

## Japon : Un conte de deux pays

Par Angelo Katsoras

### Introduction

Oscillant sans cesse entre stagnation et croissance atone et abritant certaines des sociétés les plus concurrentielles au monde, le Japon, atypique, surprend. Bien que sa population soit la plus âgée au monde et que son ratio dette publique/PIB soit sans égal, nombre de ses sociétés continuent d'exceller dans des secteurs clés tels que l'automobile et la robotique, et présentent une empreinte manufacturière mondiale considérable.

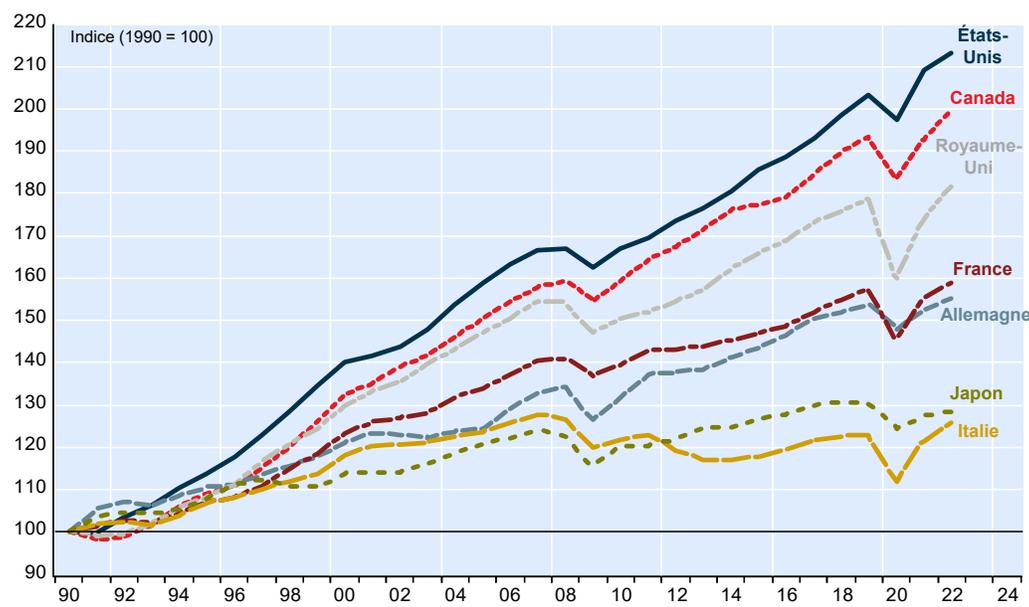
Ce rapport démontre que, du fait que le Japon maintient depuis longtemps un équilibre sain entre ses différentes forces et faiblesses, le grand écart entre son économie stagnante et ses entreprises concurrentielles à l'international persistera dans un avenir prévisible.

### Le Japon, une économie stagnante depuis longtemps

La croissance du Japon est atone depuis le début des années 1990, quand les bulles de ses marchés immobilier et boursier ont éclaté.

#### L'économie japonaise est dans le marasme depuis bien longtemps

PIB à parité du pouvoir d'achat (\$ internationaux constants 2017), indice 1990 = 100



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Récemment, l'économie nippone observe une légère croissance. En décembre, l'OCDE a estimé que le PIB réel croîtrait de 1.9% en 2023, avant de ralentir à 1% en 2024.<sup>1</sup> Notons cependant que le pays a subi à de nombreuses reprises des périodes d'accélération économique avortées ces trois dernières années. La dernière source de déception possible est le ralentissement de l'économie mondiale, qui fait pression sur l'économie japonaise dépendante du commerce international, et qui pourrait entraîner une révision à la baisse des estimations de croissance future.

La monnaie du Japon, cependant, subit depuis longtemps des pressions dues à des facteurs tels que la stagnation de l'économie, la baisse de la population, la déflation et des rendements des obligations gouvernementales inférieurs à ceux d'autres pays.

