

Le Venezuela et son secteur pétrolier au bord du gouffre

L'effondrement de la production de pétrole a poussé le Venezuela dans une spirale économique mortelle. Le FMI estime que son économie, qui dépend du pétrole pour 95 % de ses exportations, s'est contractée de 12 % en 2017 et chutera encore de 15 % cette année. Si cette prévision se matérialise, d'ici la fin de l'année, l'économie du Venezuela ne sera plus que la moitié de ce qu'elle était en 2013. Pour aggraver la situation, on projette que l'inflation atteindra 13 000 % cette année, comparativement à 1 133 % en 2017.

Le Venezuela est également aux prises avec de graves pénuries de nourriture, de médicaments et d'autres biens de première nécessité dues à une mauvaise gestion de l'économie. L'imposition de contrôles des prix a dissuadé des entreprises de produire des biens, qu'elles auraient été forcées de vendre à perte. Cela, conjugué à la nationalisation forcée de milliers d'entreprises, a rendu l'économie vénézuélienne incapable de produire quoi que ce soit qui ait de la valeur en dehors du pétrole. Enfin, le déclin de la production de pétrole et le piètre état de l'économie ont gravement miné la capacité du pays d'importer des biens.

Les réserves de change du Venezuela se situent actuellement à environ 9 milliards \$ (essentiellement de l'or), comparativement à 27,6 milliards \$ il y a cinq ans. Le Venezuela doit environ 150 milliards \$ sous forme de dettes étrangères. Il a commencé à ne pas honorer un certain nombre d'obligations (2,5 milliards \$ jusque-là) à partir de novembre.¹

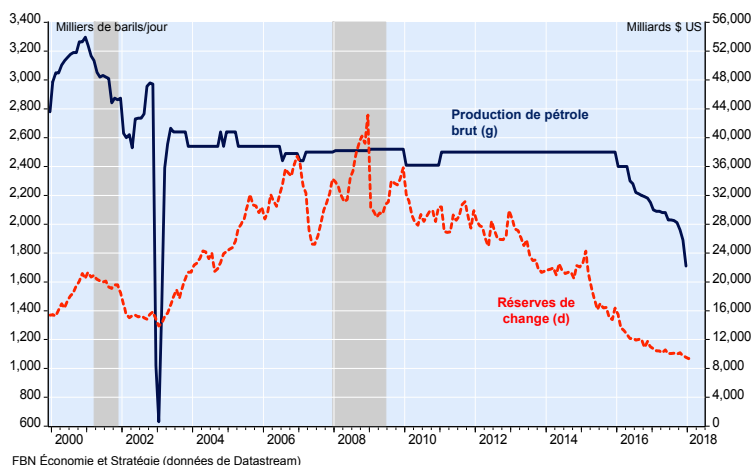
Autre indicateur négatif, la Chine, un de ses principaux endosseurs, s'est lassée d'injecter des fonds inutilement et a décidé de ne plus prêter au pays. Le Venezuela lui doit actuellement 20 à 25 milliards \$.

Enfin, on ne saurait sous-estimer le coût humain de cette catastrophe économique. Les pénuries d'aliments ont fait perdre aux Vénézuéliens 11 kg (24 livres) en moyenne en 2017.²

L'effondrement épique de la production pétrolière du Venezuela

La production de pétrole a chuté d'un sommet de 3,3 millions de barils par jour (b/j) en 2001 à 1,55 million b/j en février dernier – un niveau qu'on n'avait pas vu depuis plus de 30 ans.³ Elle a diminué de 600 000 b/j rien qu'en 2017. Comme il s'agit des chiffres du gouvernement, on a de bonnes raisons de croire que l'ampleur véritable de la chute a été sous-estimée.

Venezuela : Baisse de la production de pétrole et des réserves de change
Production de pétrole selon l'AIE (décembre 2017) et réserves de change de la Banco Central (février 2018)



