



Perspectives chinoises

2007/2 | 2007

Hong Kong, dix ans après la rétrocession

Made in China, ... financé à Hong Kong

Anne-Laure Delatte et Maud Savary-Mornet



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/3463>

ISSN : 1996-4609

Éditeur

Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée

Date de publication : 15 juillet 2007

ISSN : 1021-9013

Référence électronique

Anne-Laure Delatte et Maud Savary-Mornet, « Made in China, ... financé à Hong Kong », *Perspectives chinoises* [En ligne], 2007/2 | 2007, mis en ligne le 07 avril 2008, consulté le 06 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/3463>

Made in China... financé à Hong Kong

ANNE-LAURE DELATTE
ET MAUD SAVARY-MORNET

« ... Par la suite, j'ai vu le monde extérieur, et j'ai commencé à me demander comment il se faisait que des étrangers, des Anglais, aient pu faire ce qu'ils avaient fait avec le rocher stérile de Hong Kong en 70 ou 80 ans, alors qu'en 4 000 ans la Chine n'avait rien produit d'équivalent... Nous devons nous inspirer des Anglais et transporter leur exemple de bon gouvernement dans chaque région de Chine. »

Sun Yat-sen, s'adressant aux étudiants de l'Université de Hong Kong, 1923

Qu'en est-il sur le plan économique dix ans après la rétrocession? Cet article tente de montrer que l'intégration économique entre Hong Kong et la République populaire de Chine (RPC) a franchi un nouveau palier depuis 1997. En dépit des différences de monnaies, de réglementations, d'institutions et de supervision, les deux économies n'ont jamais été aussi liées. C'est par le secteur financier que cette nouvelle mutation a été opérée. In fine, la Région administrative spéciale a tenté d'affirmer son identité non pas dans la revendication de son autonomie financière et monétaire, pourtant garantie par la Basic Law, mais dans la recherche d'un positionnement adapté aux besoins de l'économie chinoise. Pour autant, cette relation d'intérêts bien compris comporte des risques macroéconomiques tant pour la Chine que pour Hong Kong.

Ce n'est pas un hasard si les négociations de rétrocession de Hong Kong à la Chine sont entreprises en 1982, sous Deng Xiaoping, père de la réforme économique. Certes le dernier traité de 1898 prévoyait un bail sur les nouveaux territoires de 99 ans ; mais les différents traités de cession de Hong Kong aux Britanniques n'ont jamais été reconnus par les nationalistes comme par les communistes chinois. Le terme de 1997 ne représentait donc pas, pour les autorités chinoises, une échéance impérative : la souveraineté serait récupérée, en toute légitimité – toujours selon elles – « en temps voulu »⁽¹⁾. Or, ce moment opportun se présente quand la Chine opère sa mutation vers une économie de marché en 1978 : Deng Xiaoping avait compris que Hong Kong pourrait fournir son soutien logistique, ses compétences humaines et son environnement capitaliste libéral pour l'aider à accomplir la réforme. Aussi, des quatre zones économiques spéciales mises en place en 1980, trois sont établies dans le Guangdong, province voisine de Hong Kong. Les échanges entre Hong Kong et le Guangdong s'intensifient à partir de 1985 : les usines hongkongaises se délocalisent d'abord vers les zones économiques spéciales puis progressivement vers l'ensemble du delta de la rivière des Perles. Le montant cumulé des investissements de Hong Kong représente 80 % du total des investissements étrangers dans la province chinoise en 1990.

L'économie hongkongaise subit une mutation accélérée - d'un dragon asiatique spécialisé dans l'électronique, elle devint une économie de service (90 % du PIB) dédiée à l'économie chinoise. Par le port Victoria transitent les biens intermédiaires importés d'Asie du Sud-Est, qui sont transformés en biens de consommation dans les usines du Guangdong puis réexpédiés à Hong Kong pour être enfin exportés vers le reste du monde.

La transformation de Kowloon en entrepôt chinois et la délocalisation des capitaux hongkongais dans le delta de la rivière des Perles avaient donc déjà eu lieu avant 1997. C'est ce qui faisait dire à certains que la rétrocession faciliterait l'existant mais n'entraînerait pas de changement majeur. Les termes de la négociation entre les autorités britanniques et chinoises confirmaient cette idée : Hong Kong gardait son autonomie économique, monétaire et financière, c'est-à-dire son système capitaliste, sa monnaie, ses propres lois économiques, et bannissait tout transfert fiscal vers la Chine. La crainte exprimée par les hongkongais était plutôt que, une fois les frontières ouvertes, la corruption chinoise ne s'étende au territoire par les cadres du continent, les *biaoshu* cherchant une rente à Hong Kong.

1. Michel Bonnin, « Les zigzags de Pékin », in J.-P. Béja (dir.), *Hong Kong 1997. Fin de siècle, fin d'un monde ?*, Paris, Ed. Complexe, col. « CERI », 1993.

Qu'en est-il dix ans après ? Cet article tente de montrer que l'intégration économique entre Hong Kong et la République populaire de Chine (RPC) a franchi un nouveau palier depuis 1997. En dépit des différences de monnaies, de régulations, d'institutions et de supervision, les deux économies n'ont jamais été aussi liées. C'est par le secteur financier que cette nouvelle mutation a été opérée. *In fine*, la Région administrative spéciale a tenté d'affirmer son identité non pas dans la revendication de son autonomie financière et monétaire, pourtant garantie par la Basic Law, mais dans la recherche d'un positionnement adapté aux besoins de l'économie chinoise. Nous présentons un tableau de l'imbrication des secteurs boursiers et bancaires hongkongais et chinois et tentons d'identifier les enjeux stratégiques et les risques macroéconomiques d'une telle configuration⁽²⁾.

Nous dégagons les facteurs économiques et politiques qui ont mené à la montée en puissance de la Chine dans les intérêts financiers de Hong Kong depuis 1997. La transformation du paysage financier hongkongais repose, non pas sur une volonté imposée depuis Pékin, mais sur une logique d'intérêts bien compris. D'un côté, le positionnement de Hong Kong comme plateforme financière chinoise lui a valu de passer d'une place régionale à une place d'envergure mondiale. De l'autre, la RPC pouvait, pendant ce temps, sur son propre territoire, affiner sa compréhension des mécanismes de marché et expérimenter des réformes, tout en conservant un système financier protégé, une monnaie non convertible et d'importantes restrictions à la circulation de capitaux. S'est donc créée en dix ans une configuration tout à fait particulière, qui ajoute encore à la spécificité du capitalisme chinois : l'adossement à l'économie d'un pays en développement au marché financier d'une économie développée.

