

12 novembre 2019

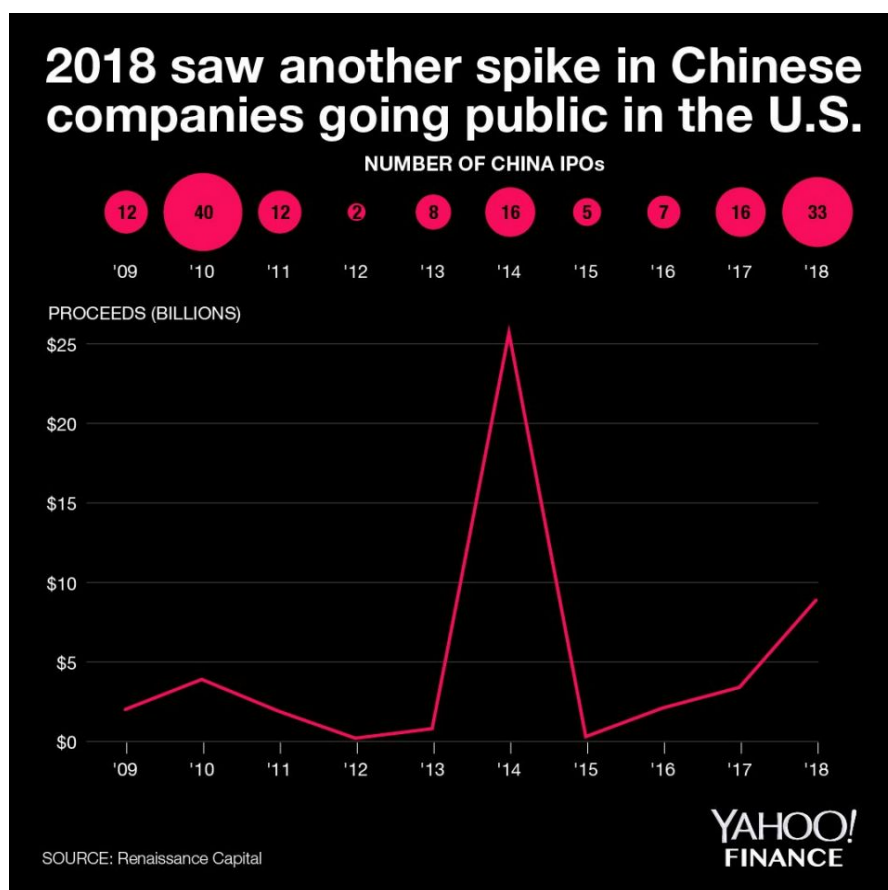
Le fossé se creuse entre les États-Unis et la Chine sur des sujets financiers

Par Angelo Katsoras

Introduction

S'il fallait un nouveau signe que les tensions entre la Chine et les États-Unis persisteront même si les deux pays parviennent à un accord commercial limité, les marchés financiers se présentent maintenant comme le dernier champ de bataille en date de leurs rivalités politiques. Les dernières tensions sont nées de la possibilité que les États-Unis imposent des restrictions aux sociétés chinoises qui cherchent à accéder aux marchés financiers et aux financements américains.

Les profondes interconnexions entre les deux superpuissances n'arrangent rien à l'affaire. Ainsi, la capitalisation boursière des quelques centaines de sociétés chinoises inscrites à bourses américaines est de \$1,300 milliards en incluant les certificats de dépôt des entreprises dont la bourse principale se trouve en Chine ou à Hong Kong.¹ Les entreprises chinoises ont représenté également 17% de l'ensemble des premiers appels publics à l'épargne aux États-Unis l'année dernière.²



Source : « New bipartisan bills threaten Chinese IPOs and Chinese companies listed in the U.S. », Yahoo Finance, 8 juin 2019

