

## HONG KONG DANS LA FINANCE DU SUD-EST ASIATIQUE

ANDREW SHENG \*

**M**a présentation sera divisée en deux parties. Je parlerai d'abord de la transition politique à Hong Kong et de ses implications sur les accords monétaires de Hong Kong au cours de l'année 1997.

La seconde partie de ma présentation se concentrera sur le développement de la finance asiatique, en insistant particulièrement sur la relation Japon/Hong Kong/Chine. Je voudrais situer la question de Hong Kong après la Rétrocession au sein du canevas plus large de tendances historique et stratégique. Selon l'expression de Peter Drucker, je tenterai de « penser globalement, mais d'agir localement » (Drucker et Nakauchi, 1997). Le fait de trop se concentrer sur les questions du moment tend à générer plus de chaleur que de lumière ; de ce fait, nous manquons de hauteur de vue sur les principales implications de ce qui se passe.

225

Spécifiquement, j'avancerai plusieurs points clés :

En premier lieu, les changements technologiques et managériaux ont créé une Economie Virtuelle, dont Hong Kong est le principal modèle. Cela a des implications importantes pour les économies du sud-est asiatique, qui ont construit leur force sur les exportations de biens, et non de services.

Deuxièmement, si l'Asie doit demeurer l'économie à plus forte croissance dans le monde, la population asiatique vieillit, et des épargnes croissantes devront être mobilisées pour les énormes investissements en infrastructure dont l'Asie a besoin.

Troisièmement, au XXI<sup>e</sup> siècle, l'euro émergera comme une monnaie de réserve importante, défiant le rôle du dollar US et du yen. Cela aura des conséquences durables pour les finances globales et, naturellement, pour le développement financier asiatique.

Enfin, il existe une considérable synergie dans le développement économique et financier Japon/Hong Kong/Chine, qui profitera à la Région dans son ensemble. Les récentes initiatives dites du « Big Bang » au Japon seront donc les bienvenues. En fait, le plus tôt sera le mieux.

---

\* Directeur général adjoint, Hong Kong Monetary Authority.

Cet article a été préparé par le personnel de l'Autorité Monétaire de Hong Kong pour la Conférence sur l'Intégration financière en Asie et le Rôle de Hong Kong, 7 mars 1997, Hong Kong.

### *Hong Kong : l'Économie Virtuelle*

La transformation radicale de Hong Kong, d'exporteur de produits transformés légers en une importante économie de services, a été bien étudiée ailleurs (Enright et al., 1997). Ce qui n'a pas été bien articulé, cependant, est le fait que Hong Kong soit le principal exemple d'Économie Virtuelle, une subtilité du Professeur Rosecrance d'UCLA. Il définit une entreprise virtuelle comme « une entité ayant des fonctions de recherche, de développement, de design, de marketing, de financement, juridique et autres fonctions de siège, mais peu ou pas de facilités de transformation ». « L'Etat (ou l'économie) virtuel est semblable à l'entreprise virtuelle — c'est un pays qui pousse à une réduction et une relocalisation de ses capacités de production. Il remplit les fonctions de siège et produit ses biens sur le territoire d'un autre Etat ».

Il ressort de ce qui précède que Hong Kong constitue un exemple classique d'économie virtuelle, avec des produits faits par Hong Kong, mais fabriqués en Chine du Sud ou ailleurs. Les entreprises de Hong Kong emploient environ 3-4 millions de travailleurs en Asie du sud-est. Par contraste, les entreprises japonaises emploient 1,5 million de travailleurs en Asie du sud-est, contre 800 000 en 1988 (Hale, 1996). Selon le « World Investment Report » de l'UNCTAD, en 1996, Hong Kong est la quatrième source d'investissement direct étranger dans le monde, ainsi qu'un important bénéficiaire de ce type de flux. En 1995, on estimait que Hong Kong avait exporté 25 milliards de dollars US d'IDE, contre 21,3 milliards de dollars US pour le Japon.

Hong Kong est la huitième économie commerciale mondiale, important et exportant des biens et des services pour une valeur supérieure à 441 milliards de dollars US en 1996, soit 286 % du PIB, avec une population représentant moins de 5 % de celle du Japon et 0,5 % de celle de la Chine. Hong Kong a réalisé cela par un processus de changement structurel réussi, déplaçant sa production ailleurs et développant le secteur des services, créant ainsi une plus forte valeur ajoutée.

Bien entendu, la production virtuelle existe aussi au Japon. L'industrie manufacturière japonaise a connu ce même processus avec la relocalisation de sa production à l'étranger. Mais le Japon n'est pas encore une économie virtuelle telle que Rosecrance la définit : « L'Etat virtuel peut seulement émerger lorsque la mobilité du capital a égalé puis dépassé la mobilité des biens ». Le secteur des services représente 83 % du PIB de Hong Kong, contre 58 % seulement du PIB du Japon. Pour reprendre l'expression du Professeur Rosecrance : « L'Angleterre impériale a pu constituer le modèle du XIX<sup>e</sup> siècle, mais Hong Kong sera le modèle du XXI<sup>e</sup> siècle ».

Cela soulève une question intéressante. La thèse des oies sauvages suggère que les Nouvelles Economies Industrielles (NIE) d'Asie ont

historiquement suivi le Japon, en adoptant un sentier de croissance tiré par les exportations de produits transformés. Ce n'est pas une coïncidence si, comme le Japon, plusieurs économies du sud-est asiatique sont aussi confrontées aux « growth pains » de l'ajustement, en essayant de résoudre les déséquilibres existant entre leur secteur des services sous-développé, avec des problèmes particuliers dans leurs systèmes bancaires protégés, et leurs dynamiques secteurs des exportations. Par contraste, les entrepreneurs de Hong Kong (y compris des entrepreneurs japonais à Hong Kong), ont développé avec souplesse leurs réseaux à travers la région, créant une économie virtuelle dynamique grâce à des compétences managériales soutenues par des marchés libres, des infrastructures superbes, une libre circulation des capitaux et de l'information, des impôts faibles et une administration favorable aux affaires. De fait, le principe « un pays, deux systèmes » convient parfaitement aux avantages de l'économie virtuelle. Si le monde sans frontière de Kenichi Ohmae existe bien, alors l'Economie Virtuelle est la vague du futur.

