



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL DE PEKIN

F. CHIMITS, J. DESLANDES ET E. JACQUES

Pékin, 15 décembre 2016

Note

Objet : Vers une nouvelle inflexion de la politique d'ouverture du compte de capital ?

Les autorités ont adopté fin novembre toute une série de mesures destinées à enrayer les sorties de capitaux, qui ont soulevé préoccupations et interrogations des acteurs financiers et des entreprises sur la nouvelle direction que prendrait la politique d'ouverture du compte de capital chinois. Ces mesures visent à i) limiter les flux financiers ; ii) contrôler davantage les investissements directs à l'étranger.

Ces mesures interviennent dans un contexte financier tendu, marqué par d'importantes sorties de capitaux. Ces politiques confirment les orientations générales de la PBoC qui – dans son discours du 14 février – avait annoncé un arrêt de la politique d'ouverture tant que les marchés ne se seront pas stabilisés et que les pressions à la dépréciation et les sorties de capitaux persisteront. Néanmoins, il semblerait que ces mesures marquent un nouveau pas dans le contrôle des flux de capitaux, qui tranche avec le discours rassurant tenu en février dernier par la PBoC ; la PBoC s'était à l'époque engagée à ne pas prendre de nouvelles mesures restrictives à l'encontre des sorties de capitaux et réaffirmait le caractère « naturel » des sorties de capitaux, en particulier les investissements directs, dans une économie de plus en plus internationalisée et ouverte.

En encadrant davantage les investissements directs, il semblerait que les autorités souhaitent avant tout « économiser » au mieux leurs réserves en privilégiant les investissements dans les secteurs stratégiques. Dans ce contexte, les mesures portant sur les investissements directs à l'étranger sont davantage une confirmation des orientations générales des autorités qu'une nouvelle politique. Il n'en reste pas moins que les mesures visant à contrôler davantage les flux financiers, en inquiétant les investisseurs, risquent d'alimenter les pressions à la baisse sur le RMB.

1. Les autorités chinoises ont pris toute une série de mesures pour limiter les sorties de capitaux, lors d'une réunion de la PBoC le 28 novembre: (i) un renforcement des mesures de contrôle des acquisitions à l'étranger par des entreprises domiciliées en Chine et (ii) un encadrement strict des flux financiers sortants en RMB ou en devise.

S'agissant des acquisitions à l'étranger, la PBoC aurait indiqué qu'elle suspendrait jusqu'en septembre 2017 les acquisitions à l'étranger des entreprises domiciliées en Chine (i) d'un montant supérieur à 10 Mds USD, (ii) d'un montant supérieur à 1 Md USD et en dehors du champ d'activité de l'investisseur (mesure déjà en vigueur pour les entreprises publiques), et (iii) de biens immobiliers par les entreprises publiques. Il s'agit d'un renforcement du cadre existant : depuis 2014, seuls les investissements chinois à l'étranger d'un montant supérieur à 1 Md USD sont soumis à l'approbation préalable de la Commission nationale du développement et de la réforme (NDRC) ; les investissements supérieurs à 2 Mds USD sont soumis à l'approbation du Conseil des affaires d'Etat. La NDRC dispose par ailleurs d'un droit de veto en amont de tout projet d'investissement d'un montant supérieur à 300 millions USD si elle juge celui-ci non-conforme aux « politiques nationales d'investissement ».

