

La place financière de Hong Kong

Pierre Lamy *

La place de Hong Kong a été marquée ces dernières années par la très forte internationalisation de son système financier : par exemple, plus des deux tiers des actifs bancaires sont maintenant libellés en devises étrangères. La frontière entre marchés financiers local et international s'est peu à peu effacée, évolution qui explique une gestion particulière du taux de change qui est ici retracée, spécialement depuis 1972 où Hong Kong a abandonné l'étalon de change sterling pour se lier au dollar américain.

Depuis la fin du second conflit mondial, Hong Kong a connu deux évolutions structurelles majeures. La première a eu lieu dans les années cinquante, et s'est caractérisée par le passage d'une économie d'entrepôt à une économie industrielle tournée vers l'exportation. La seconde a débuté dans les années soixante-dix, et correspond à une tertiarisation de l'économie de Hong Kong, concentrée en particulier sur les activités financières.

La contribution du secteur financier au PIB de Hong Kong est passée de 14 % en 1970 à 23 % en 1981; parallèlement, les créances bancaires extraterritoriales détenues par les établissements de dépôt implantés à Hong Kong sont passées de 4,78 milliards de US\$ fin 1975 à 59,73 milliards fin 1984 [1].

* Pierre Lamy est assistant de gestion à la Financière de gestion et d'intermédiation (FGI).

Cette croissance des activités financières est, bien sûr, inséparable du développement des euromarchés au cours de la même période; cinq éléments explicatifs plus spécifiques à Hong Kong peuvent toutefois être retenus :

— Une réglementation financière tout particulièrement libérale, reflet du « non-interventionnisme positif » des autorités dans les autres secteurs de l'économie.

— Une remarquable infrastructure en matière de communications et de télécommunications, ainsi que l'existence d'un personnel qualifié. S'il paraît difficile de discerner lequel des deux éléments — l'activité financière ou la qualité des professionnels — a induit l'autre, il est néanmoins certain que si Hong Kong est une place financière internationale majeure, c'est parce que les professionnels y sont établis.

— La grande stabilité politique dont a bénéficié Hong Kong, grâce en particulier à l'absence de vie politique locale et à la très forte autonomie vis-à-vis de la métropole.

— L'existence d'un marché local sur lequel les institutions financières étrangères sont totalement libres de travailler. C'est d'ailleurs en cela que l'appellation de Hong Kong comme centre financier off-shore est erronée.

— Une position géographique privilégiée, qui permet à une banque internationale de se positionner sur un fuseau horaire intéressant. A cela s'ajoute le fait que Hong Kong se trouve au centre de l'actuel pentagone de l'endettement asiatique (Corée du Sud, Indonésie, Philippines, Malaisie et Thaïlande), et constitue sans aucun doute la meilleure porte d'entrée pour le marché chinois.

C'est la conjonction de ces éléments qui explique l'émergence de Hong Kong au rang de place financière internationale, concept qui correspond à la concentration physique en un même lieu d'établissements financiers menant une activité très fortement (mais non exclusivement) internationalisée. Tel est en effet le plus grand dénominateur commun entre des centres tels que Londres et Bahrein, New York et Singapour, etc.

Mais Hong Kong est plus qu'une place financière internationale. C'est surtout une place financière internationalisée, en ce sens que l'on y observe un effacement très poussé de la frontière entre marchés financiers local et international. Un tel phénomène, joint à l'ampleur considérable des flux financiers gérés par des établissements implantés à Hong Kong, explique le caractère très particulier de la gestion du taux de change par les autorités monétaires.

Une place financière internationalisée

Depuis la réforme d'avril 1981, Hong Kong se caractérise par une structure ternaire au plan financier, puisque coexistent les banques inscrites, au nombre de 140 début 1985, les *Deposit-Taking Companies* inscrites (au nombre de 33), et les *Deposit-Taking Companies* enregistrées (au nombre de 312). Le tableau 1 tente de donner un aperçu synthétique de cette législation.

TABLEAU 1

Typologie de la structure du système financier actuel de Hong-Kong.

Type	Activité autorisée	Conditions d'établissement
Banque inscrite	Collecte de toutes formes de dépôts. Taux créditeurs réglementés par la Hong Kong Association of Banks. La rémunération des dépôts dont le montant est supérieur à 500 000 HK\$ n'est toutefois pas soumise à ce cartel.	— Pour une DTC : Capital versé de 100 millions de HK\$, expérience de 10 ans, actifs nets détenus de 2,5 milliards de HK\$, dépôts de 1,75 milliards de HK\$. — Pour une banque étrangère : Actifs nets de 12 milliards de US\$, critères subjectifs en matière de supervision et de réciprocité de la part des autorités d'origine.
DTC inscrite	Collecte de toutes formes de dépôts à terme dont le montant est supérieur à 500 000 HK\$.	Activité préalable de DTC enregistrée de 3 ans. Critères subjectifs en matière de taille, de qualité de gestion et de propriété.
DTC enregistrée	Collecte de dépôts à terme dont l'échéance initiale est supérieure à 3 mois et le montant supérieur à 50 000 HK\$.	Capital versé de 10 millions de HK\$, dont 50 % au moins doivent être détenus par une banque (établie ou non à Hong Kong).

