

Places financières de Hong Kong et Singapour

CONCURRENCE OU COMPLÉMENTARITÉ ?



MAUD SAVARY-MORNET
Économiste
Mission économique de Hong Kong

Deux places financières sont en concurrence pour devenir les places financières de référence de l'Asie hors Japon, il s'agit de Singapour et Hong Kong. Bien qu'elles rivalisent pour offrir le cadre fiscal et réglementaire le plus attractif, leur modèle de développement et leurs pôles d'excellence les rendent plutôt complémentaires.



CHRISTOPHE BAUD-BERTHIER
Conseiller financier
Mission économique de Singapour
Représentant pour l'ASEAN
Banque de France

Hong Kong et Singapour, économies d'entrepôts à l'époque coloniale puis ports actifs ayant su profiter de leur situation géographique stratégique, ont réussi à transformer leurs petits territoires, dépourvus de ressources naturelles, en économies développées et diversifiées.

Ces deux cités se sont muées en centres financiers *off-shore* de taille internationale¹, aux économies fortement tertiaisées : le secteur des services représente 64 % à Singapour et jusqu'à 91 % à Hong Kong². Pilier des économies singapouriennes et hongkongaises, le secteur financier représente, respectivement, 12 % et 26 % du PIB et emploie environ 6 % de leur popu-

lation active. Ces deux places se caractérisent aussi par une fiscalité faible et en particulier par l'absence de retenue à la source sur les intérêts versés aux non-résidents ou d'imposition sur les plus-values lors des cessions de valeurs mobilières.

Même si la rétrocession de Hong Kong à la Chine en 1997 avait pu faire naître quelques inquiétudes, le respect du principe « un pays deux systèmes » par les autorités chinoises, a contribué au fait que ces deux centres financiers ont toujours bénéficié d'un environnement politique et juridique stable, d'infrastructures efficaces et de la présence de nombreuses multinationales.

Dans les deux cas, les systèmes bancaires sont sains, les bilans des banques sont de bonne qualité, l'environnement réglementaire et prudentiel se situant au niveau des meilleurs standards internationaux.

Rivales pour devenir les places financières de référence de l'Asie hors Japon compte tenu de leur proximité géographique et de leur présence dans le même fuseau horaire, notamment pour les activités de gestion d'actifs, elles se livrent à une véritable concurrence pour offrir le cadre fiscal et réglementaire

le plus attractif. Si les critères de coûts sont plutôt favorables à Singapour, la présence de l'*hinterland* chinois explique une bonne part du dynamisme de Hong Kong. La région administrative spéciale demeure, en effet, l'intermédiaire privilégié du financement du formidable développement chinois, de l'ouverture du capital et de l'internationalisation des entreprises chinoises. Signe de leur attractivité, les deux places accueillent ainsi une très importante concentration d'établissements bancaires à capitaux étrangers : une centaine à Singapour, près de 200 à Hong Kong.

Les deux places se distinguent toutefois par deux modèles de développement différents, le dirigisme étatique singapourien pouvant être opposé au libéralisme hongkongais. Elles se caractérisent surtout par des positionnements différents à la fois sur le plan géographique et sur celui des principales activités réalisées : alors que Singapour est la grande place régionale pour les activités de change dans la région, Hong Kong a expérimenté un développement rapide de son marché boursier au cours des dernières années pour devenir la 3^e place asiatique, derrière le Japon et depuis peu Shanghai.

1. C'est-à-dire en places financières où les établissements de crédits et les opérateurs de marchés sont majoritairement non résidents, conduisent l'essentiel de leurs activités avec des agents financiers et non financiers non domestiques (à l'actif comme au passif de leurs bilans), présentent des encours de créances et d'engagements extérieurs sans proportion avec les besoins d'intermédiation financière de leur économie intérieure
2. En combinant les économies de Hong Kong et de la région frontalière du Guangdong, qui abrite la majorité des entreprises industrielles à capitaux hongkongais délocalisées au cours des dernières années, le secteur des services retrouve une part dans le PIB comparable à Singapour (64 %).

PARTIE I. DEUX PLACES OFF-SHORE QUI RIVALISENT POUR DEVENIR LES CENTRES FINANCIERS DE RÉFÉRENCE EN ASIE HORS JAPON

Le développement et la compétition entre les places financières de Hong Kong et Singapour remontent à la fin des années soixante. Le véritable décollage de la place financière de Singapour date en effet de 1968 avec les premières opérations de la Bank of America sur l'Asian dollar market. Les banques internationales ont alors commencé à s'intéresser aux villes asiatiques pour étendre le marché florissant de l'eurodollar à d'autres fuseaux horaires. Compte tenu du caractère extrêmement fermé du Japon, ces deux villes ont alors profité de cette opportunité. Dès 1968, le gouvernement singapourien a offert des avantages aux banques qui créaient des départements pour des opérations sur les Asian currency units (ACU).

À ce moment, la place de Hong Kong pâtissait du moratoire qu'elle avait institué sur la dévolution de nouvelles licences bancaires à la suite de la crise de 1965 et de son refus d'abolir le précompte de 15 % qui existait sur les intérêts des dépôts en devises. Mais Hong Kong a rapidement rattrapé son retard à l'occasion du changement de politique décidé par Deng Xiaoping. 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 devient une économie de services largement adossée à l'économie chinoise. Le rapprochement économique et politique avec la Chine s'intensifie dès 2003 avec l'octroi, par la République populaire, de conditions préférentielles pour l'accès au marché chinois des biens et services pour les entreprises basées à Hong Kong (CEPA).

Hong Kong et Singapour en 2007

	Hong Kong	Singapour
Superficie (en km ²)	1 104	704
Population (en millions d'habitants)	6,8	4,5
PIB (Mds USD)	188,7	132,2
PIB/hab. (Mds USD)	27 514	29 474

Sources : Singapore Department of Statistics, Hong Kong Census Department.

