



La singulière résilience du régime de change de Hong Kong

Hong Kong a adopté en 1983 un régime de change fixe dur (le « peg ») ancré au dollar américain. Depuis, la région administrative spéciale a connu des transformations profondes, passant d'une économie industrielle coupée de son *hinterland* chinois à un point de passage incontournable pour les biens et les capitaux entre la Chine et le reste du monde, puis à un centre de services à forte valeur ajoutée, sans renoncer au peg. Ce dernier a également résisté à différents épisodes de tensions (crises financières asiatique et de 2008, manifestations de 2019, Covid).

L'histoire et le fonctionnement de ce régime de change éclairent sur les facteurs de sa résilience, ainsi que sur les enjeux à venir. Hong Kong reste un maillon clé pour l'intégration financière internationale de la Chine, ce qui devrait entraîner le maintien du peg.

Bruno CABRILLAC, Camille MACAIRE et Marie-Élisabeth DE LA SERVE

Direction générale des Statistiques, des Études et de l'International

Codes JEL
E42, F33,
G15

180%

le taux de couverture de la base monétaire par les réserves de change à Hong Kong fin 2021

85%

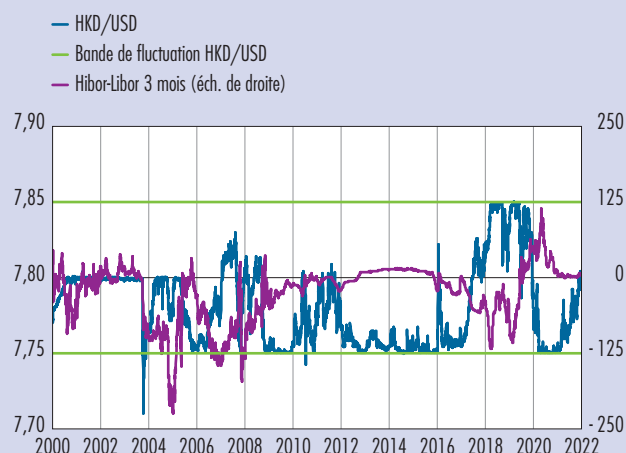
la part d'achat d'actions en Chine par des étrangers qui ont transité par Hong Kong entre 2016 et fin 2021

1^{re}

la place de Hong Kong dans les introductions en bourse mondiales en 2019

Taux de change HKD/USD et spread de taux interbancaires

(niveau ; points de base)



Note : HKD, dollars de Hong Kong ; USD, dollars américains ; Hibor, Hong Kong interbank offered rate ; Libor, London interbank offered rate.

Source : CEIC.



1 Le *currency board* de Hong Kong est un système crédible

Le système s'est adapté aux évolutions macroéconomiques des dernières décennies

Le dollar de Hong Kong (HKD), ancré depuis 1935 sur la livre sterling (cf. encadré 1), connaît une rupture en août 1971, avec la fin de la convertibilité en or du dollar américain (USD) et le ralliement forcé de la livre sterling aux changes flottants. La devise s'ancre alors brièvement au dollar américain, d'abord au taux de 5,65 HKD (par USD), puis, à partir de février 1973, à 5,085 HKD. Mais, en novembre 1974, face à l'affaiblissement du dollar américain, le dollar de Hong Kong se met à flotter librement. En l'absence d'objectif de politique monétaire clair, ce régime de change n'a pas permis d'ancrer l'inflation qui atteint 15,8% en 1980 (Hong Kong Monetary Authority – HKMA, 2000). Le dollar de Hong Kong s'est en effet déprécié rapidement, passant de 5,13 HKD pour 1 USD en 1981 à 9,60 HKD en 1983. Ce phénomène a été aggravé par les attaques spéculatives et par l'escalade de la crise de confiance concernant l'avenir de Hong Kong. Cette dernière connaît son paroxysme en 1983, en raison de l'incertitude sur les négociations sino-britanniques qui aboutiront en 1984 à la signature de la Déclaration conjointe. Le 15 octobre 1983, le gouvernement de la région administrative spéciale (RAS), confronté à la fois à l'instabilité de la monnaie et à des doutes quant à la solidité d'un certain nombre de banques qui portaient un risque de change élevé, annonce un nouveau régime de change. Lien entre le dollar de Hong Kong et le dollar américain au taux fixe de 7,80 HKD, garanti par un système de caisse d'émission (*currency board*, cf. encadré 2), il devient dès lors la base du système monétaire de Hong Kong.

