

Sommaire

Par Stéfane Marion et Kyle Dahms

- Depuis début octobre, l'appréciation a été généralisée, toutes les principales devises, à l'exception du franc suisse, ayant perdu du terrain par rapport au dollar américain. Nous continuons de voir un certain potentiel de hausse pour le dollar américain jusqu'à la fin du quatrième trimestre, soutenu par une combinaison de pressions inflationnistes persistantes et d'un éventuel retour à un sentiment d'aversion au risque. À l'horizon 2026, nous voyons une marge pour un regain de faiblesse du dollar américain, car l'augmentation des émissions obligataires américaines rencontre une demande en baisse de la part des banques centrales mondiales. C'est une chose de s'abstenir de prendre des mesures de rétorsion tarifaire, mais c'en est une autre d'augmenter ses avoirs dans la devise d'un partenaire protectionniste.
- Après un troisième trimestre morose, le dollar canadien continue de perdre du terrain en ce début de quatrième trimestre. La récente faiblesse est largement attribuable à la détérioration des termes de l'échange, le prix du brut canadien ayant atteint son plus bas niveau depuis plusieurs mois. Cette évolution, combinée à la perspective d'un assouplissement monétaire plus agressif que prévu actuellement, laisse entrevoir une légère dépréciation du dollar canadien au cours de ce trimestre. Au-delà du quatrième trimestre, les perspectives pour la paire USD/CAD – et toute appréciation soutenue du CAD – dépendront du prochain budget fédéral, sans doute le plus important depuis des décennies, qui donnera le ton à la confiance des investisseurs à l'approche de 2026.
- Le recul de l'euro au cours du mois dernier reflète l'incertitude politique en France et le renforcement du dollar américain dans un contexte d'aversion au risque. Une volatilité à court terme est probable, les marchés évaluant les signaux politiques de la Fed et le sentiment de risque. Cela dit, la monnaie unique pourrait se renforcer jusqu'en 2026, mais des gains soutenus dépendront de la coordination budgétaire et de la cohésion au niveau de l'UE.
- La hausse du yen au-dessus de 153 souligne la vulnérabilité à l'instabilité politique intérieure et au retard pris par la Banque du Japon dans la normalisation de sa politique monétaire. Les changements de direction et les fractures au sein de la coalition ont compliqué les plans budgétaires, tandis que l'aversion au risque mondiale et le raffermissement du dollar américain ont amplifié la pression. À moins que la Banque du Japon ne donne des signes crédibles d'un resserrement monétaire, le yen pourrait s'affaiblir davantage, même si la persistance de l'inflation laisse entrevoir une hausse plus tard dans l'année.

FBN Perspectives sur les devises

Devises		Actuel	Prévisions			
		15 octobre, 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026
Dollar Canadien	<i>(USD / CAD)</i>	1.40	1.42	1.38	1.36	1.34
<i>Dollar É-U</i>	<i>(CAD / USD)</i>	<i>0.71</i>	<i>0.71</i>	<i>0.72</i>	<i>0.74</i>	<i>0.75</i>
Euro	<i>(EUR / USD)</i>	1.16	1.17	1.18	1.19	1.20
Yen Japonais	<i>(USD / JPY)</i>	151	150	148	145	142
Dollar Australien	<i>(AUD / USD)</i>	0.65	0.64	0.66	0.67	0.68
Livre Sterling	<i>(GBP / USD)</i>	1.34	1.33	1.34	1.35	1.36
Yuan Chinois	<i>(USD / CNY)</i>	7.12	7.15	7.14	7.10	7.05
Peso Mexicain	<i>(USD / MXN)</i>	18.5	18.8	18.7	18.5	18.2
Dollar américain pondéré avec les échanges⁽¹⁾		120.1	120.6	119.3	118.1	116.7

1) Federal Reserve Broad Index (26 devises)

Devises croisées avec le dollar Canadien

Devises		Actuel	Prévisions			
		15 octobre, 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026
Euro	<i>(EUR / CAD)</i>	1.63	1.65	1.63	1.62	1.61
Yen Japonais	<i>(CAD / JPY)</i>	108	106	107	107	106
Dollar Australien	<i>(AUD / CAD)</i>	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
Livre Sterling	<i>(GBP / CAD)</i>	1.88	1.88	1.85	1.84	1.82
Yuan Chinois	<i>(CAD / CNY)</i>	5.07	5.05	5.17	5.22	5.26
Peso Mexicain	<i>(CAD / MXN)</i>	13.1	13.3	13.6	13.6	13.6

USD : le billet vert trouve un soutien

Le dollar américain montre des signes de stabilisation en ce début de quatrième trimestre, après une forte baisse qui l'a conduit en septembre à son plus bas niveau en plus de 18 mois par rapport à un panier de 24 devises (graphique).