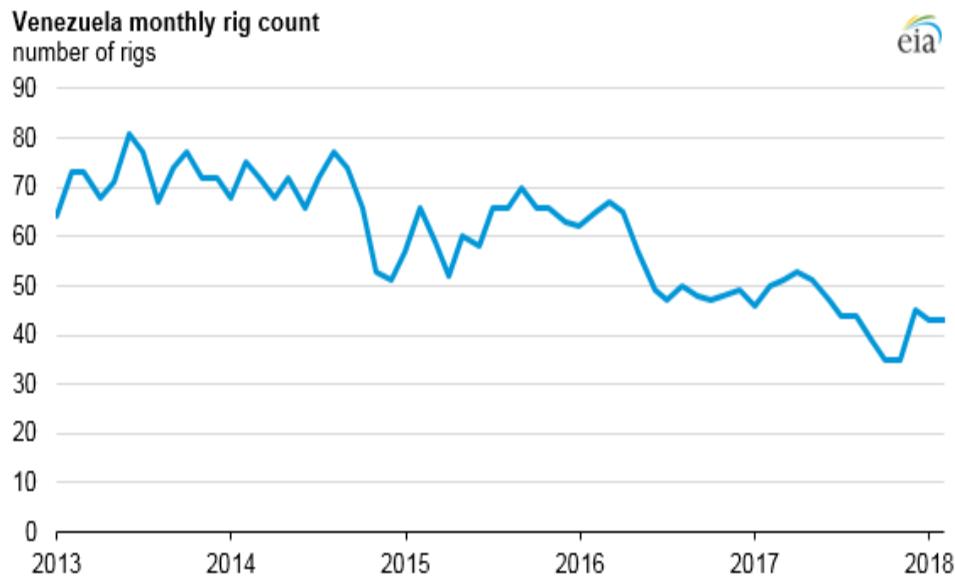
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

¹ « Venezuela Is in Default, but Goldman Sachs Just Got Paid », *Wall Street Journal*, 8 avril 2018

² « Under military rule, Venezuela oil workers quit in a stampede », *Reuters*, 17 avril 2018

³ « Elections a new rupture point in Venezuela crisis », *Petroleum Economist*, 16 avril 2018

Autre signe prémonitoire : le nombre de plateformes de forage en activité a reculé de près de 70 au premier trimestre de 2016 à une moyenne de 43 au dernier trimestre de 2017.



Source : U.S. Energy Information Administration, mars 2018

La forte chute de la production pétrolière est attribuable aux facteurs suivants :

- La nationalisation de l'industrie pétrolière au cours de la dernière décennie a fait fuir la plupart des investisseurs étrangers.
- Petroleos de Venezuela SA (PDVSA), la société pétrolière d'État, a remplacé des dizaines de milliers de travailleurs qualifiés par des affidés politiques. L'exemple éminent le plus récent est celui de la nomination par le président Maduro de Manuel Quevedo, un général qui n'a aucune expérience de l'industrie, à la tête de PDVSA.
- Alors que la monnaie nationale ne vaut pratiquement rien en raison de l'hyperinflation et que ses réserves de change sont pratiquement épuisées, le Venezuela est de moins en moins en mesure d'importer les machines et pièces de rechange dont il a besoin. On estime que le pays doit 60 milliards \$ à des sous-traitants et fournisseurs du secteur de l'énergie.⁴
- L'incapacité du secteur pétrolier de payer à sa main-d'œuvre un salaire suffisant pour vivre dans des conditions d'hyperinflation a laissé beaucoup de travailleurs trop faibles et affamés pour effectuer des travaux lourds. Cela s'est soldé par des démissions et de l'absentéisme en masse. Alors qu'aucune statistique officielle n'est disponible, selon un chef syndical, environ 25 000 travailleurs ont démissionné entre janvier 2017 et janvier 2018. PDVSA avait un effectif de 146 000 personnes en 2016.⁵
- La décrépitude de l'infrastructure de raffinage force le Venezuela à augmenter considérablement ses importations de pétrole léger (actuellement 200 000 b/j) pour diluer son brut lourd.⁶

En plus de toutes les difficultés mentionnées ci-dessus, environ 40 % de la production du Venezuela en 2017 ont été envoyés à la Chine et à la Russie pour rembourser des prêts, ainsi qu'à son allié, Cuba, à des prix bien inférieurs à ceux du marché.⁷ Un peu moins de 20 % de la production ont été consommés sur le marché intérieur à grande perte (le coût du pétrole de faible qualité est d'environ 10 cents le litre ou 38 cents le gallon). Ironiquement, cela a fait des États-Unis, son principal adversaire géopolitique, le premier acheteur du Venezuela et de loin. Cependant, la baisse de la production de pétrole a fait plonger les exportations aux États-Unis de 810 000 b/j en moyenne en 2016 à 555 000 b/j en novembre 2017.⁸

⁴ « Corporate America's nightmare in Venezuela is getting worse », CNN Money, 19 janvier 2018

⁵ « Under military rule, Venezuela oil workers quit in a stampede », Reuters, 17 avril 2018