Par ailleurs, en parallèle des évolutions de l'ancrage du dollar de Hong Kong, les missions de l'*Exchange Fund* (ou Fonds d'échange, cf. encadré 1) se sont élargies et les réserves du gouvernement lui sont ainsi confiées dans les années 1970. Il est ensuite intégré au sein de la HKMA, Autorité monétaire de Hong Kong, créée en 1993. Signe de l'assouplissement des règles au fur et à mesure du

temps, c'est désormais une autorité monétaire qui gère les réserves et non plus un « fonds d'échange ».

Au cours des quatre dernières décennies, le système a donc connu un certain nombre de modifications, lui permettant de s'adapter à l'évolution de l'environnement macroéconomique, sans pour autant remettre en cause ses principes fondamentaux. Grâce à ces adaptations, le système qui porte désormais le nom de *Linked Exchange Rate System* ou LERS, est plus souple, mais reste organisé par des règles et régi par les principes du *currency board* (CB).

Le système a prouvé sa résilience face aux crises et aux fluctuations du dollar

Depuis 1983, le système de change fixe et la parité vis-à-vis du dollar ont résisté à de multiples changements. Des changements politiques d'abord, avec la conclusion des négociations sino-britanniques, le retour sous souveraineté chinoise en 1997 et le resserrement progressif du contrôle de la Chine qui s'est accéléré depuis 2019. Des changements économiques ensuite, la RAS passant d'une économie industrielle et marchande coupée de son *hinterland* chinois, à un point de passage incontournable pour les biens et les capitaux entre la Chine et le reste du monde. Puis Hong Kong est devenue un centre de services à forte valeur ajoutée, notamment financier, en compétition avec les villes chinoises de Shenzhen et surtout de Shanghai, mais aussi avec Singapour, Londres ou New York. Le centre financier lui-même a reflété ces changements structurels, en devenant progressivement essentiellement un lieu de cotation des entreprises chinoises. Des obstacles macroéconomiques enfin avec de longues phases de désynchronisation des cycles économiques américain et hongkongais, qui ont rendu l'ancrage au dollar américain procyclique, avec notamment des conséquences sur les prix immobiliers, obligeant la RAS à être une pionnière en matière de politique macroprudentielle. Le peg a aussi traversé sans encombre les larges fluctuations du dollar comme de la politique monétaire américaine. Il a enfin résisté à la crise asiatique de 1997, la solidité du peg ayant eu raison de la spéculation, puis à la crise du SRAS en 2003, à la grande crise financière de 2008 et à la pandémie de Covid-19.



ENCADRÉ 1

Un aperçu de l'histoire de Hong Kong

L'histoire de Hong Kong est plusieurs fois millénaire. Cependant, la ville a connu un essor spectaculaire à partir de la seconde moitié du XIX^e siècle et sa mise sous tutelle britannique. La colonie s'est étendue progressivement de l'île de Hong Kong, par le traité de Nankin en 1842, au territoire actuel de la région administrative spéciale (RAS), fixé par la Convention pour l'extension du territoire de Hong Kong, signée en 1898 entre le Royaume-Uni et l'Empire de Chine. En 1842, date de la fin de la première guerre de l'Opium, la ville compte 6 000 habitants. Sa population ne fera désormais que croître, passant à 120 000 au moment de la seconde guerre de l'Opium (1862) pour atteindre aujourd'hui plus de sept millions de personnes.

Les victoires britanniques, et notamment l'accès au marché chinois, vont permettre au Royaume-Uni d'utiliser Hong Kong comme port de première importance pour ses échanges dans la région et au-delà dans l'ensemble de l'Empire. Ainsi, son trafic maritime se situe dans les années 1900 devant celui de New York ou d'Amsterdam. Même si la prise de pouvoir par le Parti communiste en 1949 va progressivement fermer à nouveau le marché chinois, coupant Hong Kong de son *hinterland* chinois, le port, et plus généralement la place de Hong Kong, vont rester le lieu d'échange le plus important en Asie du Sud-Est. La réouverture de la Chine et la période de croissance exceptionnelle du pays qui s'accélère avec Deng Xiaoping, contemporaine du retour de Hong Kong au sein de l'ensemble chinois, lui offre une nouvelle opportunité.

