

L'histoire derrière les contrôles de capitaux de la Chine

Par Angelo Katsoras

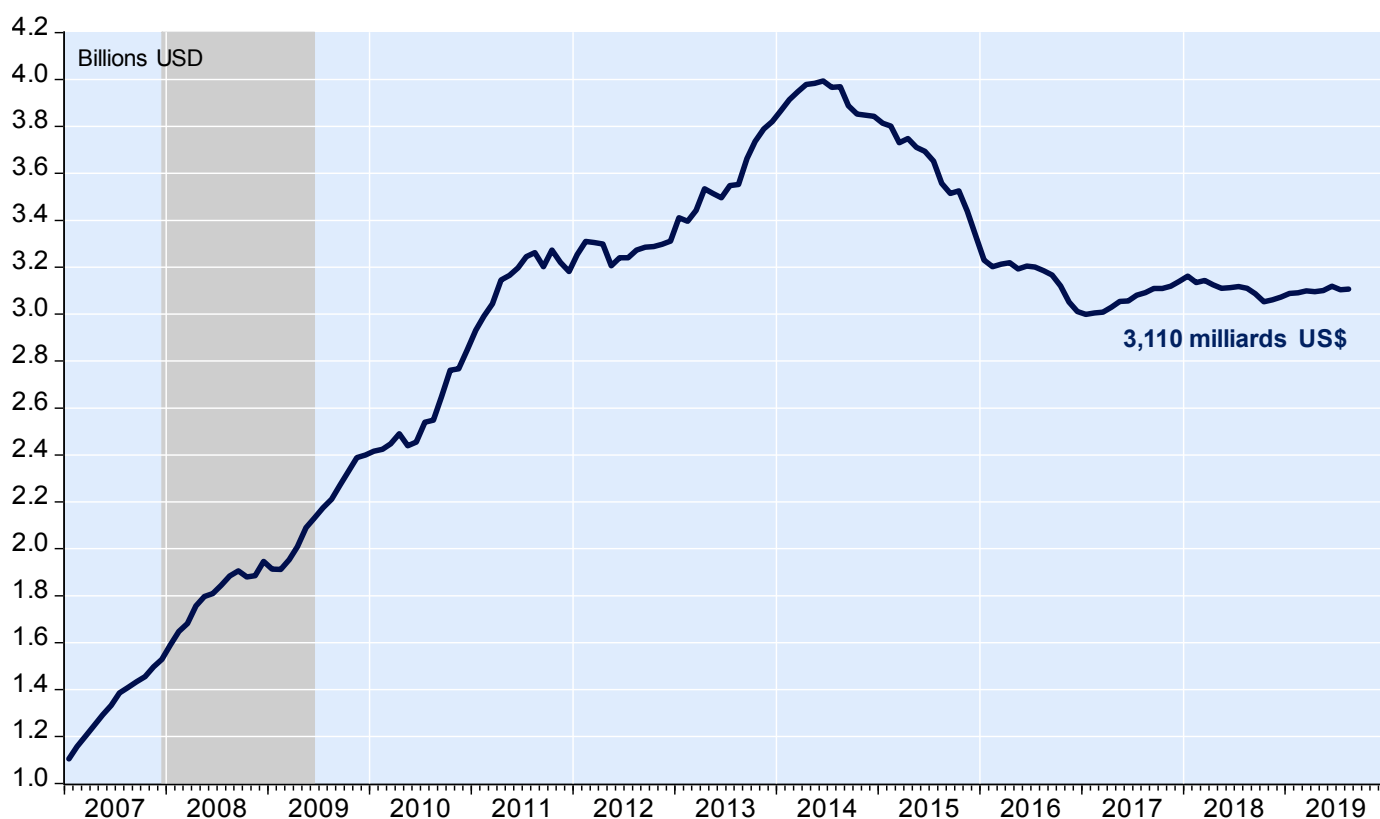
Introduction

La Chine considère ses réserves de change comme une protection vitale contre les éventuels revers économiques, ce qui explique pourquoi, quand celles-ci sont tombées légèrement en dessous de US\$3,000 milliards après avoir atteint un pic de US\$4,000 milliards pendant la période de 2015-2016, le gouvernement a tiré la sonnette d'alarme. Peu après, il a entrepris de mettre en œuvre plusieurs mesures successives de contrôle des capitaux quittant le pays.

