

6 novembre 2025

La BdC et ses mesures d'inflation de base: une relation qui bat de l'aile

Par Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme

Sommaire

- Le sous-gouverneur Rhys Mendes a récemment admis que la Banque du Canada avait peut-être induit les marchés à accorder une importance excessive à l'IPC-médian et à l'IPC-tronqué en y référant comme à ses mesures « privilégiées » de l'inflation fondamentale.
- La Banque du Canada a fait preuve d'un manque de cohérence dans son utilisation des indicateurs d'inflation fondamentale au cours des cinq dernières années. Il semble que la Banque ait alterné entre différentes mesures pour étayer des décisions de politique monétaire déjà en cours, ce qui met en évidence les enjeux de communication qu'ont créé ces revirements fréquents.
- Comme l'a reconnu le sous-gouverneur Mendes, le renouvellement du cadre de politique monétaire en 2026 est le moment idéal pour évaluer les choix relatifs à l'inflation de base. Il s'agit d'un exercice crucial que la banque centrale ne doit pas prendre à la légère afin de stabiliser sa communication pour les années à venir.
- À notre avis, pour rétablir la clarté et la confiance, la Banque devrait s'engager à utiliser une mesure d'exclusion simple, comme le font la plupart des banques centrales, accompagnée d'indices de diffusion, et s'en tenir à ce cadre dans les années à venir.

Toujours en quête de clarté

Les mesures de l'inflation de base, qui éliminent certaines composantes volatiles et certains phénomènes temporaires de l'indice des prix global, sont des outils essentiels pour une banque centrale et sont donc suivies de près par les marchés. Au Canada, la banque centrale « privilégie » officiellement l'IPC-tronq et l'IPC-méd. Cependant, dans un récent discours ([lien](#)), le sous-gouverneur de la Banque du Canada, Rhys Mendes, a déclaré :

« On a longtemps désigné une ou plusieurs mesures de l'inflation fondamentale comme étant nos mesures « privilégiées ». Et on a même précisé qu'elles « servaient de guide à la Banque pour l'aider à atteindre sa cible d'inflation ». À l'occasion, ce langage a peut-être amené les marchés à leur accorder davantage d'importance que nous. »

Rétrospectivement, certains signes laissaient présager ce revirement. La Banque du Canada avait ajouté la couverture de l'IPCX¹ et de l'IPCHAET² dans son Rapport sur la politique monétaire (RPM) en juillet dernier. Dans le résumé des délibérations du Conseil de direction concernant la décision de septembre d'abaisser les taux, il était indiqué que, selon la Banque, l'inflation était plus proche de 2,5% que des 3,0% indiqués par l'IPC-tronq et l'IPC-méd.

Nous sommes toutefois surpris que la Banque semble surprise que le marché continue de se concentrer sur ces mesures. Après tout, la Banque présente ces deux mesures en première page de son site Web et continue d'identifier explicitement l'IPC-tronq et l'IPC-méd comme ses mesures préférées de l'inflation de base dans la section « Mandat » de son site Web.

¹ IPC excluant les huit composantes les plus volatiles et les taxes indirectes



Cette préférence se reflète également dans ses projections économiques, où les prévisions fournies pour l'IPC de base correspondent à la moyenne de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd.

Tableau 4 : Résumé des projections trimestrielles relatives à l'économie canadienne*

	2025				2024 2025 2026 2027			
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	2,3 (2,1)	1,7	2,0	2,0	1,9 (1,9)	2,0 (2,4)	2,2 (2,1)	2,1
Inflation fondamentale (taux de variation sur un an)†	2,8 (2,5)	3,1	3,2	2,9	2,6 (2,6)	2,9 (2,1)	2,3 (2,1)	2,1
PIB réel (taux de variation sur un an)	2,3 (1,7)	1,2	0,7	0,5	2,3 (1,8)	0,5 (1,9)	1,6 (1,7)	1,6
PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)‡	2,0 (2,0)	-1,6	0,5	1,0				

* Pour des précisions, voir les [principaux éléments de la projection](#). Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le Rapport de janvier.