Avec le développement des échanges, le besoin d'une stabilité monétaire et d'une monnaie d'échange reconnue par tous se fait ressentir. Au moment du traité de Nankin, de nombreuses monnaies circulent sur l'île : roupies argent, dollars mexicains, taels chinois, etc. L'Oriental Bank Corporation émet en 1845 des billets libellés en *silver dollars* – alors quasi-monnaie internationale, indexée sur le cours de l'argent – et en 1863 le même *silver dollar* devient la monnaie légale. En 1866, le gouvernement commence à en émettre une version locale, et l'étalon-argent devient alors l'ancre du système monétaire jusqu'en 1935, lorsque le gouvernement annonce que le dollar de Hong Kong sera désormais lié à la livre sterling au taux de 16 HKD pour 1 livre.

À partir de 1935, l'*Exchange Fund*, à qui sont confiées les réserves officielles et qui fournit le soutien nécessaire pour sauvegarder la valeur d'échange du dollar de Hong Kong, est créé. En vertu de la *Currency Ordinance* de 1935, les banques émettrices (Mercantile Bank of India, Chartered Bank of India, Australia and China et Hong Kong and Shanghai Banking Corporation) sont alors tenues d'y remettre les sous-jacents physiques qu'elles détiennent contre leurs émissions de billets de banque en échange de certificats de dette. Ces certificats constituaient le support juridique des billets émis par les banques habilitées dans le cadre de ce qui est devenu, de fait, un système de caisse d'émission (cf. encadré 2) semblable à ceux qui existent ailleurs dans l'Empire britannique.

L'objectif de la HKMA demeure la stabilité monétaire à travers un ancrage externe. Celle-ci est aujourd'hui définie comme une stabilité du taux de change du dollar de Hong Kong contre le dollar américain, compris dans une bande de fluctuation de 7,75 à 7,85 HKD pour 1 USD, définie en 2005 pour donner un peu de souplesse au système. Dans le cadre du LERS, les interventions sur le marché des changes visant à ramener le

dollar de Hong Kong dans sa zone de convertibilité sont un processus automatique, à travers le déclenchement des *convertibility undertakings* (CU). À l'intérieur de la zone (c.-à.-d. lorsque le taux de change se situe entre 7,75 et 7,85 HKD pour 1 USD), la HKMA conserve une marge d'action pour intervenir à discrétion. Ce sont ainsi en premier lieu les taux d'intérêt sur le dollar de Hong Kong qui s'ajustent dans le cadre du LERS.



ENCADRÉ 2

Qu'est-ce qu'un système de caisse d'émission (*currency board*) ?

Les systèmes de caisse d'émission (*currency board* ou CB), courants dans les colonies européennes aux XIX^e et XX^e siècles, reposent sur quatre principes :

- un taux de change fixe vis-à-vis de la monnaie (ou de l'ancre) de référence ;
- une totale convertibilité des monnaies métallique et fiduciaire à ce taux de change ;
- la base monétaire (c'est-à-dire les monnaies métallique et fiduciaire et les dépôts des banques auprès de la caisse d'émission, soit le passif de la banque centrale, hors fonds propres) est totalement gagée par des réserves de change ;
- l'émission ou la création de monnaie centrale résulte mécaniquement des variations de réserves de change.

En conséquence, la caisse d'émission s'interdit toute mesure discrétionnaire de politique monétaire (prêts à l'État ou aux banques, maniement des réserves obligatoires, etc.).

L'extrême rigidité du système présente des inconvénients, en particulier la perte de l'autonomie de la politique monétaire nationale et la difficulté à absorber des chocs de termes de l'échange. Les difficultés de l'Argentine, qui a choisi ce régime de change en 1991, puis a dû l'abandonner en 2002 malgré des succès initiaux, montre que ce choix n'est pas adapté à toutes les économies et nécessite une discipline macroéconomique.