Le présent rapport traite de l'application et de l'impact durable de ces contrôles sur la Chine et sur l'économie mondiale.

Chine : Les réserves de change en perspective

Réserves totales de devises étrangères (en date d'août 2019)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Restrictions sur les investissements à l'étranger

L'une des premières mesures de restriction imposées par la Chine en 2017 a visé les investissements à l'étranger dans les secteurs de l'immobilier, des sports et des loisirs par des entreprises privées chinoises. Le gouvernement craignait que ne soient commises les mêmes erreurs que celles de plusieurs sociétés japonaises dans les années 1980. À l'époque, alors que l'économie japonaise était florissante, beaucoup de sociétés du pays s'étaient jetées sur l'immobilier américain et sur d'autres actifs de prestige pour ne récolter que des pertes colossales. Citons parmi celles-ci Sony et son achat malheureux de Columbia Pictures pour US\$3.4 milliards en 1989, qui valait beaucoup moins quelques années plus tard, ainsi que Mitsubishi Estate, qui avait acquis en 1989 une participation de 80% dans le Rockefeller Center pour US\$1.4 milliard. Cinq ans après, la société avait dû vendre le complexe de New York en essayant une perte de US\$600 millions pour échapper à la faillite. La Chine redoutait également que certaines entreprises privées ne paient volontairement plus cher pour acquérir des actifs internationaux dans le but de déplacer des fonds à l'étranger.

La Chine a non seulement restreint la possibilité pour les entreprises chinoises de continuer à faire ce type d'achats, mais elle a également forcé des groupes tels que HNA Group, Wanda Group et Anbang Insurance Group à se départir de certains actifs qu'ils possédaient déjà. Nous estimons que ces sociétés chinoises prévoient d'investir environ US\$40 milliards à l'étranger cette année, contre US\$32 milliards sur toute l'année 2018.¹

Des contrôles plus stricts des fonds pour les particuliers également

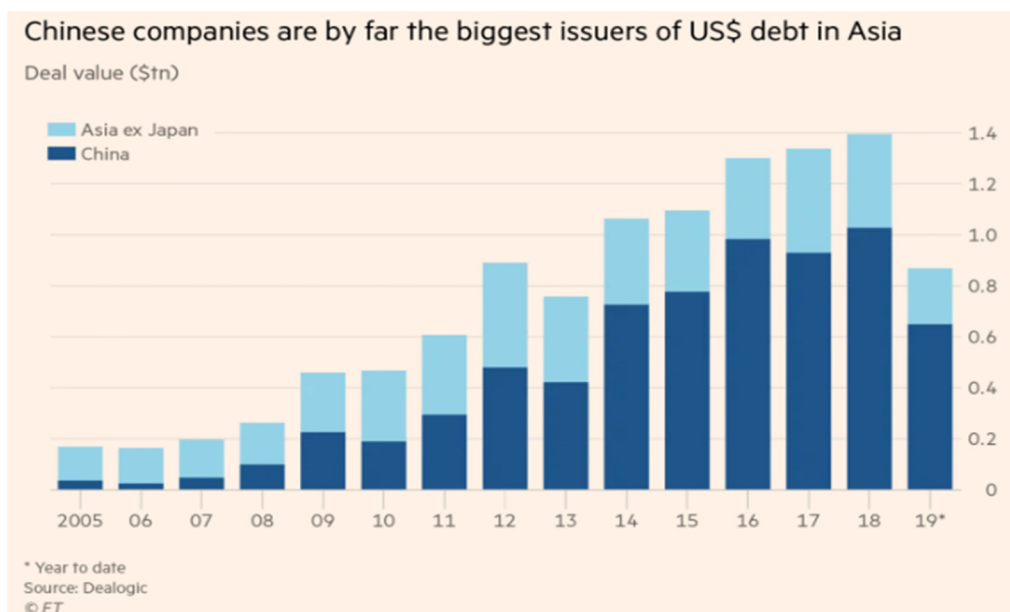
Par le passé, des règles existaient déjà, qui empêchaient les citoyens chinois de convertir plus de l'équivalent de US\$50,000 par année en devises étrangères et d'utiliser ces fonds pour faire l'acquisition de biens immobiliers à l'étranger, mais elles n'étaient généralement pas appliquées avec beaucoup de rigueur. Tout a commencé à changer en 2017.