<sup>1</sup> « Japan 2024 », Sommaire économique de l'OCDE, janvier 2024

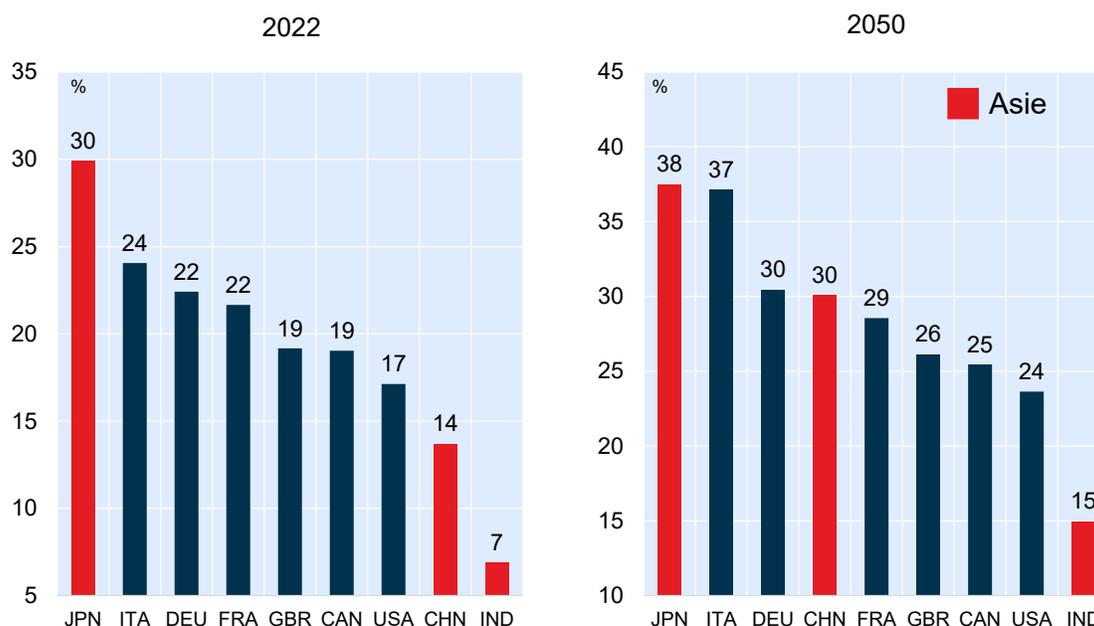
À long terme, et quel que soit le cycle économique, le Japon pourrait peiner à abandonner progressivement un environnement de faibles taux d'intérêt, car le gouvernement et le système financier en sont devenus très dépendants. Nous avons vu quels sont les risques d'une transition vers des taux d'intérêt plus élevés en mars dernier, lorsque le resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine a entraîné l'effondrement de la Silicon Valley Bank et de plusieurs autres institutions financières.

## Démographie, la tempête qui couve

Les coûts de la population la plus âgée au monde, voilà, de loin, le plus grand défi du Japon.

### Le vieillissement rapide de la population du Japon

Pays et régions à la plus forte proportion de population âgée de 65 ans et plus, 2022 et projections à 2050



FBN Économie et Stratégie (données des Nations Unies)

La proportion de personnes âgées dans la population japonaise croît essentiellement à cause du faible taux de natalité. En 2022, il était de 1.26 enfant par femme<sup>2</sup> (alors que le seuil de renouvellement des générations se situe à 2.1). Dépasser ce faible taux est rendu difficile par le fait que le Japon est l'un des pays les plus chers au monde pour élever des enfants.<sup>3</sup> Une immigration massive pourrait être une solution au moins partielle, mais le pays a toujours rejeté cette option.

Le gouvernement a récemment promis des mesures de 20,000 milliards de yens (environ \$140 milliards, soit 4% du PIB) pour inciter les couples à avoir plus d'enfants. Il faut noter toutefois que des mesures semblables ont été adoptées dans d'autres pays, qui ont presque toujours échoué à faire monter nettement le taux de natalité.

Les Nations Unies ont prédit que, si les tendances actuelles se maintiennent, la population du Japon passera de 126 millions en 2020 à 98 à 106 millions en 2050.<sup>4</sup>

L'économie en pâtira de deux manières. D'abord, cela signifie qu'il y aura moins de travailleurs pour alimenter la croissance économique et pour payer des impôts afin de financer les services publics. Ensuite, l'augmentation du nombre de personnes âgées entraîne une hausse proportionnelle des dépenses en retraites et en soins de santé. En outre, l'influence électorale des citoyens plus âgés est amplifiée par leur tendance à voter plus massivement que les plus jeunes, si bien que les politiciens sont extrêmement vigilants à ne pas amputer les aides aux aînés.

