

## LE PRIX DE LA VERTU : 25 ANS DE CURRENCY BOARD À HONG KONG

*Adopté en octobre 1983, le currency board<sup>1</sup> a permis à Hong Kong d'affronter les tourmentes économiques et de maintenir la confiance des marchés envers l'un des principaux centres financiers du monde. Pourtant, la stabilité des changes ne s'est pas faite sans heurts. Les coûts d'ajustement associés à ce système sont élevés, comme lors de la crise asiatique de 1997, et les performances économiques de Hong Kong tendent à être inférieures à celles de ses voisins. Dans un contexte d'instabilité financière internationale et d'intégration croissante à une économie chinoise de plus en plus ouverte, quel est le bilan des 25 ans de fonctionnement de ce régime et quelles en sont les perspectives ?*

1

### ■ Le choix de la discipline

L'année 1983 a été marquée par un conflit politique entre les autorités britanniques et chinoises au sujet de la rétrocession de Hong Kong à la Chine à l'horizon 1997. L'incertitude quant à l'issue de ce bras de fer s'est traduite par des attaques répétées contre le dollar de Hong Kong, et c'est dans un contexte de crise des changes que le gouvernement hongkongais a décidé de rétablir, le 17 octobre 1983, le *linked exchange rate system* ou *Currency Board Arrangement* (CBA). Un tel système n'avait rien de nouveau puisqu'après l'effondrement de l'étalon-argent en place depuis 1863 le dollar de Hong Kong avait été rattaché à la livre sterling entre 1935 et 1972, puis au dollar américain entre 1972 et 1974<sup>2</sup>. La monnaie américaine reprenait donc son rôle de monnaie-ancre et la parité est depuis lors établie à un taux d'un dollar pour 7,80 HK\$. Vingt-cinq ans plus tard ce système s'est pérennisé, malgré le retour de Hong Kong

à la Chine et la tourmente financière de 1997. Il faut dire que cette stratégie d'ancrage monétaire répond bien aux caractéristiques d'un pays qui a fait de la finance le moteur de son développement économique et dont le succès dépend de l'afflux de capitaux extérieurs.

Le *currency board* hongkongais est un système *sui generis*, qui diffère des autres *currency boards* en vigueur (encadré 1). Ainsi, il n'existe pas de vraie banque centrale chargée d'émettre des billets. Ce sont des banques commerciales, les *note-issuing banks*, qui assument cette fonction<sup>3</sup>. Le système est supervisé par l'Autorité monétaire de Hong Kong (HKMA), créée en 1993 pour faire face aux problèmes d'inefficacité qui découlaient du manque de coordination entre les acteurs privés. Mais la HKMA ne dispose pas de règles claires d'arbitrage sur le marché des changes et préfère jouer de l'"ambiguïté constructive"<sup>4</sup> à la Bagehot. Cela se traduit par de légères fluctuations dans le

1. Il existe de nombreuses traductions de *currency board* en français : caisse d'émission, conseil monétaire ou encore directoire financier. Mais celles-ci sont moins usuelles que leur expression en anglais.

2. J. Nugée (1995), "A Brief History of the Exchange Fund", *Quarterly Journal*, Hong Kong Monetary Authority, May 1-17.

3. Trois banques se partagent le marché de l'émission monétaire (Hong Kong Monetary Authority [2008], "Annual Report 2007", Hong Kong) : Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (66,3 % des billets en circulation fin 2007) ; Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited (13,7%) ; Bank of China (Hong Kong) Limited (20%).

4. S. Tsang (2000), "The Currency Board Arrangement in Hong Kong China: Viability and Optimality Through the Crisis", in *Rising to the Challenge in Asia*, Vol. 3: A Study of Financial Markets, Manila: Asian Development Bank.

#### ENCADRÉ 1 – LE FONCTIONNEMENT DES CURRENCY BOARDS

Le *currency board* est un système particulier de taux de changes fixes où la banque centrale perd son contrôle sur la quantité de monnaie en circulation, laquelle dépend des réserves de change dans la monnaie-ancre. Dès lors, les sources de création monétaire sont exclusivement externes et sont le produit, essentiellement, d'un excédent commercial et de l'investissement étranger.