† L'inflation fondamentale est la moyenne de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd.

En bref, l'importance accordée par les marchés à ces mesures reflète en grande partie les choix de communication de la Banque du Canada elle-même. La confusion a persisté après les commentaires de M. Mendes, Bloomberg demandant toujours aux économistes de fournir des projections pour l'IPC-tronq et l'IPC-méd. De plus, plusieurs économistes du pays ont continué à se concentrer uniquement sur ces chiffres lors de l'analyse des données sur l'inflation de septembre.

La publication du Rapport sur la politique monétaire d'octobre semblait être une bonne occasion pour la banque centrale de clarifier davantage sa position, mais elle n'a pas saisi cette occasion. Au lieu de cela, la Banque a réitéré que l'IPC-tronq et l'IPC-méd étaient ses mesures « privilégiées » de l'inflation de base, mais a déclaré qu'elles pouvaient « parfois [...] donner des signaux trompeurs », auquel cas un ensemble plus large de mesures pouvait être utilisé. À notre avis, cela démontre un manque évident de transparence, qui devrait être une priorité pour la Banque compte tenu de l'importance des attentes dans la réalisation

du mandat en matière d'inflation. En effet, en 2017, un document de travail publié par Sharon Kozicki, aujourd'hui sous-gouverneure, indiquait que

« des communications efficaces aident les marchés à comprendre les objectifs de la banque centrale et les outils qu'elle utilisera pour les atteindre, améliorant ainsi la transmission de la politique monétaire »

Le jour de la marmotte

Le récent rejet par la Banque du Canada de l'IPC-méd et de l'IPC-tronq donne l'impression que l'histoire se répète. En 2016, ces deux indices ont été identifiés, avec l'IPC-comm, comme les mesures d'inflation de base privilégiées par la Banque. Pourtant, depuis le début de l'année 2021, la Banque a changé à plusieurs reprises les indicateurs qu'elle choisit de mettre en avant dans ses communications, une tendance que nous avions signalée dans un rapport spécial publié à la fin de l'année 2023 ([lien](#)).

Canada : La banque centrale continue de semer la confusion

Chronologie des mesures de l'inflation de base présentées par la BdC dans son RPM

JAN 21	• IPC-COMM • IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ	OCT 25	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • IPCX • IPCHAEI
AVR 21	• IPCHAEI • IPCX • IPCP • MOYET	JUIL 25	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • IPCX • IPCHAEI
JUIL 21	• IPC-COMM • IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ	AVR 25	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ
OCT 21	• IPC-COMM • IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ	JAN 25	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ
JAN 22	• IPC-COMM	OCT 24	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ
AVR 22	• IPC-COMM	JUIL 24	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ
JUIL 22	• IPC-COMM	AVR 24	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ
OCT 22	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ	JAN 24	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • IPCX • IPCHAEI
JAN 23	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • SERVICES EX-LOGEMENT	OCT 23	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • SERVICES EX-LOGEMENT • IPCX • IPCHAEI
AVR 23	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • IPC-TRONQUÉ • SERVICES EX-LOGEMENT	JUIL 23	• IPC-MÉDIAN • IPC-TRONQUÉ • IPC-TRONQUÉ • SERVICES EX-LOGEMENT • IPCX • IPCHAEI