Les deux places se caractérisent par la prééminence des opérations avec l'étranger compte tenu de la faible taille de leurs marchés intérieurs. Avec par exemple une position extérieure conjointe de près de 1 500 milliards de dollars américains à l'actif de leurs institutions financières au 30 septembre 2007, soit environ 4,6 % du total mondial, c'est un poids bien plus élevé que leur population conjointe (0,17 % du total) ou même de leurs PIB réunis (0,89 % du total mondial).

Ces places sont aussi, dans une moindre mesure, soutenues par le dynamisme de leurs marchés intéri-

Position extérieure des banques (Mds USD – septembre 2007)

	Hong Kong	Singapour
Actif	727	736
Passif	418	740

Source : BRI.

Taux de croissance annuelle du PIB

	2006	2007	2008 (prévisions)
Hong Kong	7,90 %	5,70 %	4,70 %
Singapour	8,20 %	7,70 %	5,8 %

Source : ADB.

Taux de croissance annuelle du taux d'investissement (prix constants)

	2006	2007	2008 (prévisions)
Hong Kong	7,9	9,2	8,4
Singapour	11,5	14,4	5,4

Source : ADB.

eurs et suivent, d'une certaine manière, la croissance du PIB et le dynamisme de l'investissement.

LA BATAILLE DE L'ATTRACTIVITÉ

Le comparatif des coûts et la concurrence fiscale

Pour les immeubles de bureaux, dans le quartier central des affaires, le ratio entre Singapour et Hong Kong est de deux. Les salaires sont quant à eux de 30 à 40 % moins élevés. Le nombre de jours fériés est lui sensiblement le même.

C'est sur le terrain fiscal que la concurrence est la plus rude. Il n'existe pas de TVA à Hong Kong mais une taxe sur les biens et services à Singapour qui est passée le 1^{er} juillet 2006 de 5 % à 7 %. Dans les deux cas, les taxes sur les véhicules sont élevées (35 à 100 % pour Hong Kong). Par contre, les taux d'imposition sur les sociétés et les particuliers sont faibles. À Hong Kong, le taux de l'impôt pour les sociétés vient d'être ramené de 17,5 à 16,5 % dans le projet de budget 2008. Pour les particuliers, il vient de passer de 16 à 15 % : la base d'imposition est étroite, et il n'existe pas de taxes sur les plus-values, pas d'imposition des dividendes, pas de taxation des bénéfices off-shore (une exonération de taxe sur les intérêts des fonds déposés auprès des institutions bancaires).

À Singapour, le taux de l'IS a été abaissé de 20 à 18 % début 2007 (il était de 27 % il y a dix ans). Le taux est en outre souvent abaissé pour les entreprises évoluant dans des secteurs que souhaite soutenir le gouvernement singapourien. L'Economic Development Board, l'organisme de promotion de la ville-État et l'autorité monétaire (Monetary Authority of Singapore) octroie des aides aux entreprises évoluant dans ces secteurs. Par ailleurs, les sociétés récemment immatriculées bénéficient d'une franchise d'impôt sur les premiers 50 000 euros de revenus im-

sés pour chacune des trois premières années d'imposition. Si la société choisit d'implanter à Singapour son siège régional, sous certaines conditions, le taux de l'IS tombe à 15 %.

Les employés singapouriens, ceux qui détiennent un permis de séjour permanent ainsi que les employeurs doivent cotiser au fonds de retraite obligatoire (*Central Provident Fund*). Initialement destiné à financer la retraite à travers un mécanisme de capitalisation individuelle, il a fait l'objet de plusieurs réformes pour permettre à ses membres d'utiliser l'épargne ainsi constituée pour l'acquisition d'un logement, pour faire face à des dépenses de santé ou pour financer l'éducation des enfants. La cotisation patronale est de 13 % et celle du salarié de 20 %, mais le montant total est plafonné à 33 % de 2 200 euros par mois.

Singapour, en outre, signé 52 accords de non double imposition.

À Hong Kong, le système de retraite obligatoire par capitalisation (*Mandatory Provident Fund*) est de 5 % pour la cotisation patronale et 5 % pour la part salariale. La cotisation globale est plafonnée. À Hong Kong, le taux de l'impôt sur le revenu pour les particuliers est progressif mais borné à 16 % du salaire net. À Singapour, le taux est progressif jusqu'à 20 %.

C'est dans ce contexte que doit être resitué le souhait de l'Union européenne de négocier avec Singapour un accord fiscal pour mettre en œuvre la « directive épargne ». Cette directive européenne relative à la fiscalité de l'épargne (2003/48 du 3/06/2003) est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2005. En vertu de celle-ci, chaque État membre doit informer ses pairs des intérêts versés à partir de cet État membre à des particuliers résidant dans d'autres États membres. Pendant une période transitoire, le Luxembourg, l'Autriche et la Belgique ont toutefois été autorisés, au lieu de communiquer des informations, à appliquer une retenue à la source (15 % pour les trois premières années 2005-2007, 20 % pour les trois années suivantes 2008-2010 et 35 % à partir de 2011). Le produit de la retenue à la source prélevée dans ces trois pays de l'Union ainsi que dans les pays tiers respectifs est versé, à concurrence de 75 %, à l'État de résidence de l'épargnant.

Dix importants territoires dépen-

dants ou associés des États membres (Jersey, Guernesey, île de Man et les territoires dépendants ou associés des Caraïbes) se sont engagés, sur la base d'accords formels ou d'arrangements conclus entre chacun d'entre eux et chacun des vingt-cinq États membres de l'Union européenne, à appliquer depuis le 1^{er} juillet 2005 des mesures identiques à celles prévues dans la directive, à savoir l'échange automatique d'informations ou, pendant la période de transition prévue par la directive, le prélèvement d'une retenue à la source dans les mêmes conditions que celles prévues pour la Belgique, le Luxembourg ou l'Autriche.

