

## Sommaire

Par Stéphane Marion et Kyle Dahms

- La décision de Washington d'annoncer l'imposition de ce qui est qualifié de droits de douane réciproques généraux au reste du monde en avril a lourdement affecté le dollar américain, qui vient d'afficher sa plus forte chute depuis la crise financière mondiale de 2009. Même alors que l'administration laisse maintenant entendre que ces droits pourraient être allégés, la confiance est entamée, le dommage est fait. Il faudra de nouvelles assurances plus fortes pour restaurer la confiance des investisseurs avant que l'USD puisse reprendre de l'élan et redécoller.
- Malgré une croissance économique terne, les menaces de droits de douane, la chute des prix du pétrole et l'affaiblissement du marché du travail, le dollar canadien a bondi de 5,4 % par rapport à l'USD en trois mois à peine. Le huard bénéficie d'une aversion généralisée pour le dollar américain, renforcé par son émergence comme la cinquième monnaie de réserve la plus largement détenue. Les spéculateurs donnent aussi au premier ministre nouvellement élu, Mark Carney, le bénéfice du doute, réduisant fortement leurs positions courtes sur le CAD par anticipation de sa capacité de renégocier l'ACEUM et de relancer l'économie. Mais les marchés se sont emballés. Selon notre modèle, le dollar canadien est surévalué de plus de 9 cents par rapport au dollar américain.
- Au cours du dernier mois, l'euro a connu une appréciation notable, gagnant 7 cents pour atteindre près de 1,15 avant de se stabiliser autour de 1,14. Il s'agit de la plus forte hausse mensuelle depuis le début de la pandémie, qui s'est produite dans un contexte de perturbations commerciales mondiales importantes, notamment avec des droits de douane américains visant l'Union européenne. La relative stabilité de la zone euro a attiré des flux monétaires, soutenue par un optimisme prudent quant à la croissance future. Bien que les spéculateurs aient désormais une opinion positive sur l'euro, des risques subsistent en raison des tensions commerciales persistantes et des incertitudes qui pèsent sur les marchés.

### FBN Perspectives sur les devises

Devises		Actuel	Prévisions			
		2 mai, 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026
<b>Dollar Canadien</b>	<i>(USD / CAD)</i>	<b>1.38</b>	<b>1.42</b>	<b>1.39</b>	<b>1.37</b>	<b>1.35</b>
<i>Dollar É-U</i>	<i>(CAD / USD)</i>	<i>0.73</i>	<i>0.70</i>	<i>0.72</i>	<i>0.73</i>	<i>0.74</i>
Euro	<i>(EUR / USD)</i>	1.14	1.11	1.14	1.15	1.18
Yen Japonais	<i>(USD / JPY)</i>	144	145	143	140	138
Dollar Australien	<i>(AUD / USD)</i>	0.65	0.63	0.65	0.66	0.67
Livre Sterling	<i>(GBP / USD)</i>	1.33	1.30	1.32	1.33	1.35
Yuan Chinois	<i>(USD / CNY)</i>	7.26	7.27	7.25	7.22	7.20
Peso Mexicain	<i>(USD / MXN)</i>	19.6	20.5	20.0	19.5	19.0
<b>Dollar américain pondéré avec les échanges<sup>(1)</sup></b>		<b>121.7</b>	<b>124.5</b>	<b>122.2</b>	<b>120.7</b>	<b>118.6</b>

1) Federal Reserve Broad Index (26 devises)

### Devises croisées avec le dollar Canadien

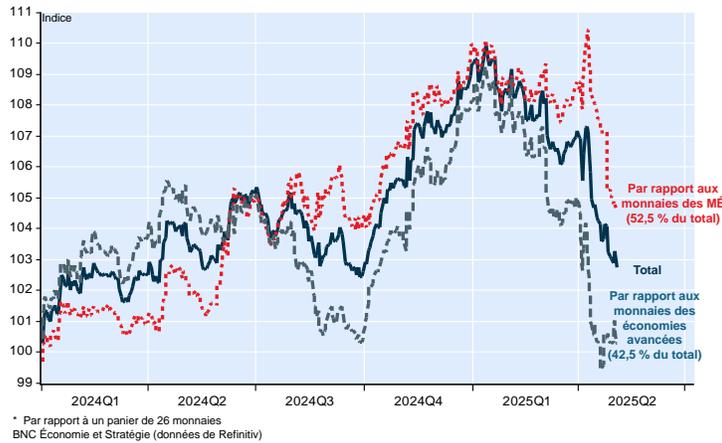
Devises		Actuel	Prévisions			
		2 mai, 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026
Euro	<i>(EUR / CAD)</i>	1.57	1.58	1.58	1.58	1.59
Yen Japonais	<i>(CAD / JPY)</i>	105	102	103	102	102
Dollar Australien	<i>(AUD / CAD)</i>	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90
Livre Sterling	<i>(GBP / CAD)</i>	1.83	1.85	1.83	1.82	1.82
Yuan Chinois	<i>(CAD / CNY)</i>	5.28	5.12	5.22	5.27	5.33
Peso Mexicain	<i>(CAD / MXN)</i>	14.3	14.4	14.4	14.2	14.1

## USD : La plus forte chute depuis la CFM

La décision de Washington d'imposer des droits de douane généralisés à ses partenaires commerciaux en avril a déclenché un important mouvement de ressac de la part des investisseurs étrangers. Le billet vert a perdu 4 % au cours du mois – soit sa plus mauvaise performance depuis mai 2009, où il avait chuté de 4,8 % pendant la crise financière mondiale (CFM) – et l'indice S&P 500 est passé à deux doigts de devenir baissier. Le revers du dollar américain était généralisé, l'indice pondéré des échanges commerciaux ayant reculé à la fois par rapport aux monnaies des économies avancées et à celles des marchés émergents (graphique).

