

# Perspectives économiques pour 2008

Warren Jestin 416-866-6136  
[warren\\_jestin@scotiacapital.com](mailto:warren_jestin@scotiacapital.com)

Vincent Delisle 514-287-3628  
[vincent\\_delisle@scotiacapital.com](mailto:vincent_delisle@scotiacapital.com)

Décembre 2007

## L'envol du huard

**Warren Jestin, Premier vice-président et économiste en chef**

L'élan incomparable qu'a connu notre huard au cours des neuf derniers mois traduit à la fois l'extraordinaire volatilité des marchés de change et la vulnérabilité intrinsèque du dollar US aux soubresauts de l'humeur des investisseurs à l'échelle mondiale. Entre le seuil enregistré au début de février et le sommet qu'il a momentanément connu au début de novembre, le dollar canadien s'est apprécié de presque 30 %. La vapeur s'est renversée depuis, mais au début décembre notre huard était toujours en hausse de 17 % par rapport au seuil de février dernier. Durant la même période, l'euro a augmenté de 14 %, le yen s'est bonifié de plus de 10 % et le dollar australien a connu une hausse de 13 %.

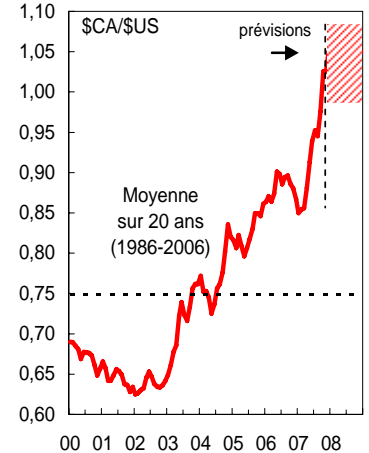
Les fluctuations du taux de change Canada-États-Unis au cours des quatre dernières semaines sont le signe que notre monnaie est allée trop loin, trop vite. Compte tenu de l'extrême volatilité des marchés de change, le dollar canadien pourrait demeurer temporairement sous la parité. Toutefois, si on fait abstraction de ces virevoltes hors de l'ordinaire, on constate que les facteurs économiques fondamentaux demeurent largement en faveur du huard et défavorables à l'égard du billet vert. Dans un tel contexte, nous prévoyons que le taux de change Canada-États-Unis s'établira en moyenne à près de 1,05 \$ au cours de l'année qui vient.

Aux États-Unis, les répercussions du resserrement du crédit découlant de la crise des prêts hypothécaires à risque continueront vraisemblablement de troubler les marchés financiers jusqu'au printemps prochain. Les retombées négatives sur l'activité économique aux États-Unis dureront beaucoup plus longtemps et se feront sentir jusqu'en 2009, l'important recul des ventes et de la construction résidentielles entraînant une retraite des dépenses de consommation. La faiblesse de l'activité économique grugera aussi les marges de profit et la croissance des investissements des entreprises. Une réduction importante des prix devrait freiner l'inflation américaine, permettant ainsi à la Réserve fédérale de retrancher de ses taux d'intérêt un autre trois quarts de point de pourcentage ou plus durant l'hiver. À mesure que l'orientation de la Fed s'éloignera de celle des autres banques centrales, la valeur du dollar US risque de se détériorer encore par rapport aux autres devises.

