

L'inflation de base au Canada : L'imbroglio doit cesser

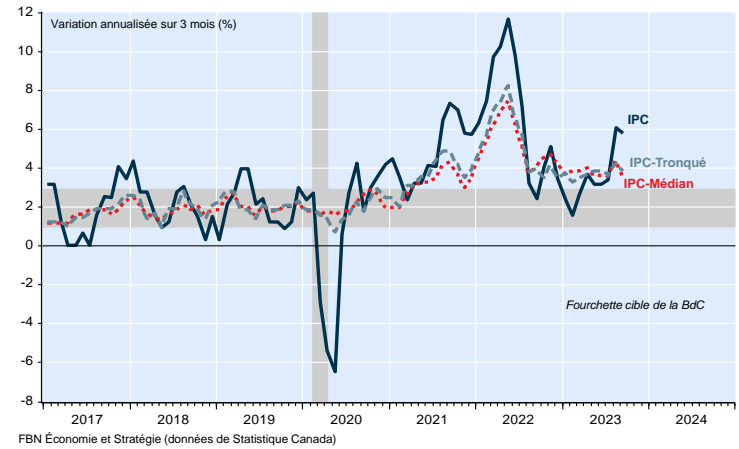
Par Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme

- Depuis 1992, le mandat de la Banque du Canada est resté stable : maintenir l'inflation mesurée par l'IPC au milieu d'une fourchette de 1 % à 3 %. Cependant, on ne peut en dire autant des mesures de l'inflation de base utilisées pour guider la politique monétaire et sa communication, particulièrement depuis 2021.
- En effet, les nombreuses volte-face des trois dernières années mettent en évidence le fait que la Banque du Canada s'est trop souvent autorisée à modifier les mesures de l'inflation de base mises en valeur dans ses communications. Cela donne l'impression que les indices de l'inflation sous-jacente sont parfois utilisés de manière ciblée pour soutenir une décision et une communication préétablies.
- En résumé, la Banque du Canada doit prioriser une réévaluation en profondeur des indicateurs de l'inflation de base et ne pas écarter un retour aux mesures d'exclusion, beaucoup plus flexibles et simples. De plus, elle doit rendre disponibles toutes les données nécessaires à la reproduction de celles-ci, afin d'éviter que le public ne les perçoive comme une boîte noire.

Depuis mars 2022, la Banque du Canada (BdC) est engagée dans un cycle de resserrement monétaire d'une rapidité et d'une agressivité sans précédent, pour un total de 475 points de base en 17 mois. En septembre et en octobre, le Conseil de direction a choisi de laisser le taux directeur inchangé, mais il est resté préoccupé par la persistance des pressions inflationnistes sous-jacentes et s'est dit prêt à relever à nouveau le taux directeur si nécessaire, étant donné que le rythme annualisé moyen de l'IPC-tronqué et de l'IPC-médian reste dans la fourchette de 3.5 % à 4.0 % que la Banque a signalée comme étant un niveau préoccupant.² Entre-temps, les progrès de l'inflation globale mesurée par l'IPC ont été timides compte tenu du rebond des prix de l'énergie (graphique).

Les mesures d'inflation de base de la BdC demeurent préoccupantes

Variation annualisée sur 3 mois de l'IPC, l'IPC-tronqué et de l'IPC-médian



Outre les mesures officielles de l'inflation sous-jacente, la BdC a introduit d'autres mesures d'inflation de base dans son cadre d'analyse au cours de l'année dernière afin de guider ses décisions. En effet, elle s'est récemment concentrée sur l'inflation des services de base hors logement, qui affiche un rythme encore plus inquiétant (croissance annualisée sur trois mois de 4.3 % en septembre). Bien que cette mesure ne fasse pas partie du cadre d'analyse officiel de la Banque, certains groupes d'économistes vont jusqu'à l'appeler l'IPC "superfondamental". Avec la prolifération des mesures de base utilisées par notre banque centrale, l'analyse des données sur l'inflation est devenue plus complexe et il est facile de s'y perdre. À notre avis, la Banque du Canada contribue depuis un certain temps à l'imbroglio actuel et doit stabiliser la situation. Dans ce rapport spécial, nous suggérons que la BdC priorise une réévaluation approfondie des mesures de l'inflation de base, voire qu'elle envisage un bon coup de balai.