### USD : Baisse généralisée

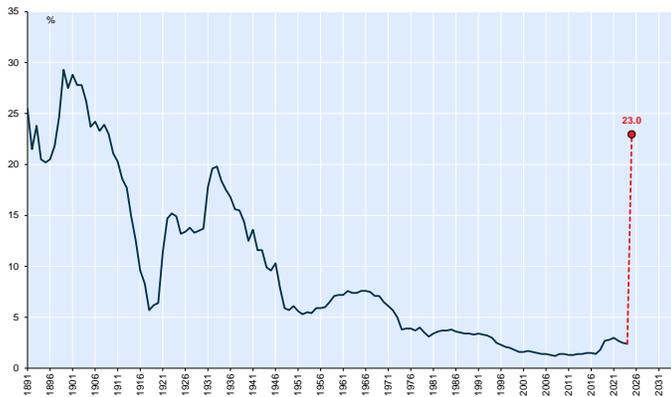
USD pondéré des échanges selon la Réserve fédérale : Total,\* économies émergentes et économies avancées



En réponse à la montée de la tourmente des marchés financiers, l'administration Trump a annoncé un répit de 90 jours pour les droits de douane généraux et a partiellement revu à la baisse les droits de douane imposés sur les marchandises chinoises et sur les pièces automobiles couvertes par l'ACEUM. Néanmoins, le taux effectif des droits reste élevé à 23 % au début de mai – soit un niveau inégalé depuis un siècle que nous continuons de considérer comme punitif pour l'économie américaine (graphique).

### É.-U. : Le taux effectif des droits de douane reste élevé (et insoutenable)

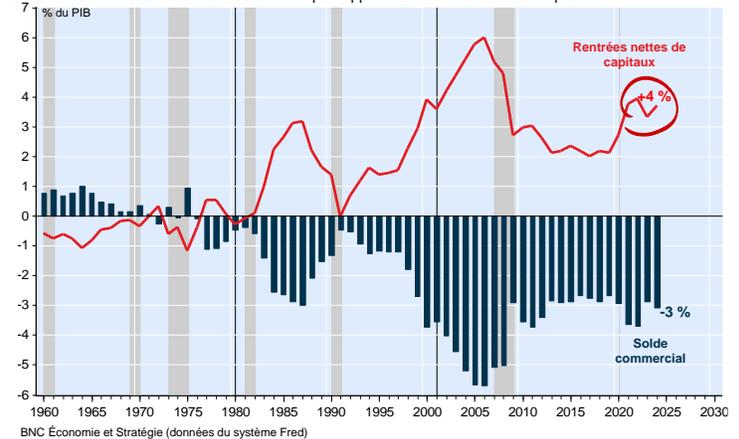
Taux effectif moyen historique des États-Unis + taux projeté selon les hypothèses de Bloomberg et de BNC



Ce n'est pas un environnement propice à une appréciation durable du billet vert – compte tenu notamment de la dépendance des États-Unis des afflux de capitaux étrangers pour financer leur déficit commercial. Historiquement, ces rentrées couvraient largement le fossé extérieur, apportant un financement excédentaire qui permettait au dollar américain de bénéficier de coûts d'emprunt faibles et d'une monnaie forte longtemps considérée comme la monnaie de réserve du monde (graphique).

## É.-U. : Les rentrées de capitaux étrangers couvraient jadis largement le déficit commercial

Balance commerciale de biens et de services par rapport aux rentrées nettes de capitaux



Les spéculateurs sont très conscients de cette dynamique. Sans surprise, ils ont augmenté leurs paris baissiers par rapport à l'USD, les positions nettes courtes dépassant maintenant les 15 milliards \$ - ce qui exacerbe un peu plus encore la faiblesse de l'USD (graphique).

### USD : Les spéculateurs renforcent leurs positions baissières

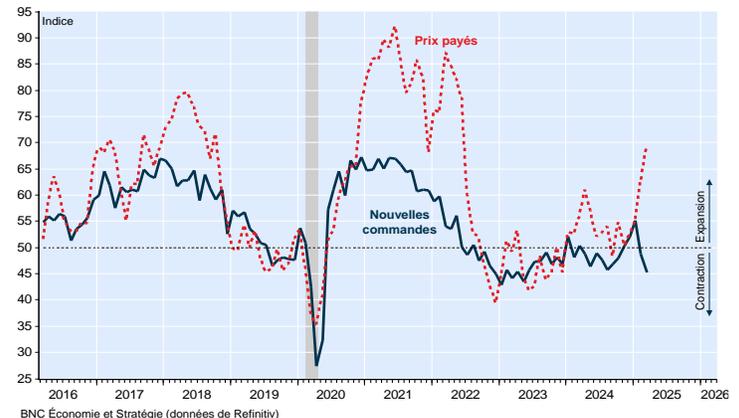
Positions spéculatives nettes des opérateurs non commerciaux par rapport à l'USD



À moins que l'administration Trump n'offre plus de clarté – particulièrement en réduisant le taux effectif des droits de douane à un niveau plus acceptable pour les investisseurs étrangers – l'USD n'inversera probablement pas son cours. En fait, il n'y a pas grand-chose qui pourrait attirer du capital, alors que les sociétés américaines font état d'une combinaison rare et troublante rappelant la stagflation : un ralentissement de la croissance et une hausse des prix (graphique).

