

Sommaire

Par Stéfane Marion et Kyle Dahms

- La reprise du billet vert rencontre une certaine résistance, les marchés anticipant un contexte conjoncturel moins favorable et la perspective d'un nouvel assouplissement monétaire de la Fed. Nous pensons que le marasme actuel s'explique en grande partie par la plus longue fermeture des services fédéraux jamais enregistrée, qui a finalement pris fin après 43 jours et devrait peser d'environ 1,5 point de pourcentage sur la croissance du PIB au quatrième trimestre. Toutefois, une grande partie de cette perte de production devrait être récupérée au premier trimestre 2026. Les conditions financières étant clairement favorables à la croissance, les anticipations d'une baisse de 100 points de base des taux de la Fed d'ici fin 2026 semblent difficiles à justifier. L'évolution des anticipations suggère que le dollar américain pourrait terminer l'année en légère hausse.
- La récente appréciation du dollar canadien reflète un contexte cyclique qui semble moins sombre. Le marché du travail s'est révélé plus résistant que prévu, malgré les risques persistants liés aux tensions commerciales actuelles. Cette résilience, combinée à un soutien budgétaire substantiel, suggère que le cycle d'assouplissement de la Banque du Canada pourrait avoir atteint son terme. Le 4 novembre, Ottawa a présenté un budget prévoyant un déficit de 78 milliards de dollars (2,5 % du PIB) pour 2025-2026. À notre avis, ce budget offre un cadre cohérent pour remédier au problème chronique de sous-investissement au Canada en s'attaquant à la lenteur des procédures d'autorisation, à la complexité fiscale et à la faiblesse de la formation de capital, tout en signalant une position plus pragmatique à l'égard des énergies conventionnelles dans le cadre de la stratégie industrielle nationale. Nous continuons de penser que les entrées nettes d'IDE soutiendront le dollar canadien en 2026. Néanmoins, la reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et le Canada, actuellement suspendues, sera essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et préserver la dynamique haussière de la devise.
- L'euro s'est légèrement affaibli au cours du mois dernier, car le sentiment d'aversion au risque et l'appréciation du dollar américain qui en a résulté ont pesé sur les principales devises. La monnaie unique s'est depuis stabilisée près du niveau de 1,16, soutenue en partie par la politique monétaire stable de la BCE. Les tensions commerciales étant dans l'impasse, les fondamentaux et les changements de politique monétaire devraient dominer la dynamique euro-dollar dans les mois à venir. Dans l'ensemble, nous maintenons notre penchant pour un euro plus fort à l'approche de l'année prochaine.

FBN Perspectives sur les devises

Devises		Actuel		Prévisions		
		14 novembre, 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026
Dollar Canadien	(USD / CAD)	1.40	1.42	1.39	1.37	1.35
Dollar É-U	(CAD / USD)	0.71	0.71	0.72	0.73	0.74
Euro	(EUR / USD)	1.16	1.17	1.18	1.19	1.20
Yen Japonais	(USD / JPY)	155	152	148	145	142
Dollar Australien	(AUD / USD)	0.65	0.64	0.66	0.67	0.68
Livre Sterling	(GBP / USD)	1.32	1.32	1.34	1.35	1.36
Yuan Chinois	(USD / CNY)	7.10	7.14	7.12	7.10	7.05
Peso Mexicain	(USD / MXN)	18.3	18.7	18.6	18.5	18.2
Dollar américain pondéré avec les échanges⁽¹⁾		120.1	120.6	119.2	118.2	116.8

1) Federal Reserve Broad Index (26 devises)

Devises croisées avec le dollar Canadien

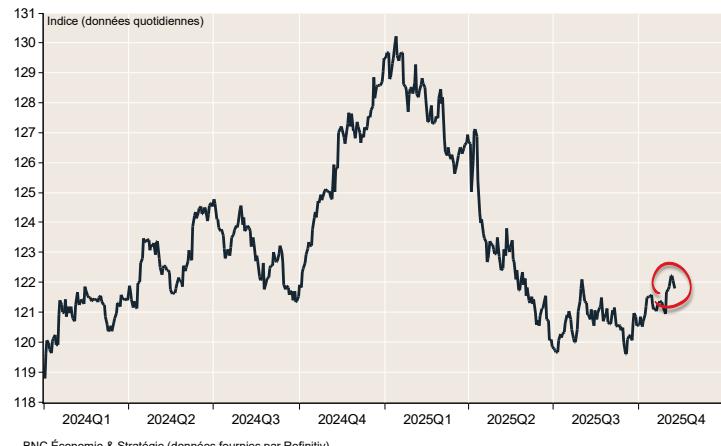
Devises		Actuel		Prévisions		
		14 novembre, 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026
Euro	(EUR / CAD)	1.63	1.65	1.64	1.63	1.62
Yen Japonais	(CAD / JPY)	110	107	106	106	105
Dollar Australien	(AUD / CAD)	0.92	0.91	0.92	0.92	0.92
Livre Sterling	(GBP / CAD)	1.85	1.87	1.86	1.85	1.84
Yuan Chinois	(CAD / CNY)	5.06	5.05	5.12	5.18	5.22
Peso Mexicain	(CAD / MXN)	13.1	13.2	13.4	13.5	13.5

USD : le rebond rencontre une résistance

Après avoir atteint son plus bas niveau de l'année le 17 septembre, le dollar américain a regagné environ 2 % par rapport à un panier de 24 devises et montre désormais les premiers signes d'une stabilisation (graphique).