Auparavant, il était assez facile de convertir des yuans en devises étrangères. Maintenant, les banques chinoises demandent des documents officiels indiquant les motifs de l'échange et demandent aux clients de signer un engagement qui les contraint à ne pas utiliser les devises étrangères pour acheter des biens immobiliers à l'étranger.² À la fin de 2018, la somme qu'il était permis de retirer en dollars américains sans avoir à se justifier a été abaissée de US\$5,000 à US\$3,000.³ Toute personne qui a besoin de plus de US\$50,000 en devises étrangères doit demander un permis à l'agence de gestion des réserves de la banque centrale de Chine (la State Administration of Foreign Exchange).⁴ La Chine a également intensifié ses efforts pour empêcher amis et membres de la famille de contourner la réglementation en groupant leurs quotas annuels de US\$50,000 pour faire sortir de grosses sommes d'argent du pays.

Par ailleurs, les sanctions ont été durcies. Toute personne reconnue coupable de transactions illégales avec des devises étrangères pour plus de 5 millions de yuans (soit US\$1.04 million) s'expose à une peine d'emprisonnement de 5 ans. Si la transaction dépasse 25 millions de yuans (soit US\$5.19 millions), la peine d'incarcération peut être supérieure à cinq ans.⁵

Le risque croissant des dettes d'entreprises libellées en dollars américains

Certains analystes pensent que, à l'avenir, la première origine des fuites de capitaux ne sera plus le citoyen chinois, mais l'entreprise chinoise qui fait des paiements en libellant sa dette en dollars américains. D'après Bloomberg, la dette chinoise cumulée en dollars américains a plus que doublé depuis la fin de 2015 pour atteindre US\$729.8 milliards.⁶ Le gouvernement a donc récemment commencé à limiter la capacité des promoteurs immobiliers à émettre des obligations étrangères à toute autre fin que pour un refinancement d'une dette libellée en dollars américains arrivée à échéance.⁷



Source : « Renminbi retreat to revive capital outflows pressure », *Financial Times*, 14 août 2019

¹ « Chinese groups turn seller to shed US\$40bn in global assets », *Financial Times*, 15 septembre 2019

² « China clamps down on capital flight risk as yuan weakens », *Nikkei Asian Review*, 30 août 2019

³ « Chinese banks quietly lower daily limit on foreign-currency cash withdrawals », *South China Morning Post*, 3 mai 2019

⁴ « Fears of China capital flight hang over newly sliding yuan », *Strait Times*, 6 août 2019

⁵ « Operators of 'Underground Banks' Which Move Cash Out of China to Face Jail », *Australian Financial Review*, 15 février 2019