Toutefois, ce modèle a des limites, tant pour Hong Kong que pour la Chine. D'une part, l'accélération du processus des réformes en Chine, liée aux engagements vis-à-vis de l'Organisation mondiale du commerce, (OMC), dans le secteur financier, pourrait remettre en cause le rôle privilégié de Hong Kong dans ce dispositif. La libéralisation bouleverse en effet la donne en amenuisant les avantages concurrentiels hongkongais. De plus, la montée en puissance de la Chine dans le secteur financier hongkongais est porteuse de nouveaux risques susceptibles d'affecter l'ensemble de la place. D'autre part, du côté chinois, l'utilisation de Hong Kong pour lever des fonds fait peser de nouvelles contraintes sur le régime de change. Tant que les fonds levés à Hong Kong par les entreprises chinoises restaient limités, l'économie chinoise était protégée contre les capitaux spécu-

latifs par la contrainte des entrées financières sur son territoire, tout en réservant une part des capitaux étrangers à ses meilleures entreprises *via* Hong Kong. Mais, depuis que les introductions en bourse ont franchi des montants historiques, le rapatriement de ces fonds pèse sur la balance des paiements et accentue les pressions en faveur d'un régime de change plus flexible. Nous développerons la montée des risques dans la fin de l'article.

Hong Kong, l'héritage financier

Un marché financier sophistiqué

En 1997, le « miracle chinois » est déjà largement amorcé : la croissance est élevée, le modèle de croissance s'appuie sur un secteur exportateur disposant d'une main d'œuvre abondante et particulièrement bon marché. Comme tout pays émergent, une étape cruciale du développement consiste alors à mettre en place les bases d'un marché financier efficient qui puisse allouer l'épargne des ménages vers les besoins d'investissement des entreprises. Mais les institutions financières ont des bilans désastreux et la collusion entre l'État et le secteur productif, caractéristique inhérente des systèmes communistes, rend l'étape particulièrement périlleuse. Les créances douteuses du système bancaire dans son ensemble et le fonctionnement du type « casino » des bourses chinoises sont les grandes caractéristiques du système financier chinois des années 1990⁽³⁾.

C'est dans ce contexte que la Chine hérite, en 1997, avec la place de Hong Kong, d'une place financière compétitive, sophistiquée et réglementée. Le système bancaire hongkongais compte 437 établissements de crédit⁽⁴⁾ et bureaux de représentation originaires de plus d'une quarantaine de pays ; 76 des 100 principales banques mondiales sont établies à Hong Kong. La place est également un important marché des changes, le septième au monde, favorisé par l'absence

2. L'analyse des relations informelles entre *tycoons* hongkongais et *baishu* (ces individus du sud de la Chine, qui se sont enrichis à la suite de l'ouverture souhaitée par Deng) du continent ne s'est pas traduite par une montée de la corruption mais révélerait probablement les fondements d'une nouvelle économie politique qui n'encourage pas l'évolution du système politique hongkongais. Bien que reconnaissant que la question des relations économiques *informelles* entre Hong Kong et Pékin est fondamentale pour comprendre l'économie hongkongaise, nous avons choisi de ne pas la développer car elle représente un programme de recherche distinct de celui qui est présenté ici.
3. Pour une présentation du système financier chinois avant la réforme, voir par exemple le chapitre II-4 de Françoise Lemoine, *L'économie chinoise*, Paris, La Découverte, col. « Repères », 2005 et le chapitre 3 intitulé « Reforming the Financial System to Support the Market Economy » de l'étude économique de l'OCDE sur la Chine : OECD, *Economic Surveys : China*, OECD, Paris, 2005.
4. Banque de plein exercice, à agrément restreint et compagnies de dépôt.

En 2003, plusieurs facteurs ont affecté la confiance des investisseurs. Parmi ceux-ci, l'épidémie de SRAS et la tentative de Pékin d'imposer l'article 23

de contrôle des changes, ainsi qu'un important centre de gestion de fonds avec 195 entreprises de gestion de fonds autorisées, la plus forte concentration en Asie. Hong Kong, qui à la veille de la rétrocession n'a pas encore été touchée par la crise asiatique, présente un système bancaire rentable et capitalisé : le niveau des créances douteuses est de 1,1 % du total des créances à la fin de 1996⁽⁵⁾, tandis que dans le même temps, il dépasse 40 % dans les banques de Chine continentale. Le ratio international de solvabilité des établissements de crédit atteint 17,8 % en 1997, soit plus du double des normes internationales. Au total, son système financier présente un degré de maturité et de sophistication bien plus élevé que celui de la Chine continentale, comme le soulignait non sans euphémisme en 1997, le Président de l'organisme hongkongais de tutelle des marchés financiers :

La Chine, après tout, ne s'est engagée dans l'économie de marché que depuis moins de 20 ans. Les marchés financiers continentaux ont moins de sept ans d'existence. Au regard des normes des pays développés, les strates de la réglementation manquent d'épaisseur et le cadre légal manque de prédictibilité⁽⁶⁾.

La politique des petits pas : ne pas affoler les investisseurs internationaux

Si le statut politique de l'ancienne colonie a été âprement discuté entre les autorités britanniques et chinoises, et si ces négociations ont abouti à une autonomie politique théorique pour le peuple hongkongais⁽⁷⁾, le cadre législatif adopté a visé, lui, à préserver le modèle économique du territoire et l'équilibre entre les deux systèmes (voir encadré 1). En d'autres termes, il s'agissait de ne pas tuer la poule aux œufs d'or !

Les autorités du continent ont donc, dans un premier temps, veillé à la plus grande discrétion après la rétrocession afin de rassurer les investisseurs internationaux sur leurs intentions. Ainsi, paradoxalement, il était plus difficile d'obtenir un visa pour Hong Kong pour un cadre du Parti communiste chinois (PCC) après, qu'avant 1997⁽⁸⁾. De plus, Jiang Zemin affichait un désintérêt pour le sud de la Chine, trop riche et trop puissante, face à Shanghai à qui il souhaitait rendre ses lettres de noblesse. Mais la donne change en 2003 : la crise de pneumonie atypique (plus connue sous l'acronyme SRAS) porte un coup d'arrêt à l'économie hongkongaise, convalescente depuis la crise asiatique (1997).

Il est urgent de définir une stratégie pour relancer l'économie de Hong Kong. Le remplacement de Jiang par Hu



© Zurzi

Jintao, secrétaire-général depuis 2003, offre alors les conditions politiques pour un rapprochement entre Pékin et Hong Kong. Un accord de libre-échange entre Hong Kong et la Chine continentale, le CEPA⁽⁹⁾, est signé en 2003. Outre la liberté de circulation des marchandises, cet accord comporte un important volet financier, visant à assouplir les conditions d'entrée sur le marché chinois des établissements financiers exerçant à Hong Kong. Cet accord bilatéral affiche donc l'objectif clair d'accélérer l'intégration économique et financière entre les deux zones, que Hong Kong accueille maintenant avec enthousiasme. Au total, en dix ans, les intérêts unilatéraux de la Chine pour Hong Kong, se sont transformés en intérêts mutuels ; la question pour Hong Kong n'étant plus tellement de conserver son autonomie et de cultiver ses spécificités mais de profiter de l'essor chinois en se positionnant comme la plateforme de ses services financiers.