É-U : Pause dans la correction du dollar

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

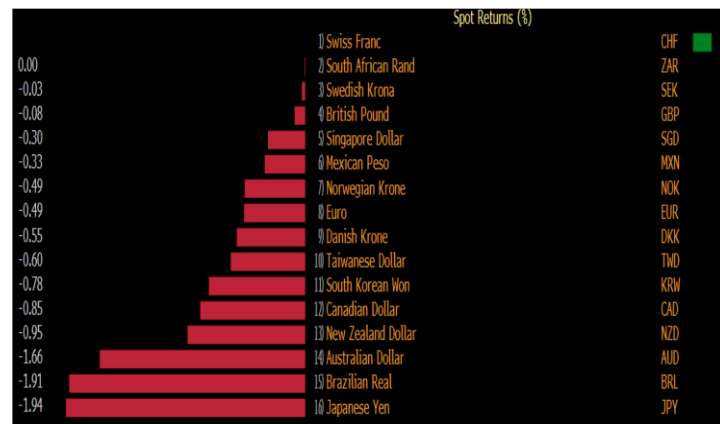


BNC Économie et Stratégie (données fournies par Refinitiv)

L'appréciation a été généralisée depuis début octobre, toutes les principales devises, à l'exception du franc suisse, ayant perdu du terrain face au dollar américain (graphique).

USD : Appréciation générale par rapport aux principales devises

Rendements depuis le début du mois par rapport à l'USD pour les principales devises (au 16 octobre 2025)

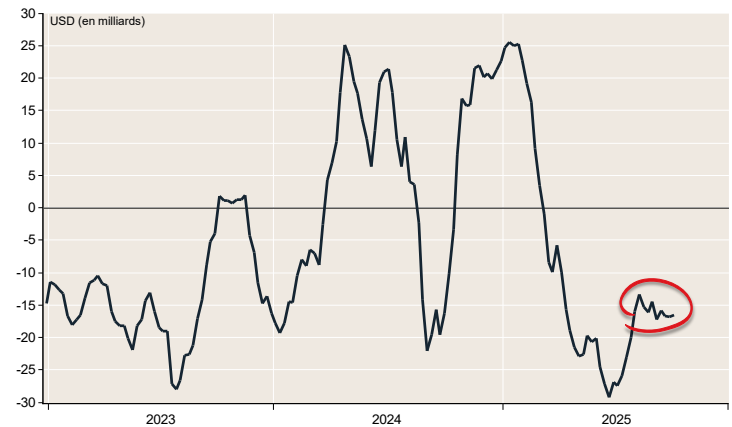


Bloomberg

La récente stabilisation du billet vert coïncide avec une forte réduction de la pression spéculative, les opérateurs non commerciaux ayant réduit leurs positions courtes nettes extrêmes sur le dollar américain d'environ 50 % depuis juin, passant de 30 milliards de dollars à 15 milliards de dollars (graphique).

USD: Les spéculateurs réduisent de moitié leurs positions courtes

Positions spéculatives nettes des traders non commerciaux sur l'USD

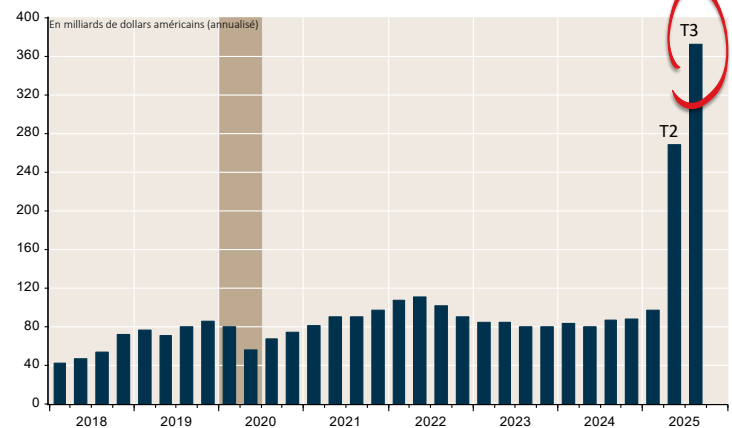


BNC Économie et Stratégie (données via Bloomberg)

Nous continuons de voir un certain potentiel de hausse pour le dollar américain jusqu'à la fin du quatrième trimestre, soutenu par une combinaison de pressions inflationnistes persistantes et d'un éventuel retour à un sentiment d'aversion au risque. Washington reste très actif sur le front des droits de douane : au troisième trimestre 2024, les recettes douanières ont dépassé 360 milliards de dollars en rythme annualisé, l'objectif déclaré étant d'atteindre 500 milliards de dollars d'ici la fin de l'année (graphique).