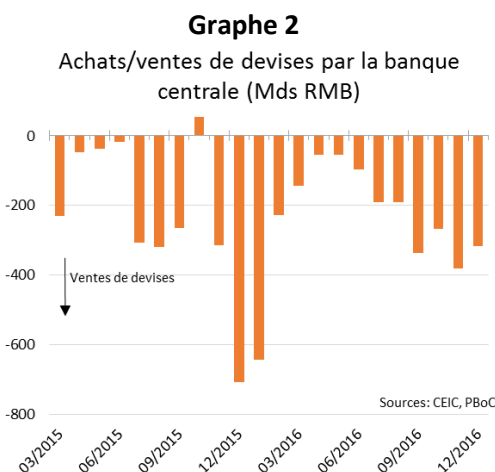
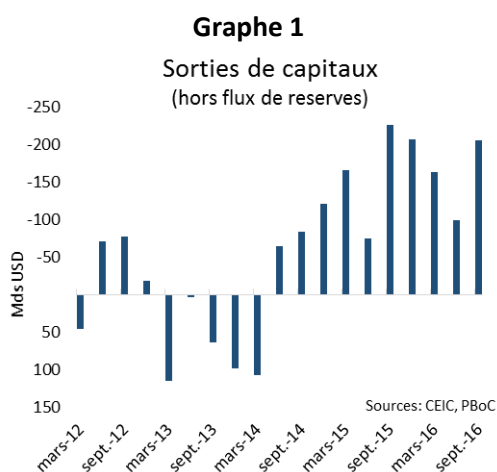
S'agissant des flux financiers, la PBoC aurait aussi signalé durant cette réunion que les entreprises domiciliées en Chine devront dorénavant justifier les flux financiers (i.e. paiement de dividendes, remboursement des prêts des actionnaires) vers l'étranger d'un montant supérieur à 5 millions USD (en devise ou en RMB), afin d'obtenir l'autorisation de la State administration of foreign exchange (SAFE). Seuls les flux de 50 millions d'USD en devise étrangère étaient jusqu'à présent concernés. Par ailleurs, une directive non-publique de la PBoC du 29 novembre indiquerait qu'à compter du lendemain, les flux sortants nets en RMB (e.g. « cash pooling ») des entreprises domiciliées en Chine seront limités annuellement à 30% de la valeur totale des actifs de l'entreprise.

2. Le renforcement du contrôle des investissements directs à l'étranger confirme l'importance politique que revêt l'internationalisation des entreprises chinoises, plus qu'elle n'indiquerait une inflexion de politique. La PBoC, le ministère du Commerce et la NDRC ont publié le 28 novembre une déclaration commune

soulignant la poursuite des politiques d'ouverture et d'investissement à l'étranger de la Chine, et rappelant que les décisions des entreprises d'investir à l'étranger doivent être « conformes à la situation sur le marché, aux pratiques internationales et aux orientations fixées par le gouvernement ». La SAFE, qui dépend de la PBoC, a publié un communiqué le 29 novembre, rappelant son engagement à vérifier la « légitimité et l'authenticité des investissements à l'étranger ». Il s'agirait de s'assurer que les investissements des entreprises chinoises s'inscrivent bien dans la feuille de route des autorités – en particulier, le plan « Made in China 2025 établit une liste de 10 secteurs stratégiques avec des objectifs chiffrés de parts de marché au niveau mondial – tout en limitant certains abus (e.g. entreprises sur-payées, immobilier...).

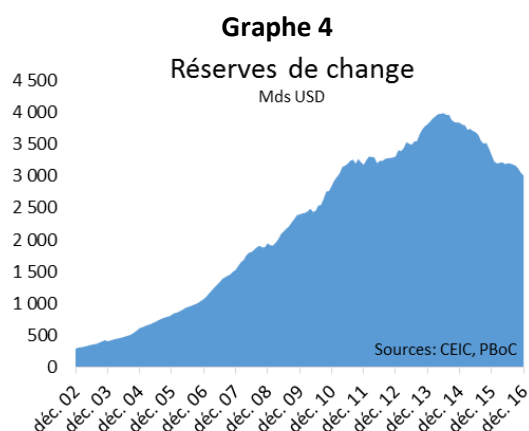
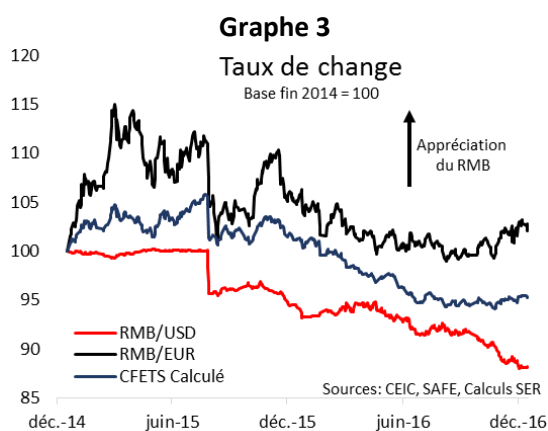
3. Par ailleurs, alors que le projet d'acquisition par ChemChina du suisse Syngenta inquiète certains régulateurs étrangers, l'interdiction des acquisitions supérieures à 10 Mds \$ peut, dans une certaine mesure, être comprise comme un signal politique donné par les autorités chinoises à leurs partenaires. D'une manière plus générale, il ne s'agirait néanmoins pas d'un changement d'orientation politique pour les raisons suivantes : i) les IDE chinois s'inscrivent déjà dans un cadre contraignant. Certes, des mesures d'assouplissement et de simplification des procédures ont été prises depuis quelques années, mais les mesures de contrôle existent déjà notamment vis-à-vis des entreprises d'Etat ; ii) ces mesures visent à aligner le régime qui s'applique aux entreprises d'Etat à toute entreprise. L'interdiction, pour tout type d'entreprises, des acquisitions supérieures à 1 Md USD sortant des « activités fondamentales » du groupe, s'applique déjà pour les entreprises d'Etat (interdiction de principe sauf accord exceptionnel de la SASAC) ; iii) les investissements supérieurs à 10 Mds étant extrêmement rares¹, leur interdiction est avant tout un message politique. Dans ces conditions, il est peu probable que ces mesures modifient fondamentalement la tendance à la hausse des investissements directs à l'étranger².