### É.-U. : Des relents de stagflation

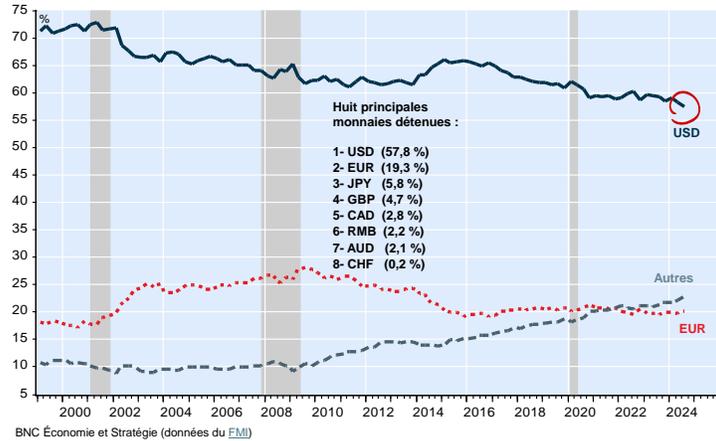
Enquête ISM sur la fabrication



Il sera crucial de restaurer la confiance des investisseurs dans les trimestres à venir, car les banques centrales étrangères pourraient de plus en plus rechercher des solutions autres que les obligations du Trésor américain. Alors que de plus en plus d'États promettent d'augmenter les dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, la concurrence pour attirer les capitaux mondiaux s'intensifie. L'Allemagne, par exemple, a récemment adopté un programme de 1 000 milliards € pour augmenter les investissements dans ces domaines. Cette transformation du paysage œuvre dans le sens d'une diminution de la pondération des réserves libellées en USD, qui représentent encore 58 % des positions des banques centrales du monde, selon le FMI.

### Monde : Le statut de réserve mondiale de l'USD s'érode

Part des réserves de change totales allouées (11 843 milliards \$ au T3 2024)

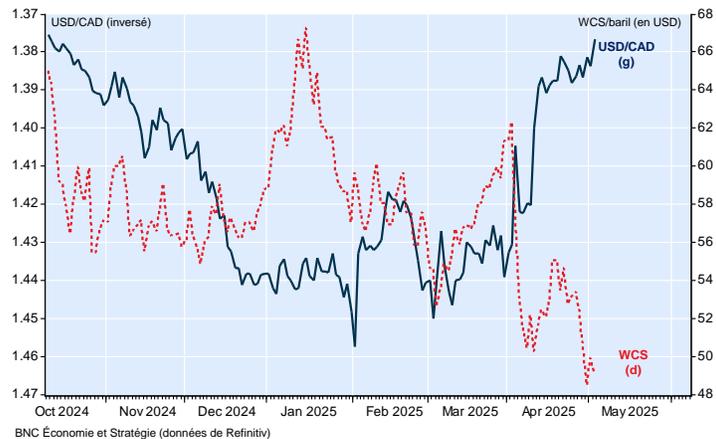


## CAD : Plus fort et surévalué

Malgré une croissance économique terne, les menaces de droits de douane, la chute des prix du pétrole et l'affaiblissement du marché du travail, le dollar canadien a bondi de 5,4 % par rapport à l'USD au cours des trois derniers mois. Le 2 mai, le taux USD/CAD se situait à 1,385 – ce qui ne s'était pas vu depuis octobre, quand le pétrole brut Western Canadian Select se négociait à 64 \$ le baril, comparativement à un peu moins de 50 \$ aujourd'hui (graphique).

### Canada : Le huard bondit à son plus haut niveau depuis des mois

Taux de change Canada-États-Unis et prix du pétrole brut Western Canadian Select (WCS)

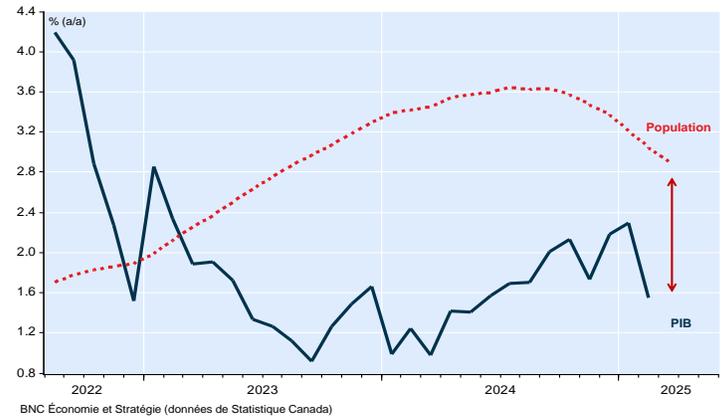


L'appréciation du huard se produit alors même que l'économie intérieure canadienne continue de peiner. Le PIB réel s'est contracté de 0,25 % en février – sa plus mauvaise performance mensuelle en 26 mois, qui est aussi inférieure aux attentes. La baisse est largement attribuable à l'accès de faiblesse du secteur producteur de biens, dans lequel trois sous-secteurs sur cinq affichaient une croissance négative.

En glissement annuel, le PIB réel n'a progressé que de 1,5 %, un rythme décevant étant donné que la population croît encore au rythme de plus de 2,8 % (graphique).

### Canada : La croissance du PIB continue de décevoir

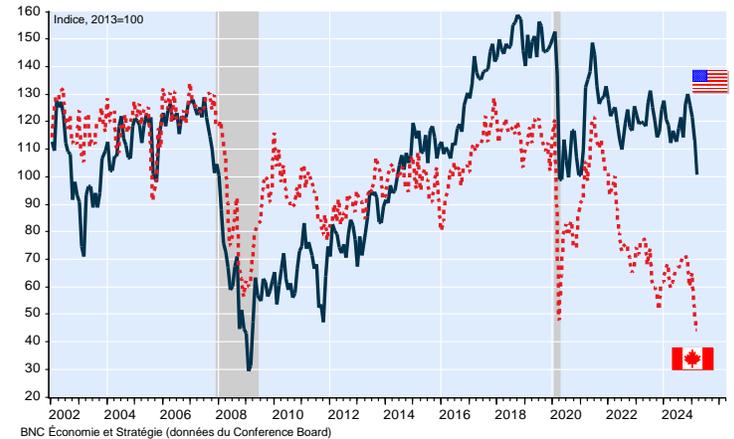
Croissance du PIB réel et de la population des plus de 15 ans



La baisse du PIB par habitant n'aide pas à soutenir la confiance des consommateurs, ni à susciter des dépenses robustes des ménages. Sans surprise, la confiance en a pâti – la confiance des consommateurs, déjà rognée par l'incertitude entourant la guerre commerciale et les craintes pour la sécurité de l'emploi, a récemment chuté à un nouveau creux record (graphique).