Des intérêts bien compris

Pour Hong Kong, tirer profit des introductions en bourse...

Bien que la création de compartiments spéciaux dédiés aux entreprises chinoises date de 1992⁽¹⁰⁾, la Bourse de Hong Kong comprend principalement des entreprises britanniques et hongkongaises jusqu'à la rétrocession. Ainsi, en 1997,

- Source : statistiques de la Hong Kong Monetary Authority.
- Rapport annuel de la Securities and Future Commission 1996/1997.
- On trouvera une présentation éclairante des enjeux des négociations de la rétrocession dans J.-P. Béja (dir.), *Hong Kong 1997. Fin de siècle, fin d'un monde ?*, op. cit.
- Wenhui Zhu, « Toward an Integrating Market: The Future of Hong Kong's Economy and its Interaction with the Chinese Mainland », *The Brookings Institution, Center For Northeast Asian Policy Studies*, octobre 2005.
- CEPA ou Close Economic Partnership Agreement, conclu en juin 2003 et entré en vigueur le 1er janvier 2004. Trois trains de mesures ont été conclus par la suite entre 2003 et 2005 pour accorder de nouveaux allègements au dispositif.
- La cotation à Hong Kong d'entreprises chinoises prend deux formes : les « *H shares* », dédiées aux sociétés chinoises, et les « *red chips* » dédiées aux sociétés chinoises détenues par le biais desquelles elles s'introduisent en bourse.

Encadré 1: «Un pays, deux systèmes» : préserver le cadre juridique hongkongais...

Afin de préserver le cadre favorable à la vie des affaires qui avait été mis en place par l'administration britannique, une Loi Fondamentale, la Basic Law, est adoptée en 1997. Elle s'inspire de la déclaration conjointe signée par le Royaume Uni et la RPC en 1984⁽¹⁾.

Hong Kong et la communauté d'affaires se voient reconnaître l'assurance que "le système et les politiques socialistes ne seront pas pratiqués dans la Région Administrative Spéciale, celle-ci conservant inchangés le précédent système capitaliste et l'ancien mode de vie du Territoire pour les cinquante ans à venir". Hong Kong demeure un territoire fiscal, douanier et monétaire parfaitement indépendant de la Chine continentale⁽²⁾. Le Territoire conserve sa devise, le HKD, qui est librement convertible⁽³⁾, ainsi que la totale liberté des flux de capitaux⁽⁴⁾. En complément de ces principes, la Banque Centrale de Chine (PBOC) s'engage solennellement à maintenir «deux devises, deux systèmes monétaires et deux autorités monétaires mutuellement indépendantes», à ne pas utiliser les réserves de changes de Hong Kong, sous quelque forme que ce soit⁽⁵⁾, et à bannir les transferts fiscaux.

1. Joint declaration of the government of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland and the Government of the People's Republic of China on the question of Hong Kong, December 19, 1984.
2. Article 109
3. Article 112
4. Article 113
5. On the other hand, contrary to the strict principle of independence, the PBOC stands ready to support the Hong Kong currency, if necessary, at the request of the HKMA.

parmi les 15 plus grandes entreprises cotées à Hong Kong, seule une entreprise est chinoise et moins de 10 % de la capitalisation hongkongaise est réalisée par des entreprises chinoises. Les secteurs de l'immobilier, de la construction et de l'aménagement y sont fortement représentés. Dix ans après la rétrocession, le paysage a largement changé : la moitié de la capitalisation boursière de Hong Kong est réalisée par des entreprises chinoises⁽¹¹⁾. Parmi les 15 plus grandes entreprises cotées à Hong Kong, en décembre 2006, six sont des entreprises de Chine continentale⁽¹²⁾. Les secteurs de la banque et de l'énergie y sont aujourd'hui fortement représentés.

Tableau 1. Les dix plus larges introductions à la bourse de Hong Kong depuis 1993

Rang	Entreprises	Capitaux levés (milliards de HKD)	Date de l'introduction en bourse
1.	Industrial and Commercial Bank of China Ltd.	125,0	27/10/2006
2.	Bank of China Ltd.	86,7	01/06/2006
3.	China Construction Bank Corporation	71,6	27/10/2005
4.	China Unicom Ltd.	43,6	22/06/2000
5.	China Mobile Ltd.	32,7	23/10/1997
6.	China Life Insurance Co. Ltd	26,7	18/12/2003
7.	China Petroleum & Chemical Corporation	26,7	19/10/2000
8.	China Shenhua Energy Co. Ltd	25,5	15/06/2005
9.	PetroChina Co. Ltd.	22,3	07/04/2000
10.	China Merchants Bank Co. Ltd	20,7	22/09/2006

Source: Base de données de la Hong Kong Exchange

A Hong Kong, le secteur des services financiers occupe la seconde place dans le PIB⁽¹³⁾ et est un secteur moteur de l'économie. Pour le territoire, l'introduction en bourse des

11. 25,4 % sous forme d'actions H et 22,3 % sous forme de « red chips ».

12. China Mobile, Industrial and Commercial Bank, Bank of China (actions H), CNOOC, Petrochina, Bank of China Ltd (red chips).

13. Le premier est le secteur du négoce et de la logistique qui occupe 23 % du PIB.

Tableau 2. Les dix premiers établissements bancaires étrangers les plus présents en Chine

Etablissements	Origine de l'actionnariat	Nombre de succursales / bureaux de représentation en Chine
HSBC	Royaume Uni *	27
Bank of East Asia	Hong Kong	27
Standard Chartered	Royaume Uni *	20
Citibank	Etats-Unis *	15
Hang Seng Bank	Hong Kong	15
Sumitomo Mitsui	Japon	9
Bank of Tokyo-Mitsubishi	Japon	9
BNP Paribas	France*	7
United Overseas Bank	Singapour	7
BOC HK	Chine*	7

Source: Rapport Moody's Investors Service⁶
* signale une présence significative à Hong Kong.

entreprises chinoises a donc représenté une véritable manne. Parmi les dix plus grosses introductions jamais réalisées à Hong Kong... dix étaient chinoises. L'effet taille de la Chine a donc joué également en matière financière : le montant des capitaux levés en bourse par les entreprises chinoises a franchi des records historiques. Éclipsant China Construction Bank en 2005, avec 9,1 milliards de dollars américains, l'introduction à la Bourse de Hong Kong de Industrial and Commercial Bank a permis de lever, en 2006, 16 milliards de dollars américains, chiffre qui représente la plus importante introduction en bourse jamais effectuée au monde. Bank of China, également introduite à la Bourse de Hong Kong, a levé 11,1 milliards de dollars américains tandis que Merchant Bank, acteur de taille plus modeste, en levait 2,6.

