires. Le déflateur du PIB s'inscrit actuellement en hausse (à 5,1 % selon les Études économiques de la Banque Scotia, avec un risque de révision à la hausse, par rapport à une hypothèse budgétaire de 3,3 %). Un relèvement de la croissance du PIB nominal devrait blinder en quelque sorte les recettes de l'État, ce qui sera toutefois en partie masqué par les dépenses liées à l'inflation ou par le PIB nominal.

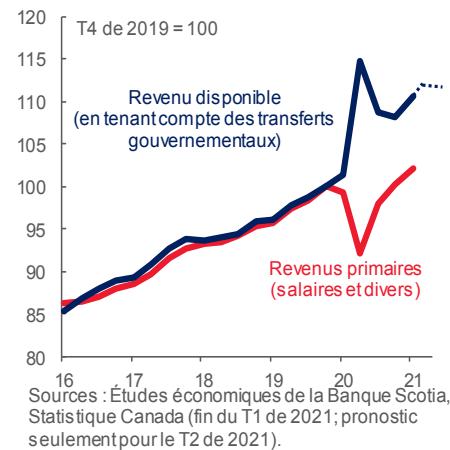
Si la reprise continue de se dérouler au rythme actuellement projeté, ces légères modifications des hypothèses pourraient améliorer marginalement, de l'ordre de 5 G\$ à 10 G\$, le solde du budget. En reprenant les hypothèses du ministère des Finances du Canada sur la sensibilité budgétaire, l'essentiel de cette amélioration s'expliquerait par la hausse des projections de la croissance nominale. La hausse du coût du remboursement de la dette publique en raison du relèvement marginal des taux d'intérêt est essentiellement effacée, de nouveau en reprenant les propres sensibilités budgétaires du ministère des Finances du Canada. (Or, l'impact budgétaire réel est sans doute de l'ordre de quelques milliards de dollars en territoire positif, en tenant compte des incidences actuarielles — essentiellement sur les obligations des régimes de retraite et des prestations.)

SONDER LES PNEUS

Si la multitude des avertissements et des mises en garde est justifiée dans les prévisions de cette reprise, les hypothèses budgétaires du ministère des Finances du Canada paraissent toujours essentiellement appropriées. Dans le plus récent numéro de La revue financière, l'estimation préliminaire du solde du budget de l'EF 2021 indique un « gain » de 40 G\$ sur le déficit de 354 G\$ projeté dans le budget de 2021. Or, les rajustements en fin d'exercice viendront probablement combler l'écart lorsque viendra le temps de déposer à l'automne les Comptes publics, puisque le retard dans l'adoption du projet de loi budgétaire a empêché d'y intégrer certaines mesures.

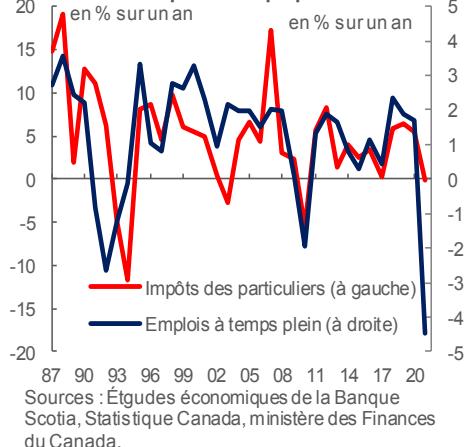
Graphique 2

Les transferts gouvernementaux compensent les pertes de salaire



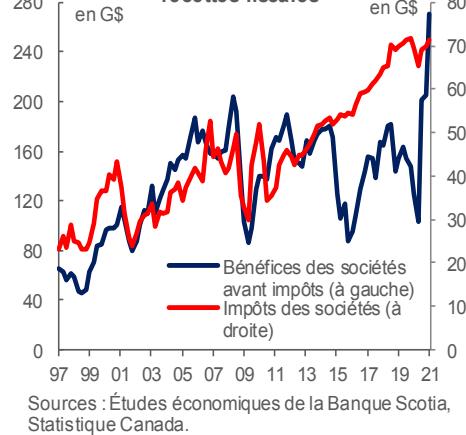
Graphique 3

Les recettes de l'impôt des particuliers évoluent statistiquement en fonction de l'emploi à temps plein



Graphique 4

Le rebond de la rentabilité des entreprises est de bon augure pour les recettes fiscales



Par ailleurs, l'acquis transposé dans l'exercice budgétaire 2022 a essentiellement atteint la cible. Les recettes ressortent à moins de 1 % des projections à 296 G\$, alors que les dépenses s'inscrivent à moins de 3 % à 613 G\$. Il va de soi que le budget décalé a été utile; or, dans une année sans précédent, il ne fait aucun doute qu'il est difficile de projeter les répercussions budgétaires quand les leviers des politiques accusent des distorsions — et sont dans certains cas inversés — au-delà des corrélations.