Vous aurez noté que même si Hong Kong est un important centre financier international, je n'y ai pas fait référence comme à un système financier virtuel. C'est parce que même si la technologie est à présent disponible pour réaliser des activités bancaires virtuelles, avec l'arrivée de l'« Internet banking », de la cybermonnaie, etc., les questions de sécurité et de régulation relatives à la finance virtuelle n'ont pas encore été totalement résolues, ni à Hong Kong ni à l'étranger. Cependant, je suis convaincu qu'au XXI<sup>e</sup> siècle, la finance virtuelle deviendra une réalité, et Hong Kong jouera un rôle important pour que cela se produise. Hong Kong dispose déjà de la plus importante densité de câbles de fibre-optique de toutes les villes du monde. Avec l'installation du plus moderne système de paiements à haute valeur RTGS (Real Time Gross Settlement) en Asie en décembre dernier et l'arrivée de la monnaie électronique Mondex, la finance virtuelle commence déjà à émerger.

Avec la globalisation et la convergence de la technologie avec les télécommunications, nous assistons à une révolution dans les services dans laquelle les idées sont plus puissantes que les produits physiques. Les faiblesses du secteur des services, au Japon mais également à Hong Kong ou en Chine, peuvent devenir d'importantes entraves au potentiel de croissance. Cela a des implications stratégiques pour l'éducation, l'investissement dans la technologie, les infrastructures et les services, qu'implique l'essor de l'économie virtuelle.

### *Le vieillissement de l'Asie du sud-est et le développement financier*

L'Asie est la région du monde qui connaît la plus rapide croissance. Depuis 1960, la région a enregistré une croissance une fois et demi supérieure à la moyenne globale. Selon les mesures actuelles, l'Asie représente 56 % de la population mondiale, 27 % du PIB et 26 % du commerce mondial. L'Agence de la Planification Economique du Japon prévoit que l'Asie, Japon compris, contribuerait à 31 % du PIB mondial en 2010, la part des Etats-Unis tombant de 27 % à 24 % d'ici à 2010.

L'Asie du sud-est et l'Océanie, seules, représentées par les onze économies membres de l'EMEAP<sup>1</sup>, constituent un groupe important. Les comparaisons suivantes avec les 15 pays membres de l'Union Européenne donneront une idée de cette importance.

Tableau 1 :  
*Union Européenne vs EMEAP : indicateurs sélectionnés*

	EMEAP	Union Européenne
Population (en millions)	1 728	369
PIB (base PPA)		
- en milliard de dollars US (1993)	7 615	6 171
- croissance moyenne	6,7	1,1
Taux d'épargne nationale (moyenne en %)	35,0	18,2
Réserves de change (en milliards de dollars US)	388	343

Source : Fraser, 1995.

Le financement de cette rapide croissance demandera un investissement massif, particulièrement dans les infrastructures. L'Asie a besoin d'améliorer ses systèmes d'éducation et de santé, le logement, les transports et les communications, ainsi que sa capacité à faire face à un environnement en voie de détérioration, causé par une croissance rapide. La Banque Mondiale a estimé que les besoins en infrastructures de l'Asie du sud-est seule s'élèvent à 1,5 trillion de dollars US au cours de la décennie 1994-2004. La masse de l'énorme demande d'investissement en Asie peut être financée grâce aux épargnes domestiques qui sont aisément disponibles. A présent, toutefois, une part importante de l'épargne de l'Asie est intermédiée par les marchés aux Etats-Unis et en Europe, qui sont généralement plus profonds, plus efficaces, robustes et liquides. Nous pouvons réaliser des opérations de *repo* de bons du

1. *Executive Meeting des banques centrales et des autorités monétaires d'Asie du Sud-est et du Pacifique, comprenant l'Australie, la Chine, Hong Kong, l'Indonésie, le Japon, la Corée, la Malaisie, la Nouvelle-Zélande, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.*

Trésor américain en heure de New York (« New York time ») nettement plus rapidement que nous ne pouvons réaliser des opérations *de repo* de bons d'Etat japonais en heure de Tokyo. Les investisseurs japonais préfèrent négocier et régler les obligations ou actions en Euro-yen en heure de Luxembourg par le biais d'Euroclear ou de Cedel plutôt que par leurs propres systèmes de compensation et de règlement en heure asiatique.

En raison de considérations de liquidité et de crédit, les réserves de change asiatiques sont largement investies dans les marchés américain et européen. L'Asie du sud-est détient plus de 40 % des réserves mondiales d'or et de change, mais une proportion relativement faible est investie en obligations asiatiques. Ce sont d'éclatants exemples des faiblesses de l'intermédiation des marchés financiers asiatiques.

Tableau 2 :  
Population de plus de 60 ans (% du total)

	1990	2000	2010	2020	2030
OCDE	18,2	19,9	23,1	27,0	30,7
Etats-Unis	16,6	16,5	19,2	24,5	28,2
Japon	17,3	22,7	29,0	31,4	33,0
Pays émergents d'Asie	7,4	8,3	9,5	12,3	16,3
Chine	8,9	10,2	12,0	16,0	21,9

229

Source : JP Morgan, World Financial Markets, mars 1997.

Une tendance importante doit être mise en perspective. Les importants taux de croissance des revenus et de l'épargne en Asie, s'accompagnent du vieillissement de la population (Tableau 2). Selon les calculs de la Banque Mondiale (James, 1994), en 2010, le Japon aura le pourcentage de population de plus de 60 ans le plus élevé (29 %) de tous les pays de l'OCDE, contre 9,5 % pour les pays asiatiques émergents<sup>2</sup> et 12 % pour la Chine. Cette tendance est aussi largement vraie pour Hong Kong.

Bien que ce problème soit plus prononcé dans les pays de l'OCDE, où les données sont plus complètes, les implications fiscale et financière d'une population vieillissante doivent constituer d'importantes variables dans les calculs à long terme. Le FMI a évalué qu'en 2010, les engagements de pensions publiques nets du Japon s'élèveraient à 17,1 % du PIB, contre un déficit de 1,1 % du PIB pour les principales économies industrielles, mais en 2050, les déficits correspondants auraient augmenté à 399 % et 210 % du PIB respectivement (Chand et Jaeger, 1996). Si ce qui ressemble à d'alarmants déficits fiscaux sont sujets à de consi-

2. Asie de l'Est, hors Japon plus l'Inde.

dérables erreurs de calcul, selon les estimations utilisées, il est certain qu'une population vieillissante demande d'importants ajustements fiscal et financier.