C'est dans ce contexte que l'Union européenne souhaiterait signer un accord avec Singapour, Hong Kong et Macao, car le dispositif n'a de sens que si les principaux centres financiers respectent les mêmes règles et ne servent pas de réceptacles aux capitaux qui fuiraient les autres centres pour échapper à cet impôt. Le 6 juillet 2006, la Commission a proposé d'engager des pourparlers avec des centres financiers importants, sous la forme « d'échanges de vue préliminaires officieux aux niveaux politique et technique ». Lors de sa réunion du 4 septembre 2006, le groupe « questions fiscales » (fiscalité directe) a convenu que la Commission devait engager sans tarder des entretiens exploratoires avec Singapour, Hong Kong et Macao. Singapour, bien que non-membre de l'OCDE, participe à certains travaux du Forum global qui travaille notamment sur les pratiques fiscales déloyales. À Melbourne, en novembre 2005, les autorités singapouriennes avaient indiqué réfléchir à des évolutions en la matière, mais aucune mesure concrète n'a été prise depuis et Singapour a assez vertement fait savoir à la Commission en octobre 2006 ne pas se sentir concernée par la directive épargne et refuse depuis de l'inscrire dans l'agenda des discussions du futur accord de coopération et de partenariat entre l'Union européenne et l'ASEAN.

Eu égard au positionnement de Singapour et au développement de l'activité de banque privée, il apparaît à ce stade peu probable que la ville-État accepte de gâcher de cœur cette négociation, d'autant que, forte de sa politique de signature tous azimuts

d'accords de libre-échange, elle n'a rien à gagner d'un accord qui réduirait son rôle de hub régional pour l'épargne privée.

L'influence des cadres réglementaires

Hong Kong et Singapour ont adopté un cadre prudentiel et réglementaire conforme aux normes internationales dans le domaine bancaire et boursier. Pour ces places financières *off-shore*, le respect des normes internationales les plus élevées est un élément essentiel de leur stabilité et de leur réputation, qui conditionnent leur capacité à attirer les capitaux étrangers.

La supervision bancaire est exercée à Hong Kong comme à Singapour par les autorités monétaires (*Hong Kong Monetary Authority* et *Monetary Authority of Singapore*), qui exercent les missions classiques de Banques centrales auxquelles est adossé le contrôle bancaire. La stratégie affichée par ces institutions consiste à maintenir et développer un cadre réglementaire directement inspiré des normes internationales. Ainsi, la HKMA comme la MAS font partie des institutions les plus avancées de la zone Asie sur la mise en œuvre des grands chantiers réglementaires, que ce soit le nouvel accord d'adéquation des fonds propres (Bâle II) ou les normes anti-blanchiment¹. Dans le domaine boursier, Hong Kong a profondément revu et modernisé sa réglementation en 2003 avec l'adoption d'un texte consolidé (*Securities and Futures Ordinance*) qui est en ligne avec les textes et pratiques internationales².

Toutefois, Hong Kong et Singapour considèrent également que le cadre prudentiel et réglementaire doit participer à l'attractivité de leurs places. D'après une étude menée par la *Securities and Futures Commission* de Hong Kong visant à déterminer les facteurs de compétitivité des centres financiers³, Hong Kong et Singapour partagent la première place *ex-æquo* en Asie pour la qualité de leur cadre réglementaire.

1. Hong Kong a d'ailleurs tenu la présidence du GAFI de 2001 à 2002.

2. Hong Kong a toutefois renoncé à mettre en œuvre une réglementation inspirée du texte américain Sarbanes-Oxley.

3. Hong Kong as a leading financial centre in Asia, research department, supervision of Markets division, Août 2006.

Les détails de ce classement révèlent toutefois des différences subtiles entre les deux places. Hong Kong figure à la première place, contre la quatrième place pour Singapour, pour sa capacité à favoriser la concurrence entre ses acteurs. Hong Kong s'est en effet engagé dans un processus dès 1998⁴ visant explicitement à encourager la concurrence entre les établissements de crédit en dérégulant la fixation des taux d'intérêt, en facilitant l'accès au marché pour les banques étrangères et en encourageant les fusions-acquisitions entre établissements⁵. La réglementation bancaire de la Région autonome spéciale met ainsi sur un parfait pied d'égalité les banques locales et les banques à capitaux étrangers. Singapour, par contraste, paraît moins avancée dans ce processus et veille plus visiblement aux intérêts de ses banques locales par diverses mesures, qu'elles soient ou non réglementaires. Par exemple, les banques étrangères n'ont pas accès au réseau des distributeurs et guichets automatiques des banques (GAB) locales⁶.

Autre différence entre les deux places, Singapour apparaît en tête du classement pour la capacité de ses autorités à anticiper sur les évolutions des activités financières et à les accompagner par des changements réglementaires appropriés. Hong Kong n'apparaît qu'à la 3^e place asiatique au regard de ce critère. De l'avis des professionnels de la finance, les autorités singapouriennes ont un mode d'organisation leur permettant de détecter les innovations financières et de proposer les aménagements réglementaires susceptibles de permettre le développement de ces activités, ce qui va d'ailleurs de pair avec l'approche interventionniste du gouvernement singapourien. Ainsi, la MAS, l'Autorité Monétaire de Sin-

gapour, qui supervise les établissements de crédit, est également chargée de la promotion de la ville-État comme centre financier international et « *promeut activement les activités dans lesquelles Singapour a un avantage compétitif notamment la banque privée et les changes* ».

L'environnement prudentiel et réglementaire ne diffère pas suffisamment entre les deux places pour expliquer leur positionnement relatif sur les différents segments de l'industrie financière. Les deux places veillent d'ailleurs à ce qu'il en soit ainsi et regardent avec attention leurs dispositions réglementaires respectives. Ainsi, les autorités singapouriennes ont eu depuis longtemps une attitude favorable vis-à-vis des *hedge funds*, ce qui a favorisé leur développement rapide. Prenant acte de cet avantage concurrentiel, les autorités hongkongaises ont modifié leur réglementation en 2003 afin d'assouplir les critères permettant aux *hedge funds* d'obtenir un agrément pour distribuer des produits à la clientèle individuelle.