USD: Le rebond rencontre une résistance

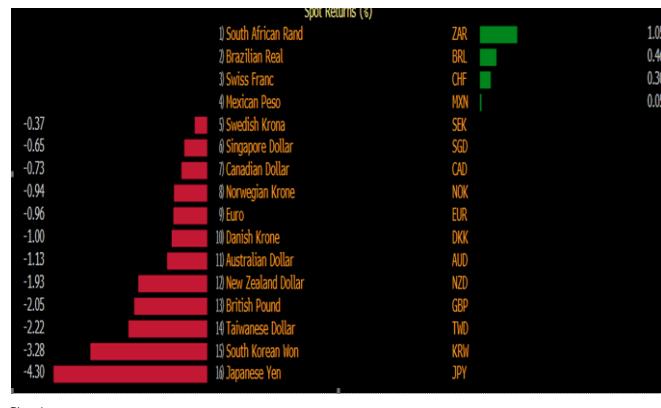
Indice large du dollar américain (par rapport à un panier de 24 devises)



Le rebond du dollar américain rencontrant désormais une résistance, quelques devises majeures, dont le ZAR, le BRL, le CHF et le MXN, sont déjà en territoire positif par rapport au billet vert au quatrième trimestre (graphique).

USD: La vigueur généralisée commence à s'atténuer

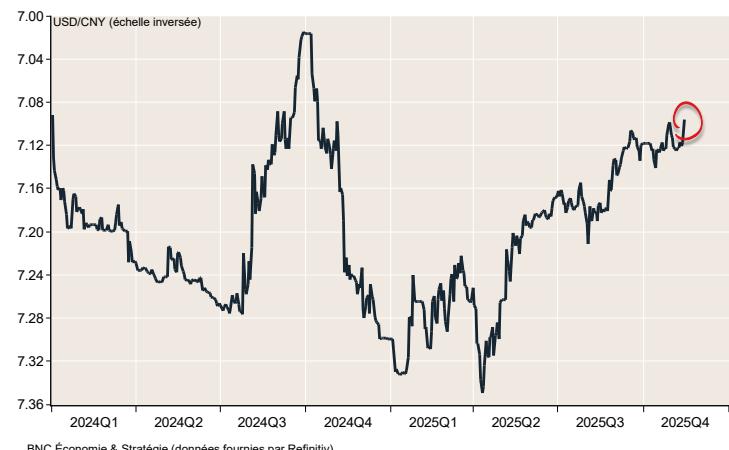
Rendements au comptant depuis le début du mois par rapport à l'USD pour les principales devises (au 14 nov 2025)



La devise chinoise, qui représente 11,2% de l'indice du dollar américain (la quatrième pondération après l'EUR (21%), le MXN (14,7%) et le CAD (13,8%)), a clairement été la grande gagnante ces dernières semaines. Le USD/CNY s'est renforcé pour atteindre son plus haut niveau en plus d'un an à la suite de l'apaisement récent des tensions commerciales entre Washington et Pékin (graphique).

CNY: Le plus fort depuis un an face à l'USD

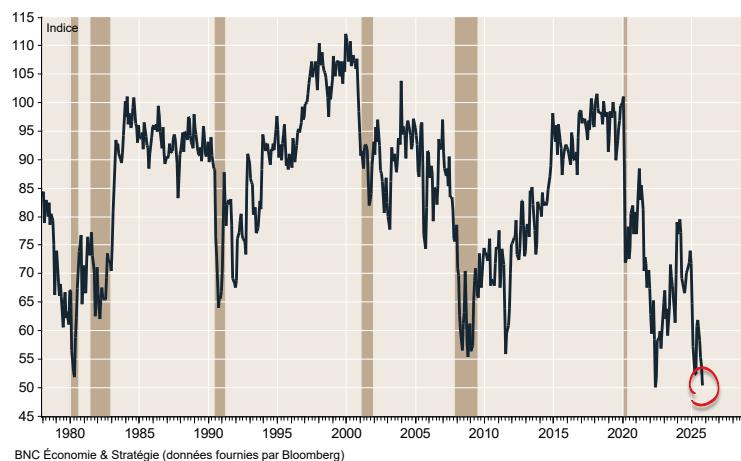
Indice large du dollar américain (par rapport à un panier de 24 devises)



Le billet vert est sous pression alors les marchés anticipent un contexte conjoncturel plus faible et la perspective d'un nouvel assouplissement de la Fed. Ajoutant à la tendance baissière, l'indice de confiance de l'Université du Michigan a chuté en novembre à son deuxième plus bas niveau jamais enregistré (graphique).

É-U: La confiance des consommateurs près de son bas historique

Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan



Nous pensons que le malaise actuel est largement lié à la plus longue fermeture des services fédéraux jamais enregistrée, qui a finalement pris fin après 43 jours. Selon les estimations du Congressional Budget Office, cette fermeture pourrait réduire d'environ 1,5 point de pourcentage la croissance annualisée du quatrième trimestre. Ce ralentissement reflète non seulement la baisse des dépenses publiques, mais aussi la réduction de la consommation des 650 000 employés fédéraux qui ont été mis en congé sans solde.