Le principal avantage de ce système, qui implique une convertibilité totale, réside dans le mécanisme d'ajustement automatique qui le régit. En cas de déficit de la balance des paiements courants, la monnaie nationale est échangée contre la devise étalon. Cette opération se traduit par une contraction de la masse monétaire qui donne lieu à deux types d'effets : d'une part, une hausse immédiate des taux d'intérêt qui engendre un afflux de capitaux permettant de financer le déficit enregistré et, d'autre part, une réduction du niveau général des prix qui contribue à améliorer la compétitivité de l'économie et favorise le retour à l'équilibre extérieur.

Outre Hong Kong, plusieurs économies ont fait le choix du *currency board*, en particulier les Bermudes, les Iles Caïman et Djibouti, rattachés au dollar américain, et la Bulgarie, la Bosnie, l'Estonie et la Lituanie, ancrées à l'euro. L'Argentine, dont le peso était rattaché au dollar, a dû renoncer à ce système après la crise financière de 2000-2001.

2 taux de change avec le dollar américain. Le flottement tout relatif de la devise hongkongaise a d'ailleurs été officialisé avec l'adoption d'une bande de change comprise entre 7,75 et 7,85 HK\$. L'*Exchange Fund*, placé sous la supervision de la HKMA, a pour mission de garantir la couverture en devises de la base monétaire. Il dispose pour cela d'un niveau de réserves de changes parmi les plus élevés au monde. Fin juin 2008, celles-ci atteignaient 158 milliards de dollars américains, soit plus de sept fois la base monétaire et environ 40% de la masse monétaire M3.

### Un bilan contrasté

Le *currency board* a permis de stabiliser durablement le taux de change avec le dollar américain (graphique 1). L'élimination du risque de change encourage l'afflux de capitaux extérieurs faisant de Hong Kong, après la Chine mais devant l'Inde, le deuxième récepteur d'investissement direct étranger en Asie. Cette stratégie a surtout conforté Hong Kong en tant qu'un des principaux centres financiers internationaux (encadré 2). L'engagement de l'Autorité monétaire de Hong Kong de préserver coûte que coûte la parité entre les deux dollars, comme pendant la crise asiatique de 1997, a en effet contribué à la crédibilité monétaire, éliminant ainsi les anticipations de dévaluation.

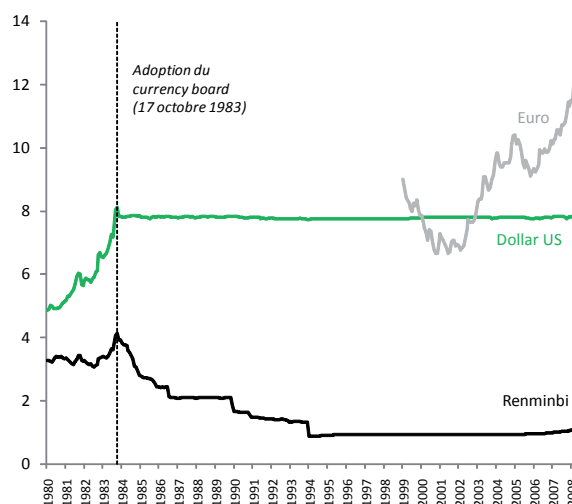
Mais ce système présente aussi de nombreux coûts d'ajustement pour l'économie hongkongaise. L'absence d'autonomie de la politique monétaire, associée à des règles strictes de contrôle

des dépenses publiques, ne permet pas aux autorités de conduire des politiques de stabilisation de la conjoncture. Le *currency board* a alors un effet procyclique : les sorties de capitaux liées au ralentissement de l'activité économique produisent des pressions à la dépréciation de la monnaie qui sont compensées par des hausses de taux d'intérêt, lesquelles contribuent à déprimer l'activité économique.