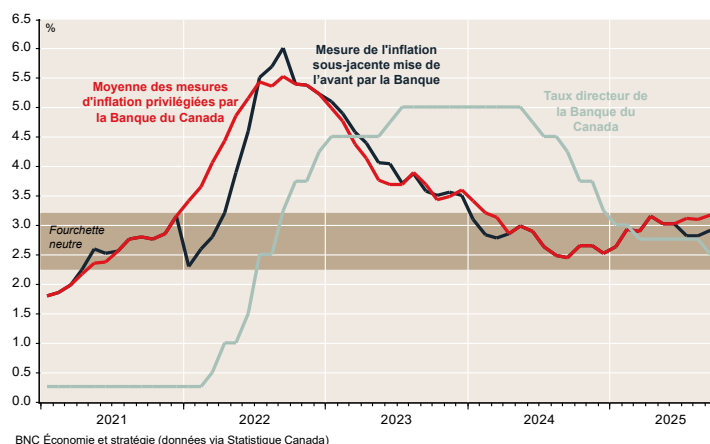
BNC Économie et Stratégie

De plus, il semble que la Banque ait alterné entre différents indicateurs de base pour appuyer des décisions de politique monétaire déjà en cours, plutôt que de les appliquer de manière cohérente comme outil de fixation du taux directeur (voir graphique ci-dessous). En effet, en 2022, la Banque a ouvertement privilégié l'IPC-comm alors que son taux directeur était bien en dessous de la fourchette neutre, malgré une inflation en hausse. À l'époque, le message était que l'inflation était

transitoire et que l'IPC-comm était la meilleure mesure pour refléter les hausses de prix domestiques. Commodément, l'IPC-comm était également la plus basse des trois mesures de base préférées de la Banque. Cependant, au cours de l'été 2022, l'IPC-comm a présenté des incohérences méthodologiques que nous avons soulignées dans une étude spéciale ([lien](#)) et il est devenu évident que l'inflation de base était plus élevée que ce que la Banque avait évalué. La Banque a reconnu ces lacunes et cet indicateur a finalement été abandonné, ne laissant que l'IPC-tronq et l'IPC-méd comme mesures privilégiées. L'inflation a alors commencé à se calmer et la Banque a dû justifier le maintien de son taux directeur à un niveau très restrictif. Elle l'a fait en proposant une nouvelle mesure, l'IPC-tronq hors logement, qui était plus élevée que la mesure standard de l'inflation des services hors logement (l'argument étant que les services hors logement étaient tirés vers le bas par le coût des services de garde d'enfants). S'en est suivie une période pendant laquelle la banque centrale a semblé perdre confiance dans ses mesures de base et a commencé à alterner constamment les mesures d'inflation de base qu'elle proposait. Au début du cycle d'assouplissement de 2024, la Banque du Canada semblait satisfaite des valeurs plus faibles de ses mesures préférées de l'IPC de base. Plus récemment, cependant, alors qu'elle cherchait à reprendre ses baisses de taux alors que ces mêmes mesures restaient proches de la limite supérieure de la fourchette cible, la Banque a réorienté son attention vers un ensemble plus large – et plus faible – d'indicateurs de l'IPC.

Canada : Les mesures ne devraient pas varier en fonction du contexte

Moyenne des mesures d'inflation privilégiées par la BdC et mesure mise de l'avant par la Banque



BNC Économie et stratégie (données via Statistique Canada)