Ainsi, d'une place financière d'envergure régionale, Hong Kong s'est hissée à la quatrième place mondiale en fonds levés en 2006 avec 67 milliards de dollars américains, derrière New York, Euronext et Londres⁽¹⁴⁾.

... et conquérir le marché bancaire chinois...

De plus, bien que considérées comme des banques étrangères en RPC, les banques hongkongaises bénéficient de conditions préférentielles au titre du CEPA qui allègent – mais ne suppriment pas – les conditions extrêmement restrictives d'accès au marché bancaire chinois pour les investisseurs étrangers⁽¹⁵⁾. Les banques de Hong Kong disposent également de conditions privilégiées pour proposer des produits et services d'assurance, *via* leurs entités situées en Chine continentale.

Ainsi, parmi les dix établissements étrangers les mieux implantés en Chine à la fin de 2006, la moitié est constituée d'établissements bancaires à capitaux hongkongais ou disposant d'une forte implantation historique à Hong Kong. Plusieurs établissements hongkongais ou présents à Hong Kong ont également pris des participations stratégiques importantes dans des banques chinoises, notamment HSBC qui possède 19,9 % de Bank of Communication, 8 % de Bank of Shanghai et une participation indirecte de 16 % dans Industrial Bank, *via* sa filiale Hang Seng Bank.

Le CEPA a joué dans un rôle indéniable dans le positionnement favorable des banques hongkongaises en Chine, même si le nombre des établissements qui en a bénéficié peut apparaître relativement faible⁽¹⁶⁾ : à la fin de décembre 2006, seules huit banques implantées à Hong Kong s'étaient rendues éligibles au titre du CEPA⁽¹⁷⁾, ce qui paraît peu au regard des 200 établissements de crédit installés à Hong Kong. Ce qui a tout autant joué, pour les établissements hongkongais, est leur connaissance des marchés situés à leur frontière ainsi que l'antériorité des liens noués avec les autorités chinoises. *In fine*, le CEPA semble autant avoir relevé d'une politique de signaux favorables envoyés par la RPC au territoire que de l'octroi d'un avantage concurrentiel déterminant aux banques hongkongaises.

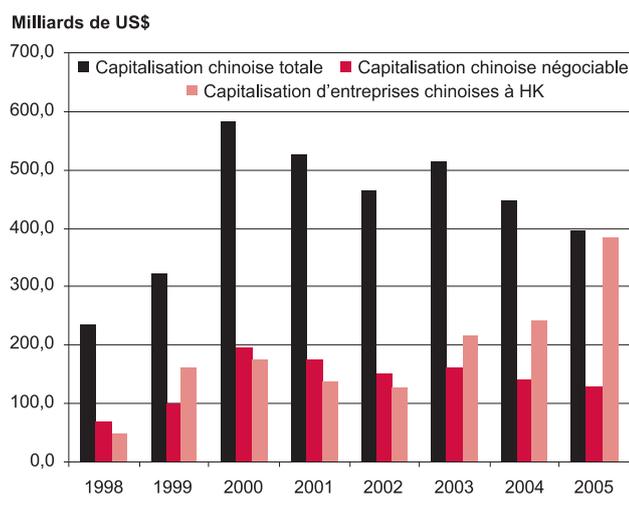
14. Source: World Exchange Federation, données de décembre 2006.

15. Pour les banques hongkongaises, le CEPA abaissé le plancher du montant des actifs requis de 20 milliards de dollars américains à six milliards de dollars américains pour une banque étrangère souhaitant s'implanter en Chine. Elles peuvent proposer des services en rmb et en devises deux ans après l'ouverture d'une succursale, contre trois actuellement pour une banque étrangère. Alors que la réglementation chinoise impose aux banques étrangères de dégager des bénéfices dans chacune des succursales pour obtenir un agrément d'exercice en rmb, le CEPA permet de faire un calcul global des bénéfices pour l'ensemble des succursales bancaires.

16. En l'absence de liste nominative des établissements de crédit bénéficiaire du CEPA, une étude d'impact précise est difficile à mener.

17. Dont trois banques hongkongaises de taille moyenne, qui ont déclaré en bénéficiaire et, de manière plus surprenante, deux filiales de banques chinoises : CITIC et Bank of China.

Figure 3. Capitalisation totale et négociable en Chine continentale et capitalisation des entreprises chinoises à Hong Kong



Sources: Chinese Statistical Yearbook et statistiques Hong Kong Exchange (HKEx).

Pour la Chine, financer son économie...

La Bourse de Hong Kong s'est substituée aux bourses continentales depuis 2000, assurant l'essentiel de l'émission de titres chinois, rendant possible l'émergence d'un marché dérivé sur les actions et les opérations de change et, enfin, accueillant l'ouverture du capital des grandes banques chinoises, étape cruciale de la réforme bancaire.

Il faut ainsi voir les introductions en bourse de l'année 2005 et 2006 comme un prolongement logique du rôle de substitution qu'a joué la Bourse de Hong Kong depuis 2000. Face au dysfonctionnement des bourses en Chine continentale, Hong Kong n'a eu qu'à occuper une place laissée vacante. En effet, des pratiques frauduleuses, une transparence comptable inexistante, des actions en majorité non liquides et l'émission de titres sans contrôle réglementaire préalable caractérisent le fonctionnement de Shanghai et Shenzhen jusqu'à la réforme en 2006. La demande de titres était donc immobilisée dans l'attente d'une réforme. Cela explique pourquoi les indices boursiers entre 2001 et 2005 ne reflètent pas du tout la croissance réelle chinoise : pendant cette période, alors que le PIB chinois doublait, les indices boursiers et la capitalisation de Shanghai et Shenzhen baissaient de moitié⁽¹⁸⁾. Le financement de l'économie chinoise par émission de titres a donc été très faible.

Dans ce contexte, Hong Kong apparaît comme une alternative confortable pour les entreprises chinoises désireuses de lever des capitaux. La place financière, qui a maintenu un cadre réglementaire conforme aux normes internationales, s'est ainsi offerte la cotation d'entreprises chinoises *a priori* solides. La figure 3 résume l'importance accrue qu'a pris Hong Kong dans le financement des entreprises chinoises. Au total, en 2004, la capitalisation boursière des entreprises chinoises à la Bourse de Hong Kong s'élevait à 240 milliards de dollars américains, c'est-à-dire presque le double de la capitalisation négociable des bourses continentales (140 milliards de dollars américains). En 2005, ce rapport s'est encore accru : la valeur des titres d'entreprises chinoises était trois fois supérieure à Hong Kong qu'en Chine continentale (385 milliards de dollars américains).

Arrêtons-nous sur l'année 2003 qui présente un tournant dans l'utilisation de la place financière de Hong Kong par les entreprises chinoises. Ce tournant est lié à la stratégie des autorités continentales de mettre Hong Kong au cœur de la réforme des entreprises d'État chinoises, en particulier celles du secteur bancaire. L'entrée dans le capital d'investisseurs stratégiques étrangers, et un appel à l'épargne publique pour renforcer le capital, ont été rendus possibles par les introductions records détaillées plus haut : ICBC, Bank of China, China Construction Bank, China Merchant Bank.

