



Contrôle des salaires et des prix : Une fausse bonne idée?

Par Stéfane Marion et Paul-André Pinsonnault

L'histoire du contrôle des prix remonte à 4000 ans, au Code d'Hammourabi, qui contenait entre autres des lois régissant les contrats commerciaux et les prix appropriés des marchandises. Aux États-Unis, il y a 400 ans, le Massachusetts et la Virginie ont fait la même chose. Plus récemment, de nombreux pays ont, à un moment ou un autre au XX^e siècle, expérimenté, par temps de guerre comme de paix, l'application d'un contrôle des salaires et des prix. Cette forme de contrôle a une histoire déjà ancienne.

Nous concentrant sur les 120 dernières années, nous relevons que, pendant les périodes de crise comme les deux guerres mondiales, le contrôle des prix a été plutôt efficace comme mesure temporaire pour limiter l'inflation. Certains expliquent qu'en temps de guerre ces mesures peuvent susciter suffisamment d'adhésion du public et de volonté politique pour être applicables. Dans une crise, le public tolère les inconvénients qu'elles engendrent, comme les files d'attente ou les rayons vides des magasins. Dans ces conditions, l'esprit patriotique joue beaucoup pour soutenir les initiatives du gouvernement. Mais en période de paix, les critiques fusent de droite, de gauche et du centre. Le soutien public à ces politiques s'érode plus ou moins rapidement, selon la rigueur des mesures de contrôle mises en place. Malheureusement, l'histoire nous apprend que les contrôles qui sont moins rigoureux ne servent à rien, alors que ceux qui sont relativement restrictifs n'apportent qu'un soulagement temporaire de l'inflation et risquent d'être abandonnés rapidement, ce qui contribue à en limiter le succès. En d'autres termes, le succès du contrôle des salaires et des prix dépend largement de sa conception et des conditions dans lesquelles il est imposé. Mais nous savons d'expérience que, bien qu'un contrôle des salaires et des prix couronné de succès puisse influencer la trajectoire temporelle de l'inflation, dès qu'il est retiré, l'inflation se dirige là où elle se serait dirigée si le contrôle n'avait pas été imposé.

Le contrôle des salaires et des prix n'est pas une condition suffisante ni même une condition nécessaire pour atteindre la stabilité des prix. Comme diraient les économistes : par lui-même, le contrôle ne fera pas baisser l'inflation à un niveau stable et raisonnablement bas dans les années qui suivent immédiatement sa levée.

Cela dit, il peut faciliter le coût de transition (chômage) du passage d'un environnement à inflation forte vers un environnement dans lequel les attentes d'inflation restent ancrées à un niveau plus soutenable, ce qui est un argument en sa faveur. C'est un point de vue que partageait apparemment la Banque du Canada en 1975. Dans son rapport annuel de cette année-là, la Banque suggérait que [TRADUCTION] « le contrôle des prix et des salaires pourrait être un complément utile à la discipline financière ... [pour] réaliser les ajustements nécessaires à un moindre coût en termes de chômage et de production perdue, et avec des iniquités moins graves que si on s'en remettait uniquement à la politique monétaire et à la politique budgétaire ».

Mais le contrôle des salaires et des prix ne va pas sans un coût. Il s'accompagne de coûts administratifs et d'autres moins évidents dus aux distorsions qu'il introduit dans l'économie. Cela peut comprendre des pénuries d'offre, le marché noir, la réduction d'investissements productifs planifiés et l'augmentation de la concentration sectorielle. Plus ce contrôle dure, plus il est probable que certaines formes du contrôle direct survivent à sa durée initialement prévue (contrôle des loyers, gels des frais universitaires, etc.). En outre, on peut craindre que, pour obtenir l'aval de grands syndicats ou d'autres groupes de pression pour le contrôle des salaires et des prix, les gouvernements leur concèdent certains avantages à long terme, entraînant du coup une politisation des relations économiques. Les discussions publiques de la possibilité de l'instauration du contrôle peuvent en effet pousser les salaires à la hausse plus vite et un plafond proposé peut devenir la norme, même pour des contrats de travail qui auraient autrement été conclus à des taux plus bas.