La courte histoire des mesures de l'inflation de base au Canada

La Banque du Canada a pour mandat de veiller à ce que l'inflation annuelle, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), se situe au point médian d'une fourchette de maîtrise comprise entre 1 % et 3 %. Bien que cet objectif concerne le taux d'inflation global, la Banque doit surveiller les pressions sous-jacentes sur les prix afin de ne pas réagir indûment à un choc temporaire affectant des composantes particulières. Il peut donc être utile d'analyser un sous-groupe du panier d'inflation pour détecter les mouvements de prix fondamentaux. Plusieurs approches sont possibles et il n'y a pas de consensus entre les principales banques centrales quant à la mesure de l'inflation de base à privilégier (tableau).

² Dans le cadre de ce rapport spécial, nous utiliserons de façon interchangeable les termes "inflation de base" et "inflation sous-jacente".

Différentes approches pour mesurer l'inflation de base

Mesures d'inflation de base privilégiées par les grandes banques centrales

	Mesure d'exclusion	Tronqué	Médian	Pondéré par volatilité	Modèle
Banque d'Australie	✓	★	★		
Banque d'Angleterre	★				
Banque centrale européenne	★	✓	✓		✓
Banque du Japon	★	✓	✓		
Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	★	✓	✓		✓
Banque de Norvège	★	✓	✓		
Banque de Suède	★				
Banque nationale suisse	★	★			
Réserve fédérale américaine	★	✓	✓		✓
Banque du Canada		★	★		

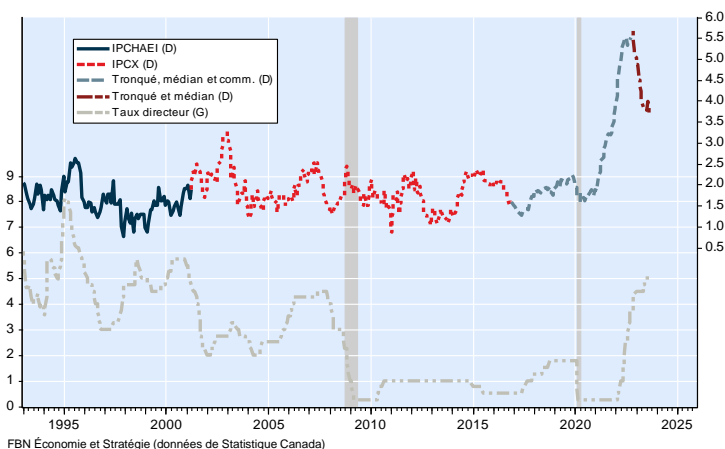
★ : mesure préférée ; ✓ : mesure utilisée

FBN Économie et Stratégie

Au Canada, les mesures de l'inflation de base privilégiées par la Bdc ont évolué au fil du temps. De 1991 à 2001, la Banque excluait les aliments, l'énergie et les taxes indirectes du panier, une mesure similaire à celle que la Réserve fédérale américaine privilégie encore aujourd'hui (déflateur des dépenses de consommation personnelle excluant les aliments et l'énergie). Puis, de 2001 à 2016, les catégories exclues sont devenues les huit composantes du panier les plus volatiles historiquement ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects (IPCX). Lors du renouvellement de la cible d'inflation en octobre 2016, la Banque a signalé un nouveau changement dans la manière dont elle analyse les pressions sous-jacentes sur les prix, énonçant « d'importants chocs transitoires sur les composantes de l'IPC non exclues de l'IPCX ». Ainsi, dans le but d'avoir des indicateurs plus flexibles face à ces chocs, la Banque a adopté trois nouvelles mesures de l'inflation sous-jacente, à savoir IPC-tronqué, IPC-médian et IPC-comm, les jugeant plus persistantes et mieux corrélées avec le cycle économique que l'IPCX. Ces trois mesures diffèrent des mesures précédemment privilégiées par la Banque en ce sens qu'elles n'excluent pas systématiquement les mêmes éléments du panier de l'IPC chaque mois. Plus précisément, l'IPC-tronqué consiste en une moyenne pondérée des variations mensuelles du panier de consommation représentatif, en excluant les 20 % de composantes dont la croissance mensuelle est la plus forte et la plus faible. Au total, l'IPC-tronqué représente donc 60 % du panier global de l'IPC. L'IPC-médian, quant à lui, représente la croissance mensuelle de la composante située au 50^e percentile de la distribution de la croissance des prix. L'IPC-comm est basé sur un modèle statistique. La dernière évaluation en bonne et due forme des mesures de l'inflation de base remonte à 2019 ([lien](#)), mais cela ne signifie pas que les dernières années ont été un long fleuve tranquille à cet égard, bien au contraire.