⁶ « How Venezuela has resorted to importing oil as its core industry faces collapse », *The Independent*, 16 avril 2018

⁷ « The Venezuelan oil industry is on a cliff's edge. Trump could tip it over », *Washington Post*, 25 février 2018

⁸ « The collapse of the Venezuelan oil industry and its consequences », Atlantic Council, mars 2018

La menace latente de nouvelles sanctions américaines

Les problèmes du Venezuela ont été exacerbés par les sanctions américaines. Celles-ci comprennent l'interdiction faite aux banques américaines d'assurer l'émission ou la restructuration de dettes pour l'État vénézuélien ou PDVSA. Les autres sanctions possibles sont les suivantes :

- Interdiction de l'exportation des États-Unis de diluants tels que le naphta, qui sont nécessaires pour réduire la viscosité du pétrole lourd vénézuélien afin de permettre son transport par des oléoducs.
- Ciblage de la couverture d'assurance des navires pétroliers transportant du brut vénézuélien, tactique qui a eu un effet dévastateur sur les exportations iraniennes il y a quelques années. Sans assurance, les navires pétroliers ne peuvent pas pénétrer légalement dans les eaux internationales.
- Interdiction de l'importation de pétrole vénézuélien aux États-Unis. Le pays pourrait rediriger ses livraisons vers l'Inde ou la Chine, mais ces ventes se feraient probablement à un important rabais.

Tourmente politique

Les Vénézuéliens se rendront aux urnes le 20 mai pour élire un président. Bien que les sondages donnent le rival du président actuel, Henri Falcón, clairement en tête, la plupart des analystes pensent que Nicolás Maduro l'emportera à cause du truquage généralisé des élections et de l'intimidation des électeurs (c.-à-d. en menaçant de couper les aides sociales à ceux qui votent contre le gouvernement en place).

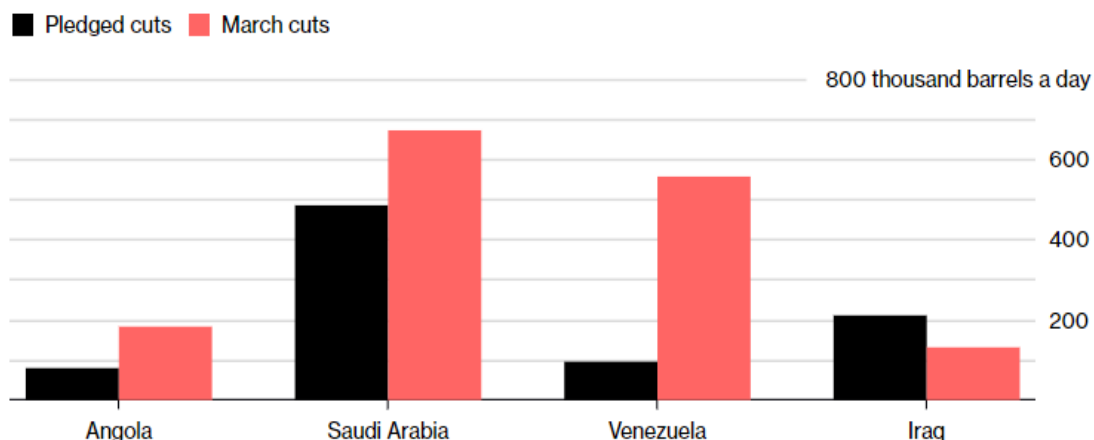
Dans un nouvel effort pour s'accrocher au pouvoir, le président Maduro s'appuie de plus en plus sur l'armée. Des officiers d'active et à la retraite détiennent 14 de 32 ministères du gouvernement, supervisent l'essentiel du secteur pétrolier et contrôlent l'approvisionnement en nourriture d'un pays affamé.⁹

L'OPEP et d'autres producteurs ont atteint leur objectif de réduction

Les difficultés pétrolières du Venezuela se produisent au moment où l'OPEP et plusieurs autres pays non membres de l'Organisation ont dépassé leur objectif de réduction de la production de pétrole d'au moins 1,8 million de barils par jour. Sa baisse non voulue de la production a fait du Venezuela un des plus grands auteurs de ce succès. **Comme le graphique ci-dessous l'illustre, le pays a largement dépassé son objectif de réduction de la production de 95 000 b/j.** Ensemble, ces réductions ont aidé à faire baisser les stocks de brut mondiaux de 400 millions de barils de plus que leur moyenne quinquennale il y a deux ans à seulement 43 millions de barils de plus aujourd'hui.