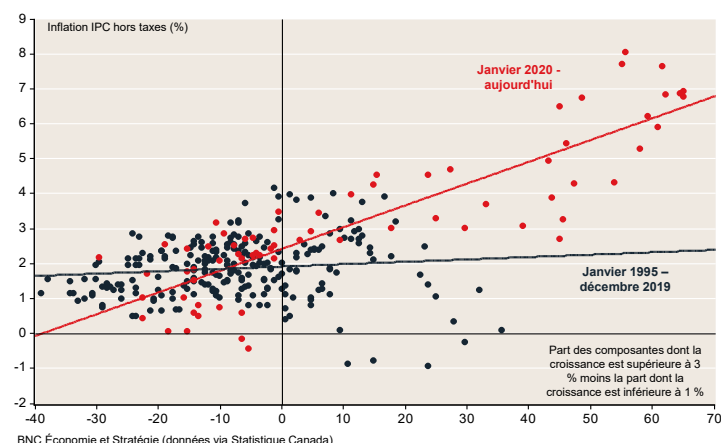
Le problème au sein du problème

Les fréquents revirements de la Banque ne sont qu'une partie du problème. L'introduction constante de nouveaux indicateurs laisse également peu de temps pour évaluer leur fiabilité et leur performance individuelles. Par exemple, récemment, en plus de réintroduire les indices classiques IPCX et IPCHAEI, la Banque a également intégré un nouvel indicateur de diffusion. Essentiellement, une ligne de régression est tracée entre la diffusion de la variation des composantes de l'IPC et le taux d'inflation annuel hors taxes. À l'aide de cette régression, la Banque examine ensuite la diffusion actuelle des prix afin d'estimer ce qu'on appelle le niveau d'inflation sous-jacente. Bien que nous reconnaissons l'importance de la diffusion des hausses de prix, nous hésiterions à tracer une ligne de régression à partir d'un tel nuage de points, compte tenu de l'évolution de la relation entre les données. En fait, l'examen de la corrélation entre janvier 1995 et décembre 2019 montre une relation presque plate, indiquant une corrélation faible, voire inexistante, entre l'inflation et la diffusion de ses composantes. La pente s'accroît vraiment après 2020, avec les taux d'inflation élevés post-COVID. On pourrait soutenir que cela a peut-être amélioré les performances de la régression et rapproché ses résultats du niveau suggéré par d'autres mesures de l'inflation de base, mais nous devons

réfléchir aux révisions importantes qui pourraient intervenir avec l'arrivée de nouvelles données. C'est précisément cette dynamique qui a conduit à l'échec - et à l'abandon - de l'IPC-comm en 2022.

Canada: Méfiez-vous de l'approche par diffusion

Régression de l'inflation hors taxes sur le % des composantes augmentant >3% moins le % augmentant <1%



Est-il temps de rompre ?

Comme nous l'avons montré, la relation entre la Banque et les mesures d'inflation fondamentale ont été tendues au cours des cinq dernières années. Les nombreux revirements soulignent la fréquence avec laquelle la Banque a ajusté les indicateurs qu'elle met en avant dans ses communications, une tendance que nous avons constatée pour la première fois dans notre rapport de 2023 ([lien](#)). Nous avons montré que certaines données spécifiques sur l'inflation semblaient être utilisées comme outils de communication plutôt que comme indicateurs pour la conduite de la politique monétaire. Cela pose problème. En 2001, année où la Banque du Canada a choisi d'utiliser l'IPC excluant les 8 composantes les plus volatiles comme mesure de base (IPCX), un rapport du personnel indiquait que :

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

Nous pensons que cela est crucial. Il ne suffit pas de prendre les bonnes décisions ; la banque doit disposer d'une communication efficace et d'un cadre analytique bien compris. Récemment, le coût lié à la présentation fréquente de différents indicateurs de l'IPC de base a largement compensé les avantages pour la Banque.

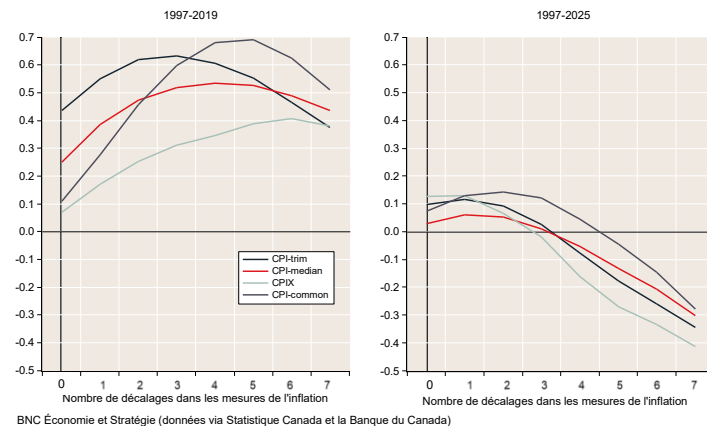
Nous aimerions faire part de nos recommandations à la banque centrale pour ses délibérations au cours des prochains mois concernant les mesures de l'inflation de base. Comme nous l'avons souligné dans un rapport publié au début de 2024 ([lien](#)), les deux mesures de l'IPC de base privilégiées par la Banque sous-estimaient les progrès réalisés par le Canada pour freiner l'inflation à l'époque. Contrairement à ce que beaucoup ont affirmé, la hausse des coûts d'intérêt hypothécaire (CIH), sur laquelle la banque centrale a une influence directe, a eu une incidence sur l'IPC-méd et l'IPC-tronq. Dans son dernier discours, M. Mendes a fait référence à cette faille et a admis que la Banque évaluait s'il fallait réviser ses mesures privilégiées et ses nouvelles mesures alternatives de l'inflation de base afin d'exclure a priori les frais d'intérêt hypothécaire.