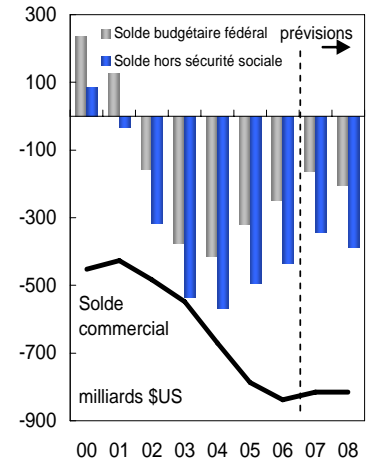
La faiblesse de la demande intérieure aux États-Unis met un frein à la croissance des importations à un moment où la dépréciation de la monnaie et la robustesse des ventes auprès de nations en émergence favorisent des gains à l'exportation de plus de 10 %. Toutefois, les importations dépassant d'environ 70 % les recettes provenant des exportations, il faudrait que celles-ci connaissent un rendement exceptionnel sur une période prolongée pour contrebalancer le déficit de quelque 800 milliards de \$US du commerce des marchandises. Environ 70 % du déficit global est attribuable aux importations d'énergie et au déficit bilatéral avec la Chine; une correction rapide exigerait donc un recul important des prix des produits de base et une maîtrise de la tendance des consommateurs américains à acheter des importations à moindre coût — deux événements improbables à court terme. Comme le déficit commercial doit être financé par des apports importants en capital, le dollar US demeurera vulnérable tant que les démarches d'élimination du déficit seront en retard par rapport aux mesures prises par les investisseurs étrangers inquiets qui font plafonner ou diversifient leurs positions fortement surpondérées en dollars américains.

La hausse remarquable du dollar canadien par rapport à la monnaie américaine découle en partie de l'intérêt renouvelé que suscite le Canada en tant qu'économie riche en ressources dans un monde où celles-ci commencent à se faire rares — un facteur de renforcement de la monnaie qui sera soutenu par la robustesse à long terme des marchés des produits de base. Bien qu'il soit probable que le cours du pétrole descende après la flambée récente et que les prix des métaux industriels fléchissent encore, les prix demeureront à leur plus haut niveau de toute l'histoire et attireront d'autres investissements à grande échelle. Notre double excédent commercial et budgétaire, une politique monétaire plus prudente et la tendance des investisseurs mondiaux à diversifier leurs portefeuilles dans différentes devises et catégories d'actif favorisent également le dollar canadien. Même si, comme nous nous y attendons, une nouvelle tendance de croissance ralentie et d'inflation faible incitera la Banque du Canada à réduire les taux d'intérêt intérieurs d'un autre quart

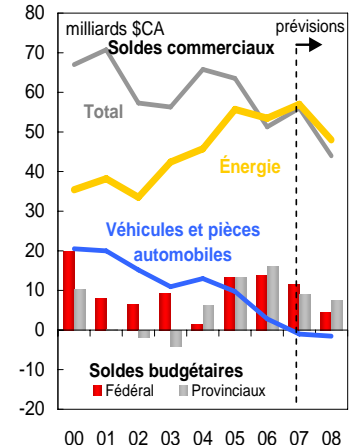
La parité au centre de la nouvelle fourchette du \$CA



Le double déficit aux É.-U. mine le billet vert



Le double excédent du Canada favorise le huard



de point de pourcentage ou plus dans les mois à venir, ces facteurs monétaires fondamentaux favorables devraient maintenir le huard dans les hautes sphères.

Bien que l'enchaînement de l'appréciation de la monnaie et du fléchissement de l'activité aux États-Unis ralentisse la croissance canadienne, nous prévoyons une production accrue de 2,2 % en 2008, appuyée par une résistance supérieure de la demande intérieure. L'expansion accélérée soutenue de la production en Chine et dans d'autres pays émergents stimulera les exportations d'énergie et de métaux industriels. L'accroissement de la production mondiale de biocarburants, combiné au resserrement des stocks mondiaux, favorise les rentrées issues de l'exportation agricole. Prises globalement, les ventes de ces produits de base pourraient compter pour 40 % de nos revenus d'exportation.

Dans l'ensemble, la force des exportations de ressources a largement compensé la faiblesse des ventes de produits fabriqués, ce qui a permis au Canada d'enregistrer un excédent sur marchandises de près de 55 milliards de \$CA cette année. En 2008, cet excédent pourrait être réduit à 45 millions de dollars en raison de la faiblesse de la demande américaine. À plus long terme, toutefois, les ventes à l'étranger seront soutenues par une production accrue des sables bitumineux et par de nouvelles capacités dans des secteurs comme l'exploitation minière visant à produire de la potasse et de l'uranium. Parmi les pays industrialisés, le Canada se démarque grâce à ses importants projets hydroélectriques en cours.