Au total, la Chine s'est offerte une place financière sophistiquée à ses frontières, entièrement dédiée à son développement économique. Hong Kong représente également une terre d'expérimentation pour ses réformes futures.

... expérimenter et acquérir les connaissances réglementaires...

Le secteur bancaire hongkongais n'a contribué, sur l'ensemble de la décennie, que très modestement au financement de l'économie chinoise. En mars 2007, l'encours des prêts consentis par le système bancaire hongkongais à des entités (banques et entreprises non bancaires) situées en Chine continentale était faible au regard des fonds levés par les entreprises chinoises à la Bourse de Hong Kong en 2007 (384 milliards de dollars hongkongais), affichant même une réduction de 5 % par rapport à 1997⁽¹⁹⁾. Les restrictions

18. Anne Laure Delatte et Maud Savary-Mornet, « Hong Kong, plateforme financière de la Chine continentale », *revue Banque*, février 2007.

19. En prenant en compte l'ensemble des flux financiers, la République populaire de Chine apparaît même comme la seule zone géographique avec laquelle le système bancaire hongkongais est en position de débiteur net en décembre 2006, à hauteur de 130 milliards de dollars hongkongais, contrairement au Royaume-Uni (position créditrice nette de 965 milliards de dollars hongkongais) ou aux États-Unis (position créditrice nette de 228 milliards de dollars hongkongais).

réglementaires et prudentielles à l'octroi de prêts par des banques étrangères à des entités chinoises ainsi que la faillite de GITIC⁽²⁰⁾ en 1999 ont probablement été autant de freins à l'expansion du système bancaire hongkongais vis-à-vis des entités chinoises sur l'ensemble de la décennie.

Pour autant, il ne faudrait pas sous-estimer l'interaction entre le système bancaire hongkongais et l'économie chinoise. En effet, le territoire a permis aux banques chinoises présentes à Hong Kong de s'initier, dans des conditions relativement favorables, aux règles du jeu d'un secteur bancaire libéralisé. Il leur a également permis de s'aguerrir aux normes prudentielles internationales.

Les filiales des banques chinoises présentes à Hong Kong⁽²¹⁾ ont pu expérimenter, au cours de la décennie, les règles de fonctionnement d'un système libéral, dans des conditions adoucies par leur proximité géographique et culturelle avec le marché hongkongais et, en tout état de cause, plus aisées que sur des marchés plus lointains. Cet apprentissage a été, de surcroît, facilité par le fonctionnement, sur un mode longtemps cartellisé, du marché bancaire hongkongais, qui n'a été réellement libéralisé que depuis une période relativement récente (de 1999 à 2001)⁽²²⁾.

Hong Kong a également joué le rôle d'une véritable école de formation dans la maîtrise des risques par les banques chinoises. Le territoire est en effet un des pionniers en Asie de la mise en place des normes bancaires internationales les plus avancées, que ce soit pour les risques de marchés ou pour les ratios d'adéquation des fonds propres⁽²³⁾. Les banques chinoises présentes à Hong Kong sont naturellement soumises à ces normes, ce qui a permis de progresser dans la maîtrise des risques plus rapidement que si elles s'étaient cantonnées à leur marché intérieur⁽²⁴⁾.

... et tester – modestement – la convertibilité externe du rmb

Enfin, depuis 2004, les banques hongkongaises peuvent offrir des services bancaires en rmb, à leur clientèle de particuliers uniquement : prise de dépôt, échanges de devises et virements en rmb, cartes de débit/crédit en rmb, qui peuvent être utilisées en RPC. Elles peuvent également accepter, ainsi que les commerces de détail, des cartes de crédit émises par les banques de Chine continentale, ainsi que des rmb en liquide. Il s'agit pour l'instant de mesures limitées aux particuliers, non proposées aux entreprises. Cela explique que l'utilisation de tels services est restée très marginale (par exemple, les dépôts en rmb ne représentent que 0,5 % du total des dépôts des banques hongkongaises).

L'extension de ces mesures aux entreprises, en particulier l'autorisation de régler les activités d'import/export en rmb, a été annoncée – toutefois sans calendrier – et constituera une étape cruciale vers la libre convertibilité du rmb, en confortant encore le statut de Hong Kong comme lieu d'expérimentation et d'apprentissage.

Au total, la contribution de la Bourse de Hong Kong aux réformes chinoises est apparue de manière flagrante à la faveur des nombreuses introductions réalisées par des entreprises chinoises au cours de la décennie ; d'autre part, les banques chinoises présentes à Hong Kong ont pu s'aguerrir aux règles de fonctionnement d'une place bancaire internationale. Cette configuration particulière d'une économie en développement qui dispose à ses frontières d'un marché financier sophistiqué a représenté un atout pour la Chine, fermée jusqu'ici sur son territoire aux capitaux étrangers de court terme. Toutefois son adhésion à l'OMC pourrait bien changer la donne et placer Hong Kong dans une situation moins confortable où elle aurait à affronter de nouveaux concurrents. Par ailleurs, le lien étroit entre les économies chinoise et hongkongaise est porteur de risques décrits dans la suite.

Vers un nouvel équilibre

Les accords de l'OMC amenuisent les avantages réglementaires dont bénéficiaient les banques installées à Hong Kong

Dans le cadre de son accession à l'OMC en 2001, la Chine s'est engagée à ouvrir son secteur bancaire à compter du 11

20. La faillite de Guangdong International Trust and Investment Corporation en octobre 1998 laisse un total de dettes estimé à 33 milliards de dollars hongkongais répartis sur 120 établissements de crédit, principalement à Hong Kong. À la suite de cette faillite, les créances des banques situées à Hong Kong sur les entités chinoises ont diminué de 4,5 % du total des actifs en septembre 1998 à 3,4 % en décembre 1999.
21. De 35 en 1997, leur nombre s'est réduit à 16 en 2006 suite à différentes fusions et acquisitions, en particulier la fusion, en 2001, des dix banques du consortium Bank of China en une seule entité.
22. Les autorités de Hong Kong ont engagé des réformes afin de modifier le fonctionnement du système bancaire hongkongais, jugé trop oligopolistique. Afin d'introduire plus de concurrence entre les établissements de crédit, plusieurs mesures ont été prises. Tout d'abord la déréglementation de la fixation des taux d'intérêt en 2001, ensuite la facilitation de l'accès au marché pour les banques étrangères dès 1999 et, enfin, une incitation aux fusions-acquisitions entre établissements.
23. Hong Kong a appliqué, dès 1989, le ratio dit ratio Cooke, bien en avance sur le calendrier définie par le Comité de Bâle qui prévoyait une mise en œuvre pour la fin de 1992. Un contrôle des risques de marché a été mis en œuvre dès 1997, peu après les recommandations du comité de Bâle en janvier 1996. Concernant la mise en œuvre du nouveau ratio d'adéquation des fonds propres (dit Bâle 2) le calendrier de passage est en 2007 (approches simples) et 2008 (approches plus complexes) tandis que les autorités chinoises n'ont fixé aucune date d'application pour leur système bancaire.
24. Il reste la question, non détaillée ici faute de place, qui concerne le transfert de compétence des filiales de Hong Kong vers leurs maison-mère situées en Chine continentale.

décembre 2006. Bien que la portée de la libéralisation du marché chinois soit encore limitée⁽²⁵⁾, ces nouvelles dispositions amenuisent mécaniquement les avantages comparatifs offerts par le CEPA aux banques hongkongaises.