Plus précisément, non seulement d'importantes réformes sont nécessaires pour ce qui est des retraites et des fonds de pension asiatiques, mais le taux de rendement de tels fonds doit être proportionné aux futurs besoins de retraite<sup>3</sup>. En d'autres termes, il n'est pas possible de générer éternellement la croissance présente en taxant les générations futures. Il faut subvenir aux dépenses de retraite aujourd'hui. Le Japon, avec les plus importants groupements de fonds de retraite et de pension en Asie, comptant au moins 60 trillions de yens en fonds de pension d'entreprises, a un rôle important à jouer en investissant dans une Asie en pleine croissance. De même, alors que Hong Kong commence à édifier son programme de Fonds de Pension Obligatoire (Mandatory Pension Fund), des fonds croissants seront disponibles pour être investis dans les marchés de capitaux asiatiques, comme dans ceux des pays de l'OCDE. Les récents efforts de coopération de l'APEC pour étudier les réformes de pension sont donc les bienvenus.

Nous avons beaucoup à faire pour préparer les marchés de capitaux asiatiques à absorber d'aussi importants flux d'épargne, et à les utiliser efficacement. De même que le marché chinois aura besoin de l'expertise financière de Hong Kong pour l'assister dans ses réformes massives, de même Hong Kong aura besoin de la puissance financière de Tokyo et d'Osaka, et d'autres marchés financiers internationaux, pour développer conjointement les marchés financiers en croissance asiatiques. Nous avons besoin de construire l'infrastructure de marché financier, ainsi que le dispositif de régulation, de manière à ce que ces marchés financiers puissent intermédiaire l'épargne efficacement et en toute sécurité, plutôt qu'alimenter des flux spéculatifs. Comme l'a dit M. Joseph Yam l'année dernière au cours de la Conférence annuelle de l'ADB, le marché financier asiatique ne peut pas être construit isolément ; nous devons l'édifier ensemble. Avec les marchés les plus vastes d'Asie, les institutions financières japonaises ont un rôle majeur à jouer dans ce domaine.

### *L'Essor de l'euro et ses implications pour l'Asie*

Alors que de nombreux pays asiatiques ont été absorbés par des questions domestiques, un événement pointe en Europe, qui aura des conséquences énormes pour le monde. Je fais référence à l'émergence imminente de l'euro, la nouvelle monnaie européenne unifiée. Comme

3. Le rendement sur fonds propres du secteur des entreprises américain était de 19,2 % en 1995, contre 2,7 % au Japon, 12,6 % à Hong Kong, 11,3 % en Chine, 14 % en Malaisie et 19,2 % aux Philippines (Hale, 1996).

dans le cas de la transition pour Hong Kong, l'adoption de l'euro compte autant de sceptiques que de croyants. Au cours de la transition, il y aura des risques évidents. Mais que cela se produise en 1999 ou plus tard, que cela comprenne 7, 11 ou 15 monnaies, je suis certain que l'euro jouera un rôle important comme monnaie de réserve au XXI<sup>e</sup> siècle.

En premier lieu, même si l'euro n'est pas encore une réalité économique, c'est déjà une réalité politique. Comme l'ont dit les Ministres des Finances allemand et français l'année dernière : « l'Union Monétaire sera la réponse stratégique de l'Europe à la globalisation des marchés financiers ». A l'inverse, la diversité dans les marchés financiers asiatiques signifie que nous n'avons ni réponse stratégique ni opinion consensuelle sur ce problème.

Deuxièmement, la réalité économique est étonnante. A la fin 1995, la valeur de marché des actifs financiers (obligations, titres et actifs bancaires) dans les pays de l'Union européenne s'élevait à plus de 27 trillions de dollars US, pratiquement la même taille que le PIB mondial (Tableau 3). Par comparaison, la valeur de marché des actifs en Amérique du Nord — avec grossièrement la même population et le même PIB que l'Union européenne, — s'élevait à 25 trillions de dollars US (dont 23 trillions de dollars US aux Etats-Unis). Même si l'Union initiale devait comprendre seulement les pays du « noyau dur »<sup>4</sup>, les marchés financiers en euro auraient la même taille que le marché financier domestique japonais (16 trillions de dollars US).

231

Tableau 3 :  
*Union Européenne (15), Japon, Amérique du Nord*  
*Indicateurs sélectionnés sur la taille des marchés de capitaux, 1995*

	Population (en millions)	Réserves totales d'or (en milliards de dollars US)	Capitalisation boursière (en milliards de dollars US)	Instruments de dettes (en milliards de dollars US)	Actifs bancaires (en milliards de dollars US)	Obligations, titres et actifs bancaires (en milliards de dollars US)	Obligations, titres et actifs bancaires (en % du PNB)
EU (15)	369,0	376,3	3 778,5	8 673,0	14 818,0	27 269,5	323,60
Amérique du N.	387,7	106,7	7 314,7	11 744,1	5 652,4	24 711,1	306,38
Japon	125,2	183,3	3 667,3	5 325,8	7 382,2	16 375,2	320,21

Source : Schinasi and Prati, 1997.

Ainsi, en termes agrégés, l'euro est susceptible d'être plus important que la somme de ses parties, surpassant les monnaies de l'Union Européenne actuelles combinées à la fois comme monnaie de réserve et comme monnaie pour les transactions internationales. Comme l'a souli-

4. Comprenant l'Autriche, la Belgique, France, Allemagne, Luxembourg et les Pays-Bas.

gné Bergsten (1997), l'Union Européenne a une position de créancier international globalement équilibrée avec de modestes excédents commerciaux. Les Etats-Unis ont une position débitrice nette de 1 trillion de dollars US, et un déficit des comptes courants de près de 150-180 milliards de dollars US annuellement. Dans le long terme, Bergsten pense que l'euro pourrait arriver à parité avec le dollar US comme monnaie de réserve, représentant chacun 40 % des transactions internationales, le solde de 20 % allant au yen et autres monnaies mineures.

Lorsque l'euro aura consolidé sa position comme monnaie de réserve, il absorbera davantage d'épargne provenant d'Asie. En conséquence, l'intermédiation financière asiatique doit répondre rapidement pour égaler les améliorations réalisées dans l'intermédiation financière en Europe. J'interprète le Big Bang de Tokyo comme une réponse à un tel défi.