Dans l'épisode actuel, l'inflation, alimentée par un raz de marée mondial de mesures de stimulation pour compenser les effets de la pandémie sur la production et l'emploi, a décollé alors que la masse monétaire a formidablement augmenté. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la guerre en Ukraine n'ont fait qu'envenimer la situation sur fond de démondialisation et de montée du populisme qui ont réduit la croissance potentielle de la production et démultiplié le risque d'une persistance des tensions inflationnistes. Cela rendrait encore plus difficile à atteindre l'objectif d'une inflation basse et de maintenir celle-ci à ce niveau. Dans ces conditions, le coût d'opportunité du retour de l'inflation à l'objectif de 2% que partagent beaucoup de banques centrales pourrait se révéler relativement élevé. Par exemple, Domash et Summers (2022) résument le compromis à accepter en matière de chômage pour contenir l'inflation aux États-Unis comme suit : [TRADUCTION] « une approche graduelle nécessiterait cinq années à un taux de chômage de 6%, alors qu'un retour plus rapide à la cible serait possible en faisant monter le chômage à 10% et en le maintenant à ce niveau pendant un an ». On notera que dans le plus récent Sommaire des projections économiques de la Fed, la projection médiane table sur un retour de l'inflation à 2.2% d'ici

décembre 2024, avec un taux de chômage de 3.7% à la fin de l'année 2022, de 3.9% à la fin de l'année 2023 et de 4.1% en 2024. Cela semble passablement optimiste en regard de la thèse de Domash et Summers. Selon une règle empirique, avec un taux de chômage de 10% à 11% il y aurait 12 millions de demandeurs d'indemnités de chômage de plus, à supposer une diminution de 1% du taux d'activité.

Dans ces circonstances, il n'est pas étonnant d'entendre certains observateurs réclamer un débat sérieux sur l'utilisation d'un contrôle stratégique des prix au lieu de préconiser aveuglément une politique monétaire serrée. Isabella Weber, économiste de l'Université du Massachusetts Amherst, est une ardente adepte de cette thèse. Elle fait valoir qu'actuellement on omet généralement un facteur critique qui fait monter les prix, à savoir, une explosion des profits. Elle croit que les grandes sociétés qui ont une influence sur le marché ont profité du problème des approvisionnements pour augmenter les prix et encaisser une manne de bénéfices. Force est de reconnaître que, selon la théorie économique, le contrôle des prix tend à être plus efficace dans des conditions de concurrence imparfaite. Dans les cas extrêmes, comme les monopoles, le contrôle des prix peut être avantageux. Le détenteur d'un monopole, unique vendeur d'un produit, maximise les profits en vendant de plus petites quantités d'une marchandise à un prix plus élevé que celui qu'il pourrait obtenir sur un marché concurrentiel. Si une intervention gouvernementale plafonne le prix à un niveau inférieur au prix courant auquel le détenteur du monopole peut vendre, alors, pour maximiser ses profits le monopoleur devra vendre plus à un prix moindre. Ce résultat devrait avantager les consommateurs.

Avant de choisir son camp dans le débat actuel, nous suggérons de jeter un œil sur les enseignements qu'on peut tirer de l'expérience des années 1970.

États-Unis : La grande inflation des années 1970

La grande inflation des années 1970 a fait l'objet de nombreuses études. La plupart concluent que la politique monétaire des États-Unis était, en rétrospective, trop expansionniste pendant cette décennie. Les grands argentiers étaient à l'époque convaincus à tort que le chômage dépassait le taux de chômage à inflation stationnaire (NAIRU), en d'autres termes que l'économie tournait en dessous de son potentiel, ce qui n'était pas le cas. Confrontés à une inflation persistante malgré l'écart de production perçu, ils sont devenus plus pessimistes au sujet de l'efficacité d'une inutilisation de ressources pour réduire l'inflation. De nombreuses citations du procès-verbal du FOMC ou du Rapport économique du président corroborent cela. Par exemple, en 1971, le président de la Fed Arthur F. Burns a jugé que la politique monétaire pourrait faire très peu pour enrayer une inflation qui reposait fortement sur les pressions des coûts salariaux. À son avis, un taux de chômage beaucoup plus élevé provoqué par la politique monétaire n'allait pas réduire ces pressions de manière appréciable (procès-verbal du FOMC du 8 juin 1971, p. 51).

Avec le temps, l'opinion selon laquelle l'inflation était motivée par la hausse des coûts s'est installée. Après tout, cela pourrait expliquer la coïncidence d'écart de production négatifs et d'une inflation élevée.

Selon Romer 2002, cela a incité les autorités monétaires à poursuivre une stratégie à deux axes. L'un des axes était une politique budgétaire très expansionniste (Rapport économique du président 1972, p. 108) qui a entraîné une augmentation importante des dépenses. Comme les autorités en étaient arrivées à croire que les ressources inutilisées contribueraient peu à réduire l'inflation, elles ne voyaient pas de raison de tolérer un chômage dépassant le taux naturel. L'autre axe était le contrôle des salaires et des prix pour donner au pays une période de stabilité encadrée dans laquelle les attentes, les contrats et le comportement s'adaptent au fait qu'une inflation rapide n'est plus la condition prospective de la vie américaine.