Toutefois, une grande partie de la production perdue devrait être récupérée au premier trimestre 2026. La reprise post-fermeture pourrait être amplifiée par plusieurs facteurs supplémentaires, notamment une politique budgétaire plus expansionniste que prévu après l'adoption du One Big Beautiful Bill (OBBB) en juillet dernier. En outre, une grande incertitude subsiste quant à l'impact inflationniste des droits de douane imposés par Washington, qui n'ont pas encore été pleinement collectés. Ces facteurs contribuent à expliquer pourquoi la Réserve fédérale a adopté des indications prudentes et non engagées à la suite de sa baisse de taux du 29 octobre, qui a ramené le taux des fonds fédéraux à 4 %. Cela explique également la réaction inhabituelle de la courbe des taux : le rendement des bons du Trésor à 30 ans est supérieur d'environ 80 points de base malgré

l'assouplissement de 125 points de base opéré par la Fed depuis le début des baisses de taux à la fin de l'année dernière (graphique).

É-U: Une courbe des taux atypique

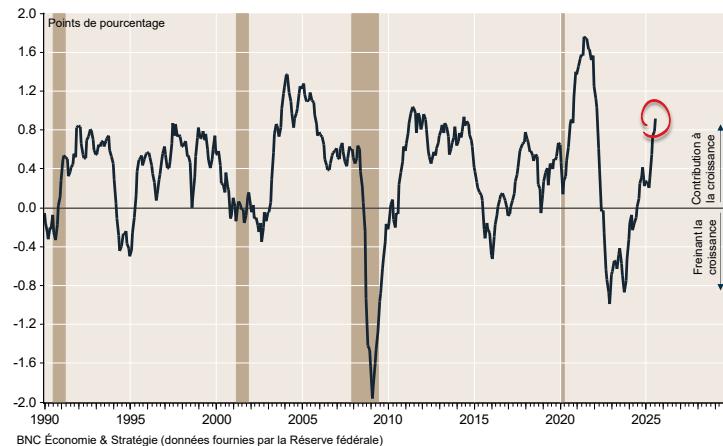
Taux des fonds fédéraux (limite supérieure) et rendement des obligations à 30 ans



Selon l'indice des conditions financières de Goldman Sachs, les conditions sont actuellement les plus accommodantes depuis trois ans et demi. Si l'on exclut la période de pandémie, elles n'ont été plus souples que deux fois depuis le début de la série en 1990 : brièvement au début de 2018 et pendant la majeure partie de 1999 (graphique).

É-U: L'assouplissement des conditions financières stimule la croissance

Contribution des conditions financières à la croissance du PIB au cours des 12 prochains mois



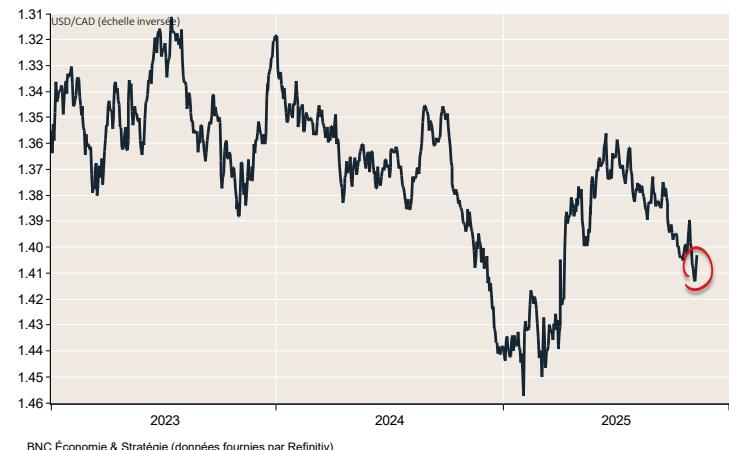
Dans ce contexte, les anticipations d'une baisse de 100 points de base des taux de la Fed d'ici fin 2026 semblent difficiles à justifier. Nous anticipons une légère fermeté du dollar américain sur le reste du quatrième trimestre, sous l'effet des pressions inflationnistes persistantes et d'un environnement de risque plus prudent. Mais ce soutien pourrait être temporaire : d'ici 2026, l'augmentation de l'offre de bons du Trésor et la baisse de la demande officielle étrangère plaident en faveur d'une nouvelle dépréciation du dollar américain.

CAD : le budget d'Ottawa est favorable

Après avoir dépassé 1,41 le 6 novembre, le taux de change USD/CAD a depuis perdu deux cents, se consolidant près de la barre des 1,40 (voir graphique, échelle inversée).

CAD: Le dollar canadien a-t-il trouvé son altitude de croisière ?

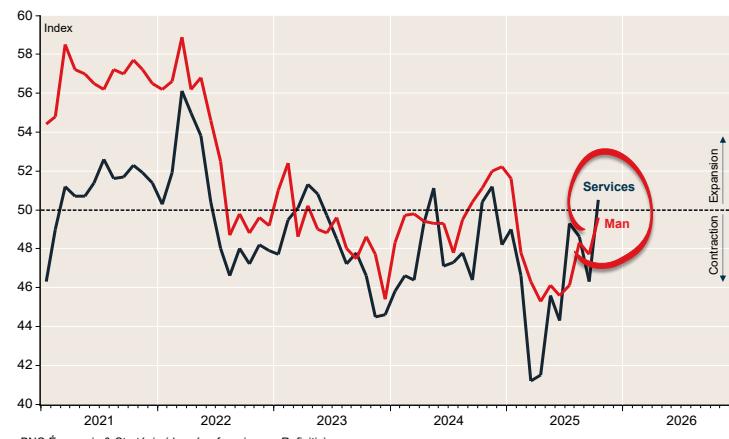
Dollars canadiens par dollar américain



La récente appréciation du dollar canadien reflète un contexte cyclique qui semble moins sombre. Selon S&P Global, le secteur des services canadien a renoué avec la croissance en octobre, l'indice PMI passant à 50,5, son premier niveau expansionniste depuis 2025 et un rebond marqué par rapport au niveau contractuel de septembre. L'indice PMI manufacturier s'est également amélioré, grimpant à 49,6 et signalant la détérioration la plus modérée des conditions d'exploitation au cours des neuf derniers mois de ralentissement. Ensemble, ces chiffres suggèrent que l'économie canadienne continue de croître, bien que modestement (voir graphique).