Selon moi, la force du dollar US comme monnaie de réserve internationale repose sur la force de l'économie américaine, la liquidité des marchés financiers américains et la crédibilité des politiques de faible inflation et de croissance stable des Etats-Unis. Cependant, de même que l'essor du dollar US contre la livre sterling comme monnaie de réserve a créé une turbulence considérable pour les marchés financiers mondiaux au début de ce siècle, de même l'émergence de l'euro et du yen comme « challengers » du dollar US dans le rôle de monnaie de réserve façonnera les marchés financiers globaux au XXI<sup>e</sup> siècle. Dans ce monde de flux de capitaux globaux, nous avons vu que les principales monnaies peuvent fluctuer les unes contre les autres avec des écarts de 30 % en quelques mois, comme dans le cas du taux yen-dollar US entre avril et septembre 1995.

Comme je l'ai indiqué ailleurs, les fluctuations du yen ont des implications importantes pour le reste de l'Asie (Sheng, 1996). Selon les tableaux d'endettement de la Banque Mondiale (World Bank Debt tables), la dette exigible totale, libellée en yens, pour tous les pays en développement, a été estimée à 265 milliards de dollars US, soit 12,8 % de la dette totale d'un montant de 2 trillions de dollars US. Les encours de la dette en yens pour la Région Asie du sud-est et Pacifique était encore plus élevée à (111,1 milliards de dollars US) et représentait 30,2 % de leur dette totale. Ainsi, une fluctuation de 30 % du taux de change du yen ajoute ou soustrait presque 30 milliards de dollars US au fardeau de la dette des économies asiatiques.

Je ne prétends pas avoir de réponse à ces questions monumentales, mais ce sont clairement des questions qui préoccuperont les responsables politiques et les experts financiers dans les années à venir.



### *Le Japon et l'Asie du sud-est*

Venons-en enfin à des questions plus immédiates auxquelles nous sommes confrontés : les dimensions des relations économique et financière du Japon et de l'Asie du sud-est, avec une référence particulière au Japon, à Hong Kong et à la Chine. Hong Kong et le Japon sont de très importants partenaires commerciaux. Le commerce total entre le Japon et Hong Kong a été multiplié par 3,3 au cours de la dernière décennie, avec une valeur atteignant 39 milliards de dollars US en 1996. Le Japon est le troisième marché d'exportations pour Hong Kong, absorbant 7 % de ses exportations totales. Une majorité de ces produits de Hong Kong étaient des ré-exportations provenant de Chine. Dans le même temps, Hong Kong reçoit 14 % de ses importations, soit 17 % de son PIB, du Japon en 1996.

En outre, Hong Kong a continué d'être une destination favorite pour les investissements japonais à l'étranger. Près d'un cinquième des investissements directs du Japon en Asie est placé dans le territoire. Actuellement, 2 000 à 3 000 entreprises japonaises opèrent à Hong Kong, y compris d'importantes maisons commerciales qui jouent un rôle important dans les exportations de Hong Kong vers le Japon. En 1995, l'investissement direct cumulé du Japon à Hong Kong a atteint 1,14 milliard de dollars US. En outre, le Japon a été le plus important investisseur dans le secteur de la transformation japonais, représentant près d'un tiers de l'investissement étranger total.

Pour soutenir de telles transactions commerciale et financière, les institutions financières japonaises ont augmenté le nombre de leurs bureaux à Hong Kong. A la fin du mois de mars dernier, on comptait 91 « AI » appartenant à des japonais à Hong Kong, constituant le groupe le plus important de banques étrangères dans le territoire. Elles représentent 3,5 trillions de dollars de Hong Kong en actifs, soit la plus importante concentration d'institutions financières japonaises en dehors du Japon. Plus de la moitié des engagements extérieurs des banques à Hong Kong représente des dépôts et des placements interbancaires en provenance du Japon. Plusieurs importantes maisons de titres japonaises sont aussi actives à Hong Kong. En 1996, il y avait 39 courtiers en titres japonais à Hong Kong, ce qui représentait le groupe le plus important parmi les participants étrangers.

En outre, par suite du progrès économique continu de la Chine, le commerce entre le Japon et la Chine a atteint 62 milliards de dollars US l'année dernière, contre pas plus d'un milliard de dollars US en 1972. Aujourd'hui, la Chine est le deuxième partenaire commercial du Japon.

Quels que soient les critères retenus, la résurrection de la Chine dans l'économie globale a été étonnante. Au cours des quinze dernières années, la Chine a enregistré une croissance moyenne de 10,2 % par an.

Entre 1980-95, le commerce a crû à une moyenne annuelle de 15 %, soit deux fois la croissance moyenne annuelle mondiale de 7,4 %. La Chine est aujourd'hui la onzième économie commerciale, avec une part de 2,8 % du commerce mondial, contre 1 % en 1980.

Sur la base de plusieurs hypothèses, un certain nombre de prévisionnistes, dont la Banque Mondiale, ont suggéré que la Chine deviendrait l'une des plus importantes économies mondiales (sinon la plus importante) vers l'an 2020 (Boltho et al., 1994). La Banque Mondiale a en fait estimé que la Zone Economique Chinoise (Chinese Economic Area-CEA) (Chine, Hong Kong et Taiwan) serait, en termes de parité de pouvoir d'achat (PPA), plus importante que les États-Unis en 2002 (Tableau 4). En 1993, le PIB de la CEA comme groupe s'élevait à 875 milliards de dollars US, soit moins d'un cinquième du PIB du Japon, mais le commerce combiné (importations + exportations) de la CEA a dépassé celui du Japon (Nomura, 1995).

Tableau 4 :  
*Emergence de la zone économique chinoise*  
(PIB en trillions de dollars US)

	Prix du marché		Prix internationaux standards	
	1991	2002	1990	2002
Zone économique				
chinoise	0,6	2,5	2,5	9,8
États-Unis	5,5	9,9	5,4	9,7
Japon	3,4	7,0	2,1	4,9
Allemagne	1,7	3,4	1,3	3,1

Note : Les prix internationaux standards sont basés sur la parité du pouvoir d'achat (PPA).  
Source : World Bank data quoted in Nomura, janvier 1995.