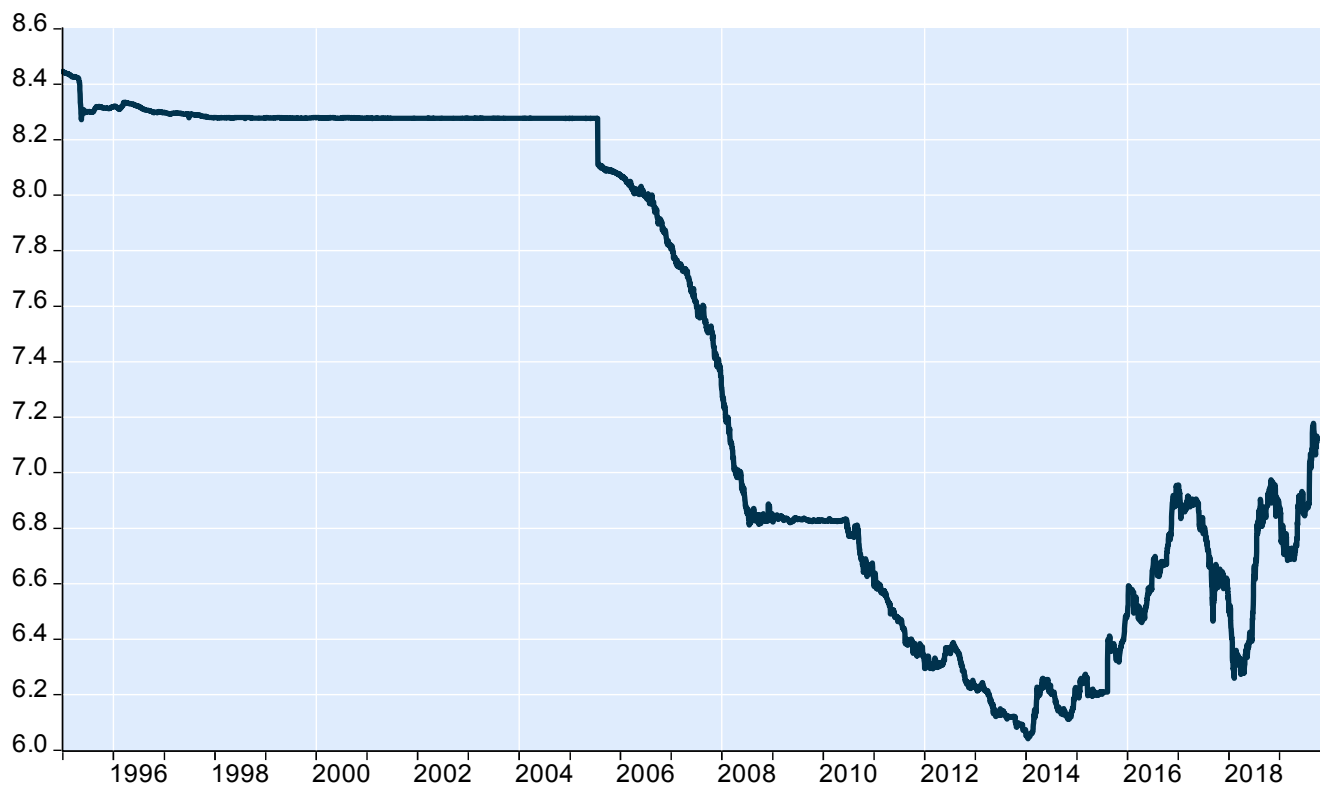
⁶ « Fears of China Capital Flight Hang Over a Newly Sliding Yuan », *Bloomberg*, 5 août 2019

⁷ « Chinese Property Developers Face Off Against the Communist Party », *Wall Street Journal*, 31 juillet 2019

Plus le yuan est faible face au dollar américain, plus il faut de fonds chinois pour rembourser ces dettes. Malgré les tensions commerciales avec les États-Unis, il est probable que le gouvernement s'en trouvera contraint de ne pas trop dévaluer davantage le yuan dans un avenir proche.

Le yuan au plus bas par rapport au dollar américain depuis janvier 2008

Taux de change yuan-USD



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Enfin, les autorités chinoises ont commencé à surveiller étroitement la masse de fonds que les institutions financières envoient à l'étranger ainsi que les volumes de devises étrangères qu'elles vendent.⁸ À cet effet, il se dit que le gendarme de la bourse chinois a placé sur liste noire plus de 40 institutions soupçonnées de transactions illégales sur le marché de change.⁹

La baisse de l'excédent du compte courant entraîne également un risque d'exode des capitaux

Il y a encore peu, en 2007, la Chine affichait un excédent du compte courant équivalent à 10% de son PIB. Cela signifie que les fonds entrants dans le pays grâce au commerce extérieur et aux investissements étaient nettement supérieurs aux fonds sortants. Cependant, cet excédent a fondu à seulement 0.4% du PIB l'année dernière. Parmi les facteurs qui sous-tendent cette évolution figurent le vieillissement de la population, le tourisme vers des destinations étrangères (150 millions de voyages l'année dernière), une hausse des importations et la transition en cours d'une croissance alimentée par les investissements vers une croissance nourrie par la consommation.¹⁰