Canada: Moins de morosité, mais pas de boom

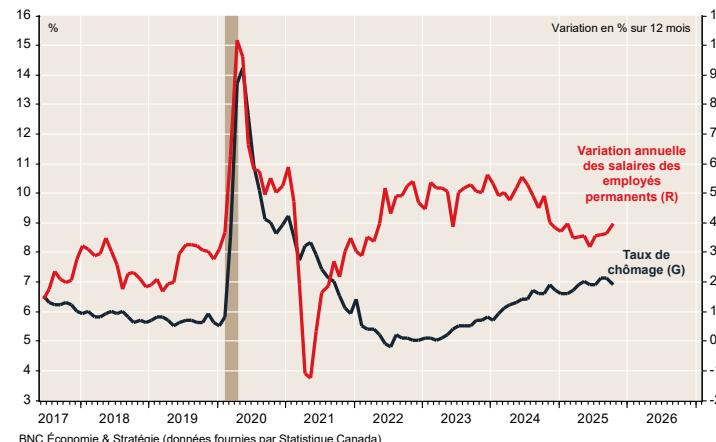
Indice PMI S&P Global Market pour les services et l'industrie manufacturière (Man)



L'amélioration de la dynamique économique en octobre a également été confirmée par le dernier rapport sur l'emploi, qui a fait état d'une augmentation de plus de 66 000 emplois au cours du mois. Si la plupart des gains ont été enregistrés dans les emplois à temps partiel, la baisse de 19 000 emplois à temps plein fait suite à une forte augmentation de 106 000 emplois le mois précédent et n'est donc pas particulièrement préoccupante. Le taux de chômage a donc baissé de 0,2 point de pourcentage, ce qui coïncide avec une accélération de la croissance des salaires. Les gains horaires des employés permanents ont augmenté de 0,8% d'un mois à l'autre sur une base désaisonnalisée, ce qui porte la croissance annuelle des salaires à 4,0%, soit le taux le plus élevé en huit mois (voir graphique).

Canada: Baisse du taux de chômage et hausse des salaires en octobre

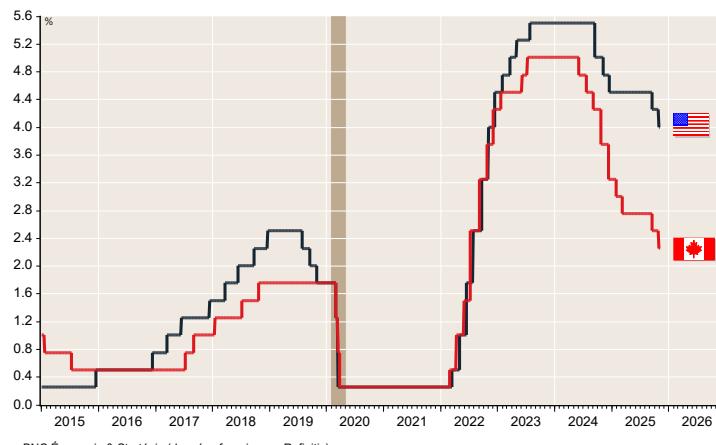
Taux de chômage et variation annuelle des salaires des employés permanents



Dans l'ensemble, le marché du travail reste plus résilient que prévu, malgré les risques persistants liés aux tensions commerciales actuelles. Cette résilience suggère que le cycle d'assouplissement monétaire de la Banque du Canada pourrait avoir atteint son terme. En octobre, la Banque a procédé à une neuvième baisse consécutive des taux, ramenant le taux au jour le jour à 2,25%. Ce niveau est désormais inférieur de 275 points de base à son sommet d'avant l'assouplissement, soit effectivement à la limite inférieure de la fourchette neutre estimée par la Banque (2,25%-3,25%).

Canada: La BdC indique la fin probable des baisses de taux

Taux directeur des banques centrales : Canada vs États-Unis



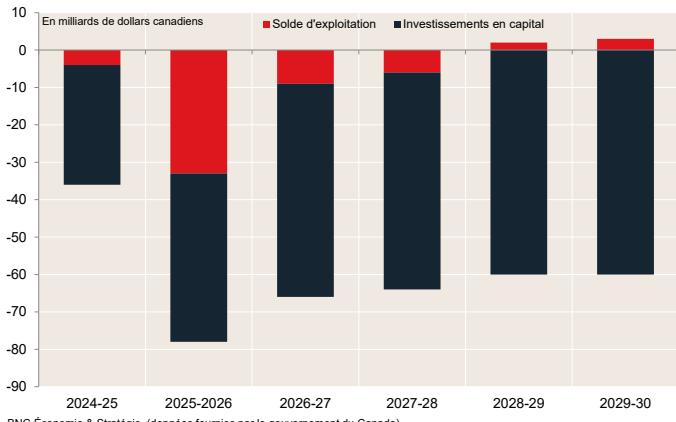
La Banque estime désormais que le taux directeur est « à peu près au bon niveau » pour soutenir l'économie dans sa «transition structurelle» en cours. En d'autres termes, si les perspectives de la Banque du Canada se concrétisent comme prévu, la décision prise en octobre marque probablement la fin du cycle d'assouplissement. Nos stratégies en titres à revenu fixe considèrent ce scénario comme raisonnable, surtout compte tenu du soutien supplémentaire attendu de la politique budgétaire (voir [ici](#)).