Le secteur manufacturier canadien continuera de faire face à des défis de taille pour s'adapter à l'appréciation du dollar et faire concurrence aux importations d'outremer à faible coût. Néanmoins, même au cœur de la région industrielle du centre du Canada, la faiblesse des exportations et les pertes d'emplois dans le secteur manufacturier ont été atténuées par une croissance solide des secteurs des services et de la construction. À l'échelle nationale, le nombre de nouveaux emplois créés dans le secteur de la construction au cours de la dernière année correspond à peu près au nombre d'emplois perdus dans le secteur manufacturier; la croissance globale de l'emploi au Canada est environ deux fois celle des États-Unis.

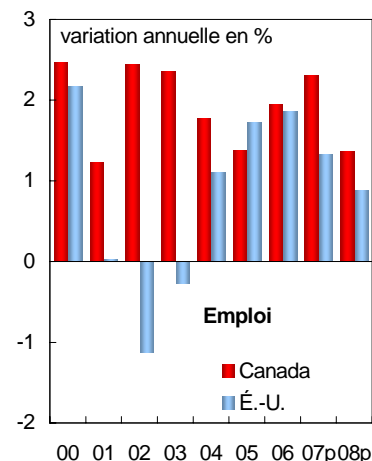
À certains égards importants, le bilan des ménages canadiens est en bien meilleure santé que celui de leurs contreparties américaines. Contrairement aux ménages des États-Unis, qui ont réduit les investissements dans le logement pour financer les dépenses de consommation, les familles canadiennes investissent davantage dans leur logement qu'il y a dix ans. L'augmentation des prêts à des ménages à risque élevé, qui a contribué à stimuler les mises en chantier aux États-Unis et a fini par provoquer la crise hypothécaire que l'on connaît et le resserrement des activités de construction résidentielle, n'a pas eu lieu au Canada. La construction résidentielle ne ralentira pas autant la croissance de notre côté de la frontière.

L'engagement des gouvernements canadiens à l'égard de l'équilibre des budgets et de la réduction de la dette constitue un avantage concurrentiel stratégique et un facteur clé qui protège notre économie des reculs que connaissent les États-Unis. En plus des excédents fédéral et provinciaux totalisant plus de 30 milliards de \$CA l'an dernier, les deux paliers de gouvernement ont mis en œuvre des initiatives de réduction des dépenses et d'allègement fiscal, ce qui stimule davantage l'économie. À elles seules, les réductions de l'impôt fédéral du printemps dernier et de l'automne représentent une somme de presque 8 milliards de \$CA pour l'exercice en cours.

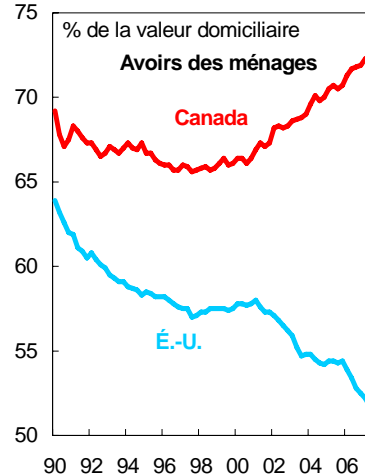
Outre la réduction de l'impôt des particuliers à compter de janvier 2008, la taxe sur les produits et services sera diminuée d'un autre point de pourcentage. Par ailleurs, les mesures d'allègement de l'impôt des entreprises seront grandement améliorées au cours des cinq prochaines années, dans l'espoir d'arriver à imposer le fardeau fiscal le moins important des pays du G7 en ce qui a trait aux investissements des entreprises. Les projets d'investissements ambitieux d'Ottawa et des provinces pour améliorer les infrastructures des transports, de l'éducation et de la santé continueront aussi d'aiguillonner la création d'emplois et d'améliorer le caractère concurrentiel de notre pays. Aux États-Unis, le déficit budgétaire chronique de Washington réduit la marge de manœuvre disponible pour offrir une stimulation. À plus longue échéance, le besoin de financer les obligations des programmes américains de soins de santé et de sécurité sociale entraînera des compressions budgétaires et une structure fiscale vraisemblablement moins concurrentielle.