Rétrospectivement, il apparaît clairement qu'une combinaison de mesures de l'écart de production et d'une interprétation de la pression des coûts dans la dynamique de l'inflation erronées s'est traduite par une réponse de la politique qui n'était pas suffisamment restrictive pour faire baisser les tensions inflationnistes. Par conséquent, nous ne sommes pas surpris de voir que des recherches sur l'impact du contrôle des prix et des salaires aux États-Unis, en utilisant une méthode de la VAR pour produire une référence factuelle contraire, révèlent que le contrôle n'a freiné l'inflation que temporairement. Ils ont par conséquent échoué à engager l'inflation sur une trajectoire basse et stable pendant les années qui ont suivi immédiatement la levée du contrôle.

L'expérience canadienne

Quand le gouvernement a annoncé son programme de lutte contre l'inflation (PLI) en octobre 1975, l'inflation des prix dépassait les 10% et de nouvelles conventions collectives prévoyant des augmentations de salaire de l'ordre de 20% du quatrième trimestre de 1974 au troisième trimestre de 1975 venaient d'être signées. L'objectif implicite du programme de trois ans de contrôle des salaires et des prix était de soutenir les politiques monétaire et budgétaire pour réduire l'inflation. On peut conclure, au vu des facteurs de

protection utilisés pour calculer les lignes directrices de rémunération, que les objectifs d'inflation du PLI étaient respectivement de 8%, 6% et 4% pour la première, deuxième et troisième années.

Dans un document de travail de 2005 de la Banque du Canada, John Sargent relevait que [TRADUCTION] « un certain nombre d'études économétriques ont conclu que le contrôle exerce un important effet indépendant pour réduire le taux des augmentations de salaire: la plupart [des études] concluent que le PLI [l'élément de contrôle] réduisait les augmentations de salaire de 2.5 à 4 pour cent pendant les trois années où il était en place. On estime qu'une réduction comparable de l'inflation des salaires par des moyens de restriction monétaire uniquement aurait nécessité des taux de chômage d'environ 12 à 13 pour cent [reconnu comme potentiellement surestimé], comparativement aux 7 à 8 pour cent qui ont effectivement été enregistrés. » Sargent fait aussi référence à des estimations de Wilton (1984) qui indiquent que l'inflation des prix aurait été supérieure de 1 à 2 pour cent en 1977, 1978 et 1979 en l'absence de tout contrôle.

Il y a, selon, Wilton, eu peu d'effet indépendant sur les prix pendant la première année du programme parce que les conventions salariales existantes n'ont pas été abrogées. Wilton est d'avis que l'effet sur l'inflation des prix a culminé en 1979, l'année qui a suivi la fin du programme. Néanmoins, les variations sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation en 1977, 1978, 1979 et 1980 étaient de 9.4%, 8.6%, 9.8% et 11.1% respectivement, bien au-dessus des objectifs implicites du PLI. Malgré cet échec, Cousineau et Lacroix (1978) font valoir que, si on se concentrait sur le taux des augmentations monétaires des salaires dans les grandes conventions collectives plutôt que sur l'IPC, on pourrait dire que le PLI a eu un effet positif. Selon leur appréciation, le taux des augmentations monétaires des salaires du quatrième trimestre de 1975 au troisième trimestre de 1977 était en moyenne plus bas de 1.7 point de pourcentage dans le secteur privé et de 4.3 points dans le secteur public que le niveau qu'il aurait atteint selon leurs modèles sans le PLI. Par conséquent l'opinion qu'on se fait des mérites du PLI dépend de l'aune à laquelle on le mesure ...

Le contrôle resurgit dans les conversations

Les connaissances générales et la compréhension de l'inflation ont évolué au fil des ans. Aujourd'hui, personne ne doute de ce que les banques centrales disposent des outils pour maîtriser l'inflation. Le débat a été tranché au début des années 1980 par Paul Volcker avec son approche radicale. Celle-ci a produit les résultats escomptés sur le front de l'inflation. Mais la réussite de M. Volcker n'a pas été sans soulever les craintes d'un cataclysme financier et économique. L'économie mondiale a traversé une vague de crises d'endettement dans les pays en développement, particulièrement en Amérique latine, qui a pratiquement mis à genou les plus grandes banques américaines. De plus, les taux d'intérêt réels élevés et la récession de 1982 ont contribué à une désindustrialisation généralisée, particulièrement dans le Midwest, en plus d'un chômage de plus de 10% en 1982.

Compte tenu des moyens limités qui seront à la disposition des autorités monétaires et budgétaires pour sortir l'économie d'un éventuel ralentissement, le contrôle des salaires et des prix serait-il une solution? Nous ne le pensons pas. Au lieu de tomber dans des mesures populistes et de recourir au contrôle des salaires et des prix qui ne limiterait l'inflation que temporairement, les autorités devraient plutôt mettre en place des politiques monétaire et budgétaire responsables visant à atténuer les pressions inflationnistes et utiliser les munitions dont elles disposent pour créer les conditions encourageant l'investissement des entreprises pour augmenter le potentiel de leurs économies.