### Canada : Les consommateurs n'ont jamais été aussi déprimés

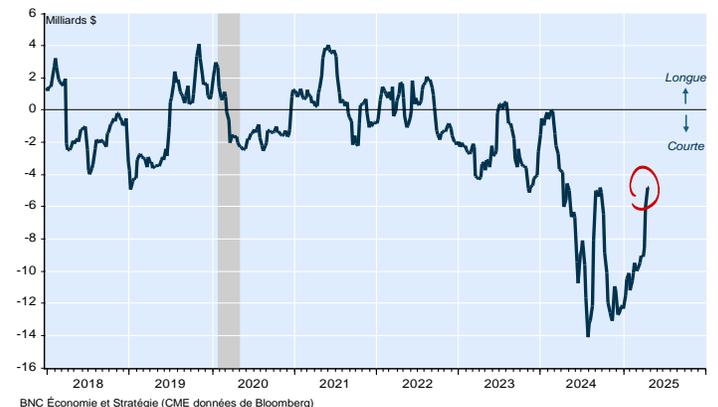
Indice de la confiance des consommateurs du Conference Board : comparaison Canada et États-Unis



Malgré ces obstacles, les spéculateurs sont devenus moins baissiers sur le dollar canadien, ayant réduit leurs positions courtes nettes de 12 milliards \$ à moins de 5 milliards \$ (graphique).

### CAD : Les spéculateurs réduisent leurs positions à découvert

Positions spéculatives nettes des opérateurs non commerciaux sur le CAD

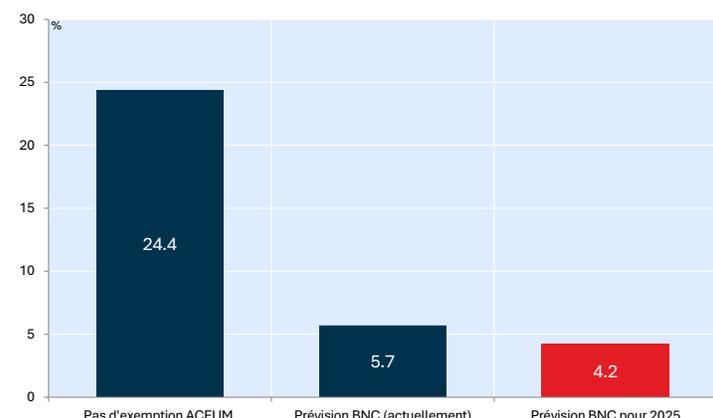


Cela marque un changement remarquable – particulièrement considérant que le dollar canadien avait commencé l'année en étant la grande devise sur laquelle les opérateurs non commerciaux vendaient le plus à découvert. Qu'est-ce qui explique ce changement d'humeur? D'une part, malgré les propos agressifs du président américain en matière de commerce international, le Canada est jusque-là resté relativement épargné par la vague de droits de douane américains grâce à son inclusion dans l'ACEUM. Avec le Mexique, le Canada a été en grande partie exclu de la liste la plus récente des droits de douane, puisque les deux pays restent des partenaires commerciaux dans l'ACEUM.

Dans le contexte actuel, la conformité à l'ACEUM est clairement devenue le critère central d'exemption de droits de douane. Sans les exemptions que lui vaut cet accord, le Canada subirait un taux de taxation effectif de 24,4 %, compte tenu des taxes à la frontière et de celles particulières à certains secteurs. Cependant, d'après les données du commerce international de février, seules 33 % des importations canadiennes à destination des États-Unis étaient conformes à l'ACEUM à l'époque – ce qui se traduit par un taux de droits de douane effectif de 15,6 %. Cela dit, nous croyons qu'il s'est produit un important mouvement de mise en conformité depuis février, les producteurs canadiens s'étant empressés de s'adapter. Une fois reflété dans les données commerciales, ce changement pourrait ramener l'exposition actuelle pondérée en fonction des secteurs à environ 5,7 %. Ce chiffre pourrait descendre sous les 5 % à court terme, grâce à l'augmentation du taux de conformité, aux changements dans la composition des échanges, et au retrait possible de taxes spéciales liées à des différends frontaliers (graphique).

#### Canada : La conformité à l'ACEUM essentielle dans le calcul des droits

Taux effectif des droits de douane imposés au Canada par les États-Unis



BNC Économie et Stratégie (données de US Census) | Nota : La prévision actuelle présume une conformité à 80 % et des ajustements sectoriels (p. ex., celui du secteur de l'énergie qui est présumé conforme à 100 %). Les prévisions pour la fin de l'année reposent sur l'hypothèse d'une même répartition de la conformité avec un ajustement lié à l'IEEPA (droits de 12 % sur les biens non conformes – ex. énergie, potasse).