Certains des critères exigés sont revus annuellement. L'ensemble des informations figurant dans ce tableau correspond à l'année 1983, et a donc pu faire l'objet de modifications ultérieures sur certains points. Un état succinct de la réglementation est établi annuellement par les services d'information du Gouvernement sous le titre : « Hong Kong 19- ».

L'origine des *Deposit-Taking Companies* (DTC) découle d'une interprétation a contrario de l'ordonnance bancaire de 1964, aux termes de laquelle les établissements financiers limitant leur activité de dépôt à ceux dont le terme est supérieur à trois mois n'exercent pas une activité bancaire, et ne sont donc pas soumis à la réglementation s'y appliquant.

Leur succès s'explique par le fait que cette structure juridique permet d'échapper à la réglementation des taux créditeurs à laquelle sont soumises les banques inscrites depuis 1964, en même temps qu'elle a permis, entre 1964 et 1981, à de nombreuses banques étrangères de s'implanter à Hong Kong par un biais autre que celui du simple bureau de représentation (dans un but de consolidation du système

bancaire, un moratoire sur l'octroi de nouvelles licences bancaires a été mis en place de 1964 à 1978, puis de 1979 à 1981).

Au total, 480 établissements de dépôt étaient implantés à Hong Kong au 31 mai 1985; le tableau 2 met en évidence la domination du marché par les banques et DTC d'origine étrangère.

Intéressante en tant qu'illustration de l'attrait de Hong Kong au plan financier et de son importance majeure comme centre bancaire international, cette mesure (qui n'a qu'un caractère indicatif) du poids relatif des institutions étrangères dans la Colonie revêt aussi une valeur explicative en ce qu'elle permet d'appréhender cette notion d'internationalisation de la place de Hong Kong. Celle-ci est perceptible à trois niveaux : les imperfections de l'outil statistique; le domaine d'activité des opérateurs financiers; l'influence croissante de la Chine à Hong Kong.

TABLEAU 2

Ventilation de l'activité des institutions financières.

En milliards de HK\$

	Actifs	Dépôts
Banques et DTC apparentées incorporées à Hong Kong (à l'exception de la HSBC et de la Hang Seng Bank)	95	60
DTC non-apparentées à une banque	90	10
Banques chinoises et DTC apparentées	90	60
Banques britanniques et DTC apparentées	90	60-
Banques américaines et DTC apparentées	150+	40+
Banques européennes et DTC apparentées	130+	20+
Banques canadiennes	30	n.d.
Banques japonaises et DTC apparentées	400	40
TOTAL des banques et des DTC apparentées	1 200	400

Source : *Far Eastern Economic Review*, 9 mai 1985.

Un outil statistique imparfait

Compte tenu de la liberté d'action totale des établissements financiers, tant sur le marché local (on-shore) que sur le marché international (off-shore), la combinaison d'une absence totale de réglementation des changes et d'un outil statistique imparfait rend inopérante la distinction traditionnellement faite entre ces deux

types d'activités financières. Parallèlement, les statistiques établies ne semblent pas être en mesure de rendre compte de l'activité financière menée à partir de Hong Kong.

L'absence de contrôle des mouvements de capitaux ne permet pas une ventilation des dépôts bancaires selon le lieu de résidence du déposant; plus précisément, cette législation fait obstacle à la distinction entre les dépôts des résidents et ceux des non-résidents, et donc à l'analyse du rôle de Hong Kong comme centre de financement international.

Avec la mise en place de la Monetary Statistics Ordinance en juillet 1980 (éditée dans un souci d'affinement de la mesure de la masse monétaire), les autorités ont introduit une ventilation entre les prêts utilisés à Hong Kong et les prêts utilisés en dehors de Hong Kong, le critère retenu étant la localisation du risque-crédit; cette réforme statistique ne permet toutefois pas une identification certaine du lieu d'utilisation du crédit; comme l'a fait remarquer le secrétaire aux Affaires monétaires [2], une société de Hong Kong peut contracter un emprunt libellé en dollars américains sur le marché de Hong Kong et utiliser ces fonds où elle le veut dans le monde, alors même que les documents statistiques indiqueront qu'il s'est agi d'un crédit on-shore.

Les banquiers paraissent d'accord pour estimer que les statistiques établies sous-évaluent le volume brut d'activité de montages financiers faite à Hong Kong, et qu'en réalité 80 % à 90 % de l'activité de syndication en Asie aurait pour origine Hong Kong [3].

Cette sous-évaluation provient de ce que l'Inland Revenue Ordinance a été amendée en 1978 afin d'imposer les profits bancaires tirés de l'activité off-shore. Avant cette date, l'imposition était limitée aux profits satisfaisant à deux critères : ils devaient être tirés d'une activité exercée à Hong Kong, et provenir ou être dérivés de Hong Kong. Depuis 1978, les profits sont imposables dès lors qu'ils proviennent d'une banque ou une DTC exerçant son activité à Hong Kong, et ce quel que soit le lieu où le crédit est octroyé. Le taux en est de 17 %. En conséquence, toute l'activité menée à Hong Kong n'y est pas enregistrée.