Le 4 novembre, Ottawa a présenté un budget prévoyant un déficit de 78 milliards de dollars (2,5 % du PIB) pour 2025-2026, soit près du double des estimations précédentes, et 155 milliards de dollars supplémentaires d'emprunts sur six ans, alors même qu'il vise une réduction progressive du ratio déficit/PIB à 1,5 % d'ici 2029-2030 (voir [ici](#)). Malgré des déficits plus importants que prévu, les besoins d'emprunt pour 2025-2026 restent stables et la situation budgétaire du Canada continue de se comparer favorablement à celle des autres pays de l'OCDE. Plus important encore, le budget 2025 marque un changement structurel dans la stratégie d'investissement du pays, qui

met davantage l'accent sur l'efficacité réglementaire, l'amélioration de la compétitivité fiscale et les initiatives majeures dans les domaines de l'IA, du logement, des infrastructures et de la défense. Ensemble, ces mesures visent à catalyser plus de 1 000 milliards de dollars d'investissements publics-privés, à stimuler la croissance potentielle du PIB et à ramener le solde d'exploitation à un excédent dans un délai de trois ans (voir graphique).

Canada: Le budget prévoit un retour rapide à l'équilibre (opérationnel)

Équilibre opérationnel et dépenses en capital



Nous pensons que le dernier budget fédéral présente un cadre cohérent pour remédier au problème chronique de sous-investissement du Canada en s'attaquant à la lenteur des procédures d'autorisation, à la complexité fiscale et à la faiblesse de la formation de capital, tout en signalant une position plus pragmatique à l'égard des énergies conventionnelles dans le cadre de la stratégie industrielle nationale. Cela dit, l'investissabilité dépendra de la mise en œuvre, notamment d'une plus grande clarté quant au rôle des combustibles fossiles et d'un suivi crédible des réformes réglementaires et fiscales. Il est encourageant de constater que les négociations en cours entre Ottawa et l'Alberta pourraient bientôt aboutir à un cadre qui leverait l'incertitude politique et soutiendrait la reprise des investissements privés. Nous continuons de penser que les entrées nettes d'IDE soutiendront le dollar canadien en 2026. Cela dit, la reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et le Canada, actuellement en pause, sera essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et la dynamique haussière de la devise.

EUR : stabilisation

L'euro s'est légèrement affaibli au cours du mois dernier, le sentiment d'aversion au risque et l'appréciation du dollar américain qui en a résulté ayant pesé sur les principales devises. La monnaie unique s'est depuis stabilisée près du niveau de 1,16, soutenue en partie par la politique monétaire stable de la BCE et une inflation proche de l'objectif. En revanche, la Réserve fédérale américaine a adopté une position plus accommodante, alimentant les anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis. La divergence des perspectives politiques devrait rester un thème central, même si l'incertitude persiste. La dynamique de l'inflation et la situation budgétaire pourraient limiter un nouvel assouplissement de la Fed, en particulier si le marché du travail montre des signes de stabilisation. La fin du shutdown du gouvernement américain devrait rétablir la visibilité des données et clarifier le contexte économique. Les tensions commerciales étant dans l'impasse, les fondamentaux et les changements de politique monétaire devraient dominer la dynamique de l'euro-dollar dans les mois à venir.

Si l'appréciation de l'euro au début de l'année était en partie due à une tendance à la dédollarisation plutôt qu'à des fondamentaux solides, la récente dépréciation a probablement été amortie par le resserrement

des écarts de taux d'intérêt. Si l'on prend les obligations allemandes à 2 ans comme indicateur de la dette souveraine européenne, l'écart par rapport aux bons du Trésor américain s'est réduit de 65 points de base depuis le début de l'année, la majeure partie de cette compression ayant eu lieu au second semestre. Ce resserrement reflète en partie l'évolution des anticipations concernant la politique américaine et a contribué à limiter la baisse de l'euro.

Euro: Les écarts de taux d'intérêt se sont réduits

EUR/USD et écart entre les taux allemands et américains à 2 ans

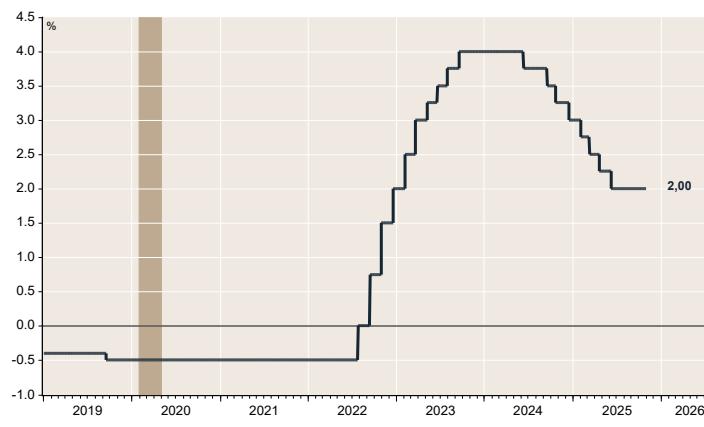


Techniquement, l'euro a passé une grande partie de l'année au-dessus de sa moyenne mobile sur 200 jours, ce qui suggère que le récent recul pourrait également refléter un certain épuisement de la tendance plutôt qu'un changement structurel. Néanmoins, si la convergence des politiques monétaires se poursuit, cela devrait ouvrir la voie à un regain de vigueur de l'euro. Cependant, les perspectives de la Fed sont loin d'être certaines. Notre scénario de base prévoit deux baisses des taux de la Fed au cours des prochains mois.