Avec la pression des autres pays, le déficit du compte courant pourrait bien finir par pousser la Chine à faire preuve de plus d'équité envers les entreprises étrangères. Il y a déjà eu quelques signes précoces d'un tel éventuel revirement dans la politique chinoise. Ainsi, Tesla a été autorisée à construire la première usine automobile entièrement détenue par des propriétaires étrangers en Chine, de même que le géant allemand de la chimie BASF a pu bâtir une nouvelle usine sur sol chinois, qu'elle détient elle aussi en propriété exclusive.

⁸ « China clamps down on capital flight risk as yuan weakens », *Nikkei Asian Review*, 30 août 2019

⁹ « China FX regulator steps up scrutiny of cross-border flows, blacklists some firms-sources », *Reuters*, 17 septembre 2019

¹⁰ « China's current-account surplus has vanished », *The Economist*, 14 mars 2019

Conclusion

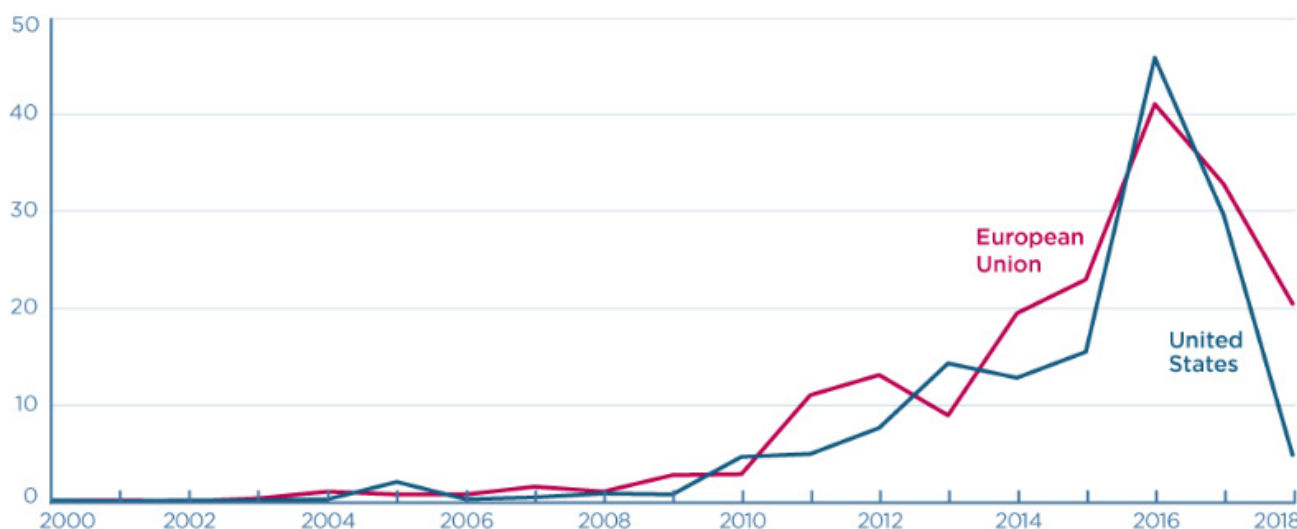
Les fuites importantes de capitaux associées au risque que les entreprises privées essuient de lourdes pertes après avoir fait des investissements à l'étranger ont poussé les autorités chinoises à commencer à imposer des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux en 2017 afin de réduire et de rediriger les investissements à l'étranger.

Les investissements à l'étranger ont aussi diminué du fait que la Chine, qui pousse toujours ses entreprises à investir à l'étranger dans des secteurs stratégiques tels que les technologies de l'information, la robotique et l'agriculture, se heurte à de plus en plus de résistance de la part de pays qui veulent garder la main sur leurs actifs stratégiques. L'opposition des entreprises étrangères, souvent entravées dans leur quête d'actifs chinois de même calibre, ne s'en est trouvée que renforcée.