Compte tenu de tous ces facteurs, la dépréciation du dollar US semble loin d'arriver à son terme. Comme le processus ne se fera probablement pas sans heurt, la forte volatilité jamais vue qui règne sur les marchés monétaires mondiaux risque de persister jusqu'à la fin de la décennie. Du point de vue canadien, les perspectives à brève échéance pour le huard seront tributaires des fluctuations à court terme des marchés des produits de base, et de l'opportunité relative du fléchissement prévu des taux de la Fed américaine et de la Banque du Canada. À plus long terme, la combinaison des facteurs monétaires fondamentaux positifs au Canada et négatifs aux États-Unis laisse présager d'un huard qui demeurera généralement au-dessus de la parité avec le billet vert.

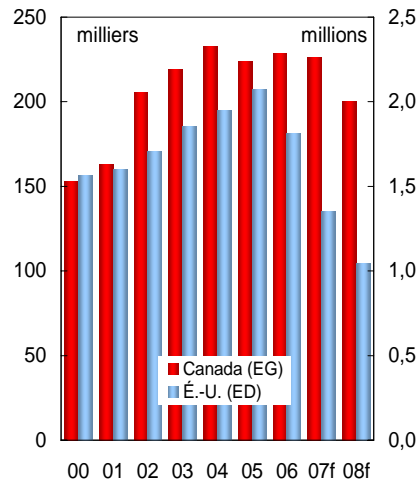
La hausse de l'emploi au Canada...



... et des finances des ménages ...



... favorise la résistance des mises en chantier



## Réévaluation du risque

**Vincent Delisle, Directeur, Stratégie de portefeuille**

La complaisance des marchés a été ébranlée l'été dernier lorsque la crise des prêts hypothécaires à risque élevé a éclaté. La volatilité et l'incertitude ont entraîné une réévaluation massive du risque depuis août 2007, et nous sommes d'avis que la situation se poursuivra l'an prochain. Aux États-Unis, les écarts entre les taux LIBOR pour trois mois et les taux des titres du Trésor américain ont atteint 215 points de base (soit leur plus haut niveau depuis 1987), ce qui traduit l'aversion marquée des marchés pour le risque. La quête de titres de qualité a été bénéfique pour les obligations d'État de qualité supérieure, et les écarts de taux se sont considérablement élargis. À titre d'exemple de l'appétit du marché pour la sécurité, mentionnons que le rendement des titres du Trésor des États-Unis à 10 ans a reculé de 100 points de base pour s'établir à 4,03 % depuis juin 2007, et que les obligations de deux ans offrent un rendement de 3,18 %. Le renversement de la politique monétaire qui a eu lieu cette année (on se rappellera que les banques centrales combattaient toujours l'inflation en août dernier) s'est traduit par une accentuation de la courbe de rendement, et nous prévoyons que les perspectives de croissance aux États-Unis s'amélioreront vers la fin du second trimestre de 2008. En l'absence d'une récession prolongée aux États-Unis, l'inflation pourrait redevenir l'ennemi numéro un d'ici la fin de la décennie.

Le rendement des actions s'est montré hétérogène et extrêmement volatil depuis juillet, et nous prévoyons que les indices se négocieront dans une fourchette très large jusqu'à ce que la Fed cesse de réduire ses taux. Les grandes capitalisations devraient offrir un rendement supérieur dans le contexte de la faible croissance américaine, des réductions des taux d'intérêt et des perspectives peu encourageantes pour les bénéfiques. À notre avis, nous entrons dans une période où les secteurs moins cycliques sont généralement favorisés. En vertu d'un scénario d'atterrissage en douceur aux États-Unis, nous privilégions une combinaison d'investissements dans des secteurs défensifs (or, produits de première nécessité, services publics) et dans des secteurs se trouvant en début de cycle (services financiers, télécommunications). Tant que la tendance des taux d'intérêt sera à la baisse, nous estimons que les secteurs se trouvant en fin de cycle (énergie, exploitation minière) devraient être sous-pondérés. La corrélation positive historique entre les prix des produits de base et les taux d'intérêt indique également un contexte plus difficile pour les ressources en 2008. Selon nos prévisions, les titres américains et européens surpasseront les indices canadiens et émergents en 2008.