Surtout, les programmes sociaux extraordinaires offerts aux ménages canadiens ont masqué — et continuent de masquer — les incidences sur l'emploi. Historiquement, les rentrées d'impôts sur le revenu des particuliers suivent de près l'emploi à temps plein. Toutefois, le plongeon des salaires induit par le confinement s'est doublé d'un rebond du revenu disponible. Les généreux transferts gouvernementaux expliquent cette reprise en M pour les ménages (graphique 2). Il n'est guère étonnant que les rentrées d'impôts sur le revenu des particuliers soient à peine passées en territoire négatif l'an dernier même si l'emploi à temps plein s'est inscrit nettement en deçà des niveaux atteints avant la pandémie (graphique 3). À terme, la hausse de 7 % des recettes comptabilisées pour l'EF 2022 par le ministère des Finances du Canada paraît raisonnable à ce stade; or, le potentiel d'une surprise à la hausse importante sera réévalué à mesure que l'année avance.

Les rentrées d'impôts sur le revenu des sociétés pourraient elles aussi renchérir cette année les coffres de l'État. Ces recettes représentent une contribution secondaire (suivie) pour l'ensemble des recettes de l'État fédéral (à 16 %, contre près de 50 % pour l'impôt sur le revenu des particuliers). Avant la pandémie, les rentrées d'impôts sur le revenu des sociétés évoluaient tendanciellement à la hausse, malgré l'effritement de la rentabilité des entreprises (graphique 4). Les bénéfices des sociétés ont bondi après le début de la pandémie : les estimations préliminaires des recettes au titre des rentrées d'impôts sur les revenus des sociétés ont augmenté de 2 % l'an dernier malgré le repli de l'activité économique. Les nouvelles cotisations viennent relever encore les révisions baissières et représenter un solide acquis pour 2021; or, dans l'ensemble, la hausse de 9 % intégrée dans les rentrées d'impôts sur le revenu des sociétés pour l'EF 2022 par le ministère des Finances semble à nouveau constituer une estimation approximative raisonnable à cette étape.

LE POINT D'INTERROGATION (QUI N'EN EST PAS VRAIMENT UN)

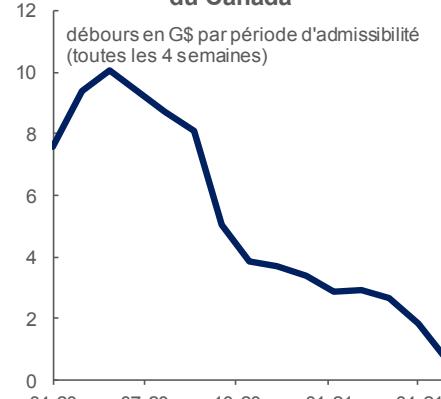
Par contre, les dépenses discrétionnaires comportent un degré d'incertitude financière. Les dépenses temporaires liées à la pandémie — soit environ 76 G\$ -- représentent l'essentiel du déficit projeté de 155 G\$ dans l'EF 2022. Les programmes de subvention salariale et de soutien du revenu représentent à eux seuls 80 % environ de l'aide directe prévue dans le cadre du programme budgétaire du gouvernement fédéral pendant la COVID-19.

Le programme de la subvention salariale pourrait, en théorie, répercuter les économies sur le résultat net. Dans une approche qui consiste à tirer d'abord et à viser plus tard, le programme a subi de multiples révisions et a été prorogé à maintes reprises, alors qu'il a été soumis à un examen attentif pour les débours destinés aux entreprises plus importantes et plus rentables, sans impact évident sur la protection de l'emploi. Au début de juillet, ce programme comptabilisait des débours de l'ordre de 86 G\$ par rapport à des crédits de 110 G\$. Toutefois, les débours ont baissé spectaculairement depuis juin (graphique 5), grâce en partie au déconfinement, mais plus vraisemblablement parce qu'on l'avait prévu, puisque les révisions ont pour effet d'éliminer cette aide (et de masquer des menaces de remboursement discrètes à l'intention des grandes sociétés). Selon une estimation plus exacte, ce programme ainsi que le Programme d'embauche pour la relance du Canada, plus modeste, pourrait représenter des sorties de fonds de 90 G\$ d'ici à ce qu'il arrive à expiration, en septembre 2021, ce qui représenterait des économies de l'ordre de 20 G\$.