É-U : Les recettes douanières atteignent un nouveau sommet au T3

Recettes fiscales du gouvernement fédéral provenant des droits de douane



BNC Économie et Stratégie (données fournies par FRED)

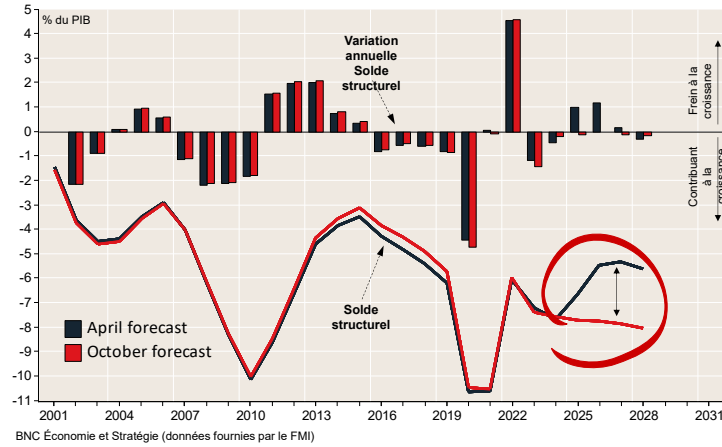
De notre point de vue, il semble peu probable que cet objectif puisse être atteint sans raviver l'inflation ou déclencher des représailles significatives de la part des partenaires commerciaux. En effet, en octobre, Washington a menacé d'imposer des droits de douane de 100 % à la Chine à compter du 1er novembre, en réponse aux restrictions potentielles de Pékin sur les exportations de terres rares. Une telle escalade, si elle était mise en œuvre, pourrait perturber considérablement les chaînes d'approvisionnement mondiales et assombrir les perspectives de bénéfices des entreprises. Une éventuelle rencontre entre les présidents chinois et américain pourrait contribuer à restaurer la confiance des marchés et à atténuer les risques de baisse, à condition qu'elle se déroule comme prévu actuellement.

À l'horizon 2026, nous voyons une marge pour un nouvel affaiblissement du dollar américain, car l'augmentation des émissions obligataires américaines rencontre une demande en baisse de la part des banques centrales mondiales. C'est une chose de s'abstenir de prendre des mesures de rétorsion tarifaire, mais c'en est une autre d'augmenter ses avoirs dans la devise d'un partenaire protectionniste.

Du côté de l'offre, il est intéressant de noter que les dernières *Perspectives économiques mondiales* du FMI ont considérablement révisé ses projections concernant le déficit budgétaire américain, qui devrait désormais atteindre environ 8 % du PIB dans un avenir prévisible, contre environ 6 % auparavant (graphique).

É-U: La situation budgétaire va de mal en pis

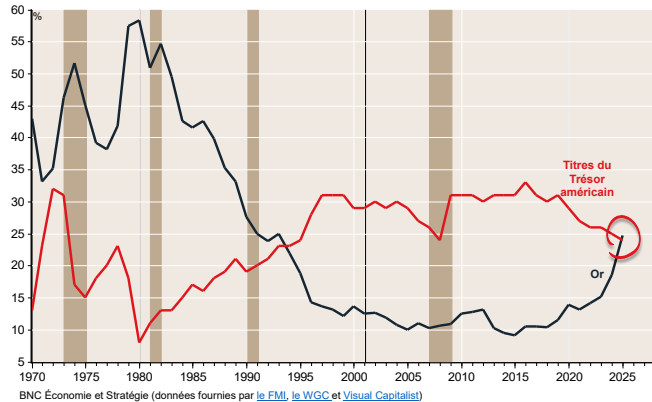
Dépenses publiques en pourcentage du PIB



Cela représente beaucoup de dettes à financer à un moment où les banques centrales signalent leur préférence pour l'or plutôt que pour les bons du Trésor américain dans leurs réserves officielles. Pour la première fois depuis les années 1990, l'or a dépassé les bons du Trésor américain en tant que principale composante des réserves officielles mondiales (graphique).