Canada: Historique des mesures d'inflation préférées par la Bdc

Taux directeur et inflation de base selon la mesure privilégiée dans le temps

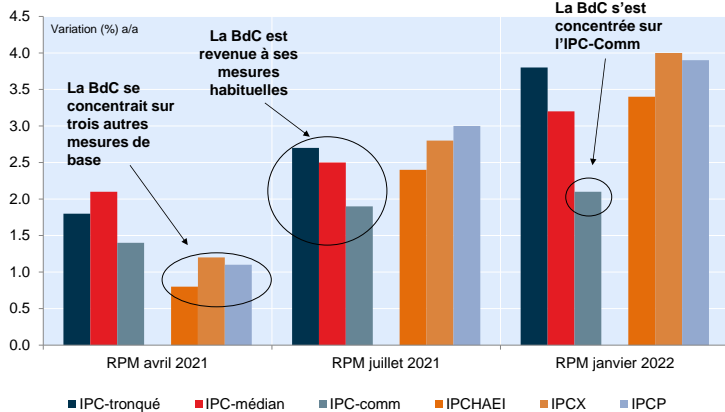


Imbroglio des trois dernières années

De 2016 à 2020, la Banque du Canada a été constante dans son suivi de l'inflation sous-jacente, en commentant les trois mesures qu'elle privilégiait officiellement (IPC-tronqué, IPC-médian, IPC-comm). Cependant, dans son Rapport sur la politique monétaire (RPM) d'avril 2021, la Banque a commencé à semer le doute en indiquant que ces mesures surestimaient l'inflation sous-jacente et a préféré mettre de l'avant des mesures à croissance annuelle moyenne plus faible (IPCX, IPCHAEI, IPCP) sur la base d'arguments discutables que nous avons critiqués dans une [étude](#). Dans son rapport sur la politique monétaire suivant (juillet 2021), la Banque a remis l'accent sur ses mesures habituelles, ces taux faisant désormais état de pressions inflationnistes plus faibles en moyenne que ce qui avait été suggéré trois mois plus tôt. En janvier 2022, la Banque a poursuivi en mettant en garde contre le message envoyé par l'IPC-tronqué et l'IPC-médian, argumentant qu'ils pourraient refléter davantage les perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Dans ce contexte, la Banque a estimé que l'IPC-comm reflétait mieux l'excès de demande dans le pays. Toutefois, la variation annuelle de cet indicateur était nettement inférieure à celle de ses deux homologues. Ces choix ont donné l'impression d'une sélection de données visant à minimiser les pressions inflationnistes et à justifier l'absence de hausse de taux. Rappelons qu'à l'époque, la Bdc s'est ralliée au point de vue de la Fed et d'autres grandes banques centrales selon lesquelles les pressions inflationnistes étaient essentiellement transitoires et ne reflétaient pas les pressions domestiques. Cependant, pas moins de neuf mois plus tard, la Banque du Canada a abandonné l'IPC-comm à la suite d'un [rapport spécial](#) que nous avons rédigé et qui exposait ses lacunes. Entre le moment où la Banque a identifié l'IPC-comm comme mesure privilégiée et le moment où elle l'a abandonné, la croissance annuelle de cette mesure pour décembre 2021 a été révisée de 2.1 % à 3.5 %. Il y a donc lieu de craindre que la politique monétaire ait été basée, du moins en partie, sur la base d'une mesure qui s'est révélée peu fiable, voire inexacte.