Néanmoins, la flexibilité du système peut être renforcée par des aménagements qui ne remettent pas en cause sa crédibilité, mais donnent des marges de manœuvre à la politique monétaire et au rôle de prêteur en dernier ressort. Ces possibilités ont été utilisées par la caisse d'émission, puis par l'Autorité monétaire de Hong Kong (HKMA) :

- réglage de la liquidité par des interventions au jour le jour de la banque centrale, décorrélé de la variation des réserves de change – cela n'a été possible que parce que les réserves de change excédaient largement la couverture de la base monétaire ;
- fluctuations du taux de change dans une bande étroite, pour faciliter au jour le jour l'ajustement de la liquidité interne et externe ;
- possibilité de facilités d'urgence aux banques en monnaie locale.

La volatilité des taux d'intérêt à court terme sur la monnaie locale est souvent mentionnée comme un inconvénient des systèmes de CB. Dans le cas de celui de Hong Kong, cet inconvénient ne s'est matérialisé que rarement et dans des périodes très courtes.

Le Fonds monétaire international – FMI (2020) a souligné les différents éléments renforçant la crédibilité du LERS et

qui ont plus généralement permis au peg de se maintenir :
i) des réserves de change et budgétaires abondantes, reflétant une politique budgétaire prudente (Hong Kong a connu, depuis la crise du SRAS en 2003, plus de quinze ans d'excédent budgétaire avant un premier déficit en 2019-2020) ; ii) une réglementation et une supervision financières strictes et iii) une économie flexible avec notamment des ajustements nominaux des



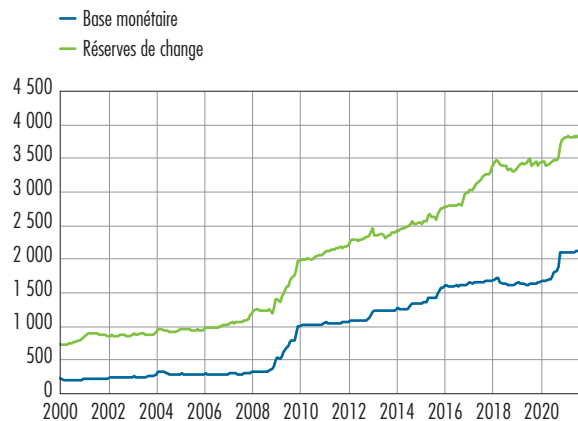
prix et des salaires. En particulier, l'architecture d'un CB prévoit que la base monétaire soit entièrement couverte par des réserves de change. Cette couverture a été et reste largement supérieure à 100% (aujourd'hui proche de 180%, cf. graphique 1), assurant la capacité à la HKMA de défendre l'ancrage de la devise en cas de crise tout en donnant un peu de souplesse pour le réglage de la liquidité. Les réserves de change représentent à Hong Kong plus de 135% du PIB (au troisième trimestre 2021), un des ratios les plus élevés au monde.

Au-delà des éléments économiques, la résilience du peg de Hong Kong au cours des dernières décennies tient également à une très forte volonté politique. Ainsi, lors des attaques spéculatives liées à la crise asiatique de 1997, Hong Kong n'a pas remis en cause son régime de change, au prix d'un ajustement interne très douloureux, passant par une chute d'environ 50% des prix immobiliers (cf. graphique 2), une diminution des salaires substantielle qui a perduré entre 1997 et 2003, et une baisse des prix à la consommation. La HKMA est aussi intervenue massivement en 1998 pour acheter des actions sur le marché hongkongais. La capacité d'ajustement nominale de l'économie est en effet un point clé de la crédibilité d'un CB, et au cœur de la résilience LERS. La HKMA est restée la garante de l'intégrité du système, n'intervenant que dans le cadre de son mandat alors même que les réserves abondent. Ainsi, elle a refusé d'accéder à une demande de certains législateurs début 2021 d'utiliser les réserves de change pour financer les politiques contracycliques de lutte contre la Covid-19, arguant du maintien de la crédibilité du système.