PARTICIPATION CONJOINTE AUX INITIATIVES RÉGIONALES DE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS OBLIGATAIRES : ASIAN BOND FUND

Les autorités de Hong Kong et Singapour ont joué un rôle moteur dans les initiatives prises pour développer les marchés obligataires régionaux, qu'elles considèrent comme insuffisamment matures et profonds. La crise asiatique de 1997/1998 a montré les inconvénients liés à l'absence de marchés obligataires suffisamment développés, qui n'ont pas pu se substituer aux sources traditionnelles de financement lorsque celles-ci se sont tarées. De plus, les excédents courants des économies asiatiques ont conduit à une accumulation considérable de réserves en devises dont une partie pourrait être investie dans des titres de dette émis par les États de la région.

Hong Kong et Singapour sont ainsi très actives au sein de l'EMEAP (*Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks*). Cette organisation rassem-

ble 11 banques centrales et autorités monétaires de la région Asie-Pacifique pour promouvoir le développement des marchés obligataires en réinvestissant une partie des réserves de change asiatiques dans des titres émis par des emprunteurs souverains de la région. La HKMA assure ainsi la présidence du groupe de travail de l'EMEAP sur les marchés financiers.

Asian Bond Fund I a été lancé en juin 2003. ABF1 est investi en obligations, libellées en USD, émises par des émetteurs souverains et quasi-souverains de l'EMEAP (hors Australie, Japon et

“ Le véritable décollage de la place financière de Singapour date de 1968 avec les premières opérations de la Bank of America sur l'Asian dollar market. ”

Nouvelle-Zélande). Cette première initiative a été suivie, en mai 2005, par le lancement d'ABF2. ABF2 est composé d'un fonds d'obligations asiatiques (PAIF ou Pan-Asia Bond Index) et de huit fonds individuels. Le PAIF investit dans des obligations souveraines et quasi souveraines libellées en monnaie locale, émises sur huit places participant à l'EMEAP. Les huit fonds individuels investissent, quant à eux, dans les obligations souveraines et quasi souveraines libellées dans la monnaie locale du pays où ils sont implantés. Exemple de coopération et d'équilibre politique entre les deux places, le PAIF, doté d'un milliard d'USD, a été domicilié à Singapour et géré dans la ville-État... tandis qu'il était introduit et listé à la Bourse de Hong Kong.

4. Banking Sector Consultancy Study, KPMG and Barents, 1998.

5. Les mesures les plus significatives ont été l'assouplissement des conditions d'accès pour les banques étrangères en septembre 1999 et la dérégulation complète des taux d'intérêt, achevée en 2001.

6. Les clients des banques étrangères ne peuvent pas, hormis depuis les GAB de leurs propres banques, effectuer des virements ou consulter leurs comptes. Elles peuvent par contre partager leurs réseaux et négocier avec les banques singapouriennes pour que leurs clients puissent réaliser des opérations de « cash advance ».

■ PARTIE II. MAIS DES POSITIONNEMENTS DIFFÉRENTS QUI RENDENT HONG KONG ET SINGAPOUR PLUS COMPLÉMENTAIRES QUE CONCURRENTES

Dès le début des années soixante-dix, ces deux places se sont révélées plus complémentaires que concurrentes. Ainsi les excédents de dépôts bancaires en devises de l'Asian dollar market qui ne pouvaient trouver à être recyclés dans la petite économie singapourienne ni être absorbés par l'ASEAN, pas encore très dynamique, se sont dirigés vers Hong Kong dont l'activité de prêts à l'étranger, notamment de prêts syndiqués pour les entreprises et les États de la région (Japon, Taïwan, Corée du Sud, etc.) était déjà très florissante. Ce marché représentait, fin septembre 2007, près de 575 milliards de dollars américains d'actifs totaux (dont les deux tiers de prêts interbancaires), soit plus de 400 % du PIB. Aujourd'hui encore, les zones de recouvrement ne sont pas si importantes.

SPÉCIALISATION GÉOGRAPHIQUE

Singapour, hub financier du Sud-Est asiatique

Compte tenu de sa stabilité politique et juridique, Singapour s'est imposé comme le réceptacle de l'épargne régionale eu égard à l'instabilité et au sous-développement des infrastructures bancaires qui ont longtemps prévalu dans l'ASEAN.

À partir de la fin des années quatre-vingt, de l'accélération de la croissance et de l'ouverture des économies de la région, Singapour a aussi joué un rôle de financeur pour l'ASEAN.

La position stratégique de Singapour entre la mer de Chine et l'océan Indien, une des principales voies du commerce international, a favorisé toutes les activités de financement du commerce des plus simples aux plus sophistiquées.

Compte tenu de sa politique d'attraction des firmes multinationales, de nombreux sièges régionaux ont fait le choix de s'installer dans la ville-Etat et y ont souvent localisé leurs opérations de trésorerie et de gestion du risque.

De plus, de nombreux pays de la région (Malaisie, Indonésie, Thaïlande) sont des pays producteurs de matières premières généralement échangées en dollar américain. Singapour s'est ainsi positionnée comme fournisseur de devises et financeur de ce type d'activités.

Compte tenu de la très forte spécialisation des pays de l'ASEAN dans le secteur de l'électronique, la place de Singapour a aussi développé une offre de financement de ce type de commerce.

L'enjeu chinois pour Hong Kong

Popularisées par la formule « un pays, deux systèmes », les conditions de la rétrocession de Hong Kong à la Chine en 1997 permettent de préserver, pendant 50 ans, le cadre économique, politique et réglementaire hérité de la période britannique. Après une période de latence destinée à préserver l'équilibre des accords conclus à la rétrocession, les liens économiques et financiers entre Hong Kong et la Chine se sont rapidement renforcés. Pour Hong Kong, l'adossement à l'économie chinoise permet à ses principaux secteurs d'activité de bénéficier de la croissance rapide du continent tandis que la Chine peut bénéficier des services d'une place financière sophistiquée.

Ce renforcement des liens s'est fait en plusieurs étapes. Dans le domaine bancaire, un accord préférentiel de libre-échange est conclu en 2003 entre Hong Kong et la Chine continentale, le CEPA¹. Outre la liberté de circulation des marchandises, cet accord comporte un important volet financier. Bien que considérées comme des banques étrangères en Chine, 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 étrangers². 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.