Pour autant, comme on l'a dit plus haut, le CEPA ne peut pas expliquer à lui seul l'avance déjà prise par les banques hongkongaises. Celles-ci restent en position favorable dans la conquête du marché bancaire chinois grâce à la proximité culturelle accentuée par l'intégration croissante de Hong Kong dans le delta de la rivière des Perles et l'ancienneté de la stratégie vis-à-vis de la Chine. De plus, la stratégie développée jusqu'alors par les banques étrangères visant à prendre des participations dans des banques chinoises apparaît moins attractive depuis que les autorités chinoises ont confirmé leur souhait de ne pas supprimer le verrou des 20 % de participation d'une banque étrangère dans le capital d'une banque chinoise. Aussi, la constitution d'un réseau de filiales *ad hoc* en Chine apparaît comme la meilleure alternative pour les banques étrangères, exercice dans lequel les banques installées à Hong Kong bénéficient d'un avantage relatif lié à la proximité avec les marchés chinois et de l'antériorité des relations nouées avec les autorités chinoises. Les banques étrangères qui seraient le plus avancées dans leurs discussions avec les régulateurs chinois pour ouvrir un réseau de filiales en Chine sont d'ailleurs principalement des établissements déjà présents à Hong Kong⁽²⁶⁾.

Une concurrence accrue de Shanghai et des grandes places internationales pousse Hong Kong à affiner encore son positionnement vis-à-vis de la Chine

Loin de vivre sur une rente de situation qui lui serait donnée par sa place privilégiée dans le dispositif de réforme des banques chinoises et des grandes entreprises d'État, le marché boursier hongkongais doit faire face à une montée de la concurrence. Tout d'abord, cette concurrence provient des places continentales. Ainsi, la capitalisation boursière cumulée de Shanghai et de Shenzhen a dépassé, pour la première fois à la mi-avril 2007, celle de Hong Kong. La réforme des marchés financiers continentaux s'est traduite en effet par la reprise des introductions en bourse à Shanghai, inaugurée avec succès par la double cotation d'ICBC en octobre 2006. Le premier établissement de crédit chinois a en effet réussi l'introduction en bourse la plus importante par le montant des fonds levés, 21,9 milliards de rmb levés simultanément à Hong Kong et à Shanghai. Parallèlement, les autorités chinoises semblent vouloir favoriser, pour une période

peut-être transitoire, les marchés continentaux. Sans qu'aucun document officiel ne soit publié, la CSRC (China Securities Regulatory Commission) qui doit approuver toutes les demandes d'introduction en bourse des entreprises chinoises, encouragerait, depuis le début 2007, les entreprises à privilégier les levées de fonds sur les marchés continentaux (sous forme d'actions A cotées à Shanghai) au détriment du marché hongkongais (sous forme d'actions H). Plusieurs introductions de grandes entreprises chinoises déjà cotées à Hong Kong sont ainsi attendues en 2007 à Shanghai (China Mobile, Petrochina, Chalco, Bank of Communications⁽²⁷⁾). D'autre part, comme le soulignent les autorités boursières hongkongaises⁽²⁸⁾, les entreprises chinoises cherchent à présent des fonds sur d'autres marchés, qu'ils soient européens, américains⁽²⁹⁾ ou asiatiques, en accompagnement de leur stratégie d'internationalisation.

Cette montée des concurrences mène logiquement Hong Kong à rechercher le positionnement le mieux adapté aux besoins de l'économie chinoise. Cette stratégie apparaît clairement dans plusieurs documents⁽³⁰⁾ élaborés par les autorités hongkongaises à la suite du onzième plan, qui comporte un important volet sur les réformes du secteur financier nécessaires en RPC. La stratégie développée par les autorités hongkongaise s'articule autour de deux idées principales. D'une part, il s'agit de positionner la place financière de Hong Kong comme l'acteur incontournable du processus de réforme du secteur financier chinois. En particulier, les auto-

25. La Chine s'est engagée à lever les mesures non prudentielles qui s'appliquaient jusqu'alors aux banques étrangères souhaitant s'implanter sur le marché chinois. Toutefois, elle ne s'est pas engagée à lever les mesures de nature prudentielles, ce qui lui permet, comme d'ailleurs la plupart des pays de la zone, de continuer à avoir les instruments réglementaires lui permettant de protéger son marché bancaire des acteurs étrangers. Malgré la libéralisation formelle du système bancaire dans le cadre de l'OMC, la procédure pour obtenir un agrément bancaire en Chine demeure complexe et coûteuse. Les acteurs étrangers sont fortement encouragés à filialiser leur activité, structure très coûteuse en capital (un milliard de rmb pour la filiale, 200 millions de rmb pour une succursale). À cela s'ajoute un test de rentabilité qui impose à la filiale de banque étrangère, pour obtenir un agrément en rmb, de montrer qu'elle exerce une activité depuis plus de trois ans et qu'elle a été rentable pendant au moins deux années consécutives. Pour les banques étrangères qui auront choisi de s'installer sous forme de succursale, elles ne pourront accepter que des dépôts supérieurs à un million de rmb et ne pourront pas émettre des cartes de crédit. Par ailleurs, la prise de participation d'un acteur étranger dans une banque chinoise reste limitée à 20 % du capital pour une participation individuelle et 25 % pour un ensemble d'investisseurs.
26. Aux côtés de l'américaine Citigroup figurent HSBC, la Standard Chartered et la Bank of East Asia, une banque à capitaux hongkongais. Source : *The Standard*, 17 avril 2007.
27. *Wall Street Journal*, 18 avril 2007.
28. 12 mars 2007, présentation par Paul Chow, directeur général de la HKEx, intitulée « The Evolving Role of Hong Kong as a Securities Market for the Mainland », assemblée annuelle de la HKU Foundation, HKU Luncheon Talk.
29. Certaines entreprises chinoises sont d'ailleurs déjà listées sur d'autres bourses internationales, à New York et Londres principalement.
30. Rapport du Focus Group, groupe de travail rassemblant des représentants de l'industrie financière et du Gouvernement hongkongais, ainsi que le « 1-3-5 blueprint » développé par la HKMA.

rités chinoises se sont engagées, dans le cadre des accords de l'OMC, à libéraliser la circulation aujourd'hui encore fortement contrainte, des capitaux entre son territoire et le reste du monde. La place financière de Hong Kong mettrait son expertise et ses infrastructures au service de l'ouverture, progressive et graduelle, de la Chine aux investisseurs étrangers et vice versa, du monde aux investisseurs chinois. D'autre part, il s'agirait, pour Hong Kong, de renforcer les liens institutionnels entre Hong Kong et les autorités de Pékin, au moyen de relations « complémentaires, coopératives et interactives »⁽³¹⁾. On mesure ici la distance parcourue par rapport à la rétrocession...