Récemment, la RAS de Hong Kong a traversé plusieurs épisodes de tensions : les mouvements sociaux des *Protests*, la mise en place de la *National Security Law* (loi sur la sécurité nationale) en juin 2020, les bouleversements économiques liés à la crise de la Covid-19 et, en parallèle, le renforcement des tensions sino-américaines. Ces événements ont une nouvelle fois prouvé la robustesse du système, avec un différentiel de taux entre Hong Kong et les États-Unis restant généralement dans une marge de - 100/+ 100 points de base. L'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis au début de la crise sanitaire a entraîné un accroissement

G1 Réserves de change de la HKMA et base monétaire

(en milliards de dollars de Hong Kong)



Note : La base monétaire telle que définie par la HKMA (Hong Kong Monetary Authority) comprend : les certificats de dette, les billets et pièces émis par le gouvernement, le solde des comptes de compensation des banques tenus auprès de la HKMA et enfin les certificats de dépôt et billets émis par l'*Exchange Fund*.
Source : CEIC.

G2 Évolution des prix immobiliers à Hong Kong

(indice, base 100 = 1999)



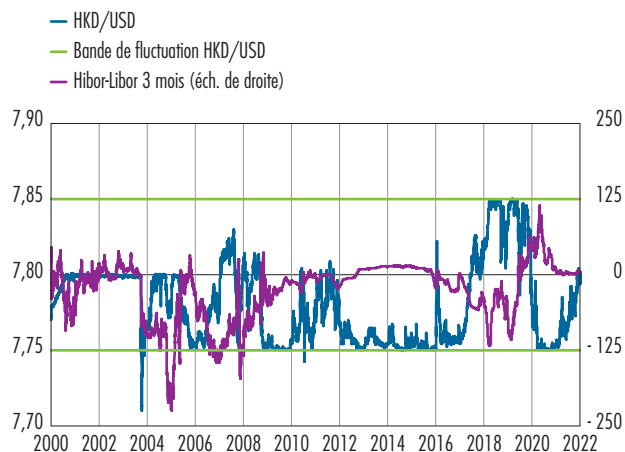
Source : CEIC.

du différentiel de taux d'intérêt interbancaires à court terme entre Hong Kong (Hibor) et les États-Unis (Libor USD) (cf. graphique 3). En conséquence, le taux de change atteint sa borne haute (7,75) en avril 2020. Le double effet des anticipations durables de taux bas aux États-Unis et d'une activité très dynamique de levée de fonds à Hong Kong a soutenu un mouvement de flux entrants dans la RAS. Les dizaines d'interventions réalisées par la HKMA pour acheter du dollar américain et vendre du dollar de Hong Kong ont conduit à une accumulation très marquée des réserves de change de la RAS, mais ont permis au taux de change de rejoindre



G3 Taux de change HKD/USD et spread de taux interbancaires

(niveau ; points de base)



Note : HKD, dollars de Hong Kong ; USD, dollars américains ; Hibor, Hong Kong interbank offered rate ; Libor, London interbank offered rate.
Source : CEIC.

le milieu de sa fourchette et au *spread* de taux de revenir à un niveau proche de l'équilibre (cf. graphique 3).

Quant aux marchés boursiers hongkongais, les liens avec le peg se sont modifiés au cours des deux dernières décennies. Le marché d'actions de Hong Kong était encore au début du siècle en large partie constitué d'entreprises locales, détenues par des investisseurs locaux, même si l'essentiel de leur activité se situait à l'étranger et notamment en Chine continentale. Le lien était de ce fait direct entre la liquidité en dollars de Hong Kong et l'évolution des cours, ce qui avait conduit le CB, pour défendre la parité, à acheter plus de 7% du marché en août 1998, utilisant plus de 18% de ses réserves de change. Début 2022, les entreprises chinoises représentent près de 80% de la capitalisation boursière¹. Ce phénomène est de plus alimenté par un mouvement de report d'entreprises chinoises depuis les États-Unis vers les places financières de Hong Kong ou de Chine continentale pour leurs levées de fonds, du fait du renforcement des tensions sino-américaines. Alibaba, listé à New York depuis 2014, a opéré par exemple une large introduction secondaire à Hong Kong en 2019. Dans ce contexte, le lien entre la liquidité en dollars de Hong Kong (et donc le peg) et le marché d'actions s'est fortement distendu.