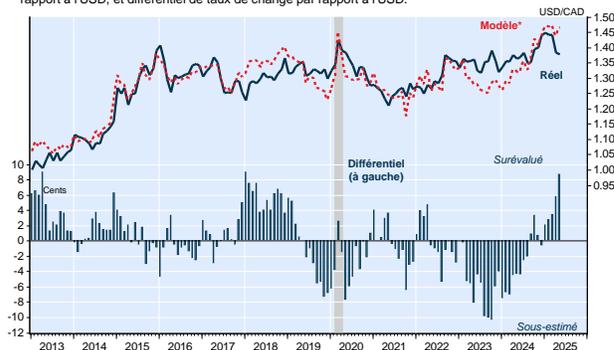
Pour y parvenir, Ottawa devra négocier un nouveau cadre pour l'ACEUM qui offre plus de visibilité et de stabilité aux entreprises. Dans une élection qui s'est principalement jouée entre deux grands partis, les libéraux de Mark Carney ont remporté le scrutin du 28 avril. Bien qu'il s'agisse du premier mandat de M. Carney, cela marque la quatrième victoire du Parti libéral de suite. Celui-ci a obtenu 169 sièges – moins que les projections des spécialistes et à trois sièges de ce qui lui aurait conféré la majorité. On espère que les chefs libéral et conservateur réussiront à mettre de côté leurs divergences de vues personnelles pour présenter un front uni pendant ces négociations critiques. Après tout, les deux partis avaient des positions globalement similaires en ce qui concerne l'atténuation de l'impact des droits de douane de l'administration Trump, dont le soutien à des subventions ciblées et la promotion des projets dans les secteurs des infrastructures et de l'énergie.

Au-delà du commerce international, les libéraux doivent aussi porter leur attention sur le budget fédéral 2025, qui est déjà en retard, selon les normes historiques. Pour faire avancer les dossiers clés de

l'énergie, il faudra une réévaluation rapide de la législation fédérale existante qui a freiné le développement jusque-là. Une nouvelle bonne occasion de prendre des mesures décisives se présente; celles-ci pourraient non seulement dynamiser les investissements, mais aussi renforcer, ce faisant, les relations entre le fédéral et les provinces. Une renégociation de l'ACEUM couronnée de succès et un budget fédéral crédible pourraient revigorer le dollar canadien – mais il n'y a pas de temps à perdre. Selon notre modèle, le huard se négocie déjà à environ 9 cents de plus que sa valeur fondamentale (graphique).

#### CAD : Une devise sur-évaluée

Taux de change réel par rapport à l'USD, estimation de la juste valeur à court terme de la BNC\* par rapport à l'USD, et différentiel de taux de change par rapport à l'USD.



\* Modèle estimé de 2013 à 2025 :  $\log(\text{USD/CAD}) = \alpha + \beta_1(\text{rendement US2Y} - \text{rendement CA2Y}) + \beta_2(\text{rendement US30Y} - \text{rendement CA30Y}) + \beta_3 \text{différentiel WCS} + \beta_4 \text{Vix}$   
BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv & Bloomberg)

Dans ces circonstances, nous nous attendons à ce que le taux USD/CAD remonte à 1,42 d'ici la fin du T2, avant de reculer graduellement vers 1,35 au deuxième semestre de 2025 – une trajectoire ancrée dans les caractéristiques fondamentales, et pas juste dans les espoirs.

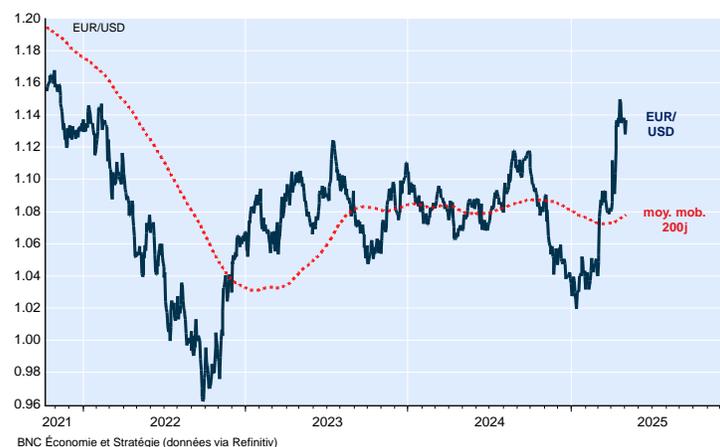
## EUR : Une force dans la tourmente commerciale

L'euro a connu un mois d'avril mouvementé, au cours duquel il s'est apprécié de 7 cents pour atteindre près de 1,15 avant de se stabiliser finalement autour de 1,14. D'un mois à l'autre, il s'agit de la plus forte hausse de la devise depuis la période de volatilité liée à la pandémie. Le plus surprenant est peut-être que cela s'est produit dans la foulée du plus grand bouleversement du commerce mondial de l'histoire moderne (hors pandémie). Le 2 avril, l'administration américaine a dévoilé des droits de douane réciproques visant notamment l'Union européenne. Bien qu'un sursis ait été annoncé, des droits de douane importants restent en vigueur pour les voitures étrangères, ce qui aura certainement un impact sur la production européenne.

Malgré l'incertitude qui règne aux États-Unis, la relative stabilité de la zone euro a attiré les flux monétaires, et nous pensons que ce phénomène restera au premier plan cette année. Bien que le dollar américain ne soit peut-être pas mort, le paradigme de l'exceptionnalisme américain a subi un coup dur au cours des deux derniers mois. En effet, le statut de valeur refuge du dollar a été mis à l'épreuve dans un environnement peu propice au risque au cours du mois d'avril, et les résultats n'ont pas été très réjouissants. Après le jour de la libération, les actions et les obligations ont été vendues et le dollar n'a pas réussi à se redresser. Les autres grandes devises se sont appréciées et l'euro, qui avait déjà pris de l'élan, a bondi bien au-dessus de sa moyenne mobile sur 200 jours.

## Euro : La monnaie est nettement au-dessus de sa moyenne mobile

EUR/USD et moyenne mobile à 200 jours



Sans surprise, les spéculateurs ont résolument pris des positions longues nettes sur la devise européenne. Si ce dernier pourrait se stabiliser, nous ne prévoyons pas de revirement majeur, sauf en cas d'événement majeur entraînant une aversion au risque sur les marchés.