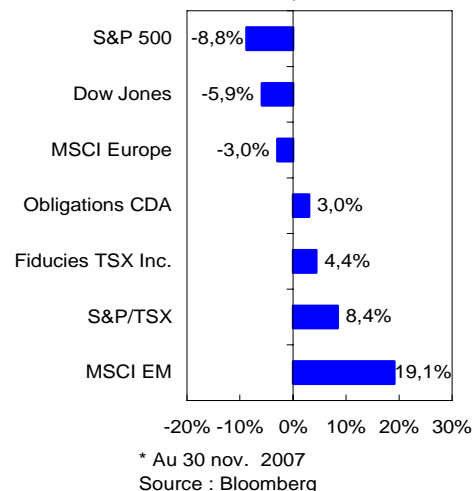
### Assouplissement des taux de la Fed : gains à long terme, volatilité à court terme

Après que la Fed a appliqué une réduction de 50 points de base à son taux d'escompte le 17 août 2007, les marchés boursiers ont initialement sursauté. À la suite du repli de novembre, toutefois, les indices S&P 500 et TSX se sont rapprochés de leur moyenne habituelle lorsque la Fed assouplit ses taux. Bien que le rendement des actions soit généralement positif 18 mois après le début d'un cycle d'assouplissement de la Fed (rendement moyen de +20 % pour S&P 500 et de +16 % pour TSX), les gains ont tendance à être plus modestes au cours des six premiers mois. La courbe de rendement américaine devrait continuer à s'accroître, jusqu'à ce que les investisseurs commencent à déterminer des prix annonçant la fin des compressions de taux. Cela se produit généralement lorsque la croissance de la valeur des actions s'accélère, c.-à-d. lorsque la pente de la courbe atteint son niveau maximal (environ six mois après le début d'un cycle d'assouplissement). Les cycles d'assouplissement de la Fed durent en moyenne 29 mois, et les réductions des taux, en moyenne 17 mois. Durant le cycle d'assouplissement le plus long (1989-1992), la Fed a réduit les taux 23 fois en 40 mois, les faisant passer de 9,75 % à 3,00 %. L'épisode d'assouplissement le plus court a duré trois mois (-75 pb), à l'automne 1998.

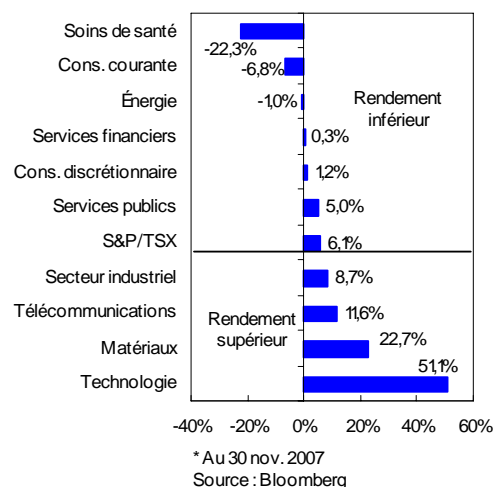
### Lentement mais sûrement

La volatilité extrême qu'ont connu les marchés au deuxième semestre de 2007 devrait se prolonger jusqu'au début de 2008; nous prévoyons que les indices nord-américains se tiendront dans une fourchette très large (13000-14500 pour le TSX; 1400-1575 pour le S&P500). À notre avis, les hausses seront temporaires jusqu'à ce que les perspectives de bénéfices s'améliorent, et doivent donc être considérées comme des occasions d'intégrer des titres défensifs aux portefeuilles.