Le taux de croissance moyen du PIB par habitant de Hong Kong, bien que relativement élevé entre 1983 et 2007 (4% par an), a été inférieur à celui des autres pays de la région ; ceci peut en partie s'expliquer par le rattrapage opéré par des économies aux niveaux de vie initialement plus faibles (à l'exception de Singapour). D'ailleurs, sur les dix dernières années, la croissance par tête de Hong Kong (4,5%) s'est située dans la moyenne régionale (tableau 1). Mais c'est la forte volatilité du PIB hongkongais, mesurée par la variance du taux moyen, qui est frappante. De fait, la stabilité des changes reporte l'ajustement sur les prix et salaires, comme l'indique une variance du taux d'inflation sensiblement plus élevée pour Hong Kong (24,9 entre 1983 et 2007 ; 10,0 entre 1998 et 2007) que pour les autres pays (sauf pour la Chine sur longue période). Or, la rigueur salariale qu'impose l'existence du *currency board* n'est pas suffisante pour permettre aux prix de jouer leur rôle d'ajustement, ce qui se traduit par une forte volatilité des taux de croissance et de chômage, confirmant ainsi le caractère procyclique de ce système. Il semblerait aussi que la forte volatilité de l'activité économique se traduise par un phénomène d'hystérésis, le taux de chômage étant supérieur à la moyenne régionale.

Ces coûts d'ajustement se sont particulièrement fait sentir lors de la crise asiatique de 1997. Les attaques spéculatives répétées contre le dollar de Hong Kong ont entraîné des sorties massives de capitaux qui ont donné lieu à un accroissement sensible des

Graphique 1 – Taux de change du dollar de Hong Kong 1980-2008



Note : nombre de dollars de Hong Kong pour 1 euro, 1 dollar américain et 1 yuan (une hausse indique une dépréciation du dollar hongkongais).  
Source : Statistiques financières internationales, FMI.

Tableau 1 – Performances comparées de quelques économies asiatiques

	Taux de croissance du PIB par tête				Taux d'inflation				Taux de chômage			
	1983-2007		1998-2007		1983-2007		1998-2007		1983-2007		1998-2007	
	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$	$\bar{x}$	$\sigma_x^2$
Hong Kong	4,0	14,8	4,5	17,8	4,1	24,9	-1,2	10,0	3,7	4,5	5,7	2,6
Chine	8,9	7,5	8,9	1,8	6,2	57,3	1,3	3,9	3,0	3,8	0,6	0,3
Corée du Sud	5,6	12,6	5,0	18,0	4,3	4,8	2,7	2,9	3,4	1,5	4,2	1,7
Singapour	4,4	13,3	4,1	18,1	3,6	4,1	2,2	5,6	2,3	1,3	2,4	0,6
Taiwan	5,5	7,1	3,7	5,8	n.d	n.d	0,8	0,8	n.d	n.d	4,0	0,8

Notes :  $\bar{x}$  = moyenne annuelle en % (géométrique pour les taux de croissance et d'inflation ; arithmétique pour le taux de chômage).  $\sigma_x^2$  = variance. Le PIB par habitant est mesuré en dollars constants de 2005.

n.d. : information non disponible.

Sources : calculs de l'auteur à partir de CHELEM pour le PIB et Statistiques financières internationales, FMI, pour l'inflation et le chômage.

taux d'intérêt, le taux interbancaire au jour le jour atteignant même 280% fin octobre 2007. Par ailleurs, et afin d'éviter l'effet de contagion qui a touché l'ensemble des monnaies de la région, l'HKMA décidait d'intervenir activement sur les marchés de changes et boursiers<sup>5</sup> à la différence de la plupart des autres pays asiatiques qui laissaient filer leurs monnaies. Si l'intervention publique a permis de sauvegarder le système, elle a aussi provoqué une forte récession de l'économie hongkongaise. L'un des principaux moteurs de l'activité, le secteur immobilier, particulièrement sensible au coût du crédit, a été vivement affecté et le PIB réel a chuté de 6% en 1998<sup>6</sup>. Après la reprise de 1999, le taux de croissance s'est établi en dessous de la moyenne régionale (à l'exception de 2004). Les prix ont pour leur part baissé de 4% en 1999 et n'ont recommencé à augmenter qu'après 2004 (0,9% en 2005 ; 2% en 2007). Le taux de chômage, enfin, a quasiment triplé entre 1997 (2,2%) et 1999 (6,3%) et même s'il a recommencé à baisser après 2003 (7,9%), il n'avait pas retrouvé en 2007 (4%) les niveaux d'avant la crise.