Lors de sa dernière réunion, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés. La présidente Lagarde a réaffirmé que la politique monétaire restait dépendante des données et a souligné sa confiance dans la position actuelle, notant que le seuil pour une nouvelle baisse était élevé mais pas impossible. Les projections de décembre ont été qualifiées de « cruciales » et, bien que les risques liés aux tensions géopolitiques et à la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement persistent, la banque centrale a réaffirmé sa volonté d'agir si nécessaire. Compte tenu de la hausse de l'inflation sous-jacente et du taux de chômage historiquement bas, nous ne prévoyons pas de changement significatif dans l'orientation de la politique monétaire.

BCE: Tout est sous contrôle

Taux de dépôt de la BCE



BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

En ce qui concerne l'inflation, celle-ci s'est modérée en octobre, l'IPCH global s'établissant à 2,1% en glissement annuel, contre 2,2% en septembre, se rapprochant ainsi de l'objectif de 2% fixé par la BCE. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,4%, soit un cran au-dessus des attentes. Sur une base mensuelle, les prix globaux ont augmenté de 0,2% et les prix sous-jacents ont accéléré à 0,3%, ce qui suggère une certaine dynamique à court terme. Dans l'ensemble, ces chiffres confortent la position neutre de la BCE pour l'instant, car l'inflation reste proche de l'objectif, avec une certaine rigidité des prix de base.

Zone euro: L'inflation est globalement sur sa cible

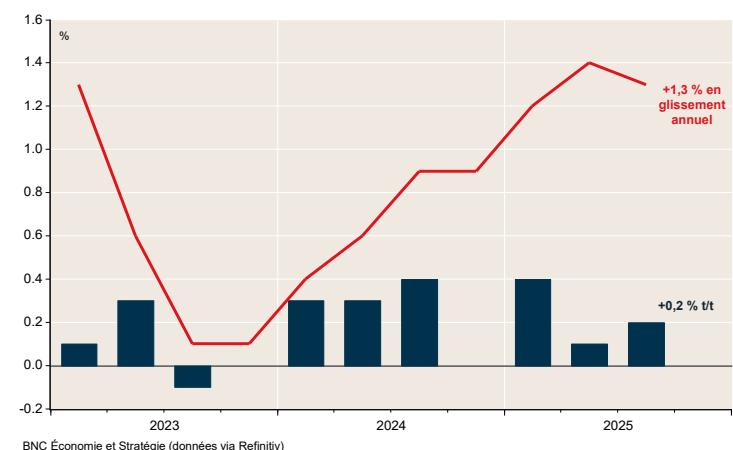
Inflation globale et inflation sous-jacente (dernières données : octobre 2025)



Le PIB de la zone euro a progressé de 0,2% au troisième trimestre 2025, légèrement au-dessus des attentes et en hausse par rapport aux 0,1% enregistrés au deuxième trimestre. La croissance en glissement annuel a ralenti à 1,3%, contre 1,5% précédemment. Dans l'ensemble, cette expansion modeste reflète une demande des consommateurs hésitante et la résilience des services, qui compensent la faiblesse de l'industrie manufacturière et des exportations. Si les données du secteur privé sont révélatrices pour le trimestre à venir, la croissance pourrait se poursuivre au dernier trimestre de l'année.

Zone euro: Légère reprise de la croissance au troisième trimestre

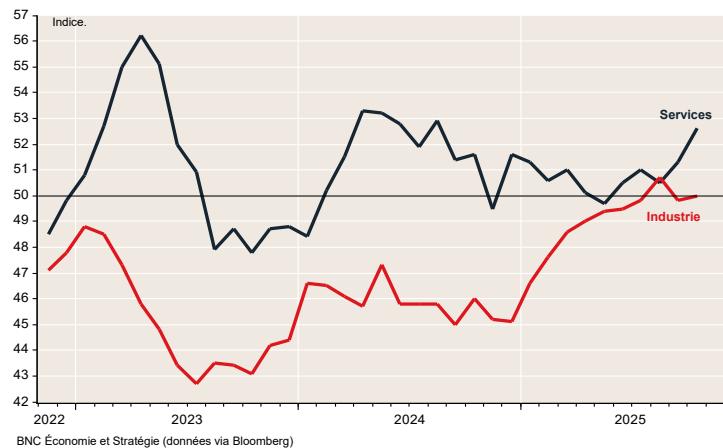
Croissance réelle du PIB, dernière observation : T3 2025



En effet, si l'on examine les données du secteur privé, les indicateurs d'activité sont globalement positifs. L'indice PMI composite flash HCOB a légèrement augmenté pour le sixième mois consécutif en octobre, atteignant son plus haut niveau depuis 17 mois à 52,2. L'indice PMI des services est passé de 51,3 en septembre à 52,6, tandis que l'indice PMI manufacturier s'est amélioré, passant de 49,8 à 50,0, revenant ainsi en territoire neutre.