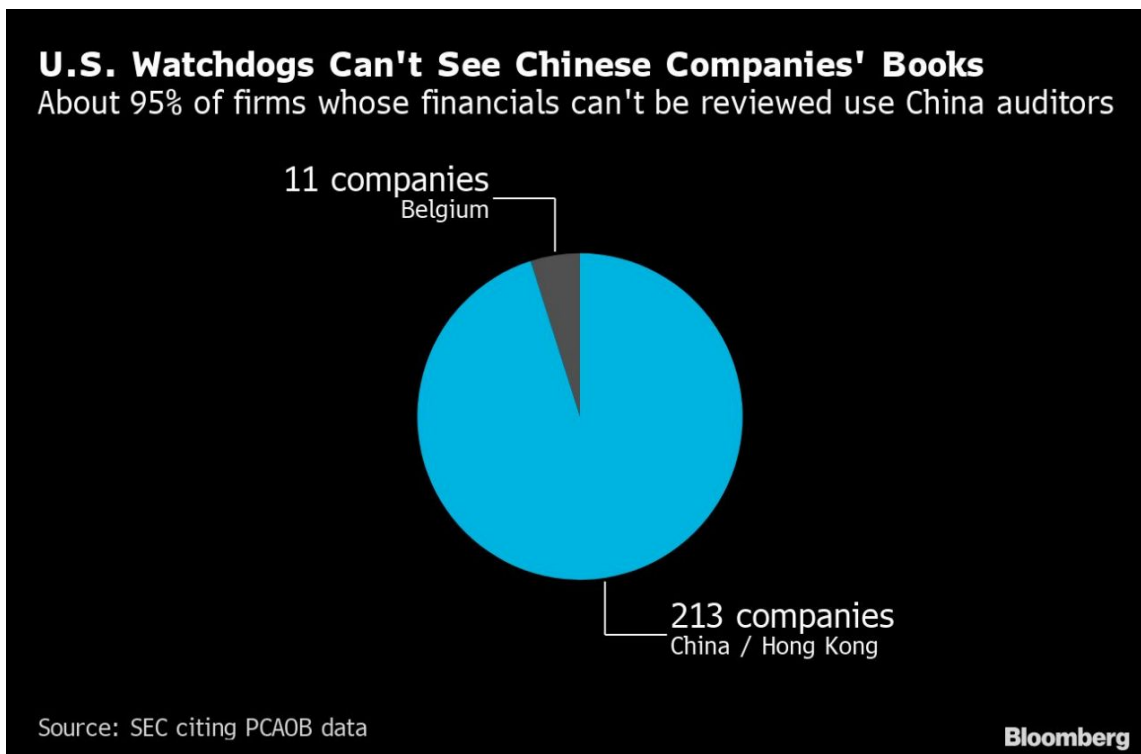
La Chine et les États-Unis s'affrontent sur les audits financiers

Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis ont jeté un nouvel éclairage sur un désaccord de longue date u sujet des audits des états financiers. Le principal point d'achoppement est le refus de la Chine d'autoriser les autorités de réglementation américaines à examiner les audits des entreprises chinoises dont les actions s'échangent sur les marchés financiers américains. La Securities and Exchange Commission (SEC) insiste sur le fait que ses règles s'appliquent à toutes les sociétés cotées aux États-Unis,

¹ « Banning American investments in Chinese firms is mooted. Again », *The Economist*, 3 octobre 2019

² « New bipartisan bills threaten Chinese IPOs and Chinese companies listed in the U.S. », Yahoo Finance, 8 juin 2019

mais la Chine invoque des enjeux de sécurité nationale pour restreindre l'accès aux informations comptables de ses sociétés. De ce fait, les hauts dirigeants et politiciens américains des deux bords politiques se demandent de plus en plus pourquoi les entreprises chinoises qui refusent de présenter leurs documents d'audit financier sont encore autorisées à être inscrites sur des bourses américaines. Nombre de ces observateurs soulignent que la Chine ne tolérerait jamais que des entreprises étrangères refusent de se plier à sa réglementation locale. Le graphique suivant montre que la grande majorité des entreprises qui refusent de présenter leurs informations financières sont basées soit en Chine, soit à Hong Kong.³



Source : « Trump's China Financial Decoupling Move Has Roots in Enron Saga », Bloomberg, 11 octobre 2019

Une législation pour cibler les entreprises chinoises cotées aux États-Unis

En juin dernier, un groupe de sénateurs des deux partis a introduit une législation pour régler ce problème. En vertu du « Equitable Act », les sociétés auraient jusqu'à trois ans pour se conformer à la réglementation ou se retirer des marchés financiers américains.