En supposant que la Chine ait une croissance de 8,5 % et 7 % pour la période 1990-2000 et 2000-2010, que durant cette même période la croissance de Hong Kong soit de 5 % et 4,5 % et celle de Taïwan de 6,5 % et 6 %, le personnel de la Banque Mondiale prévoit que la CEA représenterait 17,1 % de la production mondiale et 10,3 % des exportations mondiales de produits manufacturés. La validité des hypothèses de croissance est soutenue par d'autres sources. Par exemple, l'Agence de la Planification Economique japonaise a projeté que la Chine aurait une croissance moyenne annuelle de 8,2 % en termes réels au cours des années 1990-2010 (JEPA, 1997).

Le potentiel du marché financier chinois est étourdissant. Hong Kong, avec le septième marché boursier mondial en termes de capitalisation boursière, compte près de 350 000 investisseurs. Les marchés

boursiers chinois de Shenzhen et Shanghai, ouverts seulement depuis 1990, ont 20 millions de comptes d'investisseurs. En comparaison, le gros marché des Etats-Unis compte 57 millions d'investisseurs particuliers. Il n'est pas difficile de voir qu'au XXI<sup>e</sup> siècle, le plus important marché hypothécaire dans le monde sera la Chine, avec une base de population de 1,2 milliard. A l'évidence, les opportunités d'investissement en Chine sont immenses, mais les risques sont également « challenging ». A cet égard, Hong Kong dispose d'avantages uniques par rapport à d'autres villes. Les capitaux japonais et internationaux sont déjà investis en Chine à travers les actions-H, les « red chips » et via les entreprises basées à Hong Kong. Hong Kong est déjà le siège régional de près de 2 000 multinationales, et de 2 000 autres entreprises du continent avec une distribution et des réseaux de transformation étendus en Chine et dans la région. L'Economie Virtuelle de Hong Kong est équipée de façon unique pour assumer les fonctions de « risk management », de marketing, de financement et de conditionnement.

Malgré la taille croissante du reste de l'Asie, le Japon est un géant selon tous les critères. Les économies du sud-est asiatique (hors-Japon) représentent seulement 7 % du PIB mondial, alors que le Japon représente à lui seul 17 % (Gyohten, 1996). Les actifs financiers privés au Japon s'élevaient à 6,3 fois le PIB asiatique hors-Japon. Non seulement le Japon dispose des plus importants marchés bancaire et de capitaux en taille, mais il occupe aussi une position de leader dans les technologies de transformation, et dispose de la capacité de recherche et de développement la plus sophistiquée en Asie.

Etant donné son « leadership », le reste de l'Asie est devenu plus important pour le Japon à la fois comme marché et comme site pour des investissements à l'étranger. Au cours de l'année fiscale 1994, les investissements japonais en Asie ont augmenté de 47 %, dépassant l'Europe comme la seconde zone bénéficiaire d'investissements japonais, derrière l'Amérique du Nord. Au cours de l'année fiscale s'achevant au 31 mars 1995, les nouveaux investissements directs japonais en Asie ont totalisé 9,7 milliards de dollars US, soit 24 % des investissements étrangers totaux du Japon.

Le rôle du Japon dans la région, comme pour tout autre pays développé, est d'encourager le développement des marchés et du commerce comme partenaires actifs dans le développement. L'énorme épargne au Japon, et l'importance de ses marchés de capitaux, aussi bien que la force de ses industries et de sa technologie, ont un rôle déterminant à jouer dans le développement de l'Asie pour le bénéfice de tous.

J'interprète donc la récente Initiative du Big Bang sur la revitalisation du Marché Financier de Tokyo d'ici 2001 comme une étape nécessaire et vitale pour jouer un rôle régional et global. La déréglementation à

Tokyo renforcera les activités domestiques effectuées en yen, mais étant donné une population vieillissante et une croissance domestique plus lente, les opportunités de profit continueront d'être tirées vers l'extérieur. En d'autres termes, le Japon continuera d'exporter des capitaux à la recherche de rendements plus élevés pour les fonds de pension et de retraite. Étant donné la forte croissance existant en Asie, une large part se dirigera vers la région asiatique. Hong Kong continuera d'être un important intermédiaire dans ce flux.

En bref, Hong Kong ne considère pas le Big Bang comme une menace, mais comme une opportunité. A court terme, certaines institutions financières pourraient consolider leurs activités au Japon, largement en raison de la nécessité de s'adapter à la concurrence. A long terme, la déréglementation augmentera la compétitivité des marchés financiers de Tokyo et donc leur efficacité. Des marchés plus libres, comme Hong Kong en offre la leçon, apportent non pas moins d'activités mais d'avantage. Le Big Bang bénéficie donc non seulement au Japon lui-même, mais aussi à Hong Kong et à la Région.

236

La transition de Hong Kong doit être envisagée dans le cadre du canevas plus large de changements régional et global. Les avantages stratégiques de Hong Kong à savoir sa position géographique dans la région dont la croissance est la plus rapide du monde, son infrastructure portuaire, ses télécommunications des plus sophistiquées, sa faible fiscalité, sa régulation des plus favorables aux affaires et des plus justes, tous ces avantages ne changeront pas au cours de l'année 1997. Stratégiquement, le potentiel des marchés asiatique et chinois, avec leur prospérité croissante touchant les classes moyennes, est trop important pour être ignoré. Hong Kong continuera de fonctionner comme une Economie Virtuelle, à la croisée des chemins de l'Asie.

Les défis les plus grands viennent du besoin de comprendre que les marchés globaux changent, avec une technologie et une concurrence qui s'accroît chaque jour. Sauf à tous travailler ensemble pour répondre à de tels défis, dans un esprit de libre échange et de coopération, l'Asie perdra en compétitivité par rapport aux autres continents.

Comme j'ai essayé de le montrer, dans l'Économie Virtuelle du XXI<sup>e</sup> siècle, les processus de changement structurel (« hollowing out ») ne constituent pas un vice mais une vertu. L'expérience japonaise montre, qu'en définitive, les marchés prévalent. Dans l'Économie Virtuelle Globale du XXI<sup>e</sup> siècle, l'expérience de Hong Kong a beaucoup à offrir au reste du monde.

## ANNEXE :

# AUTORITÉ MONÉTAIRE DE HONG KONG

## LES ACCORDS MONÉTAIRES DE HONG KONG EN 1997

Conformément à la Déclaration Commune sino-anglaise de 1984, la Chine a repris l'exercice de sa souveraineté sur Hong Kong le 1<sup>er</sup> juillet 1997. Depuis cette date, Hong Kong est devenue la Région Administrative Spéciale de Hong Kong (Hong Kong Special Administrative Region — HKSAR) de la République populaire de Chine, régie par la Loi Fondamentale, la constitution applicable de Hong Kong.