2 Le peg représente un atout durable pour Hong Kong et la Chine

Le peg reste le régime de change le plus approprié aux besoins de Hong Kong

La parité monétaire du dollar de Hong Kong est considérée comme un point d'ancrage pour la stabilité financière et l'économie de Hong Kong. Les investisseurs internationaux, dont les Chinois, y placent leur argent parce que cette monnaie a une valeur prévisible par rapport au dollar, et est totalement convertible. Cet ancrage est au fondement de l'émergence de la RAS comme centre commercial puis financier mondial.

Toutefois, le système présente des coûts non négligeables. La perte d'autonomie de la politique monétaire constitue un inconvénient majeur dans un contexte de totale liberté des mouvements de capitaux, selon le principe du triangle d'incompatibilité de Mundell². L'ancrage sur le dollar oblige ainsi la HKMA à suivre la politique de la Réserve fédérale des États-Unis (Fed). Or, les cycles économiques hongkongais et américains sont souvent désynchronisés. Le peg oblige donc, parfois, à un financement de l'économie procyclique. Par ailleurs, les caractéristiques structurelles de Hong Kong y rendent le marché immobilier très spéculatif. En outre, l'alignement des conditions de financement sur celles en vigueur aux États-Unis, dans un territoire qui enregistrait une croissance très supérieure en moyenne à celle des États-Unis, a contribué à entretenir ce mouvement spéculatif qui se traduit par une large amplitude et un niveau très élevé des prix immobiliers. Pour pallier cet inconvénient, les autorités de Hong Kong ont mis très tôt en place des mesures macroprudentielles, réduisant la capacité d'emprunt hypothécaire des ménages dans les périodes de surchauffe des prix. Bien que ces inconvénients aient alimenté le débat sur le peg, celui-ci reste peu contesté à l'intérieur du territoire comme dans les milieux d'affaires ou académiques.

Les alternatives au peg risqueraient en effet de déstabiliser le modèle économique sur lequel repose l'activité de Hong Kong et, au-delà, son rôle pour la Chine continentale. Adopter un taux de change flottant permettrait à

¹ https://www.hkex.com.hk/MarketData/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en

² Principe introduit par Robert Mundell dans les années 1960 selon lequel, dans un contexte international ouvert, une économie ne peut pas avoir simultanément i) un régime de change fixe ; ii) une politique monétaire autonome et iii) une parfaite liberté de circulation des capitaux.



la HKMA de rendre à la politique monétaire sa fonction contracyclique et de limiter l'accumulation de réserves qui présente un coût d'opportunité élevé. Cela pourrait être mis à profit pour soutenir l'activité et atténuer certains des problèmes sociaux auxquels la RAS est confrontée, ou pour constituer un fonds souverain dont le rendement des actifs serait plus élevé. Toutefois, il est largement admis que pour une petite économie très ouverte, un régime de change fixe crédible constitue sans doute le meilleur choix. Une autre question porte sur l'ancrage de la monnaie. L'importance de la Chine dans les échanges et les flux financiers transitant par Hong Kong, et le développement de la circulation du renminbi dans la RAS, pourraient militer pour la prise en compte de la monnaie chinoise dans l'ancrage du dollar de Hong Kong, d'autant que le lien entre le renminbi et le dollar américain s'est (un peu) distendu. Toutefois, les systèmes d'ancrage sur un panier de monnaie apparaissent généralement moins crédibles et plus difficiles à gérer, notamment dans le cadre d'un CB. Enfin, une option consisterait à utiliser le renminbi, plutôt que le dollar de Hong Kong, ou à ancrer le dollar de Hong Kong sur le seul renminbi. Cette option semble difficilement envisageable tant que le renminbi reste partiellement inconvertible, car la liberté des mouvements de capitaux est intrinsèquement liée au rôle de Hong Kong. En outre, tant que la RAS reste une économie distincte sans transferts budgétaires, il paraît fondé qu'elle ait sa propre monnaie et son propre taux de change.