Zone euro: Reprise de l'activité des entreprises en octobre

PMI HCOB de la zone euro. Dernière observation : octobre 2025



Au total, de nombreux facteurs devront être pris en compte pour la monnaie européenne. Les marchés se concentreront sur les projections de la BCE pour décembre, qui pourraient façonner les anticipations d'ajustements politiques en 2026. L'évolution de la situation aux États-Unis reste cruciale : si l'inflation continue de modérer et que le marché du travail reste fragile, de nouvelles baisses des taux de la Fed pourraient réduire encore les écarts de taux, ce qui soutiendrait l'euro. À l'inverse, une stabilisation du marché du travail ou une inflation persistante pourraient maintenir la politique américaine en suspens, limitant ainsi le potentiel de hausse de la monnaie unique. Ce dernier scénario, combiné à un sentiment d'aversion au risque plus marqué, entraînerait une dépréciation de la monnaie unique. La décision attendue de la Cour suprême américaine sur les droits de douane pourrait avoir des implications considérables, compte tenu notamment du récent accord commercial conclu par l'UE. Dans l'ensemble, nous maintenons notre penchant pour un euro plus fort à l'approche de l'année prochaine.

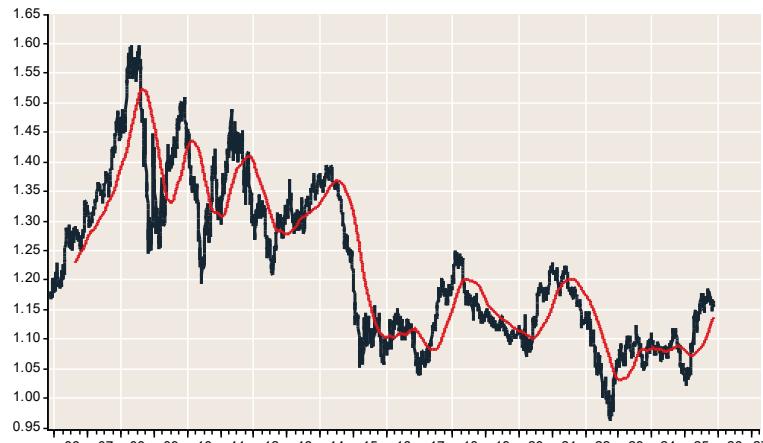
Pays	États-Unis	Canada	Zone Euro
Banque Centrale	Réserve Fédérale	Banque du Canada	Banque Centrale Européenne
Taux directeur actuel	2025-11-14	4 ▲ niveau actuel	2025-11-14
Prochaine rencontre	10-Dec-2025	3.88	-12.10 10-Dec-2025
Rencontre subséquente	28-Jan-2026	3.78	-21.80 28-Jan-2026
Rencontre subséquente	18-Mar-2026	3.68	-31.90 18-Mar-2026
Rencontre subséquente	29-Apr-2026	3.62	-38.30 29-Apr-2026
Rencontre subséquente	17-Jun-2026	3.47	-52.60 10-Jun-2026
Rencontre subséquente	29-Jul-2026	3.39	-61.40 15-Jul-2026

Pays	Japon	Royaume-Uni
Banque Centrale	Banque du Japon	Banque d'Angleterre
Taux directeur actuel	2025-11-14	0.5 ▲ niveau actuel
Prochaine rencontre	19-Dec-2025	8.000 18-Dec-2025
Rencontre subséquente	23-Jan-2026	18.600 05-Feb-2026
Rencontre subséquente	19-Mar-2026	21.900 19-Mar-2026
Rencontre subséquente	28-Apr-2026	27.500 30-Apr-2026
Rencontre subséquente	16-Jun-2026	31.100 18-Jun-2026
Rencontre subséquente	31-Jul-2026	32.500 30-Jul-2026

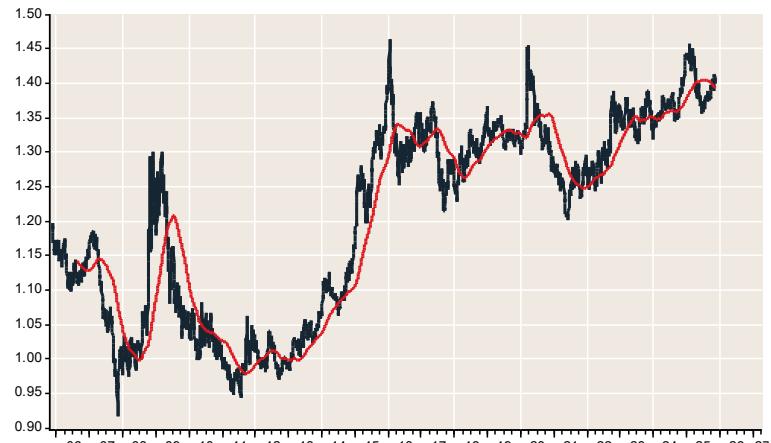
Aperçu Régional			Actuel	1M Préalable	% Changement	Actuel	Par rapport à USD	Actuel	Prochaine	
Region	Monnaie	\$	USD FX	USD FX	Performance 1-m	Rendement 2 ans	Défis 2 ans	Taux Directeur	Politique Monétaire	
Canada	Dollar Canadien	CAD	(USD/CAD)	1.40	1.40	-0.05%	2.47	-111.9	2.25	
Etats-Unis	Dollar des Etats-Unis	USD	-	-	-	3.59	-	4.00	12/10/25	
Zone Euro	Euro	EUR	(EUR/USD)	1.16	1.16	-0.12%	2.03	-156.5	2.00	12/18/25
Japon	Yen Japonais	JPY	(USD/JPY)	155	151	2.32%	0.93	-265.9	0.50	12/19/25
Australie	Dollar Australien	AUD	(AUD/USD)	0.65	0.65	0.25%	3.74	14.4	3.60	12/08/25
Royaume-Uni	Livre Sterling	GBP	(GBP/USD)	1.32	1.34	-1.57%	3.76	17.1	4.00	12/18/25
Chine	Yuan Chinois	CNY	(USD/CNY)	7.10	7.13	-0.43%	1.45	-214.6	3.00	11/19/25
Mexique	Peso Mexicain	MXN	(USD/MXN)	18.3	18.5	-0.76%	7.49	389.7	7.25	12/18/25