## Les spéculateurs se ruent sur les positions longues sur l'euro

Positions spéculatives nettes non commerciales

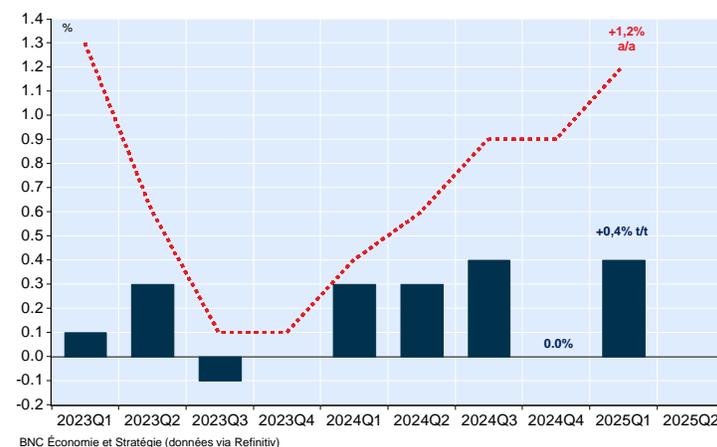


Il est vrai que le renversement actuel des positions s'inscrit dans la continuité de la tendance observée au premier trimestre de l'année. Les dépenses importantes annoncées par le gouvernement allemand ainsi que la volonté de se désengager d'un marché américain axé sur l'intelligence artificielle ont soutenu l'intérêt pour la devise.

Les dernières données économiques de la zone euro donnaient toutefois des raisons d'être optimiste, la croissance du premier trimestre ayant surpris à la hausse. En conséquence, la croissance annuelle a atteint 1,2 %, une progression qui n'avait pas été observée depuis deux ans.

## Zone euro: La croissance s'est accélérée au T1 2025

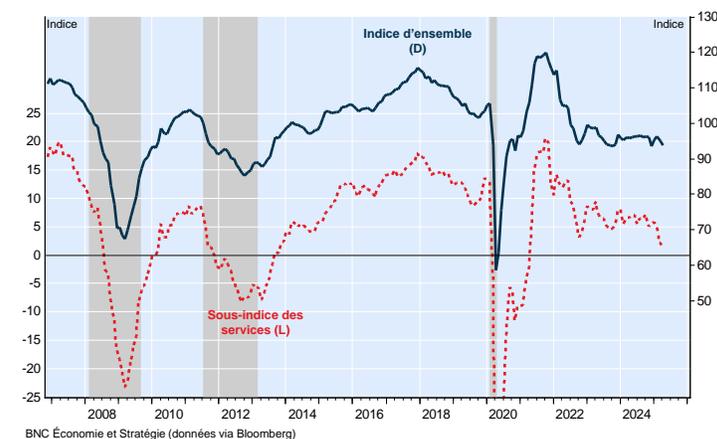
PIB réel



Il y a toutefois lieu de rester prudent pour le trimestre à venir. Les données conjoncturelles ont montré une détérioration du climat économique européen en avril, le sous-indice des services affichant une baisse prononcée.

## Zone euro : Le sentiment se dégrade avec l'affaiblissement des services

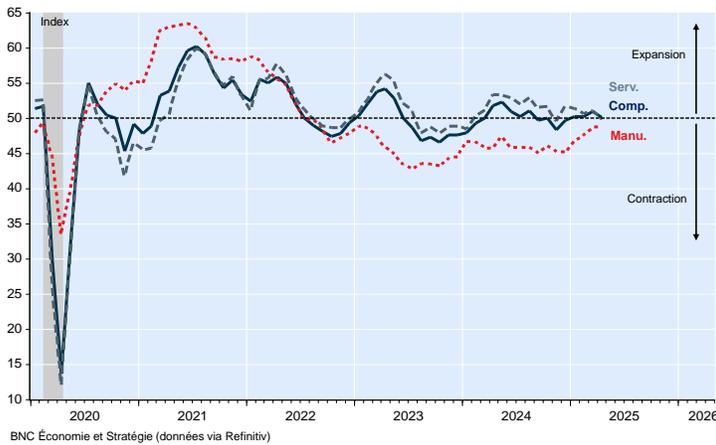
Indicateur de confiance des services de la Commission européenne



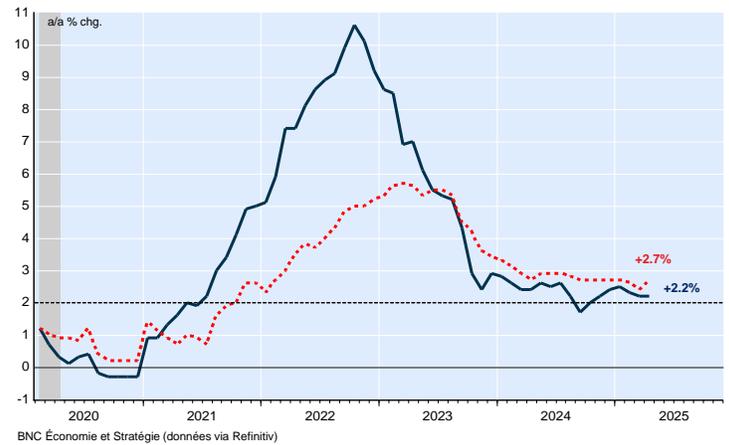
Cela a également été confirmé par l'indice PMI flash HCOB pour avril, qui a montré que le secteur des services était au point mort tandis que l'industrie manufacturière restait en contraction. Étant donné que les voitures européennes sont toujours soumises à des droits de douane de 25 % imposés par les États-Unis, nous prévoyons que le secteur manufacturier restera en contraction.