La législation financière de Hong Kong, jointe au comportement des opérateurs financiers, ne permet donc pas d'analyser de manière satisfaisante l'activité des institutions financières implantées dans la Colonie. Ceci est la conséquence de la domination du marché financier de Hong Kong par des établissements à vocation internationale.

Une place financière dominée par des opérateurs internationaux

L'utilisation des devises étrangères par les établissements de dépôt implantés à Hong Kong fournit un premier éclairage. Le tableau 3 peut être analysé tant de

façon statique que de façon dynamique, la combinaison de ces deux approches permettant de mieux cerner cet aspect de l'internationalisation de la place financière de Hong Kong :

— au plan statique, ce tableau met en lumière l'importance relativement restreinte du dollar de Hong Kong dans les bilans des établissements de dépôt implantés à Hong Kong, ce qui s'explique à la fois par l'importance de l'activité off-shore dans l'ensemble des opérations des banques et des DTC (exception faite du marché chinois, le rôle international du HK\$ est tout à fait marginal) et par la place limitée qui est celle du HK\$ sur le marché même de la Colonie : fin 1984 9,35 % de M1, 45,06 % de M2 et 46,36 % de M3 étaient libellés en devises étrangères [4];

— au plan dynamique, l'évolution constatée peut s'interpréter à la fois comme une internationalisation croissante des établissements de crédit implantés à Hong Kong et comme le résultat des arbitrages financiers (influence des courbes de rendement anticipé), la tendance étant celle d'un report sur le dollar américain.

TABLEAU 3

Part des actifs des banques et des DTC libellés en devises étrangères *.

	1980	1981	1982	1983	1984
Banques	54,8	56,5	59,7	65	67,7
DTC	59,2	61,8	71,2	75,6	75,8

* Situation au 31 décembre de l'année considérée.

Source : Hong Kong monthly digest of statistics, juin 1985.

Un second éclairage provient de l'activité interbancaire; celle-ci représente une part très importante des opérations menées par les établissements financiers implantés à Hong Kong : 62,03 % des engagements et 54,51 % des créances, au 31 mai 1985.

Comme l'a noté la Banque des règlements internationaux, les raisons du recours aux flux interbancaires sont très diverses : « Le marché interbancaire ne facilite pas seulement l'ajustement en volume des actifs et des passifs; il permet également aux banques de gérer les risques de taux d'intérêt et de taux de change inhérents aux opérations avec la clientèle... Enfin, l'activité interbancaire peut être source de profits en elle-même » [5]. Dans le cas de Hong Kong, les opérations menées sur ce marché obéissent aussi à deux types de motivations bien spécifiques :

— la première d'entre elles tient à la structure des dépôts sur le marché de Hong Kong, qui contraint les banques étrangères (ou, du moins, la grande majorité d'entre elles) et les DTC non apparentées à une banque, à se tourner vers le marché interbancaire pour alimenter leur activité. Ceci vient de ce que la concurrence entre

établissements est sévèrement limitée, tant au niveau des banques inscrites (les taux créditeurs sont fixés hebdomadairement dans le cadre de la Hong Kong Association of Banks), qu'au niveau des DTC (leur activité a été sérieusement restreinte depuis 1981). La collecte de dépôts est, dans les faits, dominée par la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), laquelle détenait 64,86 % du total des dépôts recueillis par les banques inscrites fin 1983;

— la seconde de ces motivations est liée à la structure de la fiscalité locale qui a entraîné une absence relative de possibilités de financement à partir de Hong Kong, le marché des Asian Currency Units apparaissant, à cet égard, comme beaucoup plus attrayant. Les autorités de Hong Kong ont appliqué jusqu'au début des années 1980 une retenue à la source de 15 % sur les intérêts créditeurs servis par les établissements de dépôt. Celle-ci a été supprimée en 1982 pour les dépôts libellés en devises étrangères et en octobre 1983 pour les dépôts libellés en dollars de Hong Kong.

Une partie des flux s'opère entre filiales ou bureaux d'un même groupe financier; ils obéissent à des motivations différentes selon qu'il s'agit ou non de relations entre deux succursales situées sur la place même de Hong Kong. Dans l'affirmative, il s'agit essentiellement (sinon exclusivement) des flux financiers entre une banque et une DTC apparentée. Dans l'autre hypothèse, cette activité intrabancaire est particulièrement développée vis-à-vis de Singapour, en raison de la très grande liquidité de ce marché : l'ampleur du marché des Asian Currency Units — estimé à 86 milliards de US\$ fin 1981 [6] — explique la relative absence de commerce d'effets sur la place de Hong Kong dans des devises autres que le dollar de Hong Kong : selon une estimation d'un banquier établi dans la Colonie, environ un tiers de ce commerce fait à Singapour concerne des clients de Hong Kong. Ceci engendre donc des flux intrabancaires très importants entre ces deux places financières, mais qui sont sans doute appelés à décroître depuis l'abolition des retenues à la source sur les dépôts par les autorités de Hong Kong.

L'origine du solde positif enregistré vis-à-vis du Japon tient sans doute à l'ampleur des flux intrabancaires entre Hong Kong et Tokyo, suite à la politique des banques japonaises, qui consiste à collecter des fonds sur les marchés interbancaires étrangers pour les prêter à la maison mère [7]. L'importante implantation nipponne à Hong Kong (tableau 2) explique le niveau élevé du solde.