Annexe : Taux au comptant avec leur moyenne mobile sur 200 jours

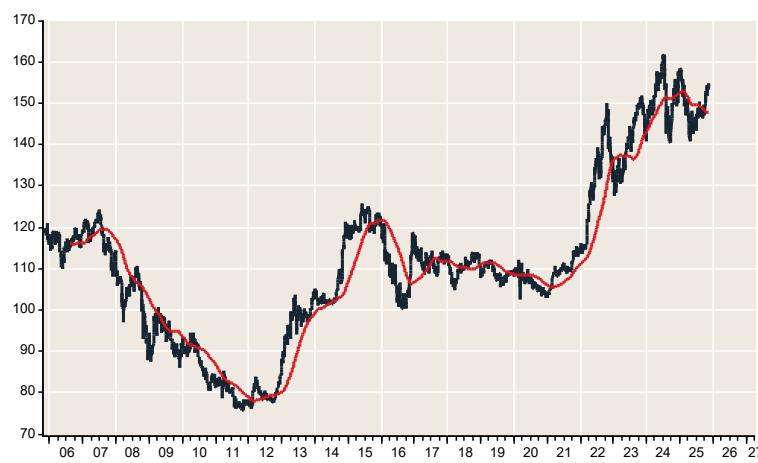
EUR / USD



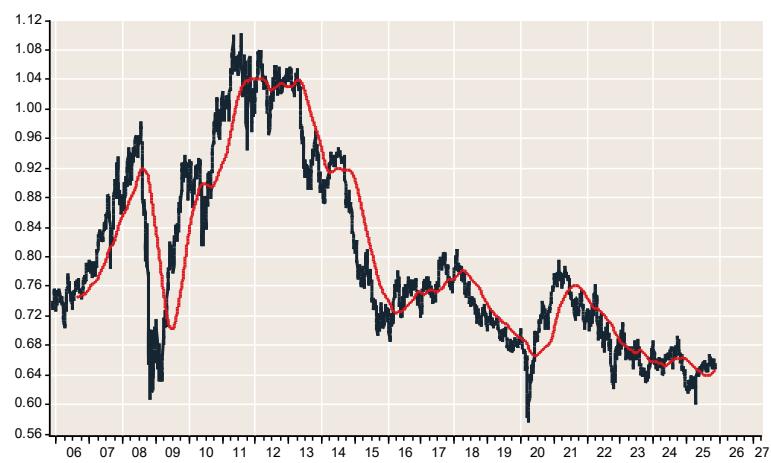
USD / CAD



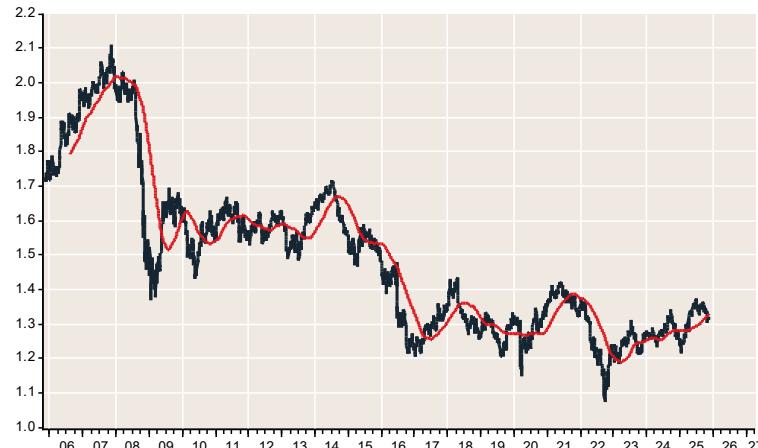
USD / JPY



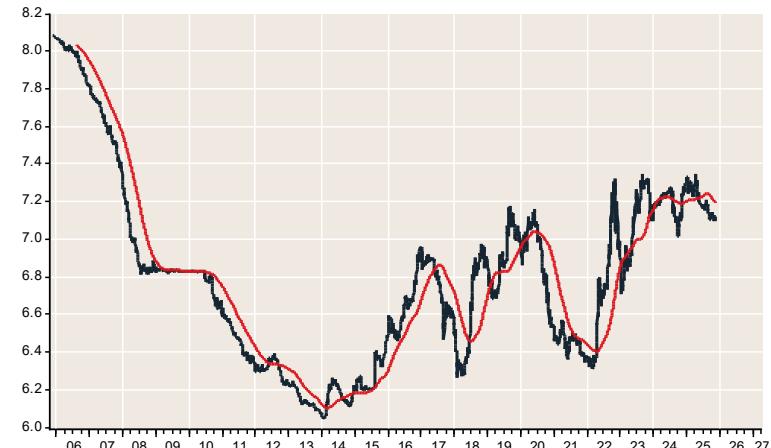
AUD / USD



GBP / USD



USD / CNY





Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:

BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :

514-879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratégiste en chef
stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste principal
daren.king@bnc.ca

Warren Lovely

Stratège principal,
Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.Schleich@bnc.ca

Ethan Currie

Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard

Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli

Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

Général : Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de la mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport. FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissement, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passéporté ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujetti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.