De plus, depuis 2004, Hong Kong a été choisi comme site d'expérimentation de la convertibilité partielle du yuan (Renminbi – RMB). 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 Chine. 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 disponibles pour les entreprises ; ce qui explique que l'utilisation de tels services soit encore marginale (par exemple, les dépôts en RMB ne représentent que 0,5 % du total des dépôts des banques hongkongaises).

Dans le domaine boursier, Hong Kong se voit donner une place privilégiée dans les introductions en Bourse des grandes entreprises d'État et des banques dès 2003. 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 boursière chinoise qui capte l'épargne internationale (cf. B1). Pour le Territoire, ces introductions en Bourse massives ont représenté une véritable manne finan-

2. Pour les banques hongkongaises, le CEPA abaisse le plancher du montant des actifs requis de 20 à 6 milliards de dollars américains pour une banque étrangère souhaitant s'implanter en Chine. Elles peuvent proposer des services en yuan 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 yuan, le CEPA permet de faire un calcul global des bénéfices pour l'ensemble des succursales bancaires.

1. CEPA ou Close Economic Partnership Agreement, conclu en juin 2003 et entré en vigueur le 1^{er} janvier 2004. Trois trains de mesures ont été conclus par la suite entre 2003 et 2005 pour accorder de nouveaux allègements au dispositif.

cière qui bénéficie tant à la Bourse de Hong Kong, qui a réalisé plusieurs années consécutives des bénéfiques records, qu'aux différents intermédiaires financiers.

Les autorités de Hong Kong ainsi que la communauté d'affaires voient leur avenir dans l'adossement de plus en plus étroit de la plateforme financière à l'économie chinoise. Elles tentent ainsi de positionner Hong Kong comme l'acteur incontournable du processus de réformes du secteur financier chinois tout en renforçant encore les liens institutionnels, déjà très étroits, avec les autorités de Pékin. Le document consultatif rédigé par les représentants de la place financière hongkongaise dans la foulée du XI^e plan, appelle ainsi à la construction de relations « complémentaires, coopératives et interactives ». La place financière de Hong Kong souhaite ainsi mettre son expertise et ses infrastructures au service de l'ouverture, progressive et graduelle, du compte de capital chinois, en accompagnant les expériences de convertibilité externe du yuan et en canalisant l'épargne chinoise qui sera amenée, dans le futur, à s'investir sur les marchés internationaux.

LES PÔLES D'EXCELLENCE

Les marchés d'actions

Hong Kong et Singapour sont des places boursières d'envergure régionale, Singapour étant de taille plus modeste que Hong Kong. Leur capitalisation boursière s'établissait, à fin décembre 2007, à 2 654 et 539 milliards de dollars américains, ce qui les plaçait respectivement au 3^e rang (derrière Tokyo et Shanghai) et au 8^e rang (derrière l'Australie, la Corée, Taiwan et Shenzhen) de la région Asie Pacifique. Hong Kong figure ainsi au 6^e rang mondial en termes de capitalisation boursière (derrière NYSE, Euronext, Tokyo, Londres et Shanghai) tandis que Singapour occupe la 20^e place du classement³.

Hong Kong a bénéficié, depuis 2003, de nombreuses introductions réa-

Capitalisation boursière

(à fin décembre 2007 – Mds USD et variation annuelle en monnaie locale)

Hong Kong	2 654	+ 55,2 %
Singapour	539	+ 31,6 %
New York Stock Exchange	15 651	+ 1,5 %
Tokyo	4 331	- 12 %
Euronext	4 223	+ 2,7 %
Nasdaq	4 014	+ 3,8 %
Londres	3 852	- 0,2 %
Shanghai	3 694	+ 276,8 %
Bombay	1 819	+ 97,8 %
National Stock Exchange India	1 660	+ 91 %
Australie	1 298	+ 6,4 %
Corée	1 123	+ 35,4 %
Total Monde	60 693	+ 19,8 %

Source : World Federation of Exchanges.

Nombre de sociétés listées

(fin décembre 2007)

	Total	Dont étrangères	Variation/
			12/2006
Hong Kong Exchanges	1 241	9	5,8 %
Singapore Exchange	762	290	7,6 %

Source : World Federation of Exchanges.

Variation des valeurs échangées

(janv.-déc. 2007/janv.-dec. 2006) en monnaie locale

Hong Kong	+ 157,8 %
Singapour	+ 100,7 %

Source : World Federation of Exchanges.

lisées par les entreprises de Chine continentale. Le rôle joué par Hong Kong dans la cotation en Bourse des entreprises de Chine continentale a commencé à la fin des années 1980 et s'est rapidement amplifié à partir des années 2000. Avant cette date, la Bourse de Hong Kong accueillait principalement des entreprises britanniques (dans le secteur bancaire) ainsi que des entreprises hongkongaises (dans les secteurs de l'immobilier, de la construction, de l'aménagement). La Bourse de Hong Kong a adapté son offre en créant un compartiment des actions « H » en 1993, permettant aux sociétés chinoises d'être cotées ainsi qu'en favorisant la cotation des « red chips » (les sociétés chinoises détenant des filiales à Hong Kong par le biais desquelles elles s'introduisent en Bourse). Dès 2003, Hong Kong s'est vu donner un rôle central dans les réformes des entreprises d'État chinoises

(SOE⁴), en particulier des banques. La réforme des banques chinoises s'est déroulée selon un schéma consistant, dans un premier temps, à faire entrer des investisseurs stratégiques étrangers dans le capital des banques chinoises afin d'améliorer leurs ratios financiers. Dans un deuxième temps, les autorités chinoises ont organisé l'appel à l'épargne publique, exercice dans lequel Hong Kong a joué un rôle central. Bank of Communication, China Construction Bank, la quatrième banque chinoise, Bank of China, deuxième banque chinoise, et Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), première banque d'État chinoise, ont ainsi été listées à la Bourse de Hong Kong entre 2003 et 2006. ICBC a réalisé la plus importante introduction jamais effectuée au monde en octobre 2006 (16 milliards de dollars).