La Déclaration Commune et la Loi Fondamentale comprennent toutes deux le principe fondamental : « un pays, deux systèmes ». Dans ce cadre, Hong Kong bénéficiera d'un haut degré d'autonomie après 1997, sauf pour les affaires étrangères et les questions militaires. Ce concept : « un pays, deux systèmes », s'appliquera aussi aux accords monétaire et financier entre la Chine continentale et Hong Kong.

Les questions pratiques dans le cadre juridique ont été traduites en un ensemble de principes détaillés, que les hauts responsables chinois ont clarifié à différentes occasions. Ces principes définissent les relations monétaires après 1997 entre la Chine continentale et Hong Kong par la formule suivante : « un pays, deux monnaies, deux systèmes monétaires et deux autorités monétaires mutuellement indépendantes ». Mutuellement indépendantes signifie que l'une n'a pas préséance sur l'autre, que l'une n'est pas supérieure à l'autre et que l'une ne prend pas d'instructions auprès de l'autre.

Différentes raisons pratiques et saines expliquent le maintien de deux monnaies séparées. Le dollar de Hong Kong est une monnaie établie, librement convertible qui est largement acceptée pour des motifs commerciaux et d'investissement. Elle est plus de cinq fois couverte par des réserves de change. C'est la seule monnaie libératoire à Hong Kong et elle est traitée comme une monnaie étrangère en Chine continentale. Le Renminbi est convertible pour les transactions commerciales mais n'est pas encore convertible pour les transactions d'investissements financiers. C'est la seule monnaie libératoire sur le continent, et elle est traitée comme tout autre monnaie étrangère à Hong Kong.

D'importantes différences structurelles entre les économies de la Chine continentale et de Hong Kong soutiennent aussi la ségrégation monétaire. Le gouvernement chinois reconnaît que, faisant pendant aux deux monnaies, il y aura deux systèmes monétaires, reflétant les différences entre les deux économies. Les deux systèmes monétaires sont d'égale importance pour la Chine dans ses réformes et sa libéralisation. Les liens commercial et d'investissement étroits entre les deux économies seraient facilités par une étroite coopération dans des domaines comme le développement des marchés financiers, l'infrastructure financière et la surveillance prudentielle.

### *Sauvegardes constitutionnelles*

Alors que la Déclaration Commune élabore les politiques de base de la République populaire de Chine concernant Hong Kong après 1997, la Loi Fondamentale prescrit les systèmes pour mettre en oeuvre de telles politiques dans la HKSAR après 1997. S'agissant des affaires monétaire et financière, les deux documents juridiques assurent un haut degré d'autonomie. Celles-ci sont indiquées dans les Parties V et VII de l'Annexe I de la Déclaration Commune et les Articles 109 à 116 de la Loi Fondamentale. Spécifiquement, il est stipulé qu'après la transition, le Gouvernement de la HKSAR (HKSARG) pourra déterminer lui-même ses politiques monétaire et financière. Quant aux accords monétaires, le système actuel perdurera, et le dollar de Hong Kong continuera de circuler et de rester librement convertible. En outre, les réserves de change de Hong Kong, nommément le Fonds de Change, seront gérées et contrôlées par le HKSARG, principalement pour réguler la valeur de change du dollar de Hong Kong.

Avec la Loi Fondamentale, il y a un degré encore plus élevé d'autonomie monétaire, alors que sous l'Administration britannique, le Gouverneur ne pouvait approuver un projet de loi relatif à la monnaie ou toute association bancaire sans avoir obtenu l'approbation du Secrétaire d'Etat. Cependant, la Loi Fondamentale exige seulement que les lois adoptées soient reportées au *Standing Committee* du Congrès populaire national pour enregistrement, le « reporting » pour enregistrement ne devant pas affecter l'entrée en vigueur de ces lois. En outre, les pouvoirs du Secrétaire d'Etat ont été localisés (« localised »), de telle sorte que les autorités, dans des domaines comme les investissements en titres du Fonds de Change et la limite d'emprunt dudit Fonds de Change, ont été entièrement transférées à Hong Kong.

Hong Kong bénéficie d'un degré aussi élevé d'autonomie fiscale et monétaire depuis le changement de souveraineté. Le cadre juridique garantit que la HKSAR utilise ses revenus financiers exclusivement

pour ses propres desseins, et qu'ils ne seront pas donnés au Gouvernement populaire central. Il existe également des clauses stipulant que le Gouvernement populaire central ne lèvera pas d'impôts dans la HKSAR.

Un aspect particulier de la Loi Fondamentale est qu'elle spécifie que le HKSARG « fournira un environnement économique et juridique approprié pour le maintien du statut de Hong Kong comme centre financier international ». Il est aussi de la responsabilité du HKSARG de sauvegarder le libre fonctionnement des activités financières et des marchés financiers, et de les réguler et de les surveiller conformément à la loi. Sous la Loi Fondamentale, il est stipulé que le droit civil et le système judiciaire de Hong Kong seront maintenus. De même, le système capitaliste actuel sera maintenu à Hong Kong, tandis que le système socialiste et les politiques du continent ne seront pas exercées à Hong Kong. En outre, Hong Kong maintiendra son statut de port franc et un territoire douanier séparé avec des flux libres de capitaux. Un tel cadre constitutionnel contribue au maintien et au rehaussement de la compétitivité des marchés financiers de Hong Kong.

Il existe aussi des clauses dans la Déclaration Commune et la Loi Fondamentale selon lesquelles Hong Kong peut, de son propre chef, maintenir et développer des relations et conclure et mettre en oeuvre des accords avec d'autres pays, régions et organisations internationales, en utilisant le nom « Hong Kong, Chine ». Par exemple, Hong Kong est un membre de la Banque de Développement Asiatique, de l'Organisation Mondiale du Commerce et de la Coopération Economique Asie-Pacifique (APEC), et l'Autorité Monétaire de Hong Kong est un membre de la Banque des Règlements Internationaux et un participant des Nouveaux Arrangements d'Emprunt (New Arrangements to Borrow-NAB). De telles clauses aident à maintenir et à promouvoir les relations monétaires internationales de Hong Kong et, partant, son statut de centre financier international.