#### ENCADRÉ 2 – L'ÉCONOMIE HONGKONGAISE EN BREF

Avec un PIB par habitant de 29 582 dollars américains en 2007, les Hongkongais sont parmi les habitants les plus riches de la planète. Une telle performance s'explique par une stratégie d'ouverture sans frein qui a permis de faire de ce petit pays une plaque tournante du commerce maritime et de la finance internationale. Après avoir fondé son développement industriel sur le secteur textile, profitant d'une main-d'œuvre bon marché, l'économie hongkongaise est aujourd'hui essentiellement orientée vers les services (environ 85% du PIB). Grâce à une politique fiscale particulièrement généreuse, la place financière de Hong Kong, en forte concurrence avec celle de Singapour, attire les capitaux du monde entier. La forte densité démographique (environ 6 350 habitants/km<sup>2</sup>), résultat à la fois de la géographie et du succès économique, a par ailleurs entraîné une course à la construction qui fait de l'immobilier une des activités phares du pays.

In fine, le principal problème du *currency board* découle de ce que l'économie hongkongaise est fortement tributaire des décisions de la Fed, donc de la conjoncture aux États-Unis. La politique monétaire est logiquement déterminée par les intérêts de l'économie américaine et n'a pas vocation à tenir compte de la situation de Hong Kong (ni d'aucune autre économie partiellement ou totalement dollarisée). Les variations du taux d'intérêt notamment sont *a priori* déconnectées des cycles hongkongais et

peuvent donc produire des effets procycliques (une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis provoque une sortie de capitaux à Hong Kong, laquelle est compensée, dans la logique du *currency board*, par une hausse du taux d'intérêt hongkongais). Néanmoins, cette situation peut devenir positive lorsque, comme cela a été le cas ces dernières années, la monnaie américaine tend à se déprécier. L'économie hongkongaise a ainsi bénéficié d'un effet-prix favorable qui a permis de renforcer la compétitivité de ses entreprises et s'est traduit par une amélioration notable de la balance commerciale à partir de 2002.

## 25 ans de plus ?

Les 25 premières années du *currency board* ont permis de renforcer la position de Hong Kong comme place financière internationale grâce à la stabilité des changes et la confiance que celle-ci apporte aux investisseurs étrangers. Mais rien ne garantit que le *currency board* hongkongais survive 25 ans de plus. Les gains en termes de crédibilité ont été en partie compensés par des coûts d'ajustement qui nuisent aux performances macroéconomiques et l'avenir du *currency board* va largement dépendre de la capacité du système à faire face aux prochaines tourmentes financières. À cet égard, la crise actuelle pourrait constituer une nouvelle épreuve du feu. La crise bancaire initiée aux États-Unis devrait en effet avoir des répercussions sur l'économie hongkongaise pour trois raisons au moins : tout d'abord parce que de nombreuses institutions financières de par le monde, y compris en Asie, ont acheté des titres liés aux *subprimes* américains ; ensuite parce que les banques qui sont aujourd'hui en difficulté sont présentes à Hong Kong ; enfin parce que l'instabilité du système financier international est à l'origine d'une crise de confiance généralisée.

5. Pour une revue de détail des mesures adoptées par les autorités monétaires face aux attaques spéculatives, voir B. Rzepkowski (2001), "La crédibilité du *currency board* de Hong Kong", *Revue économique*, 52.2: 285-301.

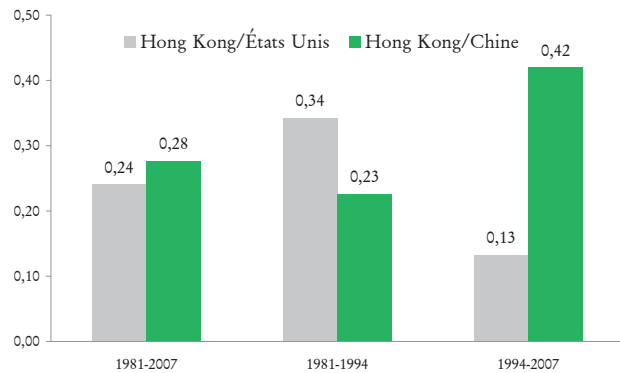
6. À titre de comparaison, en 1998, le taux de croissance du PIB a été de +7,8% en Chine continentale, +4,5% à Taiwan, -1,4% à Singapour et -6,9% en Corée du Sud.