Plusieurs facteurs expliquent le choix de Hong Kong comme pivot du processus de réforme. Les Bourses de Chine continentale ont été réformées en profondeur entre 2001 et 2006 afin d'en transformer radicalement le fonctionnement, ce qui s'est traduit notamment par le gel des introductions à Shanghai et Shenzhen jusqu'en juin 2006. Hong Kong s'est donc naturellement trouvée en position de relais vis-à-vis des places de Chine continentale, qui ne pouvaient plus accueillir les nouvelles introductions en Bourse. Hong Kong bénéficie également d'un niveau de gouvernance d'entreprise élevé. Enfin, Hong Kong est la seule place financière chinoise ouverte sans restriction aux investisseurs internationaux, contrairement à Shanghai et Shenzhen, qui sont essentiellement à vocation domestique puisqu'elles ne listent que des entreprises chinoises et ne recueillent que l'épargne domestique. En 2006, les investisseurs étrangers, principalement des investisseurs institutionnels, ont contribué à 41 % des transactions sur les marchés hongkongais. Sur les marchés actions, les investisseurs étrangers proviennent majoritairement des États-Unis (26 %), du Royaume-Uni (24 %) et du reste de l'Europe (23 %), la part asiatique étant relativement faible (21 %, dont 11 % pour Singapour).

3. Source : World Federation of Exchanges, statistiques décembre 2007.

4. State-Owned Enterprises.

Cette polarisation sur le marché chinois explique la très forte concentration d'entreprises chinoises à la Bourse de Hong Kong. Les entreprises chinoises (actions H, *red chips*) représentent 58 % de la capitalisation de marché, contre 9 % en 1997. Sur les neuf premiers mois de l'année 2007, 67 % des transactions portaient sur des entreprises chinoises. Sur les 1 220 entreprises listées sur le marché principal, seules huit sont d'origine étrangère⁵. En prenant un autre critère qui est celui de l'origine géographique de l'actionnaire principal la Bourse de Hong Kong compte néanmoins une centaine d'entreprises étrangères dont la moitié de Taiwan et l'autre moitié de l'Asie Pacifique (Malaisie, Singapour, Indonésie, Japon, Thaïlande, Australie), du Royaume-Uni et des États-Unis⁶.

Par comparaison, Singapour, quoique de taille plus modeste que Hong Kong, apparaît beaucoup plus internationalisée. À fin 2007, Singapour occupait la quatrième place mondiale en termes de nombre de cotations d'entreprises étrangères (255, derrière Londres : 670, le NYSE : 434, et le NASDAQ : 313) et la première place asiatique.

Il y a, pour Hong Kong, un risque à être trop dépendant des introductions en Bourse d'entreprises chinoises. D'une part, l'achèvement de la réforme sur les marchés financiers de Chine continentale a permis aux Bourses de Chine continentale de reprendre le processus d'introductions en Bourse, interrompu pendant dix-huit mois. D'autre part, les autorités chinoises encouragent leurs entreprises, depuis le début 2007, à privilégier les levées de fonds sur les marchés continentaux. Cette reprise des introductions en Bourse jointe à l'envolée des indices explique qu'en 2007 Shanghai ait dépassé pour la première fois Hong Kong, en termes de

capitalisation boursière. C'est dans ce contexte que les autorités boursières de Hong Kong souhaitent désormais diversifier l'origine géographique des introductions en Bourse et multiplient les démarches pour attirer des entreprises d'autres pays d'Asie (signatures de MoU, *road-shows*, etc.).

Les marchés obligataires

Les entreprises singapouriennes et étrangères peuvent obtenir des financements en sollicitant le marché obligataire local qui est en fort développement. Ainsi, entre 1995 et décembre 2007, les émissions des entreprises sont passées de 8,9 à 87 milliards de dollars US. Les émissions en dollars singapouriens représentent désormais 53 % du total. Outre les services des professionnels pour concevoir leurs émissions, les entreprises peuvent également compter sur des investisseurs institutionnels locaux alimentés par un taux d'épargne nationale très élevé (47 % du PIB en 2005).

Émissions obligataires en monnaies locales (en Mds USD)

	Au 30/09/2007	% PIB	% émissions Asie hors Japon
Hong Kong (total)	97,2	48,3	3,3
gouvernement	17,4	8,7	1
entreprises	79,8	39,7	6,6
Singapour (total)	109,7	71,1	3,6
gouvernement	65	42,1	3,5
entreprises	44,8	29	3,7

Source : HKMA et MAS.

À Singapour, les émissions obligataires gouvernementales ont progressé de 12 % en 2007, car la *Monetary Authority of Singapore* a procédé pour la première fois à une émission avec une échéance de 20 ans en mars 2007 afin d'allonger la courbe de référence. Le gouvernement a aussi réintroduit des émissions à cinq ans afin d'augmenter la liquidité du marché. Emboitant le pas du succès des émissions des sociétés d'investissement immobilier (*Real Estate Investment Fund*), Singapour souhaite favoriser le développement de titres permettant de réassurer les compagnies d'assurance.

À Hong Kong, la modeste progression (2 %) s'explique par la réduction du déficit budgétaire et la perspective

d'un surplus pour l'exercice fiscal se terminant en mars 2008. Côté entreprises, la réduction par deux du rythme de croissance du premier semestre 2007, comparé au semestre précédent s'explique par l'envolée des PER du marché actions qui rendait moins coûteux de financer des projets par appel au marché actions que par émission de titres de dette.

À Hong Kong, le marché obligataire a été marqué par l'émission de 5 Mds RMB par la *China Development Bank* fin juin. Elle marque le lancement d'un programme qui permet à Hong Kong d'opérer comme un centre *off-shore* pour la Chine continentale en matière de financement obligataire notamment pour financer des projets d'infrastructures.