Bibliographie

- Commission de lutte contre l'inflation, « Historique de la Commission de Lutte Contre l'Inflation », Bibliothèque du Parlement du Canada, 9 janvier 1980
- Rapport économique annuel de la BRI, 2022, « Inflation: A Look Under the Hood », juin 2022
- Rapport économique annuel de la BRI, 2022, « Old Challenges, New Shocks », juin 2022
- Bordo, Michael D. et Angela Redish, « Soixante-dix ans d'activité : la Banque du Canada dans le contexte international (1935-2005), Revue de la Banque du Canada - Hiver 2005-2006
- Carter, Thomas J. et Rhys R. Mendes, « The Power of Helicopter Money Revisited: A New Keynesian Perspective », Document d'analyse du personnel de la Banque du Canada, 2020-01 – Février 2020
- Carr, Jack, « Wage and Price Controls: Panacea for Inflation or Prescription for Disaster? » The Fraser Institute 1976
- Congressional Budget Office, « Incomes Policies in the United States: Historical Review and Some Issues », Background Paper, 1977
- Cousineau, Jean-Michel et Robert Lacroix (1978), « L'impact de la Politique Canadienne de Contrôle des Prix et des Revenus sur les Ententes Salariales », Analyse de Politiques, vol 4. No 1 (hiver 1978)
- Di Giovanni, Julian, S. Kalemli-Ozca, A. Silva et M.A. Yildirim, « Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation », ECB Forum on Central Banking, juin 2022
- Dodge, David, gouverneur de la Banque du Canada, « Un taux d'inflation bas et prévisible et la tenue du marché canadien du travail », conférence à l'Université Memorial de Terre-Neuve, 20 novembre 2003
- Domash, Alex et Lawrence H. Summers, « A Labor Market View on the Risks of a U.S. Hard Landing », NBER Working Paper 29910, avril 2022
- Federal Reserve Board, « Economic Projections », juin 2022
- Galbraith, James K., « The Case for Strategic Price Policies », Project Syndicate, 21 janvier 2022
- Kozicki, Sharon et P.A. Tinsley, « Perhaps the FOMC Did What It Said It Did: An Alternative Interpretation of the Great Inflation », document de travail de la Banque du Canada 2007-19 – Mars 2007
- Lipsey, Richard G., « Wage-Price Controls: How to Do a Lot of Harm by Trying to Do a Little Good », Canadian Public Policy, Vol. 3 No. 1, hiver 1977
- Malmendier, Ulrike, « Experiencing Inflation: The Role of Inflation Expectations in Monetary Policymaking », ECB Forum on Central Banking, 29 juin 2022
- Nelson, Edward, « The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened? » Federal Reserve Bank of St Louis, Working Paper 2004-001, janvier 2004
- Nelson, Edward, « Monetary Policy Neglect and the Great Inflation in Canada, Australia, and New Zealand », Federal Reserve Bank of St Louis, Working Paper 2004-008, avril 2004
- Neely Christopher J., « Why Price Controls Should Stay in the History Books », Federal Reserve Bank of St Louis, 24 mars 2022
- Orphanides, Athanasios et John C. Williams (2004), « The Decline of Activist Stabilization Policy: Natural Rate Misperceptions, Learning, and Expectations », International Discussion Papers Number 804, avril, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Romer, Christina D. et David H. Romer, « The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy », NBER Working Paper No. 9274, octobre 2002
- Sargent, John, « The 1975-78 Anti-Inflation Program in Retrospect », document de travail de la BdC 2005-43, décembre 2005
- Thiessen, Gordon G., « The Canadian Experience with Targets for Inflation Conto », The Gibson Lecture, Queen's University, 15 octobre 1998
- Weber, Isabella, « Could Strategic Price Controls Help Fight Inflation? » *The Guardian*, 29 décembre 2021
- Whiteman, Charles H., « A new Investigation of the Impact of Wage and Price Controls », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Printemps 1978
- Wilton, David A., « An Evaluation of Wage and Price Controls in Canada », Analyse de Politiques, Vol. 10 No. 2 (juin 1984)
- Wolf, Martin, « Policy Errors of the 1970s Echo in Our Times », www.ft.com, 14 juin 2022
- Zweig, Jason, « An Old Way to Fight Inflation Gets New Fans », *Wall Street Journal*, 3 juin 2022

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

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

Taylor Schleich

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

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), 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 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 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 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 SCF 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.