Monde: L'or détrône les bons du Trésor américain dans les réserves officielles

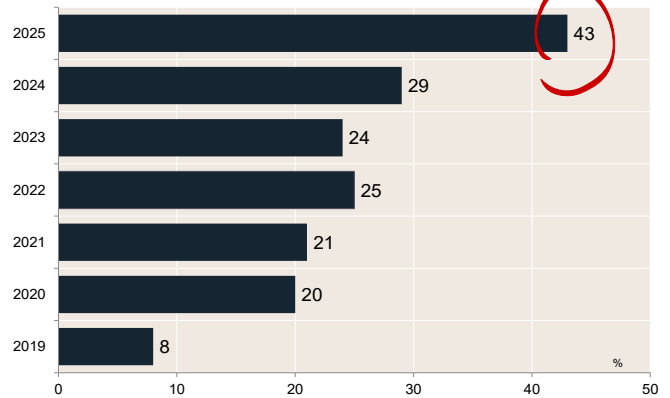
Part de l'or et des bons du Trésor américain dans le total des réserves officielles depuis 1970



Il est révélateur que les banques centrales ne semblent pas disposées à mettre fin à cette tendance. Selon la dernière enquête du World Gold Council, 43 % des autorités monétaires prévoient d'augmenter leurs réserves d'or au cours de l'année à venir, ce qui constitue un record depuis le lancement de l'enquête (graphique).

Monde: Les banques centrales affirment vouloir davantage

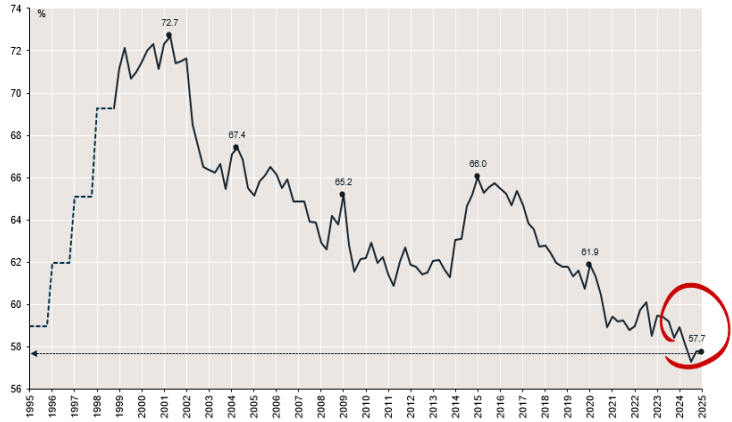
Part des banques centrales qui prévoient une augmentation de leurs réserves d'or au cours des 12 prochains mois



Cette évolution renforce la perspective d'un déclin progressif de la part du dollar américain dans les réserves officielles de change et d'une faiblesse continue de la devise jusqu'en 2026 (graphique).

USD: Part des réserves mondiales de change en déclin structurel

Part des réserves officielles de change allouées au dollar américain



CAD : en perte de vitesse

Après un troisième trimestre morose, le dollar canadien perd encore du terrain en ce début de quatrième trimestre, le taux de change USD/CAD dépassant 1,40 pour la première fois depuis novembre 2024 (voir graphique, échelle inversée).

CAD : Le huard perd encore des plumes en T4

Dollars canadiens par rapport au dollar américain



La faiblesse récente est principalement attribuable à la détérioration des termes de l'échange, le prix du brut canadien ayant chuté à 48 dollars le baril, son plus bas niveau depuis plusieurs mois (graphique).

CAD: La faiblesse du pétrole brut accentue la pression sur le CAD

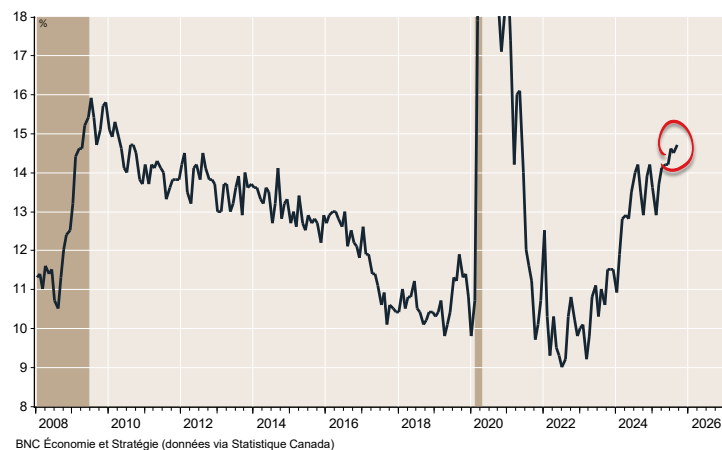
Prix du Western Canadian Select (WCS)



Cette évolution, combinée à l'incertitude commerciale persistante, n'augure rien de bon pour les investissements des entreprises, l'embauche ou la croissance globale du PIB. Malgré une création d'emplois plus forte que prévu en septembre, le taux de chômage est resté inchangé à 7,1 %, tandis que le taux de chômage des jeunes a atteint son plus haut niveau depuis plusieurs années, à 14,8 % (hors période pandémique) – voir graphique.