Nous doutons que la solution consiste à maintenir les deux mesures actuellement privilégiées et à simplement supprimer les CIH des composantes utilisées pour le calcul. En effet, ces mesures pourraient avoir perdu tout leur avantage comparatif. L'un des facteurs qui a séduit la Banque centrale en 2016 lorsqu'elle a préféré ses nouvelles mesures de l'inflation de base à l'IPCX était le fait qu'elles étaient plus

étroitement corrélées à l'écart de production. Il est intéressant de noter que ces cinq dernières années ont complètement érodé cet avantage.

L'IPC-méd et l'IPC-tronq ne sont pas plus corrélés avec l'écart de production

Corrélation entre les mesures de base et l'écart de production entre 1997-2019 et 1997-2025



En plus d'évaluer leur corrélation avec l'écart de production, la Banque du Canada compare les mesures potentielles de l'inflation de base en fonction de leur persistance, de leur volatilité, de leur capacité à filtrer les chocs sectoriels et de la transparence de leur méthodologie. Certaines pistes suggérées par M. Mendes dans son dernier discours sont préoccupantes à cet égard. Il a d'abord évoqué une nouvelle mesure potentielle : l'inflation sous-jacente tendancielle multivariée. Ce modèle, qui est calculé aux États-Unis par la Réserve fédérale de New York, mais qui n'est pas régulièrement cité par la Fed, donne des résultats « prometteurs » selon M. Mendes, mais sa méthodologie est aussi complexe que celle de l'IPC-comm. L'intelligence artificielle (algorithmes de partitionnement) est également envisagée, mais les résultats n'ont pas été présentés. Nous y croirons quand nous le verrons.

Par souci de simplicité et de flexibilité, nous recommandons à la Banque de privilégier à nouveau une mesure de base excluant certains éléments, telle que l'IPCX ou l'IPCHAET, comme le font la grande majorité des banques centrales, et de supprimer les coûts d'intérêt hypothécaire dans ce dernier cas. La Banque a déjà exprimé sa crainte que les mesures basées sur l'exclusion puissent être faussées, à la hausse ou à la baisse, par des chocs temporaires sur les prix. Pourtant, il est relativement simple d'exclure une composante qui fausse clairement le tableau, alors que cela est beaucoup plus complexe avec les mesures de base actuelles ou celles proposées par le sous-gouverneur. Plutôt que de s'appuyer sur une seule mesure de l'inflation de base, l'analyse pourrait être complétée par des indices de diffusion afin d'évaluer si les pressions inflationnistes sont généralisées, sans avoir recours à des ajustements de régression pour s'adapter au niveau d'inflation.

Comme l'a reconnu le sous-gouverneur Mendes, le renouvellement du régime de ciblage de l'inflation en 2026 est le moment idéal pour proposer un cadre analytique qui restera constant pendant les années à venir. Depuis la dernière évaluation des mesures de l'inflation fondamentale en 2019 ([lien](#)), les observateurs ne savent pas très bien sur quels indicateurs repose la fonction de réaction de la Banque.



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:

BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :

514-879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef

stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint

matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste principal

jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste principal

kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste principale

alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste principal

daren.king@bnc.ca

Warren Lovely

Stratège principal,

Taux d'intérêt et secteur public

warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt

taylor.schleich@bnc.ca

Ethan Currie

Stratège

ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique

angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard

Coordonnatrice senior

n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli

Infographiste

giuseppe.saltarelli@bnc.ca

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

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

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

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

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

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

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de 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 NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à 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.