Ainsi, les autorités hongkongaises mettent en avant plusieurs projets auprès des autorités chinoises. Premier axe de développement, le dispositif permettant aux investisseurs institutionnels chinois d'investir une partie de l'épargne chinoise à l'étranger, les QDII⁽³²⁾, pourrait être étendu aux marchés des actions de Hong Kong, soit directement, soit par le biais de fonds. Dans le cadre d'une ouverture partielle du reste du monde aux investisseurs chinois, les plus fortunés d'entre eux seraient autorisés à placer des actifs en devises à Hong Kong, sur une base expérimentale et limitée aux individus détenant des actifs supérieurs à un million de rmb. Deuxième axe, l'extension du marché du rmb *off-shore*, entamé dès 2003 sur une base expérimentale, pourrait être étendu en développant un marché organisé de contrats à terme et d'options sur le rmb⁽³³⁾. D'autres mesures tireraient parti de la sophistication de la place de Hong Kong qui pourrait devenir un marché organisé des titres obligataires cotés en rmb. Cette dernière mesure est celle qui paraît la plus avancée puisque les autorités de Hong Kong ont annoncé à plusieurs reprises que le dispositif serait prêt d'ici la fin 2007. Les établissements financiers chinois pourraient ainsi émettre des titres obligataires libellés en rmb, qui seraient cotés et échangés à Hong Kong.

Les ambiguïtés de l'intégration financière entre Hong Kong et la Chine

Vulnérabilité aux fluctuations chinoises

Hong Kong se trouve, certes aujourd'hui dans une situation favorable qui lui permet de tirer largement parti de l'essor chinois. Toutefois cette dynamique n'est pas sans contreparties : l'importance croissante de la Chine dans les intérêts financiers de Hong Kong accroît le niveau de risque de la

place. Ainsi, aujourd'hui, l'indice de la bourse de Hong Kong, le Hang Seng est sensible à la conjoncture chinoise : par exemple, le 28 février 2007, la baisse de 10 % de l'indice de Shanghai entraînait une baisse de l'indice Hang Seng de 3 %. De même, après l'annonce le 29 avril 2007 par la Banque centrale de Chine (PBOC) de resserrer les conditions monétaires en Chine, l'indice hongkongais dans son ensemble perdait 1 % en une journée. Or, la volatilité des bourses continentales devrait encore s'accroître en 2007 : l'indice de la Bourse de Shanghai a augmenté de 220 % depuis le premier semestre 2006 sans que les profits ne connaissent pareille tendance ; le fort taux d'épargne chinois et la rareté des placements disponibles en Chine se conjuguent pour rendre la bourse tout particulièrement attractive, au point de déclencher des comportements hautement spéculatifs. La demande extrêmement dynamique a propulsé les indices boursiers à des niveaux que certains jugent non durables. Les rares investisseurs institutionnels étrangers présents en Chine maintiennent des positions très liquides afin d'être capables de se retirer rapidement en cas de retournement. Une demande forte de petits porteurs et des placements de très court terme pour les institutionnels rendent les indices prompts aux retournements brutaux. De nombreux observateurs jugent que le rythme de croissance des indices continentaux ne peut pas continuer à cette cadence⁽³⁴⁾. La question aujourd'hui consiste à savoir si l'atterrissage des bourses chinoises aura lieu dans des conditions brutales ou progressives. Comment sera répercuté l'atterrissage à Hong Kong ? Comment réagiront les investisseurs internationaux présents à Hong Kong ? On l'a dit plus haut, l'économie hongkongaise est fortement exposée au secteur financier. La crise en 1997 a montré qu'une chute de l'indice Hang Seng, loin de se cantonner au marché boursier, avait des conséquences systémiques sur le reste de l'économie.

Mais les risques ne sont pas non plus cantonnés au seul territoire de Hong Kong. Il existe enfin une limite à ce modèle pour la Chine, comme nous allons le montrer à présent.

31. 1-3-5 blueprint, rapport annuel 2006 de la HKMA, p. 89.

32. Ou Qualified Domestic Institutional Investors, institutions financières chinoises autorisées à acquérir des actifs sur des bourses étrangères.

33. Hong Kong dispose déjà d'un marché OTC pour le rmb NDF (Non Deliverable Future), c'est-à-dire d'un marché de gré à gré sur lequel s'échangent des produits dérivés permettant aux investisseurs institutionnels de couvrir leurs expositions en rmb contre le risque de change.MSM

34. Sur le risque de bulle spéculative sur les marchés continentaux, voir Henry Ho et Louis Shan, «Where China Shares Are Going ? », UBS, 7 mai 2007.

Hong Kong... dans la balance des paiements chinoise

Hong Kong est certes un atout incontestable pour le développement économique de la Chine. Une caractéristique majeure de la place de Hong Kong est qu'elle est ouverte sans restriction aucune aux flux de capitaux internationaux. Les investisseurs étrangers ont ainsi contribué à 36 % des échanges en 2004 et 2005⁽³⁵⁾ sur les marchés actions et à 23 % sur les marchés de produits dérivés. Sur les marchés

Encadré 2: A quoi ont servi les fonds levés à Hong Kong lors des introductions record?

Jusqu'en 2003, les fonds levés à Hong Kong étaient pour la majeure partie rapatriés en Chine et convertis en RMB pour financer des investissements sur le territoire chinois. Or l'essor des investissements chinois à l'étranger depuis 2003 qui a fait couler beaucoup d'encre et a été accueilli avec plus ou moins d'inquiétude par le monde développé, pourrait bien avoir été financé par des capitaux levés à Hong Kong. Comme l'utilisation des fonds levés en bourse ne fait l'objet d'aucune obligation de déclaration après l'introduction en Bourse, il n'y a pas de moyen systématique de l'identifier. La façon d'approcher le résultat a consisté en un examen attentif des rapports annuels des 15 principales entreprises chinoises cotées à Hong Kong et en relevant les annonces d'investissements et acquisitions par ces entreprises faites dans la presse économique et financière. Ensuite s'il y a un délai court entre l'introduction et l'investissement ou acquisition, alors on suppose qu'il y a une relation de cause.