Canada: Le taux de chômage chez les jeunes toujours en hausse

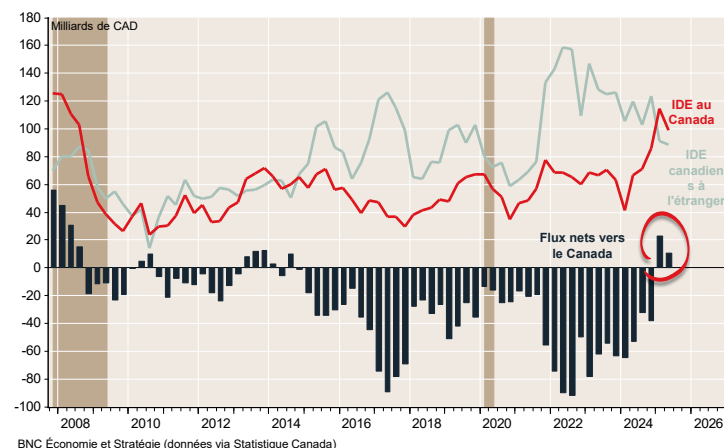
Taux de chômage des personnes âgées de 15 à 24 ans



Cette dynamique souligne la persistance d'une croissance inférieure à la tendance et renforce les arguments en faveur d'un nouvel assouplissement monétaire. Nos stratèges en titres à revenu fixe prévoient une baisse des taux de 50 points de base d'ici la fin de l'année, contre les 25 points de base actuellement pris en compte par les marchés (voir [ici](#)). Nous nous attendons donc à une légère dépréciation du dollar canadien. Au-delà du quatrième trimestre, la trajectoire du taux de change USD/CAD jusqu'en 2026 dépendra en grande partie du prochain budget fédéral, sans doute le plus important depuis des décennies. Le plan budgétaire clarifiera la manière dont le premier ministre Carney entend respecter l'engagement pris dans son discours du Trône en avril de positionner le Canada comme une économie transformatrice, leader du G7, fondée sur l'intégration du marché national et le leadership énergétique. Après une décennie de sorties de capitaux, les investissements directs étrangers nets au Canada sont redevenus positifs pendant deux trimestres consécutifs (graphique).

Canada : Perspective sur l'investissement direct étranger (IDE)

Investissements directs étrangers nets au Canada (somme des quatre derniers trimestres), flux



Cela reflète le regain d'optimisme des investisseurs quant à la capacité du premier ministre Carney à redresser la situation tout en renforçant les relations avec le président américain. Le prochain budget fédéral sera un test de crédibilité essentiel et ne peut se permettre de décevoir les investisseurs.

EUR : un goût pour le drame

L'euro s'est retiré de ses récents sommets atteints le mois dernier, se rapprochant de sa moyenne mobile sur 200 jours, mais restant encore loin du niveau de 1,12. L'incertitude politique en France, alimentée par les changements de direction et les préoccupations budgétaires, a constitué un frein notable, pesant sur le sentiment à l'égard de la monnaie unique. Dans le même temps, le dollar américain a bénéficié des flux d'aversion au risque dans un contexte d'incertitude mondiale et de tensions commerciales renouvelées entre Washington et Pékin.

Euro: L'incertitude a pesé sur la devise récemment

EUR/USD et sa moyenne mobile à 200 jours



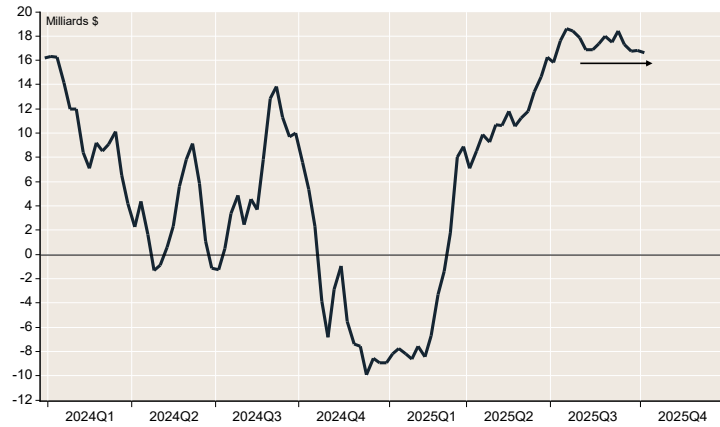
Si la fermeture actuelle du gouvernement américain complique la publication des données, les marchés recevront tout de même des données clés sur l'inflation, qui pourraient influencer les anticipations concernant la prochaine décision de la Fed. Des baisses de taux à court terme restent probables, mais la perspective d'une réduction du nombre de baisses persiste si l'inflation s'avère tenace.