The Odd Man Out

Iraq has yet to comply with its pledged cuts while Venezuela and Saudi Arabia have over-delivered



Sources: OPEC survey and OPEC agreement communiqué

Source : OPEC Output Falls to Lowest in a Year Amid Venezuela Woes, Bloomberg, 3 avril 2018

⁹ « The Bloody Grab for Gold in Venezuela's Most Dangerous Town », *BusinessWeek*, 9 avril 2018

Conclusion

La conjoncture économique de dépression, les réserves de change dangereusement basses, le refus de la Chine de prêter davantage d'argent, les travailleurs qui délaissent de plus en plus leurs emplois, l'incapacité d'importer des machines et pièces de rechange dont le secteur pétrolier a grand besoin et l'imposition probable de nouvelles sanctions par les États-Unis laissent entrevoir une nouvelle forte baisse de la production de pétrole d'ici la fin de l'année.

Le point de bascule pour le régime Maduro et son secteur pétrolier pourrait être la constatation d'un truquage généralisé des élections et la montée de la violence à l'approche du scrutin du 20 mai suivies par l'imposition de sanctions américaines encore plus sévères. Il est aussi important de noter que même si Nicolás Maduro était écarté du pouvoir par l'armée, il faudrait beaucoup de temps pour réparer les dégâts causés au secteur pétrolier.

Le marché pétrolier serait encore plus tendu si les États-Unis se retiraient de l'accord nucléaire avec l'Iran (la décision est attendue autour du 12 mai). Même si les États-Unis étaient le seul pays à réinstaurer des sanctions, l'effet serait considérable en raison de la domination mondiale du système bancaire américain. Certains analystes du secteur de l'énergie estiment que la réimposition de sanctions américaines pourrait retirer entre 300 000 et 500 000 b/j de pétrole iranien du marché mondial.

Conclusion : Étant donné la contraction des stocks de pétrole mondiaux, l'effondrement qui continue de la production de pétrole du Venezuela et les tensions entre l'Iran et les États-Unis, nous entrevoyons peu de probabilités d'une baisse des prix du pétrole à partir des niveaux actuels en 2018.

Angelo Katsoras

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

*DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique*
warren.lovely@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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

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 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 a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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

National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI), courtier enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), distribue le présent rapport aux États-Unis. NBCFI agit conformément à la Règle 15a-6 de la Securities and Exchange Commission avec FBN inc., sa société canadienne affiliée.

Le présent rapport a été préparé entièrement ou en partie par des **membres du personnel** employé par des sociétés affiliées hors des États-Unis de NBCFI qui ne sont pas enregistrées comme courtiers aux États-Unis. Ces **membres du personnel** hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de titres détenus dans le compte d'un analyste de recherche.

Le ou les auteurs, qui ont préparé le présent rapport, certifient que le présent rapport reflète fidèlement leurs opinions et points de vue personnels sur les entreprises en question et sur leurs titres, et qu'aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement reliée aux recommandations ou aux points de vue particuliers exprimés dans le présent rapport en ce qui concerne les titres ou les entreprises.

FBN compense le ou les auteurs du présent rapport à partir de diverses sources, et cette rémunération est financée par les activités commerciales de FBN, notamment par les actions institutionnelles et la vente et négociation de titres à revenu fixe, les ventes au détail, les opérations de compensation par correspondants bancaires, ainsi que les services bancaires aux entreprises et les services bancaires d'investissement.

Puisque le point de vue des membres de son personnel peut différer, les membres de Banque Nationale Groupe Financier pourraient avoir ou pourraient produire des rapports dans le futur qui seraient en contradiction avec le présent rapport, ou en venir à des conclusions qui diffèrent de celles du présent rapport. Pour tout renseignement supplémentaire au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Le présent document s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas soumis à toutes les normes en matière d'indépendance et de divulgation en vertu des règles de la FINRA applicables aux rapports de recherche sur les dettes préparés pour les investisseurs particuliers. Le présent rapport peut ne pas être indépendant des intérêts exclusifs de FBN, NBCFI ou de leurs sociétés affiliées. FBN, NBCFI ou leurs sociétés affiliées peuvent effectuer des opérations sur les titres visés dans le présent rapport pour leur propre compte et sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients. Ces intérêts commerciaux peuvent être contraires aux recommandations soumises dans le présent rapport.

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 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.