La gestion de fonds

La gestion d'actifs

Les autorités singapouriennes ont, de longue date, développé une stratégie active de promotion du secteur de la gestion d'actifs. Le *Central Provident Fund*, fonds de gestion obligatoire des retraites, a été mis en place très tôt, en 1955, et absorbe une part importante de l'épargne salariale. Il est investi principalement en titres obligataires. Une série d'incitations a également été accordée aux gestionnaires de fonds étrangers pour les inciter à installer leurs activités à Singapour (déductions fiscales et mandat de gestion d'une partie des fonds gérés par le *Central Provident Fund*). En comparaison, Hong Kong a développé une approche plus libérale en laissant le secteur se développer spontanément à partir des années soixante et en se contentant d'adapter la réglementation aux évolutions du secteur. Les banques britanniques ont été les premières à proposer des produits de retraite à leurs employés et à leurs clients. Les sociétés de gestion de fonds américaines et japonaises sont entrées sur le marché dans les années soixante-dix et quatre-vingt. Encore aujourd'hui, l'essentiel des sociétés de gestion sont d'origine étrangère et le part laissée aux gestionnaires locaux est très réduite. Toutefois, l'approche du gouvernement hongkongais s'est infléchie récemment pour accompagner de manière plus active le développement du secteur. En 2000, le gouvernement de Hong Kong a mis en place

5. Selon la définition restrictive de la HKex qui définit les entreprises étrangères comme les entreprises dont le siège est à l'étranger et dont les activités sont en dehors de Hong Kong et de la Chine continentale. En prenant la définition de la WFE, qui ne retient que le critère de la localisation du siège, 869 entreprises listées à la Bourse de Hong Kong sont étrangères, représentant 28 % du volume des actions sur les 9 premiers mois de l'année 2007.

6. Foreign listings on global exchanges, research and corporate development department, Exchange, October 2007.

un fonds de retraite obligatoire par capitalisation, le *Mandatory Provident Fund*⁷. Les fonds collectés sont ensuite gérés par des gestionnaires privés agréés par les autorités de contrôle du MPF. Cette initiative, destinée à apporter une réponse au financement des retraites, a permis de lever 34 milliards de dollars américains fin 2006 – une part encore modeste par rapport au total des fonds gérés par les fonds régulés à Hong Kong⁸ (6,3 %). Plus récemment, le gouvernement hongkongais a mené une politique d'adossement à l'économie chinoise (cf. II.A.2) dont un volet concerne spécifiquement la gestion de fonds. En avril 2007, la SFC, l'organisme de régulation hongkongais, a signé le premier MoU avec la CBRC, prévoyant de la coopération et des échanges d'informations, ce qui pave la voie pour que les banques commerciales chinoises puissent investir sur le marché boursier hongkongais pour le compte de leurs clients. En juin 2007, la CSRC a élargi le mécanisme des QDII (quotas permettant aux résidents chinois de réaliser des investissements sur les marchés étrangers) pour permettre aux sociétés de gestion de fonds éligibles d'investir 50 % de leur portefeuille sur les marchés internationaux en actions. Cette ouverture encore très limitée bénéficie à Hong Kong pour des raisons réglementaires⁹ et surtout de proximité. Enfin, la signature du volet IV du CEPA en juin 2007 complète le dispositif en permettant aux sociétés de gestion de fonds chinoises d'établir des filiales à Hong Kong.

La gestion d'actifs à Singapour comme à Hong Kong est en fort développement. Les actifs sous gestion atteignaient 581 milliards de dollars américains à fin 2006 pour Singapour contre 789 milliards à Hong Kong. Dans ces deux places, la progression est rapide puisque le montant des actifs sous gestion a triplé par rapport à 2001 à Singapour et a quasiment quadruplé à Hong Kong. Hong Kong et Singa-

pour apparaissent comme des centres de gestion de fonds de taille modeste au regard de Londres, de New York, de Paris ou de Tokyo. Toutefois, la place japonaise est essentiellement tournée vers son marché national, tandis que Hong Kong et Singapour sont les deux places asiatiques les plus internationalisées. À Singapour, 84 % des actifs gérés proviennent d'investisseurs non-résidents (43 % d'Asie-Pacifique, 24 % d'Europe et 11 % des États-Unis) contre 63 % pour Hong Kong¹⁰. Les fonds sont majoritairement réinvestis en Asie-Pacifique à Singapour (57 % en Asie Pacifique, 12 % en Europe et 7 % aux États-Unis) et plus encore à Hong Kong (87 % des fonds gérés à Hong Kong¹¹ sont investis en Asie Pacifique, dont près de la moitié à Hong Kong et en Chine, le reste se répartissant entre l'Europe, 6 %, et les États-Unis, 7 %). Dans ces deux places les *hedge funds* sont en progression rapide : fin 2006, il y avait à Singapour 190 « *hedge funds* » (+ 76 % par rapport à 2005) qui géraient 26 milliards de dollars américains (en hausse de 150 % sur un an) ; tandis que Hong Kong¹² en accueillait 296, gérant 33 milliards de dollars américains (en hausse de 50 % sur un an).

La banque privée

Historiquement, Singapour a accueilli les fonds d'une clientèle essentiellement régionale qui recherchait la sécurité politique qu'elle ne trouvait pas dans son pays d'origine et une législation relative à l'identification de l'origine des fonds qui n'était probablement pas aussi stricte qu'aujourd'hui. Forte de cette stabilité mais aussi d'un environnement fiscal favorable, du phénomène d'enrichissement rapide de la zone et d'un secret bancaire garanti, les autorités singapouriennes ont initié depuis 2002 une stratégie visant à ériger la ville-État en un centre d'excellence dans le domaine de la banque privée, désireux de rivaliser avec les autres grandes places, y compris la Suisse. Sous l'impulsion de Lee

Hsien Loong, actuel Premier ministre qui était alors Vice-Premier-ministre, ministre de l'Économie et des Finances et président de la Monetary Authority of Singapore (MAS), la ville-État, identifiant un créneau de développement pour sa place financière, a adopté un plan d'action pour adapter son cadre législatif et réglementaire et mener une politique offensive d'attractivité.

Singapour a ainsi modifié plusieurs points de sa législation et de sa réglementation bancaire pour faciliter le développement de la banque privée. Elle a rendu plus souple sa législation relative aux trusts. Elle a modifié ses règles relatives au droit des étrangers.