S'il s'ensuivait d'importantes sorties de capitaux, Hong Kong pourrait avoir du mal à résister aux hausses du taux d'intérêt que la sauvegarde du *currency board* impliquerait.

Mais surtout, l'avenir du *currency board* est étroitement lié à l'évolution des relations économiques sino-hongkongaises. La rétrocession de Hong Kong à la Chine s'est réalisée sur la base du principe "un pays, deux systèmes". Jusqu'à présent, ce principe a été préservé et le *currency board* ne devrait donc pas être remis en cause par les autorités chinoises. Toutefois, l'économie hongkongaise est de plus en plus intégrée à la Chine. La part des exportations à destination de la Chine continentale est passée de 34% des exportations totales en 2000 à 47% en 2006. Cette réorientation des flux commerciaux s'est notamment opérée au détriment des États-Unis, dont la part dans le total des exportations hongkongaises a baissé dans le même temps de 23% à 15%. Pour le moment, Hong Kong profite donc de la réévaluation progressive du renminbi engagée depuis 2005 pour conquérir des parts de marché en Chine (entre juin 2005 et juillet 2008, le dollar américain a perdu 17,4% de sa valeur face au renminbi). Mais est-il encore pertinent de maintenir un régime de change fixe avec le dollar américain quand l'économie de Hong Kong est de moins en moins synchronisée avec celle des États-Unis et de plus en plus avec la Chine continentale (graphique 2) ?

Les incertitudes actuelles sur la stratégie de change de la Chine font du rattachement du dollar de Hong Kong à la monnaie chinoise une hypothèse peu probable, du moins à court terme. Mais d'autres solutions sont envisageables, au premier rang desquelles se trouve, à l'image de Singapour, l'ancrage à un panier de monnaies. Composé du dollar, de l'euro, du yen et éventuellement du renminbi, un tel système permettrait de diversifier le risque lié aux vicissitudes de telle ou telle monnaie et de limiter l'ampleur des ajustements. Toutefois, l'un des avantages du régime actuel réside dans sa simplicité et il n'est pas sûr que la pondération des monnaies favorise la transparence, donc la crédibilité, du *currency board*.

Graphique 2 - (Dé)synchronisation des cycles économiques



Notes : Les chiffres correspondent au coefficient de corrélation entre les taux de croissance du PIB réel.

Source : Statistiques financières internationales, FMI.

La dollarisation totale de l'économie hongkongaise est aussi envisageable, mais elle ne ferait qu'accentuer les problèmes inhérents à un système de changes fixes.

Reste donc la voie de la flexibilité. Les avantages procurés par l'ajustement par le change et l'autonomie de la politique monétaire pourraient contribuer à améliorer les performances économiques. Certaines économies encore plus ouvertes que Hong Kong, comme la Malaisie ou Taiwan<sup>7</sup>, n'hésitent d'ailleurs pas à laisser flotter – plus ou moins librement – leurs monnaies. L'expérience de nombreux marchés émergents ces dernières années montre surtout que, contrairement aux préceptes du Consensus de Washington, les taux de changes flexibles ne font pas fuir les capitaux extérieurs.

David Khoudour-Castéras  
david.khoudour@cepii.fr

7. Le coefficient d'ouverture commerciale (le rapport entre la somme des exportations et des importations et le PIB) était en 2006 de 0,92 à Hong Kong, de 1,14 à Taiwan et de 1,84 en Malaisie.

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2008  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 49,50 € TTC  
Europe 51,30 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
50,20 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
51,20 € HT  
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

**La Documentation française,**  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

**Le CEPII est sur le WEB**  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

3<sup>ème</sup> trimestre 2008  
Juillet-Août 2008  
Imp. La Documentation Française  
Imprimé en France  
par les Journaux officiels

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction  
du CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.