Canada: Évolution des mesures de l'IPC entre avril 2021 et janvier 2022

Variation d'une année à l'autre, mensuelle

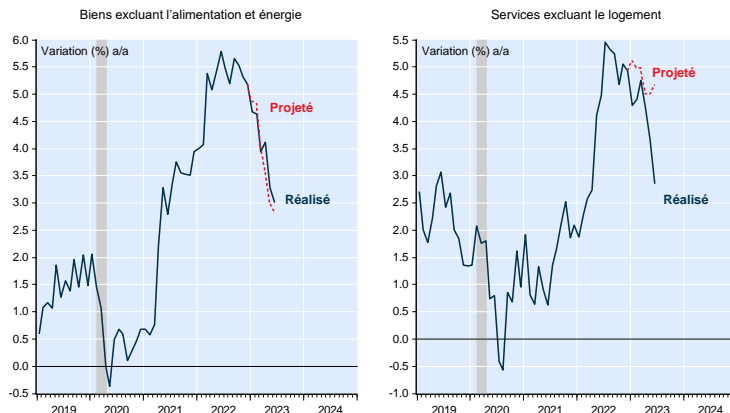


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Cette tendance à alterner les mesures d'inflation commentées dans les publications officielles de la Banque s'est poursuivie dans les mois qui ont suivi, cette fois pour justifier une politique monétaire restrictive. En janvier 2023, outre l'IPC-tronqué et l'IPC-médian, la Banque s'est intéressée à l'inflation des services hors logement, qu'elle anticipait rester élevée au premier semestre 2023. Cela avait été justifié par le fait que cette catégorie de prix reflète davantage les conditions domestiques que les prix des biens, qui dépendent davantage des prix à l'importation. Cependant, l'inflation dans cette catégorie s'est modérée beaucoup plus rapidement que la Banque ne l'avait prévu (voir graphique).

Canada: La BdC a surestimé l'inflation des services hors logement...

Variation sur douze mois, données mensuelles



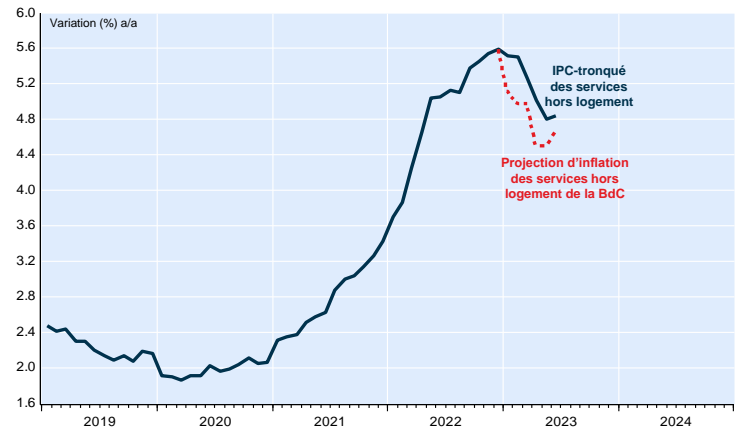
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Cette modération plus rapide que prévu n'a pas été un soulagement pour la Banque centrale. Dans le Rapport sur la politique monétaire suivant, publié en avril 2023, la Banque a introduit une nouvelle mesure de l'inflation qui suit les prix des services de base hors logement, expliquant que les services hors logement commentés en janvier 2023 étaient artificiellement réduits par « la baisse des frais de services de garde d'enfants » à la suite du déploiement d'un programme subventionné par le gouvernement. Concrètement, les prix des services « de base » hors logement tels que définis par la Banque du Canada sont les prix des services qui contribuent à l'IPC-tronqué, à l'exclusion des catégories liées au logement. Cet indice de prix était plus élevé que la trajectoire anticipée par la

Banque en janvier pour les services hors logement, ce qui pourrait avoir été l'une des raisons pour lesquelles la Banque a ensuite relevé davantage son taux directeur (graphique).