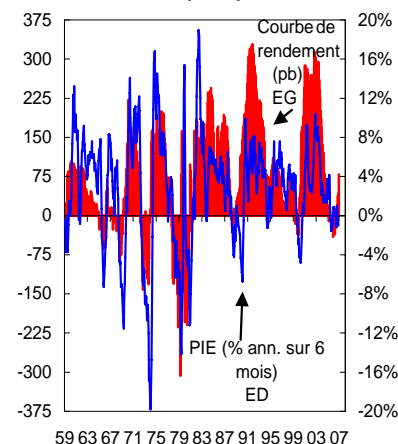
Rendement des marchés à ce jour en 2007 (\$CA; rendement total)



Rendement sectoriel S&P/TSX : 2007 cum. (%)



Courbe de rendement américaine et principaux indicateurs



\* Courbe de rendement américaine fondée sur le rendement sur dix ans moins le rendement sur un an (pb) Source : Bloomberg

Les bénéfiques et les actions accuseront un retard de 18 mois sur la courbe de rendement. D'après la relation historique entre la courbe de rendement américaine et le taux de croissance des bénéfiques déclarés pour l'indice S&P 500, les bénéfiques pourraient atteindre leur plus bas niveau l'an prochain, avant de commencer à remonter au premier trimestre de 2009. Les courbes inversées se sont pratiquement toujours traduites par un recul des bénéfiques; il reste à voir si ce cycle sera comparable à celui de 1997-1998 (stagnation des BPA sur 12 mois) ou s'il sera assorti d'un déclin en bonne et due forme.

Si on examine d'encre plus près la relation entre la courbe de rendement, les bénéfiques et le rendement des actions, on constate que l'indice S&P 500 atteint un seuil neuf mois avant les profits. Compte tenu de la variation importante du rendement enregistrée depuis août 2007, nous prévoyons que l'indice S&P 500 atteindra un creux en mars ou avril 2008, soit neuf mois avant les bénéfiques.

**Les bénéfiques en 2008 selon Scotia**

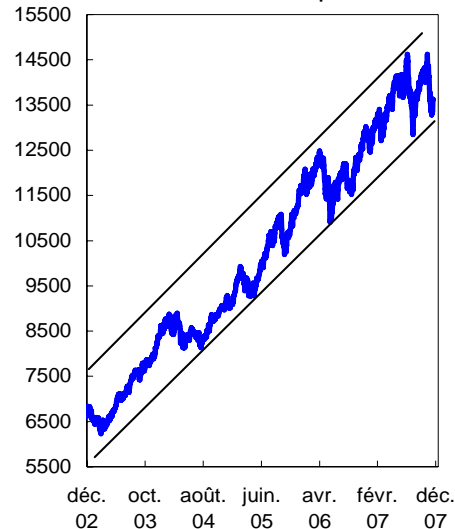
D'après nos hypothèses pour 2008, les bénéfiques S&P/TSX devraient croître de 3 % pour atteindre 840 \$ (comparativement à 815 \$ en 2007), et les bénéfiques du S&P 500 devraient augmenter de 5 % pour s'établir à 95 \$US (comparativement à 90 \$US en 2007). Si on étend la période visée par les prévisions jusqu'en décembre 2008, nos cibles sont fixées à 14500 pour l'indice TSX (17 fois le ratio cours-bénéfice futur) et 1575 pour l'indice S&P 500 (16,5 fois le ratio cours-bénéfice futur). Selon les cours à la fermeture au 30 novembre, nos prévisions concernant le rendement total en 2008 s'établissent à 8 % pour les indices S&P/TSX et S&P 500. Nous prévoyons une croissance des BPA inférieure à 5 %, ainsi qu'un accroissement des multiples d'évaluation qui redonneront du souffle aux marchés boursiers en 2008.

**Composition de l'actif**

Nous ne modifions pas notre recommandation concernant la composition de l'actif : surpondération de +5 % des actions, surpondération de +5 % des liquidités et sous-pondération de -10 % des obligations. Selon nos cibles et le scénario des taux d'intérêt établi par Études économiques Scotia, nous prévoyons pour 2008 des rendements totaux de 8 % pour les actions, de 4 % pour les liquidités et de 2 % pour les obligations.