4. Ces restrictions interviennent dans un contexte marqué par d'importantes sorties de capitaux et de pressions à la dépréciation du RMB. Les sorties de capitaux sont reparties à la hausse depuis plusieurs mois avec (i) une hausse du déficit du compte financier hors réserves de 207 Mds USD au 3ème trimestre, contre 98 Mds au T2 et 169 Mds au T1 (cf. graphe 1) et (ii) une hausse des utilisations mensuelles de réserves de change par la PBoC de 67 Mds RMB en moyenne au T2 à 323 Mds RMB en moyenne au T4 (cf. graphe 2), qui illustre la politique active de la PBoC de soutien au RMB, qui reste relativement stable vis-à-vis du panier de devise (indice CFETS) comme l'illustre le graphe 3.



¹ 1/ la prise de participation minoritaire de Chinalco dans l'Australien Rio Tinto, en 2008 (14,3 Mds USD) 2/ le rachat par CNOOC de la compagnie pétrolière canadienne Nexen, en 2013 (15,2 Mds USD) 3/ l'opération ChemChina – Syngenta pour 43 Mds USD, cette année. Ces 3 opérations ont fait l'objet de controverses importantes ; dans le cas de Nexen par exemple, ce rachat avait conduit les autorités canadiennes à renforcer les mesures de contrôle des investissements réalisés par des sociétés d'Etat étrangères. Plusieurs autres projets d'acquisitions supérieures à 10 Mds USD ont par ailleurs échoué : Tentative de rachat de l'américain Unocal par CNOOC en 2005 pour 18 Mds USD, projet d'augmentation des parts de CNOOC dans Rio Tinto en 2009 pour plus de 19 Mds USD, de rachat de la Dresdner Bank par la CDB en 2008 pour 13,9 Mds USD etc

² Sur les neuf premiers mois de l'année, la Chine est devenue une exportatrice nette d'IDE à +78 Mds USD. Les IDE chinois vers l'étranger ont connu sur cette période une croissance de +45% en g.a. d'après les chiffres de la SAFE



5. Les nouvelles mesures de contrôle des flux de capitaux (hors IDE) – si elles sont confirmées – risquent paradoxalement d'aggraver les pressions à la dépréciation du RMB. Le gouverneur de la PBoC, dans son entretien du 14 février 2016 au magazine Caixin avait mis fin à un débat interne qui existait sur l'opportunité de réinstaurer un contrôle plus strict des sorties de capitaux, en disqualifiant les « rumeurs » de durcissement³. Cette politique de la PBoC avait réussi à convaincre les marchés, et le RMB s'était stabilisé. Ces nouvelles mesures restrictives contredisent - sinon la lettre mais à tout le moins - l'esprit de la politique générale de la PBoC de février dernier. Pour l'heure, les autorités démentent toute volonté de durcissement de contrôle, en affirmant leur volonté d'appliquer plus strictement le cadre juridique existant. De son côté, la SAFE affirme qu'aucune restriction ne sera imposée aux transferts des dividendes des entreprises étrangères, ce qui semble s'être confirmé.

³ "International experiences have demonstrated that controls over capital account transactions work for a closed economy, but is usually not effective for those relatively open economies. In addition, capital control is more effective in preventing excessive inflows than outflows" (...) Recently, there're people saying that China will adopt this or that capital control measure. Some are apparently spreading rumors to create panic among households and trade enterprises to the benefit of the speculators' bets. There're even rumors about controls against current account transactions. For example, some rumors claim that the State Administration of Foreign Exchange (SAFE) will restrict repatriation of profits by foreign-funded enterprises.