De l'autre côté de l'Atlantique, un assouplissement des taux est moins probable. La BCE est bien positionnée en termes d'inflation et de politique monétaire. Les récentes déclarations de la présidente Christine Lagarde ont souligné la résilience de la zone euro et ont témoigné de sa confiance sans s'engager sur les taux. Ses remarques suggèrent que la politique

monétaire devrait rester stable à court terme. Dans le même temps, des initiatives structurelles telles que les mesures de relance budgétaire en Allemagne et le mécanisme de financement des dépenses de défense de l'UE devraient soutenir la croissance et l'investissement dans l'ensemble de la zone. Les spéculateurs ont pour la plupart maintenu leurs positions longues sur la devise à l'approche du mois d'octobre.

Euro: Les spéculateurs ont maintenu leurs positions longues

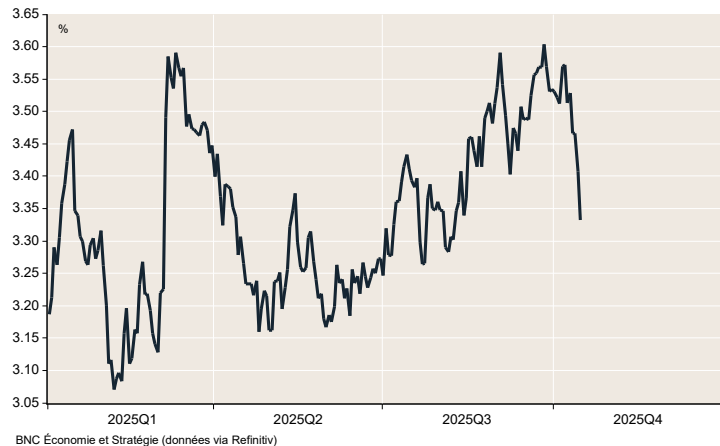
Positions spéculatives nettes non commerciales



La situation politique en France a continué de faire l'actualité, M. Lecornu ayant finalement réintégré le gouvernement après avoir démissionné. Ce dernier a jusqu'à présent survécu à deux votes de défiance après avoir fait des concessions sur les retraites, et les obligations françaises ne s'en sont pas trouvées affectées.

France: Les obligations font fi de l'incertitude politique récente

Rendement des obligations d'État à dix ans



À l'avenir, l'euro pourrait s'affaiblir dans un contexte d'aversion au risque, compte tenu notamment de sa forte appréciation en début d'année et d'un éventuel repli vers la sécurité offerte par le dollar américain. Toutefois, d'importantes mesures structurelles devraient soutenir la vigueur de l'euro à moyen et long terme, même si la volatilité à court terme reste élevée.

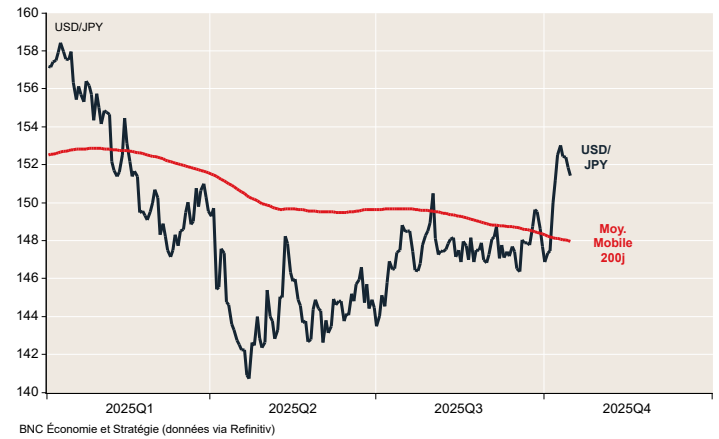
JPY : la politique rencontre l'inflation

Le yen japonais a subi une pression importante au cours du mois dernier, le USD/JPY atteignant des sommets inégalés depuis plusieurs mois, au-dessus de 153, son niveau le plus bas depuis début 2025. Cette hausse reflète à la fois l'incertitude politique intérieure et la dynamique macroéconomique mondiale. Le récent changement de direction au Japon, avec l'élection de Sanae Takaichi à la tête du Parti libéral démocrate, a initialement alimenté les attentes d'une relance budgétaire agressive et d'une poursuite de la politique monétaire ultra-

accommodante, rappelant l'Abenomics. Cependant, l'effondrement brutal de la coalition de longue date entre le PLD et le Komeito a compliqué sa capacité à faire passer des propositions clés, injectant une nouvelle incertitude dans les perspectives politiques du Japon.