239

### *Les principes régissant les relations monétaires entre la Chine continentale et Hong Kong depuis juillet 1997*

Sur la base du cadre juridique, sept principes régissent les relations monétaires entre la Chine continentale et Hong Kong depuis juillet 1997, tels que les a énoncés M. Chen Yuan, *Deputy Governor* de la Banque populaire de Chine (People's Bank of China-PBoC)<sup>5</sup>. Ces principes couvrent la gamme entière des affaires monétaire et financière et élaborent la trame : « un pays, deux monnaies, deux systèmes monétaires, et deux autorités monétaires mutuellement indépendantes ».

5. Présentation donnée à un séminaire de la Banque d'Angleterre tenu le 10 septembre 1996 à Londres.

### *Autonomie monétaire*

Le premier principe pose que le Renminbi et le dollar de Hong Kong resteront deux monnaies différentes, circulant comme monnaie libératoire en Chine continentale et à Hong Kong respectivement. Le dollar de Hong Kong sera traité comme une monnaie étrangère sur le continent. De même, le Renminbi sera traité comme tout autre monnaie étrangère à Hong Kong.

Aux « deux monnaies » correspondront « deux systèmes monétaires ». L'émission de billets par trois banques d'émission à Hong Kong continuera d'exister, couverte à 100 % par des dollars US dans le cadre du système de change lié. L'objectif de politique monétaire à Hong Kong est la stabilité de la monnaie, en termes du lien du dollar de Hong Kong au dollar US, au taux de change fixe de 7,80 dollar HK pour 1 dollar US. La stabilité du change, et donc la confiance dans la monnaie, est décisive pour le maintien de la stabilité et de la prospérité à Hong Kong avant et après 1997.

Le lien du dollar de Hong Kong au dollar US suit le système du directoire financier, qui est une forme forte de régime de change fixe. Depuis son adoption en 1983, le lien s'est remis de plusieurs chocs externes. Pour une économie ouverte et hautement orientée vers l'extérieur, le maintien d'une valeur externe stable de la monnaie s'est avéré une politique réussie. Au cours des dix dernières années, plusieurs mesures de réforme monétaire ont été introduites pour renforcer le système monétaire de Hong Kong et pour mettre les autorités dans une position forte afin d'assurer la stabilité du taux de change.

Le système de taux de change lié a été soutenu à la fois par les gouvernements britannique et chinois, aussi bien que par la communauté internationale, dont le Fonds Monétaire International <sup>6</sup> et la Banque des Règlements Internationaux <sup>7</sup>. De fait, la Banque populaire de Chine (PBoC) s'est engagée à soutenir la stabilité de la monnaie de Hong Kong, comme le quatrième des sept principes cités ci-dessus. En février 1996, la PBoC a conclu un accord de rachat de bons du Trésor américain avec l'Autorité Monétaire de Hong Kong, pour renforcer la liquidité des réserves officielles de chacun et pour préserver la stabilité du taux de change. La PBoC a aussi affirmé être prête à utiliser les réserves étrangères de la Chine pour soutenir le dollar de Hong Kong lorsque nécessaire à la demande de l'Autorité Monétaire de Hong Kong. Toutefois, il a été souligné à plusieurs reprises que la Chine ne tirera pas ni n'aura recours au Fonds de Change ou aux autres actifs de Hong Kong d'aucune

6. « IMF's annual Article IV consultations with Hong Kong. »

7. La BRI a déclaré que la taille (sheer) des réserves internationales de Hong Kong « a donné à cet engagement (au lien du taux de change) une crédibilité presque sans égale ».



manière et pour aucune raison. La Chine est actuellement le second détenteur de réserves de devises étrangères, avec des réserves de 105 milliards de dollars US à la fin de 1996.

Le second principe a trait à la relation entre les deux autorités monétaires. Avec deux monnaies et deux systèmes monétaires, les deux autorités monétaires seront aussi mutuellement indépendantes. La PBoC ne remplacera pas l'Autorité Monétaire de Hong Kong et n'établira aucune filiale à Hong Kong. L'Autorité Monétaire de Hong Kong est responsable des affaires monétaires à Hong Kong et ne devra rendre des comptes qu'au seul gouvernement de Hong Kong.

#### *Coopération en matière de surveillance prudentielle*

En tant que centre financier international important, Hong Kong maintiendra son haut niveau de surveillance prudentielle sur les institutions financières opérant à Hong Kong, et un « level playing field » selon les règles et pratiques internationales. Les critères élevés de Hong Kong en matière de régulation financière seront maintenus à hauteur des meilleures pratiques et critères internationaux. Ceux-ci sont illustrés dans le troisième principe.

En particulier, les critères de surveillance recommandés par le Comité de Bâle sur la Surveillance Bancaire sont totalement remplis à Hong Kong. De fait, le dispositif de surveillance est clair, transparent et « accountable », l'Ordonnance Bancaire définissant clairement les pouvoirs et les responsabilités de l'Autorité Monétaire de Hong Kong comme régulateur. En outre, l'Autorité Monétaire de Hong Kong assure la transparence sur la manière dont elle interprète et applique le cadre statutaire et elle maintient un dialogue étroit avec le secteur bancaire. Il existe aussi un mécanisme clairement défini pour parvenir à des décisions et des jugements en matière de surveillance au sein de l'Autorité Monétaire de Hong Kong pour des « checks and balances » appropriés. En outre, l'Autorité Monétaire de Hong Kong offre une orientation au secteur bancaire au travers de directives statutaires émises dans le cadre de l'Ordonnance Bancaire et un Code des Pratiques Bancaires.

La coopération en matière de procédures d'attribution de licences et de surveillance des institutions financières provenant de la Chine continentale et de Hong Kong suivront ces directives :

- les institutions financières du continent établies à Hong Kong ne bénéficieront d'aucun privilège. Elles seront soumises à la loi de Hong Kong et seront régulées par l'autorité de surveillance appropriée à Hong Kong ;
- les institutions financières établies sur le continent et à Hong Kong établissant des bureaux sur le territoire de l'autre devront être approuvées sur la même base comme des institutions financières étrangères ;

— les bureaux des institutions financières basées à Hong Kong sur le continent continueront de bénéficier du même traitement préférentiel sur le continent comme les autres institutions financières étrangères.