... mais a changé son cadre d'analyse par la suite

Projections d'inflation des services hors logement de la BdC, RPM de janvier 2023 et IPC-tronqué hors logement

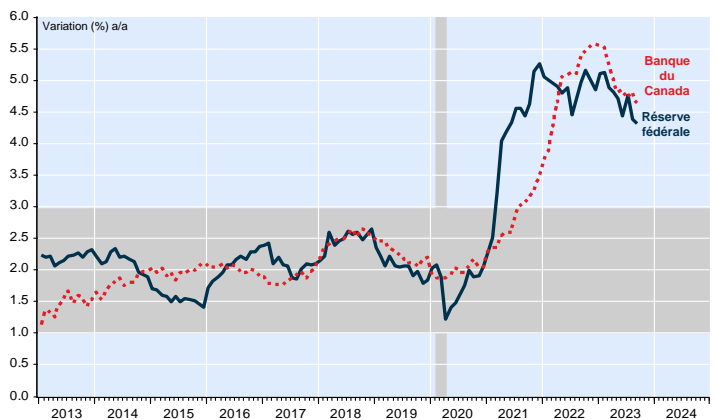


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Ce faisant, la Banque du Canada favorisait maintenant une mesure plus proche de celle privilégiée par la Réserve fédérale, qui suit l'inflation de base dans les services hors logement (dans son cas, celle-ci est calculée en excluant la nourriture et le logement des services). En effet, quelques semaines avant la première publication de cette mesure de l'inflation par la Banque du Canada, Jerome Powell a indiqué que les services de base hors logement étaient les plus importants à suivre pour comprendre l'évolution future de l'inflation de base. Le président de la Réserve fédérale a fait valoir que "[p]arce que les salaires représentent le coût le plus important dans la prestation de ces services, le marché du travail détient la clé pour comprendre l'inflation dans cette catégorie". Aux États-Unis et au Canada, ces mesures restent à des niveaux inconfortables pour les banques centrales, avec des variations annuelles de 4.3 % et 4.6 % respectivement.

Inflation des services de base, définitions des banques centrales

Variation annuelle de l'inflation des services de base excluant le logement, définitions de la Fed et de la BdC



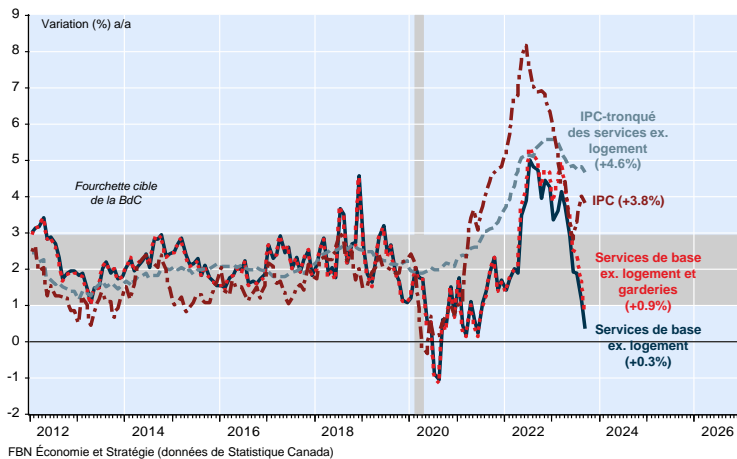
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Bloomberg)

Mais si la Banque avait opté pour une adoption intégrale de la mesure américaine et choisi de suivre les services hors alimentation et logement, le tableau serait diamétralement opposé à la mesure qu'elle a mis de l'avant. En effet, l'inflation en glissement annuel ne s'élèverait qu'à 0.3 %, bien en deçà des 4.6 % indiqués par

l'IPC-tronqué des services hors logement et du niveau actuellement observé aux États-Unis. Et même si l'on retire les services de garde d'enfants, l'écart se réduit (+0.9 % en glissement annuel), mais l'inflation reste environ cinq fois inférieure à la mesure choisie par la Banque du Canada, et en dessous de sa moyenne historique (graphique).