Marco Rubio, le sénateur républicain à l'origine de cette législation, a récemment écrit dans le *Wall Street Journal* que : « La Chine a profité de retombées économiques faramineuses en exploitant la liberté et l'ouverture de l'ordre mondial dirigé par les États-Unis. Les États-Unis et leurs alliés doivent maintenant envoyer un message clair : si les entreprises chinoises veulent accéder aux bourses américaines, elles doivent se plier aux lois et aux réglementations américaines en matière de transparence et de responsabilité financière. »⁴

En mai dernier, dans ce qui est peut être perçu comme un signe précurseur d'une série d'autres retraits, le plus grand fabricant chinois de semi-conducteurs, Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC), a retiré de lui-même ses actions de la cote de la Bourse de New York, peu de temps après que Washington a placé sur liste noire l'un de ses principaux clients, Huawei Technologies.⁵

³ « Public Companies that are Audit Clients of PCAOB-Registered Firms from Non-U.S. Jurisdictions where the PCAOB is Denied Access to Conduct Inspections », Public Company Accounting Oversight Board, septembre 2019

⁴ « You Can't Trust a Chinese Audit », *Wall Street Journal*, 4 juin 2019

⁵ « Financial decoupling: five things to know about US-China stocks delisting », *Nikkei Asia Review*, 2 octobre 2019

L'administration Trump envisage-t-elle des restrictions ?

Au début d'octobre, Bloomberg a obtenu une note de service qui avait fait l'objet d'une fuite et selon laquelle l'administration Trump envisageait de restreindre les flux de portefeuilles des investisseurs américains vers la Chine. Entre autres choses, le document donnait le feu vert pour analyser les avantages et les inconvénients d'une interdiction d'investissement du Federal Retirement Thrift Investment Board (FRTIB) sur les marchés de capitaux chinois. Le FRTIB, qui gère environ \$600 milliards, est le fonds de retraite des employés du gouvernement fédéral, notamment les législateurs et les militaires.

La question est passée au premier plan en 2017 quand le FRTIB a décidé de modifier les indices de référence pour la répartition de ses actifs de façon à augmenter son exposition à la Chine et aux autres marchés émergents dès 2020. À la mi-octobre, un groupe bipartite a envoyé un courrier au FRTIB, lui demandant de revenir en toute hâte sur sa décision, qui selon eux entraînerait un investissement des fonds de retraite du gouvernement dans des sociétés « qui soutiennent les activités militaires et d'espionnage du gouvernement chinois ainsi que ses violations des droits de la personne. »⁶

Pour faire monter la pression, le secrétaire à la Marine des États-Unis, Richard V. Spencer, a publié récemment une tribune dans laquelle il s'exprime en ces termes : « Imaginez prendre votre retraite après avoir servi pendant toute votre carrière sous les drapeaux, pour apprendre que vos économies de toutes ces années ont servi à financer les systèmes d'armement avancés des adversaires des États-Unis. Cette tragédie deviendra bientôt réalité à moins que le Federal Retirement Thrift Investment Board ne revienne sur sa décision. »⁷

À ce jour, le FRTIB a répondu en reportant à plus tard les changements à la répartition de ses actifs. Il est généralement reconnu que l'Emergency Economic Powers Act de 1977 donne au président l'autorité légale de restreindre unilatéralement les flux de capitaux vers la Chine par décret.⁸

Conclusion

Même si les États-Unis et la Chine tentent de mettre les dernières touches à un accord commercial ou à une trêve, démocrates et républicains, secondés par de hauts responsables à la sécurité nationale, veulent imposer des restrictions à l'accès aux marchés financiers et aux financements américains pour les entreprises chinoises.

En effet, qu'un accord soit conclu ou non, les investisseurs et les entreprises doivent apprendre à composer avec un monde où s'affrontent deux superpuissances aux systèmes économiques radicalement différents et dont la défiance mutuelle ne fait que grandir. Cela se traduit souvent par un labyrinthe de règles contradictoires où une entreprise qui se conforme aux réglementations financières américaines peut se trouver *de facto* en violation des lois chinoises, et vice versa.

Dans ce nouveau contexte, la Chine et les États-Unis adopteront des approches de plus en plus différentes en ce qui a trait à la politique économique, aux normes, à la technologie, aux droits de la personne et à la gouvernance. De ce fait, l'accès au marché pour les sociétés des secteurs considérés comme stratégiques des deux côtés dépendra souvent de leurs plans d'affaires, de leurs produits/services ainsi que de leurs chaînes d'approvisionnement, à savoir s'ils sont compatibles avec les objectifs géopolitiques de l'un ou l'autre des deux pays. Dans ces conditions, la société qui offre les meilleurs produits et services ne sera pas forcément celle qui sortira gagnante. Il y aura des répercussions à long terme pour la productivité et l'inflation.

⁶ « Chinese Investment Pits Wall Street Against Washington », *New York Times*, 28 octobre 2019

⁷ « Servicemen's Savings Shouldn't Fund Russia and China », *Wall Street Journal*, 23 octobre 2019

⁸ « The threat to limit capital flows and pending impeachment conflict », Ray Dalio, 2 octobre 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.