En outre, l'Autorité Monétaire de Hong Kong s'est mise d'accord avec la PBoC pour coordonner les demandes de licences transfrontalières par les banques provenant de leurs territoires respectifs. Elles s'autoriseront réciproquement à conduire des examens sur les opérations transfrontalières des banques dans leurs territoires respectifs et échangeront l'information sur de telles opérations.

Le cinquième principe est relatif au traitement des activités financières entre la Chine continentale et Hong Kong. Depuis le 1<sup>er</sup> juillet 1997, toutes les activités financières et même les querelles commerciales entre les deux places doivent être gérées selon les règles et les pratiques des activités financières internationales. Les créances et les engagements entre les banques et les entreprises du continent et celles basées à Hong Kong continueront d'être considérés comme des créances et des engagements externes.

Le sixième principe concerne la situation des institutions financières du continent à Hong Kong. L'Autorité Monétaire de Hong Kong continuera de surveiller toutes les institutions financières à Hong Kong, y compris les institutions financières du continent. Le groupe de la Banque de Chine, bien qu'étant l'une des trois banques d'émission et l'une des principales banques commerciales à Hong Kong, n'est pas traité plus favorablement que les autres banques. Il ne pourra pas conduire d'activités au-delà du rôle d'une banque commerciale.

#### *Hong Kong comme centre financier international*

Le maintien de l'autonomie de Hong Kong comme centre financier après Le 1<sup>er</sup> juillet 1997 implique qu'elle maintienne ses propres liens avec les autorités monétaire et financière à l'étranger et qu'elle continue de participer aux activités des institutions financières régionale et internationale, comme les forums et les groupes de travail des banques centrales. La Chine a soutenu la participation continue de Hong Kong dans plusieurs organes internationaux. La communauté financière internationale a aussi reconnu la relation « mutuellement indépendante » entre la PBoC et l'Autorité Monétaire de Hong Kong, comme en atteste la participation séparée des deux entités dans la Banque des Règlements Internationaux.

Pour faire face à l'intégration financière croissante, il devrait y avoir une robuste infrastructure de marché liant les marchés financiers. L'Autorité Monétaire de Hong Kong et la PBoC ont accepté le principe d'une liaison de leurs systèmes de paiements interbancaires. L'Autorité Monétaire de Hong Kong a introduit son système de paiements interbancaires

2000年11月11日 星期一 11:00:00 AM 11月11日 星期一 11:00:00 AM

RTGS (Real Time Gross Settlement — RTGS) en décembre 1996, tandis que la PBoC devrait achever son système de paiements automatisé national chinois RTGS (« RTGS China National Automated Payment System ») dans un futur proche. Des liens supplémentaires entre systèmes de paiements dans la région et avec d'autres centres financiers internationaux rehausserait à la fois l'intégration financière régionale et globale.

Le septième principe des accords monétaires de Hong Kong en 1997 concerne la complémentarité entre Hong Kong et Shanghai. Alors que Shanghai est actuellement le principal centre financier chinois, le principe directeur est que Hong Kong et Shanghai auront une relation complémentaire et de renforcement mutuel, se développant chacun avec ses propres spécificités et ses propres avantages. Plusieurs hauts responsables chinois ont souligné que, dans le court terme, et au moins avant que le Renminbi ne devienne pleinement convertible, Shanghai ne pourrait pas devenir un centre financier international. Dans le plus long terme, le rôle de Hong Kong comme centre financier international servira à accélérer le développement de Shanghai comme le principal centre pour les activités en Renminbi. Simultanément, Shanghai soutiendra le développement de Hong Kong comme centre financier international, et deviendra progressivement un centre financier international lui-même. Etant donné la taille de l'économie chinoise, il y a d'amples opportunités d'activités pour plus d'un centre financier.

243

#### *Les fondements économiques des relations monétaires*

Les fondements économiques en Chine continentale et à Hong Kong plaident aussi pour une transition monétaire en douceur au cours de 1997. Caractérisés par une forte croissance, continue et une inflation modérée, les fondements économiques de Hong Kong sont sains et constituent les bases d'une prospérité et d'une stabilité continues. En outre, ses avantages uniques, comme son ouverture, sa localisation géographique stratégique, l'excellence des communications et des compétences financières, ne se modifieront pas par suite du changement de souveraineté. En outre, le gouvernement de Hong Kong suit une stricte discipline fiscale qui étaye sa politique monétaire et rehausse la crédibilité de sa position monétaire.

De même, le développement économique et les réformes financières continus en Chine continentale ont créé d'excellentes opportunités pour Hong Kong. L'économie chinoise continue de croître fortement, générant une forte demande de fonds. Etant donné la position stratégique de Hong Kong, il ne cessera d'être le principal centre de financement pour le continent après 1997, comme il l'a été dans le passé. La stabilité sur le continent est la base même de la stabilité de Hong Kong, tandis que la

stabilité de Hong Kong rehaussera certainement les réformes et les développements économiques en Chine.

A titre indicatif, le marché a son vote de confiance sur les accords monétaires de Hong Kong en 1997. L'émission inaugurale de billets du Fonds de Change à 10 ans en octobre 1996 a été bien accueillie, ayant été souscrite 13 fois. Les obligations affichent actuellement un rendement supérieur de 40 points de base à celui des bons du Trésor américain, n'indiquant aucune prime de risque associée à 1997 et au-delà.

Avec une relation mutuellement bénéfique entre la Chine continentale et Hong Kong, il est de l'intérêt de la Chine de conserver les orientations actuelles en matière de politique monétaire et financière qui se sont révélées l'une et l'autre bien adaptées. Il existe aussi un fort besoin de coopération étroite entre les deux places pour retirer les principaux bénéfices de leurs liens.

Le principe « un pays, deux monnaies, deux systèmes monétaires et deux autorités monétaires mutuellement indépendantes » est une manière à la fois visionnaire et pragmatique de définir pour l'avenir les relations monétaires entre la Chine continentale et Hong Kong. De fait, cela a été bien préparé par un cadre juridique et constitutionnel formé d'un ensemble de principes directeurs publiquement annoncés par les hauts responsables chinois. Parallèlement, les développements économiques sur le continent et à Hong Kong fournissent aussi un environnement favorable pour que les clauses juridiques soient observées de manière réaliste. La présence d'un cadre juridique, constitutionnel et économique approprié permet une transition monétaire en douceur à Hong Kong.