<sup>2</sup> Ministère japonais de la Santé, du Travail et des Affaires sociales, 2022

<sup>3</sup> « It's 'now or never' to stop Japan's shrinking population, PM says », Reuters, 23 janvier 2023

<sup>4</sup> « Japan's Eighth National Communication and Fifth Biennial Report », Le gouvernement japonais, décembre 2022

Mais il faut aussi signaler deux facteurs qui jouent en faveur du Japon :

- Si le Japon vieillit plus vite que les États-Unis, les coûts de son système de santé sont bien plus faibles. En 2022, ils s'élevaient à \$5,250 par habitant au Japon, contre \$12,555 aux États-Unis.<sup>5</sup>
- Le vieillissement de la population au Japon rend les licenciements politiquement plus faciles, car les travailleurs remerciés trouvent rapidement un nouvel emploi. Le taux de chômage a culminé à 5.5% en 2002. Aujourd'hui, il n'est que de 2.7%.<sup>6</sup>

## La dette, à perte de vue

Depuis l'éclatement des bulles immobilière et boursière au Japon au début des années 1990, la conjugaison d'une croissance atone et du vieillissement rapide de la population a fait croître le ratio de la dette au PIB du Japon, qui est aujourd'hui le plus élevé au monde. En décembre 2022, la dette publique brute du Japon représentait 263% du PIB, d'après le Fonds monétaire international. En fait, le gouvernement a dépensé 22% de son budget annuel en dette et en paiement d'intérêts l'année dernière, soit plus que les 15% dépensés dans les postes des travaux publics, de l'éducation et de la défense combinés.<sup>7</sup>

## Pourquoi ne voit-on pas de crise de la dette au Japon?

Contrairement à beaucoup d'autres pays endettés, le Japon finance presque toute sa dette sur le marché intérieur. La dette est largement détenue par les banques japonaises, les caisses de retraite et la banque centrale, qui à elle seule détient environ la moitié des obligations du gouvernement.<sup>8</sup> Le Japon affiche également un compte courant largement excédentaire, alimenté par les exportations et les paiements de filiales à l'étranger (nous y reviendrons plus loin), si bien que le pays, étant le plus endetté au monde, paye aussi les taux d'intérêt les plus faibles au monde.

Pour autant, ces faibles taux d'intérêt représentent des risques importants. Tout d'abord, toute indication que la banque centrale ralentit ses achats d'obligations gouvernementales peut entraîner une poussée fulgurante des rendements et nuire à la croissance économique. À plus long terme, les retraités, toujours plus nombreux, pourraient vouloir récupérer leurs fonds, au point que le Japon pourrait devoir commencer à emprunter davantage à l'étranger, à des taux plus élevés.

Enfin, l'OCDE a averti que la dette du Japon continuera de croître à moins de réformes politiques majeures.

## La vulnérabilité du Japon en termes d'approvisionnement énergétique et alimentaire

Les ménages japonais sont particulièrement vulnérables aux coûts des aliments et de l'énergie, car le Japon importe environ 60% de ses produits alimentaires et 90% de son énergie. Quand le yen se déprécie, les prix de ces produits à l'importation montent.<sup>9</sup>

## Le marasme de l'économie nipponne contraste fortement avec la vigueur de nombre de ses entreprises au rayonnement mondial

Les sociétés japonaises réalisent environ 50% de leurs ventes à l'étranger. Pour des entreprises telles que Sony et Toyota, le niveau des ventes à l'international atteint 70% à 80%.<sup>10</sup> Ces revenus ne proviennent pas seulement des exportations, mais aussi de la production délocalisée à l'étranger pour contourner les barrières commerciales et assurer une diversification face à une économie intérieure qui stagne depuis longtemps.

En 2022, les entreprises japonaises réalisaient environ 35% de leur production industrielle à l'étranger, comparativement à un peu plus de 10% dans les années 1980.<sup>11</sup> Les constructeurs automobiles nippons ont été les premiers à délocaliser. En 2022, ils ont produit plus de deux fois plus de véhicules dans leurs usines à l'étranger (16.96 millions) qu'au pays.<sup>12</sup> Leurs bénéfices ont été bonifiés par la dépréciation du yen sur le long terme, qui donne plus de valeur à chaque dollar gagné par les entreprises japonaises à l'étranger quand il est rapatrié et converti en monnaie locale. En plus d'autres investissements réalisés à

5 OCDE, 2022

6 « Japan's GDP Bump Is Real but Fragile », Foreign Policy, 30 août 2023

7 « Japan's debt time bomb to complicate BOJ exit path », Reuters, 10 février 2023

8 « Japan's growing debt mountain: Crisis, what crisis? », Nikkei Asian Review, 1<sup>er</sup> août 2023

9 « Yen tumbles and shares soar as Japan inflation begins to bite », Financial Times, 1<sup>er</sup> octobre 2023

10 « Japan: Reclaiming Lost Decades », Charles Schwab, juin 2023

11 « Survey Report on Overseas Business Operations by Japanese Manufacturing Companies », Japan Bank for International Co-operation, 26 mai 2023

12 « Japan Automobile Manufacturers Association (Via Statista), février 2023

l'étranger, cela permet au Japon d'entretenir un compte courant excédentaire et de ne pas dépendre des capitaux étrangers pour financer sa dette publique.