**Zone euro : L'activité commerciale est au neutre**

HCOB Flash Eurozone Composite PMI April 2025


**Zone euro : L'inflation est proche de l'objectif**

IPC d'ensemble et de base



La Banque centrale européenne a abaissé ses taux d'intérêt lors de sa dernière réunion en avril et reste relativement accommodante compte tenu de la situation actuelle. Comme l'a indiqué le Conseil des gouverneurs, les perspectives de croissance sont assombries par les tensions commerciales et l'incertitude qui règne sur les marchés. Le processus de désinflation se déroule relativement bien, comme en témoigne l'inflation globale qui reste proche de l'objectif de 2%. L'inflation sous-jacente reste quelque peu élevée, mais devrait se modérer à moyen terme pour se rapprocher de l'objectif. La récente appréciation de la monnaie devrait contribuer à cet objectif, car elle devrait atténuer certaines pressions sur les prix à l'importation.

Dans l'ensemble, nos perspectives pour la devise européenne sont prudentes mais optimistes. Dans un contexte commercial incertain, la zone euro représente une valeur sûre et devrait rester relativement stable. Il serait injuste de dire que l'Europe n'est pas touchée par la politique américaine, et l'effet sera perceptible si la croissance mondiale venait à ralentir de manière significative cette année. Si l'appréciation actuelle de l'euro est peut-être légèrement excessive, nous pensons qu'il pourrait continuer à s'apprécier au cours du second semestre.

**Aperçu Régional**

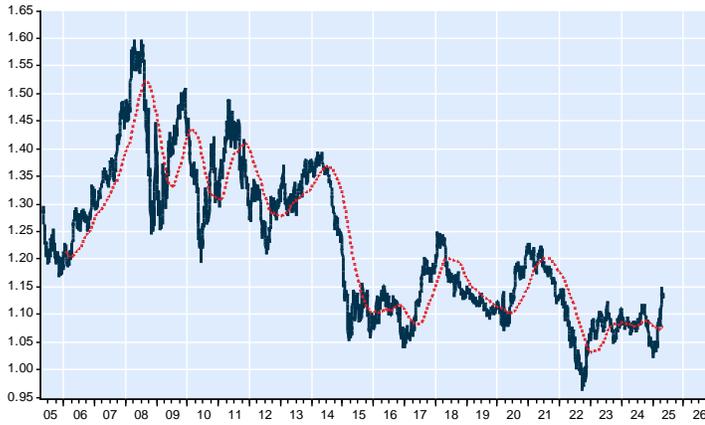
Region	Monnaie	\$	USD FX	1M Préalable	% Changement	Actuel	Par Rapport a UST	Actuel	Prochaine	
				USD FX	Performance	Rendement	Différentiel 2 ans	Taux Directeur	Politique Monétaire	
					1-m	2 ans				
Canada	Dollar Canadien	CAD	(USD/CAD)	1.38	1.42	-2.86%	2.56	-126.3	2.75	6/04/2025
Etats-Unis	Dollar des Etats-Unis	USD	-	-	-	3.83	-	4.50	5/07/2025	
Zone Euro	Euro	EUR	(EUR/USD)	1.13	1.10	3.11%	1.76	-206.4	2.25	6/05/2025
Japon	Yen Japonais	JPY	(USD/JPY)	145	147	-1.34%	0.61	-321.3	0.50	6/17/2025
Australie	Dollar Australien	AUD	(AUD/USD)	0.64	0.60	6.52%	3.30	-53.1	4.10	5/20/2025
Royaume-Uni	Livre Sterling	GBP	(GBP/USD)	1.33	1.29	2.99%	3.86	3.0	4.50	5/08/2025
Chine	Yuan Chinois	CNY	(USD/CNY)	7.27	7.28	-0.15%	1.46	-236.4	3.10	5/19/2025
Mexique	Peso Mexicain	MXN	(USD/MXN)	19.6	20.4	-4.19%	8.31	448.5	9.00	5/15/2025

Pays	Banque Centrale	États-Unis	Canada	Zone Euro					
		Réserve Fédérale	Banque du Canada	Banque Centrale Européenne					
Taux directeur actuel	5/5/2025	4.5 ▲ niveau actuel	5/5/2025	2.75 ▲ niveau actuel	5/5/2025	2.25 ▲ niveau actuel			
Prochaine rencontre	5/7/2025	4.494	-0.006	6/4/2025	2.619	-0.131	6/5/2025	2.011	-0.239
Rencontre subséquente	6/18/2025	4.422	-0.078	7/30/2025	2.498	-0.252	7/24/2025	1.887	-0.363
Rencontre subséquente	7/30/2025	4.261	-0.239	9/17/2025	2.411	-0.339	9/11/2025	1.737	-0.513
Rencontre subséquente	9/17/2025	4.067	-0.433	10/29/2025	2.318	-0.432	10/30/2025	1.705	-0.545
Rencontre subséquente	10/29/2025	3.911	-0.589	12/10/2025	2.287	-0.463	12/18/2025	1.646	-0.604
Rencontre subséquente	12/10/2025	3.743	-0.757				2/5/2026	1.626	-0.624
Pays	Banque Centrale	Japon	Royaume-Uni						
		Banque du Japon	Banque d'Angleterre						
Taux directeur actuel	5/5/2025	0.5 ▲ niveau actuel	5/5/2025	4.5 ▲ niveau actuel					
Prochaine rencontre	6/17/2025	0.508	0.008	5/8/2025	4.235	-0.265			
Rencontre subséquente	7/31/2025	0.533	0.033	6/19/2025	4.095	-0.405			
Rencontre subséquente	9/19/2025	0.549	0.049	8/7/2025	3.931	-0.569			
Rencontre subséquente	10/30/2025	0.569	0.069	9/18/2025	3.756	-0.744			
Rencontre subséquente	12/19/2025	0.648	0.148	11/6/2025	3.641	-0.859			
Rencontre subséquente			12/18/2025	3.575	-0.925				