Au 31 mai 1985, les flux intrabancaires (au sens large, c'est-à-dire activité intrabancaire incluse), extraterritoriaux représentaient 33,81 % des créances et 41,23 % des engagements totaux des établissements de crédit implantés à Hong Kong, chiffres qui montrent l'engagement net des établissements implantés dans la colonie vis-à-vis du reste du monde, en même temps que la très forte internationalisation du système financier local. Le tableau 4 met toutefois en évidence l'émergence d'un élément relativement nouveau dans cette extraversion financière de Hong Kong : la République populaire de Chine.

TABLEAU 4

Ventilation géographique des positions interbancaires les plus importantes dégagées par les banques et DTC inscrites à Hong Kong *.

En millions de HK\$

		Singapour	Japon	Chine	Etats-Unis	Roy. Uni
Engagements	Banques	90 765	39 022	21 811	43 950	93 250
	DTC	47 943	14 834	1 952	9 095	50 031
Créances	Banques	82 538	68 451	15 160	23 063	67 312
	DTC	21 622	3 698	426	11 241	28 720
Solde		-34 548	+18 293	-8 177	-18 741	-47 249

* Situation au 30 mars 1985.

Source : Hong Kong monthly digest of statistics, juin 1985.

Le facteur chinois

La première moitié des années 1980 a été marquée par une forte progression de la présence financière et commerciale de la Chine dans la colonie britannique.

Pendant longtemps, la présence commerciale et financière chinoise à Hong Kong est restée à l'abri de toute forme de concurrence, la société China Resources détenant un quasi-monopole sur les relations commerciales avec la RPC, tandis que la Bank of China (BoC) maintenait les « douze sœurs » — appellation traditionnellement utilisée pour désigner les autres banques chinoises présentes à Hong Kong — dans une situation de dépendance assez marquée.

L'accent mis par Pékin sur une plus grande autonomie économique à l'intérieur du pays et la mise en exergue de la notion de profit ont toutefois provoqué un éclatement de ce cartel financier — les « douze sœurs » paraissant maintenant disposer d'une autonomie considérable — et l'apparition de nouveaux acteurs financiers.

Mais l'ensemble de ces nouveaux acteurs financiers, au premier rang desquels figure la China International Trust and Investment Corporation (CITIC) n'a pas pour mission de concurrencer la BoC et ses « douze sœurs » dans leur activité de banques commerciales; la Chine dispose déjà d'un réseau de 258 agences bancaires à Hong Kong (sur un total de 1 547 agences bancaires au 1^{er} janvier 1985), qui lui permet de recueillir environ 15 % des dépôts bancaires et parabancaires [8].

Ces nouveaux établissements financiers ont plutôt un rôle de banques d'affaires; plus précisément, ils ont pour tâche d'attirer en Chine des investissements directs étrangers, d'investir à l'étranger et d'appuyer l'ouverture commerciale de la Chine sur l'extérieur.

La Chine est donc d'ores et déjà très implantée à Hong Kong. Une telle implantation ne doit cependant pas être analysée dans le seul cadre de l'ouverture de la Chine sur l'extérieur et de la décentralisation des processus de décision à l'intérieur du pays, mais elle doit intégrer un élément temporel, qui tient au retour de Hong Kong sous la souveraineté chinoise à l'horizon 1997. L'accord prévoit que, durant une période de cinquante ans à compter du 1^{er} juillet 1997, « les systèmes économiques et sociaux actuellement en vigueur à Hong Kong resteront inchangés, ainsi que le mode de vie ». Plus précisément, « la Région administrative spéciale de Hong Kong conservera le statut de place financière internationale et ses marchés de devises, d'or et de valeurs mobilières et ses marchés à terme seront maintenus. Les mouvements de capitaux seront libres. Le dollar de Hong Kong continuera de circuler et restera librement convertible » [9].

Les années 1982-84 ont correspondu au déroulement puis à la conclusion des négociations sur l'avenir politique de Hong Kong, la déclaration commune sino-britannique ayant été paraphée le 26 septembre 1984 à Pékin. Pendant cette brève période, il y a eu perte de confiance non seulement dans la monnaie et les institutions de la Colonie, mais aussi dans le devenir même de Hong Kong, au point que de nombreux pays asiatiques (la Thaïlande, Taïwan et Singapour notamment) ont adopté des mesures en vue de prendre son relais comme place financière internationale majeure. Si la situation a pu être rétablie, c'est essentiellement grâce à la souplesse de la politique du taux de change mise en œuvre par les autorités et par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC).

Une nouvelle devise internationale : le dollar de Hong Kong

La place des Pouvoirs publics dans le domaine financier revêt un caractère très particulier si l'on compare la situation de Hong Kong à celle qui prévaut dans l'ensemble des autres pays, dans la mesure où la Colonie ne dispose pas de banque centrale; les tâches traditionnellement dévolues à celle-ci sont en effet partagées par deux types d'organismes :

— le Fonds de change, dirigé par le secrétaire aux Affaires monétaires, est responsable de la gestion du taux de change, tandis que le Commissioner of Banking et le Commissioner of Deposit-Taking Companies assurent la supervision et la régulation des intermédiaires financiers. Le secrétaire aux Finances assure la direction d'ensemble de ces activités;

— parallèlement, la HSBC et la Chartered Bank se partagent l'émission de monnaie fiduciaire et la responsabilité informelle (et en très net déclin depuis 1983) de prêteurs en dernier ressort. Mais le rôle de la HSBC dépasse très largement celui de la Chartered Bank : son poids dominant sur le marché du dollar de Hong Kong fait que c'est elle qui fixe le *prime lending rate* et qui constitue l'instrument d'intervention du Gouvernement sur le marché des changes. Il est courant de parler d'un rôle de « quasi-banque centrale » à propos de cet aspect de l'activité de la HSBC.