## Les entreprises japonaises sont très concurrentielles dans certains secteurs clés

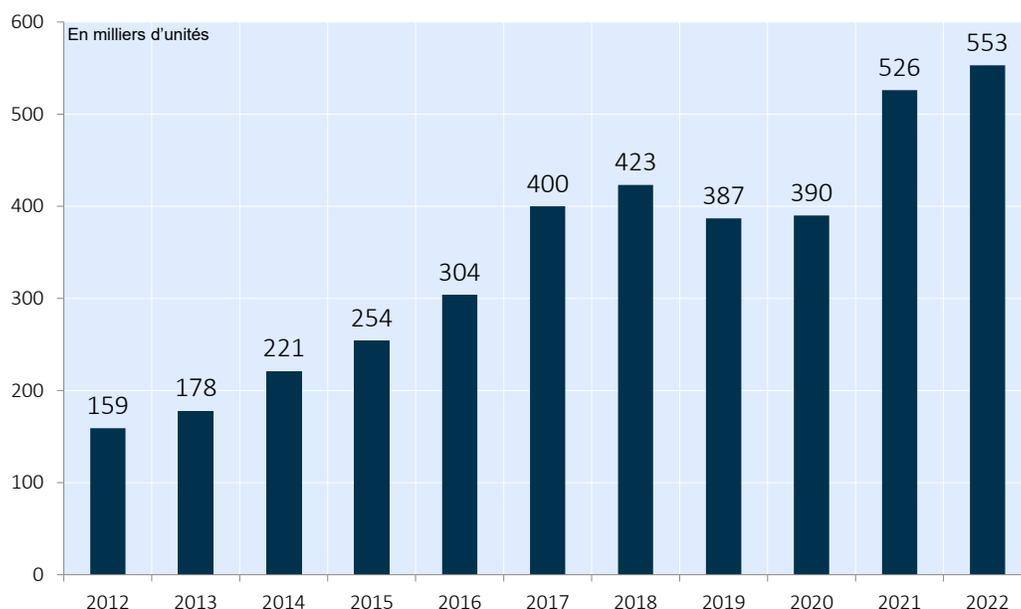
### L'avantage du Japon dans le secteur de la robotique

Le Japon est un chef de file mondial dans le secteur de la robotique. Le pays a une part de marché de 46% dans le secteur mondial de la fabrication de robots industriels, d'après la Fédération internationale de la robotique. De 2017 à 2022, la production a crû à un taux de croissance annuel composé de 6% et, en 2022, les exportations ont atteint un nouveau sommet de 207,737 unités.<sup>13</sup> Ce chiffre n'inclut pas les robots industriels fabriqués par les entreprises japonaises dans d'autres pays.

Le graphique suivant montre que plus de 553,000 robots industriels ont été installés dans le monde en 2022, un chiffre en hausse par rapport à seulement 159,000 en 2012. La Fédération internationale de la robotique prédit que les installations annuelles atteindront 718,000 d'ici 2026.<sup>14</sup>

### Monde : Accélération de l'automatisation

Installations annuelles de robots industriels dans le monde



FBN Économie et Stratégie (données du rapport World Robotics 2023)

En plus de la demande de robots industriels, il y a une demande internationale croissante de robots de services utilisés dans des secteurs tels que la santé, la logistique et l'agriculture. En 2022, 158,000 robots de ce type ont été vendus, soit une hausse de 48% par rapport à 2021.<sup>15</sup>

### Les forces des semiconducteurs japonais

La part du Japon sur le marché des semiconducteurs a certes baissé de 50% à la fin des années 1980 à environ 10% aujourd'hui, mais le pays reste un fournisseur majeur de machines produisant des puces et de matériaux entrant dans la fabrication des semiconducteurs.