Canada : Mesures d'inflation des services de base

Variation annuelle de différentes mesures d'inflation des services de base



Ces divergences ont de quoi faire sourciller, car il s'agit de mesures qui devraient envoyer des messages assez similaires conceptuellement. Il y a lieu de croire que la mécanique de l'IPC-tronqué exagère l'inflation que nous observons actuellement dans les services, et que cet outil n'a pas été conçu pour supprimer des composantes ultérieurement. Il y a un risque que l'utilisation de cette mesure ait induit la banque centrale en erreur quant aux pressions inflationnistes sous-jacentes. Il convient de noter que, pour la première fois depuis janvier, le dernier Rapport sur la politique monétaire de la Banque (octobre 2023) ne mentionne pas l'IPC de base des services hors logement. Au lieu de cela, la Banque du Canada est revenue sur la baisse de l'indice des services hors logement pour commenter la « désinflation dans certaines catégories de l'indice des prix à la consommation » et appuyer sa décision de laisser le taux directeur inchangé. En outre, la Banque a également présenté ses anciennes mesures d'exclusion de l'indice de référence (IPCX et IPC hors alimentation et énergie), qui affichent un rythme plus modéré que l'IPC-tronqué et l'IPC-médian.

Conclusion : Un cadre d'analyse à revoir

Depuis 1992, le mandat de la Banque du Canada est resté stable : maintenir l'inflation mesurée par l'IPC au milieu d'une fourchette de 1 % à 3 %. Cependant, on ne peut en dire autant des mesures de l'inflation de base utilisées pour guider la politique monétaire et sa communication, particulièrement depuis 2021. En effet, les nombreuses volte-face des trois dernières années mettent en évidence le fait que la Banque du Canada s'est trop souvent autorisée à modifier les mesures de l'inflation de base mises en valeur dans ses communications. Cela donne l'impression que les indices de l'inflation sous-jacente sont parfois utilisés de manière ciblée pour soutenir une décision et une communication préétablies. Pourtant, en 2001, année où la Banque du Canada (BdC) a opté pour l'IPC excluant les 8 composantes les plus volatiles comme mesure de base (abandonnée en 2016), un rapport du personnel indiquait que :

« La méthodologie utilisée pour extraire l'inflation de base des taux d'inflation publics ne doit pas changer fréquemment ni être perçue par le public comme étant obscure ou sous le contrôle des autorités monétaires. »

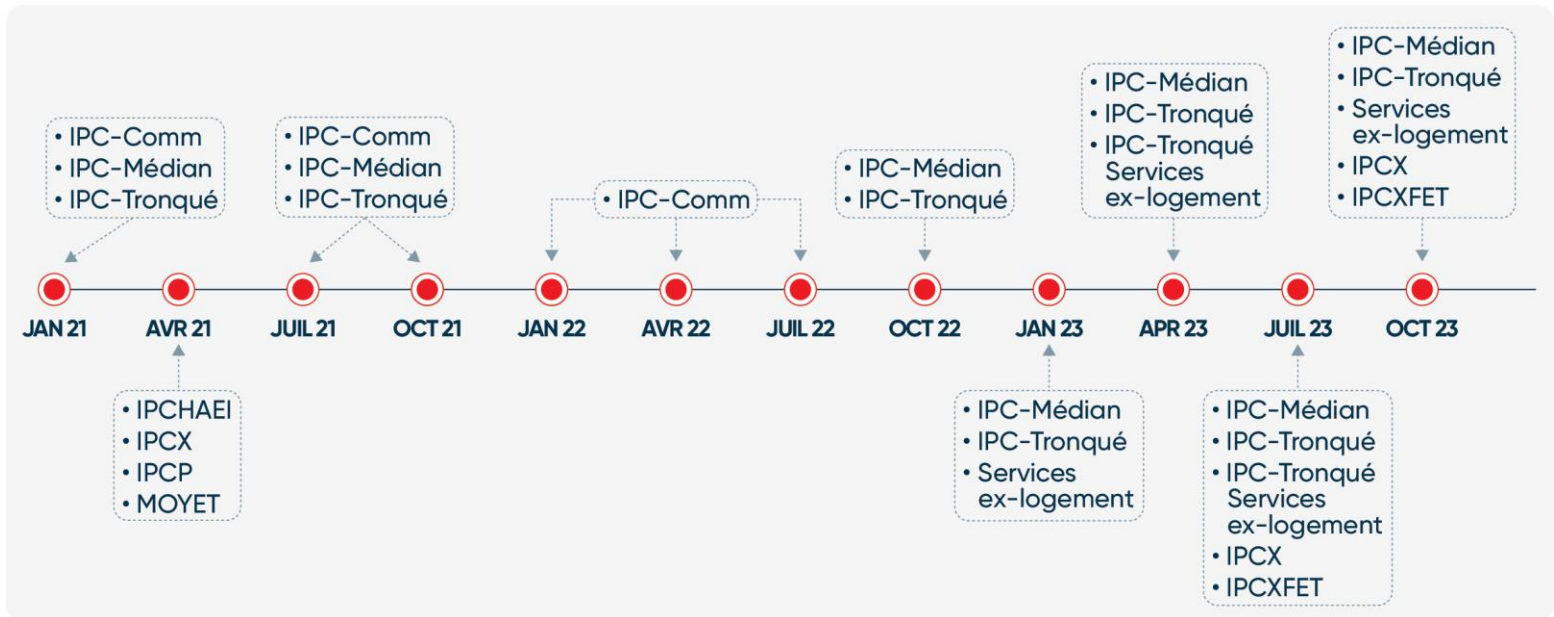
À ce niveau, la Banque du Canada doit absolument faire mieux. Nous constatons que la dernière révision des mesures de l'inflation sous-jacente remonte à 2019. Un tel délai est beaucoup trop long, alors que les derniers mois ont mis en évidence les lacunes des mesures actuelles. L'IPC-comm est au banc des pénalités depuis près d'un an, et nous avons illustré que l'IPC-tronqué et l'IPC-médian n'offrent pas toute la flexibilité nécessaire pour analyser des portions du panier comme le permettent les mesures d'exclusion.