Si l'on excepte les hésitations de la période 1841-1863, Hong Kong a connu cinq régimes de change successifs au cours de son histoire :

- l'étalon-argent (jusqu'en 1935);
- l'étalon de change Sterling (de 1935 à 1972);
- l'établissement d'une liaison avec le dollar américain (de 1972 à 1974);
- le flottement contrôlé (de 1974 à 1983);
- la fixité par rapport au dollar américain (depuis 1983).

Mais cette évolution chronologique, pour intéressante qu'elle soit, masque la césure majeure dans l'histoire monétaire de Hong Kong, qui est celle de 1972. C'est à compter de cette date que la devise de Hong Kong a acquis une indépendance à part entière et que s'est véritablement posé le problème de l'évolution de sa parité au plan international, les autorités étant en tout état de cause convaincues du caractère inapproprié de la poursuite d'une politique du taux de change indépendante visant à atteindre des objectifs purement domestiques, vu l'extrême extraversion de l'économie.

Les régimes de l'étalon-argent et de l'étalon de change sterling

Trois des banques implantées localement se sont vues progressivement accorder le droit d'émettre des billets, modes de paiement représentatifs des pièces et lingots d'argent détenus dans leurs coffres respectifs. Ces banques sont la Chartered Bank, en 1853, la HSBC, en 1866, et la Mercantile Bank, en 1911 (cette dernière sera absorbée par la HSBC en 1959).

Ce choix de l'étalon-argent s'explique par la nécessité où se trouvait Hong Kong de bénéficier d'un lien monétaire stable avec la Chine, la raison d'être de la Colonie étant alors le commerce avec le continent; aussi, l'abandon par Pékin de l'étalon-argent en 1935 (suite à l'adoption par le Congrès des Etats-Unis du Silver Purchase Act en 1934) conduit les autorités de Hong Kong à rompre ce lien.

Est alors constitué le Fonds de change, destiné à recueillir les réserves d'argent détenues par les trois banques émettrices, lesquelles se voient en retour accorder des certificats d'endettement. Désormais, l'émission monétaire se fait moyennant l'achat en livres sterling de certificats d'endettement non rémunérés auprès du Fonds de change.

Ces régimes de change qu'a connus Hong Kong jusqu'en 1972 présentent deux caractéristiques majeures :

— d'une part, l'émission de monnaie fiduciaire y était gagée à 100 %, et ces billets étaient librement convertibles en argent, puis en livres sterling;

— d'autre part, et en conséquence, la masse monétaire était liée de façon automatique à l'état de la balance des paiements, puisque la base monétaire était représentative des revenus nets de la colonie dans ses relations avec l'extérieur. En cas d'expansion monétaire trop importante, la détérioration de la balance des transactions courantes entraînait une perte d'argent (ou de livres sterling) et donc un retour à l'équilibre via la contraction de la base monétaire (ce qui suppose une stabilité du multiplicateur, sans doute vérifiée à l'époque) et grâce à la flexibilité de l'économie et à son extraversion.

Les liens avec le dollar américain

Suite aux dévaluations de la livre sterling de novembre 1967 et de juin 1972, les autorités de Hong Kong prirent la décision de lier le dollar de Hong Kong au dollar américain; ce nouveau régime de change, pour éphémère qu'il fut, introduit trois éléments nouveaux qui se trouvent directement à l'origine de l'évolution ultérieure du dollar de Hong Kong et de l'attitude des autorités vis-à-vis de celle-ci :

— d'abord, les certificats d'endettement sont désormais acquis par les banques émettrices en dollars de Hong Kong, et non plus en devises étrangères : la base monétaire n'est plus directement liée aux revenus nets extérieurs de la colonie; le mécanisme d'ajustement automatique de la masse monétaire à l'évolution de la balance des paiements a donc disparu, du moins sous la forme qu'il revêtait auparavant;

— ensuite, avec la sortie de Hong Kong de la zone sterling, le dollar de Hong Kong se trouve directement exposé aux mouvements internationaux de capitaux;

— enfin, le gouvernement entreprend une diversification des réserves détenues par le Fonds de change : en 1981, le secrétaire aux Affaires monétaires affirmait que Hong Kong ne détenait que 10 % de ses réserves environ sous forme d'avoires libellés en livres sterling [10].

La pensée dominante chez les autorités jusqu'en 1979 a été que, malgré ces changements majeurs intervenus dans la situation monétaire, les processus d'ajustement automatiques continuaient de jouer, compte tenu de l'absence de contrôle discrétionnaire sur la base monétaire, de l'extraversion de l'économie et de son extrême flexibilité. En changes fixes, les déséquilibres des transactions courantes sont corrigés *via* des variations dans le niveau de la masse monétaire et des revenus réels, tandis qu'en changes flexibles l'ajustement se fait par le taux de change, et ce sans incidence notable sur l'offre monétaire.