Japon : le retour potentiel de l'Abenomics n'a pas été bien accueilli

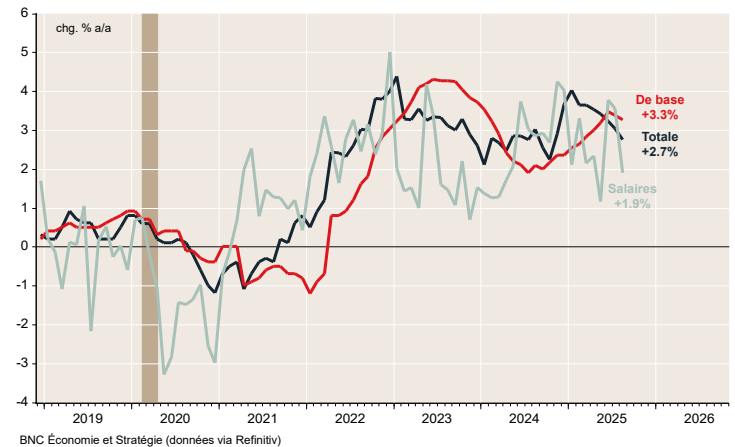
USD/JPY et sa moyenne mobile à 200 jours



Sur le plan monétaire, la Banque du Japon reste à la croisée des chemins. Alors que le gouverneur Kazuo Ueda a réitéré sa position prudente et dépendante des données, les dissensions au sein du conseil d'administration se sont accentuées, deux membres étant favorables à une hausse de 25 points de base. Néanmoins, les marchés ne s'attendent plus à une hausse des taux lors de la réunion des 29 et 30 octobre, le resserrement n'étant envisagé qu'en 2026, sous réserve d'une inflation et d'une croissance salariale soutenues. À elles seules, ces dernières seraient certainement suffisantes pour justifier une hausse des taux d'intérêt à l'heure actuelle.

Japon : l'inflation continue de peser sur la banque centrale

IPC global et IPC de base, salaire mensuel moyen (août 2025)



Cependant, l'instabilité politique pourrait retarder la normalisation, laissant le yen vulnérable. Parallèlement, les facteurs mondiaux n'ont pas aidé le yen : le dollar américain s'est renforcé en raison de la demande de valeurs refuges et des tensions commerciales avec la Chine, tandis que la fermeture actuelle du gouvernement américain assombrit la visibilité des données à court terme, laissant les anticipations de politique monétaire de la Fed dans l'incertitude.

À l'avenir, le yen pourrait s'affaiblir davantage si l'incertitude politique persiste et si la BoJ retarde le resserrement monétaire, en particulier dans un contexte d'aversion au risque mondial et d'orientation moins accommodante de la Fed. Toutefois, si la BoJ affiche son indépendance et que l'inflation reste tenace, une hausse des taux en fin d'année pourrait stabiliser la devise. Pour l'instant, la volatilité devrait rester élevée, la clarté de la politique monétaire et les négociations de coalition étant les principaux facteurs déterminants.