Il n'est donc pas étonnant que tous ces facteurs aient entraîné une baisse des investissements des entreprises chinoises à l'étranger à US\$24.5 milliards au premier semestre de 2019. Selon Dealogic, cela représente une diminution de 42% par rapport à la même période il y a un an et moins de 20% du dernier pic inscrit au premier semestre de 2016. Ce repli inclut une forte contraction des achats immobiliers. Les investisseurs chinois ont acquis pour un total de US\$15.7 milliards de biens immobiliers étrangers en 2018, soit un ralentissement de 63% par rapport à 2017.¹¹ La baisse des investissements directs étrangers chinois a particulièrement touché les États-Unis et la France.

Chinese Investment into the US and EU Has Plummeted since 2016

Annual Chinese outward foreign direct investment (FDI), billions of dollars



Source : Peterson Institute for Economics, septembre 2019

Le Peterson Institute for Economics a estimé que, globalement, les flux d'investissements chinois vers l'étranger s'étaient contractés de leur pic de US\$216 milliards en 2016 à seulement US\$96 milliards en 2018.¹²

Un contrôle plus strict du gouvernement sur les mouvements de capitaux vers l'étranger et sur l'économie en général s'est également traduit par un renforcement de la présence d'entreprises d'État dans certains secteurs clés. Bien que leur rôle se soit globalement affaibli ces dernières décennies, elles continuent de dominer des secteurs cruciaux de l'économie tels que ceux des banques, de l'énergie, des télécommunications, de la fabrication et de la défense. Alors que la Chine peut se vanter de compter 109 sociétés inscrites au classement Fortune Global 500, seulement 15% d'entre elles sont des entreprises privées.¹³ Comme le gouvernement resserre de plus en plus l'étreinte autour de celles-ci, les investisseurs institutionnels cherchant à développer des coentreprises en Chine pourraient trouver moins risqué d'un point de vue politique de faire affaire avec des entreprises d'État.

¹¹ « Beijing's capital controls are weighing on Chinese investors looking to buy property abroad », CNBC, 26 février 2019

¹² « Chinese Investments in the US and EU Are Declining—for Similar Reasons », Peterson Institute for Economics, septembre 2019

¹³ « Explained, the role of China's state-owned companies », World Economic Forum, mai 2019

Les points clés à surveiller :

1. Les particuliers, objets de contrôles plus stricts sur les mouvements de capitaux, auront-ils plus de difficultés à investir à l'étranger dans l'immobilier résidentiel ou exploiteront-ils de nouvelles failles du système pour faire sortir leurs fonds du pays? La réponse à cette question pourrait affecter les marchés de l'immobilier résidentiel des grandes villes de certains pays occidentaux, dont le Canada.
2. Bien que la Chine ait en grande partie réussi à empêcher un exode massif de capitaux tel que celui d'il y a quelques années qui avait entraîné une fuite de mille milliards de dollars vers l'étranger, le risque de voir filer des fonds en grandes quantités existe toujours et pourrait être le fait de particuliers qui trouveraient de nouveaux moyens de contourner le système, d'entreprises chinoises qui rembourseraient des dettes libellées en dollars américains ou du solde du compte courant qui deviendrait négatif dans un avenir proche. En effet, malgré les contrôles stricts exercés sur les capitaux, les « erreurs et omissions », ainsi que l'on désigne les décalages inexplicables entre les sorties déclarées de capitaux et les positions réelles, ont augmenté à US\$85 milliards au deuxième trimestre de l'année, comparativement à environ US\$21 milliards au premier.¹⁴ Cela pourrait signifier que les résidents chinois ont trouvé de nouveaux montages pour sortir leur argent du pays, bien que dans des proportions bien moindres par rapport à la période 2015-2016.

¹⁴ « China FX regulator steps up scrutiny of cross-border flows, blacklists some firms-sources », *Reuters*, 17 septembre 2019

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@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.

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 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

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 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.