À ce jour, le rendement des actions (TSX +5,9 %) est supérieur à celui des obligations (3 %) au Canada. Aux États-Unis, le rendement des actions est positif, mais est inférieur à l'indice JP Morgan des obligations d'État américaines (+9,3 %), ce qui constitue la première situation difficile pour les actions depuis 2002. Les obligations pourraient procurer un rendement supérieur durant la première moitié de 2008, mais nous demeurons confiants à l'égard du biais envers les actions adopté pour la composition de notre actif. Si la Fed cesse de diminuer ses taux au printemps 2008 (trois autres réductions de 25 pb), notre prochaine intervention consistera à augmenter la pondération des actions et à réduire celle des liquidités. Si les États-Unis entrent en récession, toutefois, le cycle d'assouplissement durera plus longtemps et nous envisagerons alors d'augmenter notre exposition aux obligations. La détérioration du marché de l'emploi constituera l'indice d'une telle récession; nous surveillerons donc de près la situation au cours des prochains mois.

L'indice S&P/TSX au bas de son échelle sur cinq ans



Source : Bloomberg

Répartition sectorielle proposée par Scotia Capitaux

| Secteur   | Recommandation de Scotia Capitaux |
|---|-----------------------------------|
| <b>Titres défensifs et tributaires des taux d'intérêt</b> |                                   |
| Services financiers                                       | Surpondération                    |
| Télécommunications  | Surpondération                    |
| Services publics  | Pondération neutre                |
| Soins de santé  | Sous-pondération                  |
| <b>Ressources</b>   |                                   |
| Énergie   | Sous-pondération                  |
| Matériaux   | Pondération neutre                |
| <b>Titres tributaires de l'économie</b>                   |                                   |
| Secteur industriel  | Surpondération                    |
| Technologie de l'information                              | Surpondération                    |
| <b>Consommation</b>                                       |                                   |
| Consommation courante                                     | Pondération neutre                |
| Consommation discrétionnaire                              | Sous-pondération                  |

Source : Scotia Capitaux

## Perspectives économiques - 2007-2008

|   | 2005  | 2006  | 2007p | 2008p |
|---|-------|-------|-------|-------|
| ----- (moyenne annuelle) -----  |       |       |       |       |
| <b>Rendement économique</b>   |       |       |       |       |
| <b>PIB réel (variation en %)</b>  |       |       |       |       |
| Canada  | 3,1   | 2,8   | 2,6   | 2,2   |
| États-Unis  | 3,1   | 2,9   | 2,2   | 1,9   |
| Zone euro   | 1,5   | 2,9   | 2,5   | 2,0   |
| Japon   | 1,9   | 2,2   | 1,8   | 1,6   |
| Chine   | 10,4  | 11,1  | 11,5  | 10,5  |
| <b>Prix à la consommation (variation en %)</b>  |       |       |       |       |
| Canada  | 2,2   | 2,0   | 2,2   | 1,7   |
| États-Unis  | 3,4   | 3,2   | 2,8   | 2,5   |
| Zone euro   | 2,2   | 1,9   | 2,8   | 1,6   |
| Japon   | -0,1  | 0,3   | 0,1   | 0,3   |
| Chine   | 1,6   | 2,8   | 5,0   | 3,5   |
| ----- (fin de période, %) -----   |       |       |       |       |
| <b>Marchés</b>  |       |       |       |       |
| <b>Courbe de rendement - Canada</b>   |       |       |       |       |
| Taux cible à un jour - Banque du Canada   | 3,25  | 4,25  | 4,25  | 4,00  |
| Obligations canadiennes - 2 ans   | 3,86  | 4,03  | 3,30  | 3,90  |
| Obligations canadiennes - 10 ans  | 3,98  | 4,09  | 3,80  | 4,30  |
| <b>Courbe de rendement - États-Unis</b>   |       |       |       |       |
| Taux cible des fonds fédéraux   | 4,25  | 5,25  | 4,25  | 3,50  |
| Bons du Trésor - 2 ans  | 4,40  | 4,81  | 2,80  | 3,70  |
| Bons du Trésor - 10 ans   | 4,39  | 4,70  | 3,80  | 4,40  |
| <b>Taux de change</b>   |       |       |       |       |
| Dollar canadien (\$CA/\$US)   | 86,2  | 85,8  | 1,02  | 1,05  |
| Yen (\$US/¥)  | 118   | 119   | 1,08  | 1,03  |
| Euro (€/\$US)   | 1,18  | 1,32  | 1,49  | 1,48  |
| Livre sterling (£/\$US)   | 1,72  | 1,96  | 2,07  | 2,04  |
| <b>Actions*</b>   |       |       |       |       |
| S&P/TSX*  | 11272 | 12908 |       | 14500 |
| BPA*  | 603   | 750   | 815   | 840   |
| S&P 500*  | 1248  | 1418  |       | 1575  |
| BPA*  | 76,44 | 87,71 | 90,00 | 95,00 |
| ----- (prix moyen) -----  |       |       |       |       |
| Pétrole WTI (\$US le baril)   | 56,56 | 66,22 | 72,50 | 86,00 |
| Gaz naturel Nymex (\$US le mmbtu)   | 9,00  | 6,99  | 7,15  | 6,95  |
| Cuivre (\$US la livre) <i>Métaux de base à Londres</i>  | 1,67  | 3,05  | 3,30  | 2,95  |
| Aluminium (\$US la livre) <i>Métaux de base à Londres</i>   | 0,86  | 1,17  | 1,19  | 1,05  |
| Or (\$US l'once) <i>Prix à Londres en après-midi</i>  | 445   | 604   | 811   | 850   |
| p : prévisions (Études économiques Scotia, 4 décembre 2007)   |       |       |       |       |
| Source : Études économiques Scotia, Statistique Canada, U.S. Department of Commerce, U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg |       |       |       |       |
| * Source : Scotia Capitaux, CPMS, S&P   |       |       |       |       |