Les programmes de soutien du revenu inscrivent un taux de participation élevé et n'offrent probablement pas autant de potentiel du point de vue des économies. La Prestation canadienne de la relance économique (PCRE), qui a pris le relais de la Prestation canadienne d'urgence (PCU) en septembre 2020, a représenté un débours de 22 G\$ par rapport aux crédits de 27 G\$ au début de juillet. Les demandes de prestations ont beaucoup baissé en juin quand

Graphique 5

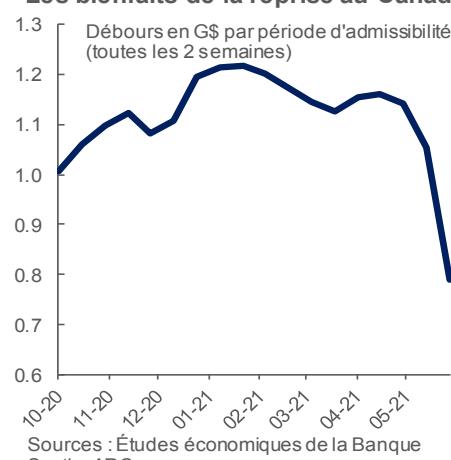
Subvention salariale d'urgence du Canada



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ARC.

Graphique 6

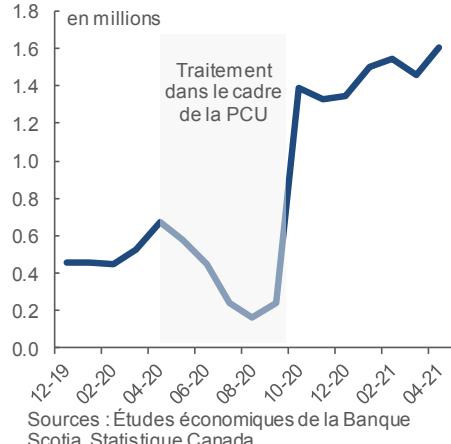
Les bienfaits de la reprise au Canada



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ARC.

Graphique 7

Assurance-emploi : bénéficiaires actifs



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

l'économie des provinces a repris son activité (graphique 6); cette tendance devrait se poursuivre, puisque la conjoncture du marché du travail est appelée à reprendre du mieux d'ici la fin de l'année. Le nombre de bénéficiaires devrait baisser, et la valeur des demandes de prestations devrait elle aussi diminuer, puisque les prestations ont été ramenées de 500 \$ à 300 \$ par semaine en juillet. Il n'empêche que puisqu'il reste encore cinq périodes de débours, ce programme pourrait en théorie apporter des économies plus modestes de 2 G\$ à 4 G\$ d'ici la date à laquelle il devrait arriver à expiration, à la fin de septembre.

Les prestations rehaussées de l'assurance-emploi constituent l'essentiel de l'aide apportée au revenu. Le nombre de bénéficiaires réguliers est toujours aussi élevé (soit 1,8 M de particuliers selon les comptes rendus) au début de juillet et le total des débours s'établit à presque 37 G\$, en tenant compte des autres prestations moindres prévues pour les aidants, les parents et les personnes malades (graphique 7). Il faut comparer ces données à des crédits de l'ordre de 52 G\$ (42 G\$ pour le compte d'exploitation de l'assurance-emploi et 10 G\$ de plus pour les améliorations). Même si l'amélioration de la conjoncture du marché du travail devait conforter l'emploi (le nombre de Canadiens au chômage, à 1,6 million en juin, devrait baisser d'environ deux ou trois cent mille d'ici l'automne), on ne sait pas vraiment, à ce stade, si la courbe des demandes de prestation peut se replier substantiellement dans ce délai. Ces deux programmes d'aide au revenu prévoient un seuil de revenu gagné avant la récupération des prestations; il devrait donc y avoir un effet décalé (ce qui, dans l'ensemble, sous-tend le potentiel de hausse des rentrées d'impôts sur le revenu des particuliers, puisque ces prestations sont imposables). Les ressources budgétaires seront probablement taries quand les améliorations seront résiliées cet automne.