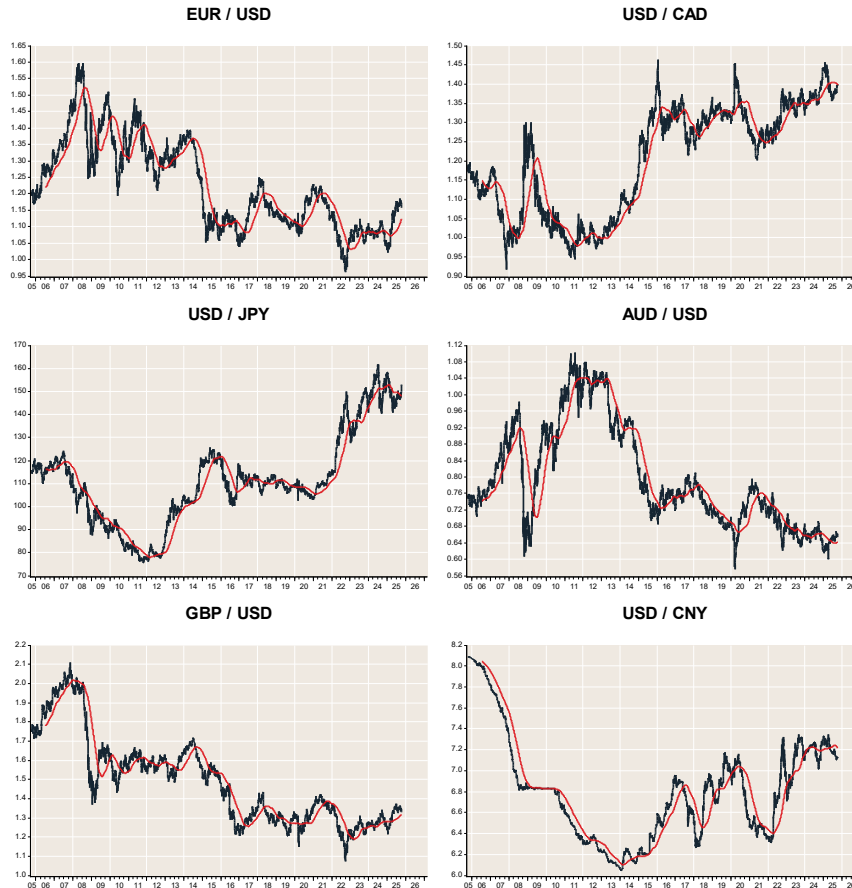
Aperçu Régional

Region	Monnaie	Symbole	USD FX	Actuel	1M Préalable	% Changement	Actuel	Par Rapport a UST	Actuel	Prochaine
				USD FX	Performance	Rendement	Différentiel 2 ans	Taux Directeur	Politique Monétaire	
Canada	Dollar Canadien	CAD	<i>(USD/CAD)</i>	1.40	1.37	2.21%	2.42	-107.6	2.50	2025-10-29
<i>Etats-Unis</i>	<i>Dollar des Etats-Unis</i>	<i>USD</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>3.50</i>	<i>-</i>	<i>4.25</i>	<i>2025-10-29</i>
Zone Euro	Euro	EUR	<i>(EUR/USD)</i>	1.16	1.19	-1.85%	1.92	-157.7	2.00	2025-10-30
Japon	Yen Japonais	JPY	<i>(USD/JPY)</i>	151	146	3.12%	0.90	-259.9	0.50	2025-10-30
Australie	Dollar Australien	AUD	<i>(AUD/USD)</i>	0.65	0.67	-2.57%	3.44	-5.8	3.60	2025-11-03
Royaume-Uni	Livre Sterling	GBP	<i>(GBP/USD)</i>	1.34	1.36	-1.79%	3.90	40.3	4.00	2025-11-06
Chine	Yuan Chinois	CNY	<i>(USD/CNY)</i>	7.13	7.11	0.18%	1.44	-205.7	3.00	2025-10-19
Mexique	Peso Mexicain	MXN	<i>(USD/MXN)</i>	18.5	18.3	0.93%	7.31	381.4	7.50	2025-11-06

Pays		États-Unis		Canada		Zone Euro	
Banque Centrale		Réserve Fédérale		Banque du Canada		Banque Centrale Européenne	
Taux directeur actuel	2025-10-16	4.25 ▲ niveau actuel	2025-10-16	2.50 ▲ niveau actuel	2025-10-16	2.00 ▲ niveau actuel	2025-10-16
Prochaine rencontre	29-Oct-2025	3.98	-26.90 29-Oct-2025	2.357	-14.300 30-Oct-2025	1.995	-0.500
Rencontre subséquente	10-Dec-2025	3.70	-55.10 10-Dec-2025	2.259	-24.100 18-Dec-2025	1.957	-4.300
Rencontre subséquente	28-Jan-2026	3.55	-69.60 28-Jan-2026	2.201	-29.900 05-Feb-2026	1.931	-6.900
Rencontre subséquente	18-Mar-2026	3.41	-84.00 18-Mar-2026	2.153	-34.700 19-Mar-2026	1.902	-9.800
Rencontre subséquente	29-Apr-2026	3.34	-91.20 29-Apr-2026	2.112	-38.800 30-Apr-2026	1.816	-18.400
Rencontre subséquente	17-Jun-2026	3.20	-105.30 10-Jun-2026	2.137	-36.300 11-Jun-2026	1.810	-19.000

Pays		Japon		Royaume-Uni	
Banque Centrale		Banque du Japon		Banque d'Angleterre	
Taux directeur actuel	2025-10-16	0.5 ▲ niveau actuel	2025-10-16	4.00 ▲ niveau actuel	2025-10-16
Prochaine rencontre	30-Oct-2025	0.544	4.400 06-Nov-2025	3.963	-3.700
Rencontre subséquente	19-Dec-2025	0.649	14.900 18-Dec-2025	3.887	-11.300
Rencontre subséquente	23-Jan-2026	0.701	20.100 05-Feb-2026	3.738	-26.200
Rencontre subséquente	19-Mar-2026	0.748	24.800 19-Mar-2026	3.681	-31.900
Rencontre subséquente	28-Apr-2026	0.801	30.100 30-Apr-2026	3.578	-42.200
Rencontre subséquente	16-Jun-2026	0.867	36.700 18-Jun-2026	3.553	-44.700

Annexe : Prix au comptant avec leur MM 200 jours





Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:
BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :
514-879-2529

Stéfane Marion
Économiste et stratège 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 le 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 investissements, 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 Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé 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 assujéti 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 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 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.