Le présent document est préparé par Études économiques Scotia, comme ressource pour les clients de la Banque Scotia et de Scotia Capitaux. Bien que les données présentées ici proviennent de sources présumées fiables, la Banque Scotia ou Scotia Capitaux Inc. ainsi que leurs employés se dégagent de toute responsabilité quant à l'exactitude des renseignements, des analyses et des prévisions qui sont exposés.

Le présent document a été préparé par SCOTIA CAPITAUX INC. Les opinions, estimations et projections qu'il contient ont été établies à l'interne à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. L'information et les opinions présentées ont été obtenues ou formulées à partir de données provenant de sources considérées comme fiables, mais aucune garantie expresse ou implicite n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Scotia Capitaux et (ou) ses sociétés affiliées ne peuvent être tenues responsables de quelque manière que ce soit de toute perte découlant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, qui ne constituent pas et ne doivent pas être considérés comme constituant une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières et (ou) de contrats à terme sur produits de base. Scotia Capitaux Inc., ses sociétés affiliées et (ou) ses cadres, administrateurs et employés peuvent, de temps à autre, acquérir, détenir ou vendre à titre de mandant ou de mandataire des titres, des marchandises et (ou) des contrats à terme de marchandises mentionnés dans le présent document. Scotia Capitaux Inc. et (ou) ses sociétés affiliées peuvent avoir joué le rôle de conseiller financier et (ou) de preneur ferme pour certaines des sociétés mentionnées dans les présentes et peuvent avoir reçu ou recevoir une rémunération en échange de leurs services. Les résultats de recherche et tous les renseignements, opinions et conclusions exposés dans les présentes sont protégés par les droits d'auteur. Le présent document ne peut pas être reproduit en tout ou en partie ni cité de quelque manière que ce soit, et l'information, les opinions et les conclusions qu'il contient ne peuvent pas être citées sans le consentement écrit préalable et explicite de Scotia Capitaux, pour chaque cas. SCI est agréée et régie par The Financial Services Authority. Résidents américains : Scotia Capital (USA) Inc., filiale en propriété exclusive de Scotia Capitaux Inc., accepte la responsabilité du contenu du présent document, sous réserve des conditions et restrictions énoncées ci-dessus. Toute personne résidant aux États-Unis qui souhaite obtenir de plus amples renseignements ou effectuer des opérations sur n'importe lequel des titres mentionnés dans le présent document peut communiquer avec Scotia Capital (USA) Inc. au 212-225-6500.