En 2019, la Banque du Canada a utilisé cinq critères : la persistance, la volatilité, la corrélation avec l'écart de production, la capacité à filtrer les chocs sectoriels et la facilité de compréhension de la méthodologie. Ce n'est certainement pas sur la base du dernier critère que les trois mesures actuelles de l'inflation sous-jacente ont été choisies. En effet, le cadre analytique choisi est loin d'être simple, sauf pour les spécialistes initiés. Le processus de réplcation nécessite des données spéciales de Statistique Canada (qui ne sont pas directement accessibles sur le site web) et des compétences avancées en programmation et en statistique. Pendant longtemps, les indices privilégiés par la BdC ont été publiés par Statistique Canada sous forme de variations annuelles uniquement. Nous avons souvent plaidé pour que la Banque insiste auprès de l'agence statistique qu'elle publie ces données sous forme d'indices de prix, afin de pouvoir analyser les fluctuations à court terme. Ce n'est devenu réalité qu'au début de cette année, soit quelque 7 ans après que ces indicateurs soient devenus ceux officiellement suivis par la Banque du Canada.

Cependant, les problèmes relatifs à l'accès aux données n'ont pas été entièrement résolus. Lorsque la Banque du Canada a commenté l'inflation des services hors logement, cette série n'était pas directement accessible sur le site de Statistique Canada (la série est discontinuée depuis mai 2021). De plus, il est difficile d'en capter les variations de court terme, les paramètres de désaisonnalisation n'étant pas connus. Lors de la publication de l'IPC-tronqué des services hors logement, la Banque a fait des choix méthodologiques pour définir si certaines composantes étaient considérées comme un bien ou un service. À cet égard, nous avons constaté au cours de l'été des divergences entre les groupes d'économistes qui souhaitaient reproduire la mesure de la Banque du Canada lors de la publication des données de l'IPC.

En résumé, la Banque du Canada doit prioriser une réévaluation en profondeur des indicateurs de l'inflation de base et ne pas écarter un retour aux mesures d'exclusion, beaucoup plus flexibles et simples. De plus, elle doit rendre disponibles toutes les données nécessaires à la reproduction de celles-ci, afin d'éviter que le public ne les perçoive comme une boîte noire.

Annexe : Mesures d'inflation de base mises de l'avant par la Banque du Canada depuis 2021



FBN Économie et Stratégie (basé sur la communication de la Banque du Canada)

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, CFA

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(l) 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 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.