Toutefois, l'analyse de la balance des transactions courantes et du taux de change effectif du dollar de Hong Kong semble montrer que ces mécanismes de régulation automatique n'ont pas joué : les tableaux 5 et 6 indiquent que l'ajustement initial d'un accroissement du déficit de la balance commerciale et de l'apparition d'un déficit des transactions courantes (années 1977-1979) par une dépréciation du taux de change (le taux de change effectif moyen du dollar de Hong Kong s'est déprécié de 10,7 % en 1978 par rapport à l'année antérieure) n'a qu'un impact très limité sur la demande — du fait notamment du caractère très largement incompressible des importations, l'offre domestique étant constituée de biens qui leur sont complémentaires, et non substituables — et conduit donc à une nette prédominance de l'effet-prix sur l'effet-volume, ce dernier étant par ailleurs contrecarré par une augmentation de la masse monétaire, *via* les crédits à l'économie, conduisant à un accroissement des revenus nominaux.

Il paraît donc difficile d'établir une relation de cause à effet aussi nette que le voudrait le schéma théorique des changes flexibles esquissé ci-dessus (c'est-à-dire un déséquilibre des transactions courantes induisant un ajustement du taux de change) : l'on ne constate pas le schéma théorique de la courbe en J, et il semble plus juste de parler d'une interaction entre la balance des transactions courantes et le taux de change effectif du dollar de Hong Kong.

La dépréciation du dollar de Hong Kong a entraîné une accélération très nette de la hausse des prix à la consommation, comme le montre le tableau 7.

TABLEAU 5

Soldes de la balance commerciale et de la balance des transactions courantes.

En millions de dollars de Hong Kong

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Balance commerciale	-4 106	-3 699	-1 963	-3 963	-9 355	-10405	-13552	-17083	-16384
Transactions courantes	316	484	4 046	1 600	-2 896	-3115	-6261	-9099	-7092

Sur l'ensemble de la période, les données concernant les transactions de services sont le plus souvent le résultat d'estimations et ce n'est qu'à partir de 1982 que ces transactions ont pu être ventilées totalement. Par ailleurs, les chiffres de l'année 1982 ne sont que le résultat d'estimations prévisionnelles révisées.

Source : Hong Kong annual digest of statistics, annuaire 1984.

TABLEAU 6

Taux de change effectif du dollar de Hong Kong.

18/12/1971 = 100 *

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Indice	105,1	106,3	112,4	105,6	92,6	91,1	90,8	86,3	85,5	72,6	71,1

* L'indice du taux de change effectif du HK\$ retient comme date de référence la date de l'accord du Smithsonian Institute. Il est calculé à partir de l'évolution du taux de change nominal du HK\$ vis-à-vis des devises des 15 partenaires commerciaux les plus importants de Hong Kong; la pondération retenue est calculée sur la base de l'année 1974 jusqu'en 1980, puis de l'année 1981 à partir de cette dernière date.

Sources : Hong Kong annual digest of statistics, 1984
Hong Kong monthly digest of statistics, avril 1985.

TABLEAU 7

Prix à la consommation *.

1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
5,6	2,7	3,5	7,2	3,5	6,8	17,3	14,0	1,6	3,7	5,4	5,9	11,2	15,9	14,1	10,8	9,6

* Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente calculé à partir des indices.

Source : FMI, Statistiques financières internationales, annuaire 1984.

L'accélération du processus inflationniste subie par Hong Kong correspond à une inflation importée qui est le résultat à la fois de la hausse mondiale des prix et de la dépréciation du dollar de Hong Kong.

A partir de 1974, ce dérapage inflationniste va pousser le Gouvernement à modifier son attitude non-interventionniste et à envisager une action plus directe sur les déterminants du taux de change, glissement qui va se faire en trois étapes : dans un premier temps, les autorités se contentent de lisser les fluctuations du dollar de Hong Kong au moyen d'une gestion appropriée de leurs réserves en devises (1974-1979); dans une seconde période, le Gouvernement se dote de moyens d'action plus étendus et intervient directement dans le domaine monétaire de l'économie (1979-1983); enfin, à partir de 1983, la politique du taux de change du Gouvernement est orientée prioritairement vers le maintien de la parité avec le dollar américain.

De 1974 à 1979 les autorités ont mené une politique monétaire d'accompagnement de la tendance à moyen terme enregistrée par le dollar américain. Ceci est illustré par le tableau 8, qui montre que la parité US\$/HK\$ est restée très stable sur la période.

TABLEAU 8

Taux de change US\$/HK\$ *.

1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
4,910	5,035	4,673	4,615	4,803	4,948	5,130	5,675	6,495	7,780

* Les taux indiqués sont les taux TT (virement télégraphique) quotés le dernier jour ouvrable de l'année.

Source : Hong Kong annual digest of statistics, 1984.