L'arrière-pensée chinoise de Hong Kong bénéficie également du peg

Le lien avec le dollar américain constitue aussi pour la Chine continentale une fenêtre vers le système financier mondial largement dominé par la monnaie américaine. En effet, les centres financiers de Chine continentale présentent des caractéristiques qui limitent leur intégration dans le système financier international. Les places de Shanghai et de Shenzhen ont atteint une position importante. Leurs marchés d'actions occupaient ainsi respectivement le troisième et septième rang mondial en matière de capitalisation à mi-2021. Pourtant, malgré leur taille, ces deux places financières ne possèdent pas le statut international de Hong Kong. Le manque de

transparence ou de fiabilité des mécanismes de certification comptable et de notation de crédit, ou encore des marchés de produits dérivés trop étroits et difficiles d'accès pour les investisseurs étrangers, et surtout l'imparfaite convertibilité du renminbi, constituent en effet des handicaps vis-à-vis de Hong Kong. Les exemples de grandes entreprises chinoises cotées uniquement à Shanghai (comme le fabricant de puces informatiques SMIC, après sa radiation en juin du *New York Stock Exchange* – NYSE) restent aujourd'hui limités. Dans les dernières années, plus de 80% des introductions en bourse (IPO³) *offshore* chinoises y ont été réalisées. Les tensions entre la Chine et les États-Unis poussent par ailleurs les entreprises chinoises à y réaliser des levées de fonds secondaires, phénomène qui devrait perdurer au moins à moyen terme (d'après la *US-China Economic and Security Review Commission*⁴, 248 entreprises chinoises étaient cotées sur les bourses américaines en mai 2021, pour une capitalisation boursière totale de 2 100 milliards de dollars).

La Chine semble vouloir développer ses marchés de capitaux, comme en témoigne l'ouverture d'une nouvelle bourse à Pékin (sa troisième *onshore*), destinée à certaines petites et moyennes entreprises (PME) innovantes, et qui comprenait 81 titres à son ouverture en novembre 2021. Cependant, cet écosystème, encore en construction, répond en partie à un besoin de financement local, et ne devrait pas concurrencer directement les services proposés par la place de Hong Kong.

Sur le marché obligataire, Hong Kong est également particulièrement bien positionnée en Asie (troisième en excluant le Japon), offrant la possibilité d'émettre dans plusieurs monnaies. La récente ouverture du Southbound Bond Connect (cf. encadré 3) a été d'ailleurs perçue comme la volonté de développer le marché des *panda bonds*, les obligations émises en renminbis à Hong Kong. Le large éventail des produits offerts et son accès ouvert pour les émetteurs et investisseurs internationaux (à l'inverse des marchés *onshore*) le rendent particulièrement attractif. La place financière entend par ailleurs se positionner comme un leader asiatique sur les obligations vertes (*green bonds*).

³ *Initial public offerings*.

⁴ <https://www.uscc.gov/research/chinese-companies-listed-major-us-stock-exchanges>



ENCADRÉ 3

Les programmes Connect

Trois types de Connect fonctionnent aujourd'hui : le Stock, le Bond et le Wealth Management Connect.

Le Stock Connect, créé entre les bourses de Hong Kong et Shanghai en 2014, a été étendu à Shenzhen fin 2016. Il permet un accès mutuel aux marchés financiers chinois et hongkongais et représente une des principales voies d'accès aux actions chinoises pour les investisseurs internationaux. L'instauration d'un quota limitant le volume des transactions permet au gouvernement chinois d'ouvrir le marché de manière progressive.

Le Northbound Bond Connect (flux entrants en Chine depuis Hong Kong) a été lancé en 2017 et donne aux investisseurs internationaux accès au marché obligataire chinois. Lors de son ouverture, il s'agissait du quatrième canal d'accès à ce type de marchés *onshore* (après le CIBM Direct, le QFII Scheme et le RQFII Scheme), mais il n'est pas soumis à des quotas. Le Southbound Bond Connect, qui permet aux investisseurs chinois *onshore* éligibles d'acquiescer des obligations *offshore* sur le marché hongkongais, a ouvert en septembre 2021. Des quotas sont mis en place, correspondant à 20 milliards de yuans (3,11 milliards de dollars) par jour dans la limite de 500 milliards de yuans par an.

Le Wealth Management Connect est quant à lui un dispositif entièrement nouveau, annoncé en 2019 et lancé en octobre 2021. Il vise à permettre aux résidents du Guangdong d'investir dans des produits de gestion de patrimoine vendus par les banques de Hong Kong et Macao, et réciproquement ; il est lui aussi soumis à quotas.