En chiffres nets, le potentiel de hausse des subventions salariales non dépensées est probablement compensé par les pressions qui pèsent sur l'aide au revenu, qui sera essentiellement épuisée quand les programmes arriveront à expiration. Le chômage, même s'il prend du mieux, devrait être aussi élevé — de l'ordre de 7 % cet automne. Et puisque les élections sont imminent, la probabilité d'une prorogation sous une forme ou une autre est grande. La propension à dépenser est un fait acquis, alors que les discours nuancés sur l'emploi pourraient constituer la justification politique des dépenses. Si la manne de la subvention salariale est réaffectée pour étendre simplement l'aide généralisée au revenu, elle ne va pas sans risque. Le jury se prononcera toujours essentiellement si l'aide temporaire au revenu décourage les travailleurs à l'heure où les entreprises peinent à réembaucher des employés alors que la crainte de la pandémie s'apaise.

BEAUCOUP DE BRUIT POUR RIEN?

À ce stade, l'impact du scénario de base sur le solde du budget fédéral n'est pas très différent de ce qu'il était au printemps. Une prévision légèrement rehaussée de la croissance du PIB nominal, grâce à des taux d'intérêt légèrement supérieurs, pourrait rapprocher la trajectoire des dépenses de la somme de 145 G\$ dans l'EF 2022; or, il est encore trop tôt pour se prononcer dans l'exercice financier — sans oublier qu'il s'agit d'une année électorale. Les dépenses discrétionnaires constituent le risque le plus important, puisqu'on s'attend à ce que les excédents budgétaires soient dépensés. Il est encore trop tôt pour sous-peser l'impact des résultats éventuels de l'élection sur la trajectoire budgétaire à ce stade, sauf pour dire qu'il y a un risque considérable de hausse et de baisse, compte tenu des sondages actuels.

Toutefois, puisque la trajectoire budgétaire reste essentiellement inchangée, le programme de rachat d'actifs de la Banque du Canada continue de pivoter. Avant la décision dont fait état son RPM de juillet, la Banque était en voie de racheter 196 G\$ d'obligations du gouvernement du Canada, alors que la Stratégie de gestion de la dette du gouvernement fédéral projetait une émission nette d'obligations de 190 G\$ (après déduction nette du refinancement) cette année. Au début de la reprise, cette symétrie pourrait être justifiée, puisqu'il s'agit de gérer le dysfonctionnement des marchés et les pressions qui pèsent sur le financement d'urgence. Cet impératif est révolu depuis longtemps. Conformément à son mandat de ciblage de l'inflation, la Banque ramène ses rachats à un rythme qui devrait éclipser l'offre. Cette dernière intervention devrait débusquer l'idée fausse selon laquelle les rachats d'actifs de la Banque sont concertés avec l'émission des titres du gouvernement du Canada.

L'offre nette d'obligations du gouvernement du Canada sur les marchés devrait progressivement devenir positive à mesure que l'année avance. Alors que les émissions nettes d'obligations lancées sur les marchés étaient marginalement négatives au premier trimestre (budgétaire) de l'année, puisque la Banque abaisse cette semaine ses rachats, les marchés devraient absorber cette année environ 26 G\$ d'obligations du gouvernement du Canada à défaut de nouvelles réductions, selon Roger Quick de la Banque Scotia. Toutefois, on s'attend généralement à ce que la Banque continue de réduire ses opérations d'assouplissement quantitatif dans ses prochaines réunions. Un parcours ambitieux (par exemple en réduisant les rachats de 1 G\$ encore dans chacune des deux prochaines réunions de politique monétaire) pourrait porter ce chiffre à environ 58 G\$, selon M. Quick.