A partir de 1980, le Gouvernement se fixe pour priorité la lutte contre l'inflation et se donne à cet effet les moyens d'intervenir directement sur l'octroi des crédits à l'économie. Notamment, les DTC sont désormais soumises à un ratio de liquidité, tandis que les liens entre le Gouvernement et la Hong Kong Association of Banks sont renforcés. Toutefois, deux événements viennent bouleverser cet objectif anti-inflationniste.

D'une part, l'adoption de nouveaux préceptes monétaires par le Federal Reserve Board, à partir du 6 octobre 1979, contraint les autorités de Hong Kong à se contenter de gérer au mieux des flux de capitaux dont les déterminants se situent aux Etats-Unis. Cette perte d'autonomie totale des autorités de Hong Kong est illustrée par le fait que les taux sur le marché monétaire de Hong Kong enregistrent une évolution qui est le reflet étroit de l'évolution américaine. Le *prime lending rate* suit les taux du marché interbancaire lorsque ceux-ci sont orientés à la baisse, mais les précède lorsqu'ils sont à la hausse; ceci peut être interprété comme la volonté du Gouvernement (via la HSBC) d'accompagner les détentes sur le marché américain, comme c'est le cas au second semestre 1982, mais d'éviter tout risque de surajustement lorsque le cours du dollar de Hong Kong tend à chuter vis-à-vis de la devise américaine : en augmentant brutalement le *prime rate*, la HSBC marque la détermination du Gouvernement et précède une augmentation du taux interbancaire et des taux créditeurs de nature à provoquer un report sur le dollar de Hong Kong.

D'autre part, la période qui s'étend du mois d'avril au mois d'octobre 1983 correspond à l'apparition de mouvements déstabilisants de capitaux liés au blocage de la seconde phase des négociations sur l'avenir de Hong Kong, blocage qui provoque une relative panique : l'indice boursier Hang Seng passe de 1000,23 le 22 août à 690,66 le 4 octobre, tandis que le taux spot US\$/HK\$ passe de 7,625 le 5 septembre à 9,55 le 24 septembre. Le but immédiat des autorités devient d'enrayer une fuite massive de capitaux. Il est atteint par une hausse brutale et sans précédent du *prime lending rate*, via la HSBC, et une augmentation de 4,5 points des taux créditeurs par la Hong Kong Association of Banks.

Mais le but ultime du Gouvernement — rétablir la confiance dans la monnaie locale — passe par la mise en place d'un nouveau régime de change. Celui-ci est mis en place le 17 octobre 1983; il instaure une parité fixe vis-à-vis de la devise américaine au taux de 7,80 HK\$ par US\$.

La gestion de la parité

Il existe désormais deux taux de change parallèles de la monnaie fiduciaire de Hong Kong vis-à-vis du dollar américain : l'un est celui pratiqué par les banques inscrites dans leurs transactions mutuelles et par les deux banques émettrices dans leur rapports avec le Fonds de change; ce taux vis-à-vis du dollar américain est fixe. L'autre taux est celui pratiqué dans les transactions n'ayant pas un caractère interbancaire; il est déterminé par les seules forces du marché.

Ce mécanisme de change repose sur deux impératifs : le Fonds de change doit être apte à répondre de façon illimitée aux demandes émanant des deux banques émettrices; les arbitrages doivent fonctionner correctement, de sorte que si le taux TT (virement télégraphique) venait à enregistrer une dépréciation du dollar de Hong Kong par rapport à la monnaie américaine, les banques se porteraient acheteuses de dollars américains sur le marché interbancaire de la monnaie fiduciaire et offreuses de dollars américains sur le marché libre; l'équilibre serait ainsi rétabli.

La mise en place de ce nouveau régime de change a provoqué un retour à une certaine foi dans les processus d'ajustement automatiques : selon M. Latter, secrétaire adjoint aux Affaires monétaires, le système d'émission mis en place en 1983 imposerait une limite effective à la capacité des établissements financiers à accorder des crédits à l'économie, dans la mesure où une augmentation trop forte de ceux-ci se traduirait par un accroissement des importations, et donc par une tendance à la baisse du taux de change, qui induirait à son tour une augmentation des taux d'intérêt et donc une baisse des crédits à l'économie [11]. De façon similaire, John Greenwood, théoricien du nouveau régime de change, affirmait en septembre 1984 que « la vente de monnaie fiduciaire aux autorités réduit la liquidité dans le système, introduit des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, et donc réduit la croissance des prêts bancaires et de l'offre monétaire... Dès lors que la masse monétaire s'ajuste de façon continue à la situation de la balance des paiements, tout déséquilibre dans l'économie devrait être temporaire » [12].