Hong Kong représente également un lieu majeur par lequel transitent les flux d'investissements directs étrangers (IDE) depuis et vers la Chine. En 2018, 67% des IDE entrants et 61% des IDE sortants de Chine continentale sont passés par Hong Kong. Même si ces chiffres sont en partie surestimés par des stratégies d'optimisation fiscale de résidents chinois, ils montrent l'importance du rôle de Hong Kong pour les investisseurs. Par ailleurs, à travers les programmes Stock et Bond Connect, Hong Kong est la passerelle centrale pour les flux de portefeuille transfrontaliers entre la Chine et le reste du monde. Depuis 2016, 85% des achats d'actions par des étrangers en Chine continentale y ont transité. La canalisation des flux à travers Hong Kong facilite aussi la surveillance et le contrôle des capitaux, qui restent au cœur du modèle financier et économique de la Chine.

Hong Kong constitue ainsi un maillon nécessaire pour l'intégration de la Chine dans le système de la finance mondialisée. Cet équilibre pourrait être menacé par une

rupture totale des relations financières entre la Chine et les États-Unis, et des mesures de rétorsion sur le dollar qui entraîneraient un découplage brutal. Ce scénario reste peu probable. Une plus grande ouverture et libéralisation des marchés financiers chinois pourrait également remettre en question l'utilité de Hong Kong comme plateforme d'échanges, mais le processus d'ouverture du compte de capital chinois devrait rester très prudent et graduel, voire même s'inverser. Enfin, les autres places financières *offshore*, comme Singapour ou Londres, présentent des limites (profondeur du marché pour Singapour, éloignement géographique et culturel pour Londres) qui affaiblissent leur capacité à concurrencer directement Hong Kong dans ce rôle de fenêtre pour la Chine. Les autorités chinoises ont par ailleurs conforté ce rôle en ouvrant leurs marchés financiers internes aux non-résidents à travers Hong Kong grâce aux programmes Connect. Enfin, ce rôle pourrait être paradoxalement conforté par le raidissement des autorités chinoises vis-à-vis du secteur privé capitaliste chinois. Et ce rôle est intimement lié au peg.



Bibliographie

Chen (B.) (2019)

« Financial market reform in China: progress, problems, and prospects », Routledge.

Cheung (L.), Wong (E.), Ng (P. K.) et Wong (K.) (2018)

« Assessing the impact of globalisation: Lessons from Hong Kong », *BIS Paper*, Banque des règlements internationaux, vol. 100, p. 139-147, décembre.

Fonds monétaire international – FMI (1998)

World economic outlook and international capital markets interim assessment, décembre.

Goodhart (C. A. E.) et Lu (D.) (2003)

« Intervention to save Hong Kong: The authorities' counter-speculation in financial markets », Oxford University Press.

Hong Kong Monetary Authority (2020)

2020 Annual Report.

Hong Kong Monetary Authority (2013)

« Monetary operations under the currency board system: the experience of Hong Kong », *BIS Papers*, Banque des règlements internationaux (éd.), *Sovereign risk: a world without risk-free assets ?*, vol. 73, p. 145-154.

Hong Kong Monetary Authority (2000)

« Money in Hong Kong: a brief introduction », novembre.

Jao (Y. C.) (1998)

« The working of the currency board: the experience of Hong Kong 1935-1997 », *Pacific Economic Review*, vol. 3, n° 3, p. 219-241.

Kwan (Y. K.) et Lui (F. T.) (2007)

Hong Kong's currency board and changing monetary regimes, University of Chicago Press.

Rajan (R. S.) et Siregar (R.) (2002)

« Choice of exchange rate regime: currency board (Hong Kong) or monitoring band (Singapore)? » *Australian Economic Papers*, vol. 41, n° 4, p. 538-556.

SWIFT (2019)

An inside look into London's quest for the renminbi, RMB Tracker Special Edition, septembre.

Walters (A.) (1989)

« Currency boards », *Money*, Palgrave Macmillan, Londres, p. 109-114.

Williamson (J.) (1995)

What role of currency boards ?, Policy Analyses in International Economics, Peterson Institute Press.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vayssset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