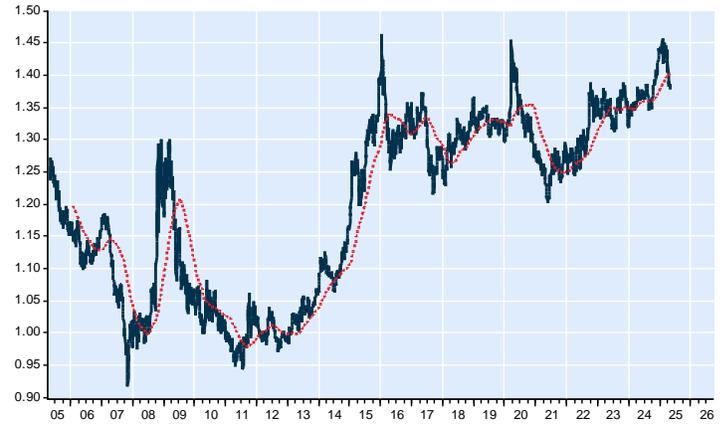


## Annexe : Prix au comptant avec leur MM 200 jours

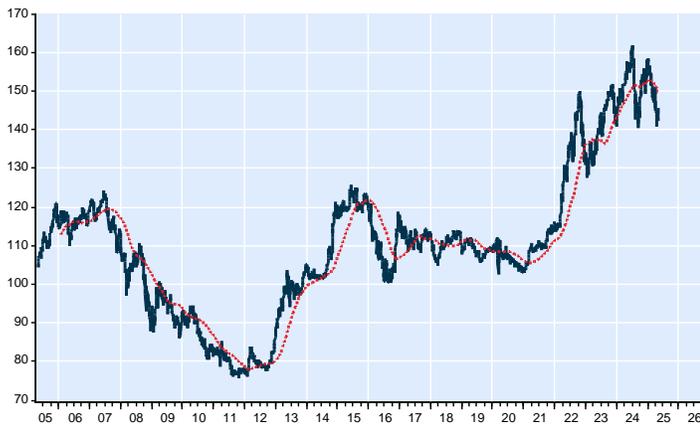
EUR / USD



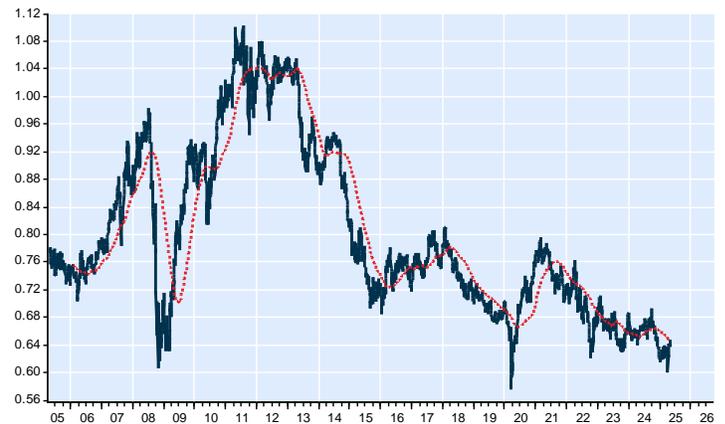
USD / CAD



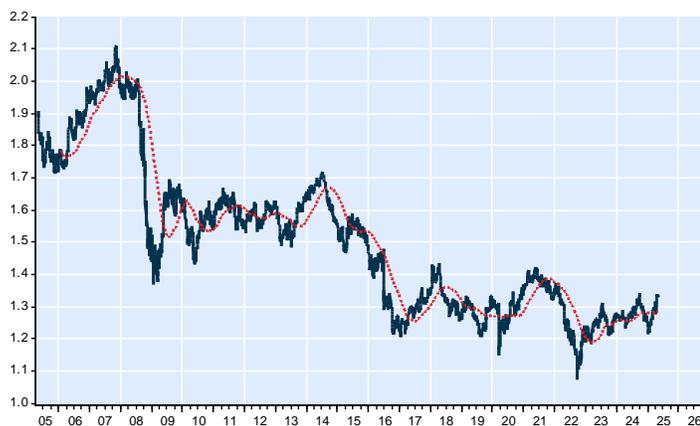
USD / JPY



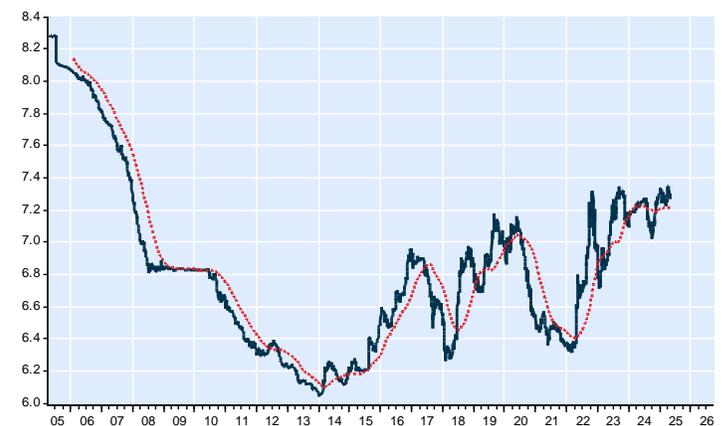
AUD / USD



GBP / USD



USD / CNY





**Abonnez-vous à nos publications : [BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529**

## 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. FNB 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 contreparties 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 BNC 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. BNC 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 BNC 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. (« BNCFI ») 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 BNCFI.

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 BNC Financial Markets Asia Limited (« BNCFMA »), 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 BNCFMA 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 BNCFMA 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 BNCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par BNCFMA 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, distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.