Au-delà du problème des délais d'ajustement, ces schémas théoriques semblent devoir être rejetés pour deux raisons principales :

— d'une part, ces mécanismes reposent sur l'hypothèse de flexibilité parfaite des taux d'intérêt et de leur détermination par les seules forces du marché. Or, celle-ci n'est pas vérifiée à Hong Kong puisque les taux créditeurs servis par les banques sont très largement réglementés dans le cadre de la Hong Kong Association of Banks, tandis que les taux du marché monétaire sont influencés de façon prépondérante par l'attitude de la HSBC, du fait du poids déterminant de celle-ci sur le marché du dollar de Hong Kong;

— d'autre part, ces théories reposent — directement ou indirectement — sur l'hypothèse de la stabilité du multiplicateur de la base monétaire, c'est-à-dire du paramètre k de la relation :

$$\Delta M = K \cdot \Delta \text{Base}$$

ΔM étant l'évolution mensuelle de la masse monétaire
 ΔBase étant la variation correspondante de la base monétaire

Les tests économétriques permettent d'aboutir aux résultats suivants :

$\Delta M1 = 0,55 \cdot \Delta \text{Base} + 0,35$	$R2 = 0,64$
(0,084) (0,67)	DW = 2,662
$\Delta M2 = 0,087 \cdot \Delta \text{Base} + 1,64$	$R2 = 0,18$
(0,038) (0,30)	DW = 1,931
$\Delta M3 = 0,059 \cdot \Delta \text{Base} + 1,74$	$R2 = 0,14$
(0,03) (0,24)	DW = 2,306

Ces tests, conduits à partir de vingt-six observations mensuelles entre avril 1983 et mai 1985, permettent de conclure à une absence de relation stable entre l'évolution de la base monétaire et celle de la masse monétaire, hormis dans le cas de M1. La raison essentielle en est sans doute la forte proportion d'éléments de la masse monétaire libellés en devises étrangères — et donc non soumis à l'évolution de la base monétaire — ainsi que son instabilité.

Depuis le 17 octobre 1983, la politique monétaire menée par le Gouvernement est orientée prioritairement vers le maintien de la parité vis-à-vis du dollar américain, les autorités étant sans doute convaincues que la confiance dans la monnaie locale ne saurait être durablement rétablie que par la démonstration de leur capacité à faire respecter la nouvelle « règle du jeu » qu'elles ont imposée aux agents économiques.

Trois ans après l'établissement de ce nouveau régime de change, force est de constater que ce pari a réussi.

Au total, l'analyse de l'évolution du dollar de Hong Kong et de la politique du taux de change des autorités constitue un exemple probant du caractère inopérant des théories des changes flexibles tendant à mettre en avant le caractère stabilisant des arbitrages financiers internationaux; tout au contraire, l'ampleur des phénomènes de surajustement y est particulièrement mise en évidence, en même temps que le caractère déterminant d'une intervention à contre-courant des autorités monétaires, dès lors que celles-ci n'interviennent pas à l'encontre des tendances fondamentales du marché.

L'étude de la politique du taux de change de Hong Kong montre en effet que les autorités n'ont, semble-t-il, jamais cherché à « naviguer vent debout » : la

politique suivie a toujours été de tenter de lisser les fluctuations de court terme autour de ce qui était considéré comme étant la tendance fondamentale du marché sans jamais tenter d'inverser la tendance elle-même. En octobre 1983, le secrétaire aux Finances a « coupé la poire en deux » (pour reprendre l'expression d'un banquier établi à Hong Kong) dans son choix d'une parité à 7,80; ce taux ne correspond pas aux « données fondamentales » de l'économie de Hong Kong, mais il s'est néanmoins avéré comme une parité justifiée compte tenu des contraintes pesant à l'époque sur l'économie : *a posteriori*, l'on peut considérer qu'il s'est agi de la parité correspondant aux tendances fondamentales du marché financier. Souvent aisées à discerner avec du recul, celles-ci le sont toujours moins sur le moment.

Hong Kong a connu depuis une quinzaine d'années une croissance très rapide de son secteur financier, et cette croissance n'a pas été sans poser de redoutables problèmes aux autorités monétaires dans le cadre de la gestion de leur système de change, compte tenu des turbulences qui ont caractérisé l'environnement monétaire international au cours de cette période.

Ce défi a été surmonté grâce à la souplesse de la politique du taux de change, et au sang-froid des opérateurs financiers, confiants dans l'aptitude des autorités de Hong Kong à maintenir la stabilité du système financier. Ceci soulève une interrogation majeure, eu égard au prochain retour de Hong Kong sous souveraineté chinoise : Pékin saura-t-il appliquer avec succès sa théorie « Un pays, deux systèmes » et sauvegarder le libéralisme et la souplesse de l'environnement financier et monétaire de Hong Kong ?

BIBLIOGRAPHIE

- [1] FMI, Statistiques financières internationales, annuaire 1985.
- [2] Blye D.W.A. : « Some aspects of the monetary situation in Hong Kong ». 21 octobre 1980.
- [3] *Euromoney*, février 1982, p. 54-63.
- [4] *Hong Kong Monthly Digest of Statistics*, juin 1985.
- [5] Banque des règlements internationaux, *Etude économique* n° 8, « Le marché interbancaire international : étude descriptive », juillet 1983, p. 11.
- [6] *The Banker*, juillet 1982, p. 106.
- [7] Banque des règlements internationaux, *op. cit.*, p. 32.
- [8] *Hong Kong Monetary Affairs*.
- [9] *Problèmes politiques et sociaux*, n° 506, 22 février 1985.
- [10] Blye D.W.A. : « Popular misconceptions », discours prononcé au Rotary Club de Hong Kong le 24 novembre 1981.
- [11] *Euromoney*, avril 1984, p. 104-112.
- [12] Greenwood J. : « The monetary framework underlying the Hong Kong Dollar stabilisation scheme », *The China Quarterly*, 99, septembre 1984, p. 931-936.