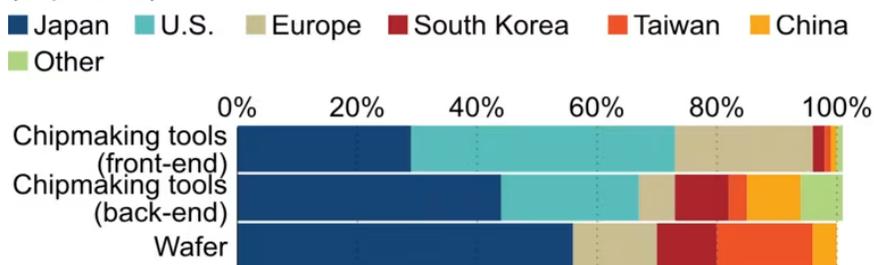
<sup>13</sup> « Robot Installations in Japan up by 9% », Fédération internationale de la robotique, 25 septembre 2023

<sup>14</sup> « World Robotics 2023 », Fédération internationale de la robotique, septembre 2023

<sup>15</sup> « World Robotics Service Robots 2023 (summary) », Fédération internationale de la robotique, septembre 2023

### Market leaders in chipmaking equipment and materials

(In percent)



Source: « Japan's world-leading chip materials makers risk being acquired », Nikkei Asian Review, 16 septembre 2023

## Comment le Japon profite des tensions entre la Chine et les États-Unis

Le Japon est bien positionné pour tirer parti des efforts engagés par beaucoup de pays occidentaux pour diversifier en partie leurs chaînes d'approvisionnement afin de moins dépendre de la Chine et de prioriser la résilience. Voici pourquoi :

- Même si les fabricants ne construisent pas d'usines au Japon, ils peuvent créer des coentreprises avec des sociétés japonaises à l'étranger ou s'appuyer sur leur expertise pour construire plus d'usines d'automatisation.
- Les entreprises japonaises ont un avantage géopolitique de taille par rapport à leurs concurrentes chinoises : l'accès aux crédits d'impôt américains en vertu de la loi sur la réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*). La législation prévoit un traitement de faveur aux entreprises de secteurs clés qui installent des usines aux États-Unis.
- Les fabricants japonais perdent régulièrement des parts de marché au profit de leurs homologues chinois et sud-coréens, en particulier sur le marché des batteries pour véhicules électriques. En 2022, seule une entreprise japonaise – Panasonic, avec une part de marché de moins de 6% – figurait parmi les 10 premiers fabricants de batteries pour VÉ au monde.<sup>16</sup> La législation américaine destinée à réduire la dépendance des chaînes d'approvisionnement chinoises est l'occasion pour le Japon de regagner les parts de marché perdues dans ce secteur.
- Comme indiqué dans le paragraphe précédent, le Japon est bien positionné pour tirer avantage de la reconfiguration mondiale des chaînes d'approvisionnement de semiconducteurs.

### L'Inde tente de réduire progressivement sa dépendance des entreprises chinoises

Suite aux tensions entre l'Inde et la Chine nées des affrontements à la frontière en 2020 (qui se sont soldés par des morts des deux côtés), il est plus difficile pour les entreprises chinoises de mener leurs activités en Inde. Ainsi, l'Inde a récemment annoncé qu'elle n'envisagerait pas d'autoriser les fournisseurs chinois de la marque Apple à s'installer sur leur sol, à moins qu'ils ne trouvent d'abord des partenaires locaux en coentreprise. Leur désavantage est illustré par le fait que Luxshare, entreprise chinoise (deuxième plus grand assembleur d'iPhone après Foxconn) peine à faire approuver sa demande d'implantation d'une usine iPhone en Inde, tandis que la japonaise TDK a déjà commencé à construire une usine de 180 acres pour fabriquer des blocs de batteries d'iPhone qu'elle détiendra en totalité.<sup>17</sup>

## Conclusion

Pour les investisseurs, le Japon est un pays aux deux visages. D'un côté, il y a le Japon à la dette élevée et à la population rapidement vieillissante, deux facteurs qui contribuent à sa longue période de croissance économique atone.

Mais il y a aussi le Japon aux entreprises internationales hautement concurrentielles et aux capacités de production industrielle importantes à l'étranger. Cette facette du pays est la force motrice de l'excédent de son compte courant, qui lui permet de financer sa dette élevée à des taux d'intérêt très bas.

Tant que cet équilibre est maintenu, le Japon pourra peiner et prospérer tout à la fois.

<sup>16</sup> « Japan a likely winner in the United States' China strategy », Japan Times, 4 juillet 2023

<sup>17</sup> « Apple moves toward India-made iPhone in push away from China », Financial Times, 6 décembre 2023

## 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(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.