Hormis les signaux lancés, l'élargissement de l'offre de cette semaine ne devrait pas avoir d'impact sur les marchés. En théorie, la détermination plus traditionnelle des prix par l'entremise des marchés par rapport à l'offre plus forte devrait peser sur les rendements. Or, il est plausible, voire probable, que la demande soit comprimée par les rachats de la Banque, de sorte que les marchés reprendraient la marge de la fourchette inférieure sans répercussions importantes. Le durcissement de la politique de la banque centrale dans un marché dans lequel la relativité compte pourrait aussi exercer une pression sur les rendements; or, un message légèrement moins durci que prévu cette semaine pourrait avoir érodé une partie de cet effet. Ce qui est peut-être plus important, c'est que cette offre est absorbée sur un marché dans lequel les forces mondiales dominent les tendances générales (et la volatilité à court terme). Le discours de la Fed sur le rebond de l'inflation américaine a sans aucun doute fait ombrage à toutes les incidences de la politique au nord de la frontière cette semaine et continuera probablement de le faire dans l'avenir prévisible.

On pourrait faire valoir que les signaux télégraphiés constituent l'effet dominant à ce stade, et non le rajustement même. Les rajustements apportés aux rachats de la Banque (et le discours qui sous-tend ces rajustements) donnent aux marchés des indices sur l'ordre des opérations pour des perspectives plus générales comme le calendrier des hausses de taux qui finiront par se produire. Une sortie plus brusque que prévu des opérations bilancielles pourrait susciter des attentes sur les hausses de taux à terme, en pesant davantage sur l'amont de la courbe en particulier.

Il faudra surveiller des hypothèses importantes lorsque la Banque reculera sur les marchés dans les prochaines réunions. Lorsque la Banque aura ramené à zéro ses rachats nets d'obligations du GdC — ce qui, selon Derek Holt, de la Banque Scotia, pourrait vraisemblablement se produire dans cette année civile —, on ne sait toujours pas comment la Banque gérera son bilan par la suite. Son intention déclarée est de réinvestir dans les titres à échéance pendant une certaine durée; or, on ne sait pas vraiment si elle rachètera plus de titres par la suite. Son portefeuille comprend actuellement 44 % d'obligations du GdC, ce qui est un record (la Fed se rapproche des 30 %); par conséquent, si elle commence à délester beaucoup plus de titres de dette dans son portefeuille, ces opérations pourraient avoir un impact plus important sur les marchés. En outre, la composition de ses interventions dans la courbe pourrait aussi avoir des répercussions — ce que l'équipe des titres à revenu fixe de la Banque Scotia couvre massivement, très fréquemment.

Pour lancer une mise en garde et éviter de s'asseoir sur ses lauriers, le ministre des Finances devrait être moins rassuré en s'en remettant exagérément à un environnement d'intérêts faibles pour nourrir les dépenses financées par emprunt. La pression qui s'exerce sur les taux est appelée à s'accentuer quand la Banque du Canada et les autres banques commenceront à dénouer plus vigoureusement les mesures de conciliation à mesure que la reprise progresse. Cette évolution devrait se dérouler plus tôt que tard si les pressions inflationnistes se révèlent moins transitoires que ce que l'on suppose à l'heure actuelle. Le déficit de production — qui est, il faut le reconnaître, un indicateur imprécis — se referme rapidement : la Banque laisse entendre que ce déficit se comblera à un moment donné au deuxième semestre de 2022, alors que selon les projections des Études économiques de la Banque Scotia, il pourrait le faire plus tôt dans l'année. Une politique budgétaire excessivement généreuse — en particulier des mesures axées sur la demande et destinées à acheter des votes, en plus des décalages inévitables — pourrait jeter de l'huile sur le feu, en obligeant la Banque à adopter un parcours plus ambitieux de consolidation.

La coordination des politiques prend une nouvelle tournure dans cette phase suivante de la reprise. L'approche de la mobilisation de toutes les ressources ne suffit plus. Il y a peu de risques que se reproduise la période qui a suivi la crise financière mondiale, au cours de laquelle l'aide budgétaire a été résiliée prématurément, ce qui a obligé la Banque à garder les taux d'intérêt faibles pendant plus longtemps. Selon toute éventualité, le risque à terme est aujourd'hui inversé. On a déjà prévu plus de 100 G\$ de mesures de stimulation dans les trois prochaines années, puisque l'économie canadienne devrait atteindre ou dépasser son potentiel pendant une bonne partie de cette période. Le calibrage des mesures d'aide à la conjoncture économique est le meilleur moyen de s'assurer que les fonctions monétaires et budgétaires normalement indépendantes fonctionnent de manière à se renforcer de part et d'autre. *Les décideurs devraient au moins se concerter.*

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.