Ainsi, China Construction Bank, qui avait levé des fonds en novembre 2005, annonçait l'acquisition de Bank of America Asia⁽¹⁾ pour 1,24 milliards USD en 2006. De même, ICBC (Industrial and Commercial Bank of China), dont l'introduction à Hong Kong date de novembre 2006, signait l'acquisition de 90% des parts de la banque indonésienne Halim en janvier 2007. En juillet 2006, six mois après sa levée de fonds, Bank of China, annonçait l'acquisition de la totalité des parts de Singapore Aircraft pour 965 millions US\$. Et PetroChina acquérait le 23 août 2006, 67% du capital émis par PetroKazakhstan.

1. A franchise in Hong Kong and Macao of Bank of America Corporation

des actions, les investisseurs étrangers proviennent majoritairement des États-Unis (29 %), du Royaume-Uni (25 %), du reste de l'Europe (22 %), la part asiatique étant relativement faible (13 %). Autrement dit, depuis 2000, et non pas seulement en 2005 et 2006, la Chine s'est ouverte amplement aux capitaux boursiers étrangers par l'intermédiaire de Hong Kong.

Mais il y a une contradiction forte à détenir une monnaie non convertible, un compte de capital fermé assorti d'un dispositif de contrôles de capitaux et simultanément faire appel à l'épargne internationale au-delà de ses frontières. La Chine aujourd'hui tient à la stabilité de sa monnaie. C'est en effet un pilier de sa croissance puisque celle-ci s'appuie en grande partie sur le secteur exportateur. Une trop forte volatilité entraînerait une plus grande incertitude. C'est en tout cas la justification implicite de l'attachement des autorités à ce régime de change⁽³⁶⁾. Or, c'est le fait que les capitaux ne sont pas libres d'entrer et sortir du pays, qui permet que le taux de change du rmb reste attaché aux fluctuations du dollar tout en opérant avec un taux d'intérêt plus élevé qu'aux États-Unis.

Mais la RPC est victime de son succès économique. L'accumulation record des réserves de devises étrangères de la PBOC en est le reflet. Jusqu'ici les réserves étaient liées essentiellement au surplus de la balance courante – c'est-à-dire aux exportations. Mais depuis 2003, les capitaux abondent, malgré les contrôles⁽³⁷⁾ : parce qu'il y a des exceptions, des failles dans le système mais également parce que les étrangers peuvent acquérir en bourse, depuis Hong Kong, des actions d'entreprises chinoises cotées.. Aussi, la RPC joue un jeu ambigu en restreignant les échanges financiers entre Chinois et étrangers à l'intérieur de ses frontières et simultanément en faisant appel à l'épargne internationale via Hong Kong.

Cela pourrait être en train de se retourner contre elle. En effet, les fonds levés par les introductions en bourse hors de Chine accentuent encore le problème du change. Ainsi, l'introduction des banques chinoises sur des bourses étrangères entre 2005 et 2006 a représenté une levée de fonds de 90 milliards de dollars américains en tout, dont 50 milliards à Hong Kong. Le rapatriement de telles sommes et leur conversion accroissent encore la demande de rmb posant un

35. Hong Kong Exchange, Research and Planning Department, «The International Dimension of HKex Securities Market-Investors and Brokers», *The Exchange*, juillet 2006.

36. En dépit de l'appréciation autorisée du rmb depuis juillet 2005, le régime de change peut toujours être considéré comme un régime sous contrôle.

37. Voir par exemple sur le sujet, Anne Laure Baldi-Delatte, «Is the Chinese Current Exchange Rate Regime Sustainable? », *China Perspectives*, vol 67, 2006.

problème de taille aux autorités en charge du contrôle du change (la SAFE⁽³⁸⁾ et la PBOC). Celles-ci ont bien tenté de limiter, discrètement, le rapatriement de ces fonds. Ainsi, il est probable que les acquisitions à l'étranger décrites dans l'encadré 2, aient reçu un soutien actif voire aient été encouragées par les autorités. Mais la présence d'actifs en dollars pèse de plus en plus lourd dans les bilans. Le dollar se déprécie de 5 % par an en moyenne par rapport au rmb, entraînant des pertes de change proportionnelles. Ainsi, Guo Shuqing, le PDG de la China construction bank, dont l'introduction en bourse à Hong Kong remonte à 2005, se plaignait publiquement en 2006 d'être « forcé » (implicitement par la SAFE) de garder ces fonds en dollars alors que celui-ci même se déprécie, entraînant des pertes de change de l'ordre de 300 millions de dollars. L'appréciation du rmb par rapport au dollar entraîne une réallocation rationnelle des actifs du dollar en rmb. Celle-ci s'est finalement opérée au début 2007 comme l'a confirmé finalement par Wu Xiaoling, vice-gouverneur de la PBOC en avril 2007 : l'augmentation entre le premier trimestre 2006 et 2007 de 37 % des réserves de change, qui a propulsé la Chine au premier rang mondial, refléterait en partie le surplus commercial mais aussi le fait que les entreprises chinoises, motivées par les anticipations d'appréciation du rmb, ont rapatrié les fonds levés sur les bourses étrangères, malgré les restrictions. Ainsi Hong Kong s'invite dans le débat controversé du régime de change chinois⁽³⁹⁾.

sière chinoise qui capte l'épargne internationale. Côté hongkongais, les fonds records levés à la Bourse de Hong Kong sont une manne qui alimente son économie. Pour autant, l'intégration financière de Hong Kong avec la Chine n'est pas sans risque car la Chine est un marché financier émergent, spéculatif et volatil. Sans revenir sur la logique, pourquoi ne pas considérer d'autres stratégies qui mettraient le territoire dans une position moins dépendante des fluctuations économiques et financières chinoises ? Par exemple, en étant une place financière pour l'ensemble de l'Asie, sur le terrain de Singapour. •

Conclusion

Les relations économiques anciennes entre Hong Kong et la RPC se sont renforcées depuis la rétrocession à un rythme que peu de gens prévoyaient. Accompagnant ces liens économiques croissants, le secteur financier a été un moteur important de l'intégration. Le renforcement s'est fait par étapes successives : après une période de latence destinée à préserver l'équilibre des accords conclus à la rétrocession, le CEPA a lancé en 2003 le signal d'une politique de traitement préférentiel accordé à Hong Kong. Les banques installées à Hong Kong se voient accorder des politiques préférentielles pour accéder au marché chinois. Mais l'étape la plus spectaculaire est franchie, à partir de 2003, dans le domaine boursier. Hong Kong s'est vu donner une place privilégiée dans les introductions en bourse des grandes entreprises d'État et des banques. Le recours à Hong Kong répond à une double logique : valider le processus de réformes entrepris par les autorités chinoises, notamment dans le domaine bancaire, et accéder à la seule place bour-

38. State Administration of Foreign Exchange.

39. Sur les controverses du régime de change chinois, voir Michael Goujon et Samuel Guérineau, « La modification de la politique de change chinoise », *Perspectives Chinoises*, n° 93, janvier-février 2006, p. 38-49.