“ Le rôle joué par Hong Kong dans la cotation en Bourse des entreprises de Chine continentale a commencé à la fin des années 1980 et s'est rapidement amplifié à partir des années 2000. ”

Un investisseur de 2,5 millions d'euros et détenteur d'un patrimoine total de 10 millions d'euros obtient immédiatement un titre de séjour (*Permanent Resident*). Le secret bancaire est solide et comparable à celui qui prévaut en Suisse. Les personnes qui l'enfreindraient encourent 3 ans de prison et 60 000 euros d'amendes.

Dans le domaine de l'enseignement, le gouvernement a suscité et soutenu de nombreuses initiatives. Dès 2001, Singapour était doté d'un MBA centré sur la gestion de fortune, puis en 2003, du Wealth Management Institute dédié aux métiers de la gestion, lequel a mis en place un *Master of Science in Wealth Management* (joint-venture avec Singapore Management University et Swiss Banking School). La National University of Singapore, en partenariat avec Berkeley, a mis en place un cursus dans le domaine du « *risk management* ». L'INSEAD abrite l'Asia Pacific Institute of Finance. SMU et BNP Paribas ont ouvert un centre de recherche et d'enseignement dédié à la gestion alternative.

Aujourd'hui, environ 35 établissements évoluent sur le créneau spéci-

7. Le système du MPF est financé par une contribution obligatoire des salariés et des employeurs qui doivent verser, tous les mois, l'équivalent de 5 % du salaire mensuel au plan de retraite.

8. À fin 2006 le MPF gérait 261 Mds HKD tandis que les fonds enregistrés à Hong Kong (hors REIT et banque privée) représentaient 4134 Mds HKD.

9. Même si la SFC est l'une des 33 autorités de régulation qui ont signé un MoU avec la CSRC.

10. Les statistiques collectées par la Securities and Futures Commission ne permettent pas de détailler l'origine géographique des fonds collectés.

11. Soit 296 Mds USD.

12. Source : report of the survey on hedge funds managed by SFC.

fique de la gestion de fortune, contre 20 en 2000. Tous les grands groupes bancaires étrangers sont présents (Union des Banques Suisses, Credit Suisse, Fortis, ABN Amro, HSBC, Julius Baer, Pictet, Clariden, Coutts. Les intervenants français ne sont pas en reste avec la présence de : BNP Paribas, Société Générale Bank&Trust, Calyon). Les trois Singapouriennes (DBS, UOB et OCBC) ont, elles aussi, ouvert des départements « *private banking* ». Les effectifs sont en forte augmentation, de l'ordre de 30 à 40 % par an selon les établissements depuis plusieurs années. Dans ce domaine de la gestion de fortune, Citibank et l'Union des Banques suisses (UBS) comptent aujourd'hui chacun environ 700 personnes, le Credit Suisse et Merrill Lynch 500 chacun, BNP Pari-

“ Les autorités de Hong Kong et Singapour ont joué un rôle moteur dans les initiatives prises pour développer les marchés obligataires régionaux, qu'elles considèrent comme insuffisamment matures et profonds. ”

bas 220, la Société Générale 200 et Calyon 150.

Il est possible d'évaluer les actifs sous gestion relevant de la seule banque privée à environ 200 Mds USD à fin 2006, dont 50 Mds sont d'origine singapourienne.

Bien que Hong Kong ait une stratégie moins affichée dans le domaine de la banque privée, les statistiques montrent que les fonds gérés dans ce cadre sont sensiblement identiques à ceux de Singapour (181 milliards de dollars américains à fin 2006). Cette activité en fort développement (+ 54 % sur un an) est alimentée pour moitié par les résidents hongkongais et pour moitié par des non-résidents. Une partie de cette activité est très probablement soutenue par les résidents de Chine continentale, qui, bien que contraints par les contrôles sur les mouvements de capitaux, parviennent par différents canaux à investir dans la RAS¹³.

13. Source : rapport de la SFC, fund management

Les opérations de change

Plateforme historique d'échanges, Singapour a su développer au sein de sa place financière un marché des opérations en devises pour en faire l'un des principaux à l'échelle mondiale. Ce marché connaît actuellement dans la ville-État un fort développement et une sophistication croissante. La dernière enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux, pour les opérations de change, de septembre 2007, Singapour était classée au cinquième rang mondial derrière la Grande-Bretagne, les États-Unis, la Suisse et le Japon (6 % de part de marché mondial contre 8,3 en 2004 et 9,1 % en 2001) avec une part de marché mondial de 5,8 % (contre 5,2 % en 2004 et 6,2 % en 2001), Hong Kong étant sixième avec 4,4 % (contre 4,2 % en 2004 et 4,1 % en 2001).

Pour les opérations sur dérivés, le poids relatif des deux places est plus modeste à l'échelle internationale (huitième rang mondial pour Singapour et 3,2 % de part de marché mondial et douzième place avec 1 % de part de marché pour Hong Kong), ce qui représente tout de même des échanges quotidiens de respectivement 69 et 24 milliards de dollars américains.

Le dollar est toujours, de loin, la devise la plus échangée : à Singapour, 89 % des transactions impliquent la monnaie américaine contre 96 % à Hong Kong. L'euro est pour sa part concerné par 37 % des transactions à Singapour contre 13 % à Hong Kong. À Hong Kong, le développement des activités bancaires en RMB (voire supra) a entraîné un développement rapide des opérations sur RMB, dont le montant, multiplié par 6 en trois ans, reste cependant modeste à 3 milliards de dollars américains par jour. À Singapour comme à Hong Kong, une cinquantaine d'établissements financiers participent à ce marché « FOREX ». À Singapour, le marché FOREX est concentré sur quelques grands opérateurs (11 établissements concentrent plus de 75 % du total des opérations). À Hong Kong, les établissements étrangers dominent le mar-

survey, juillet 2007, qu'note que « d'après une étude réalisée par Meryll Lynch et Capgemini, la RPC fait partie des pays dont le nombre de grandes fortunes a progressé le plus rapidement, à 8 % en 2006 ».

ché FOREX (58 % des transactions sont réalisées par 36 établissements financiers étrangers).

Les opérations de change des deux places bénéficient actuellement de la surliquidité globale des marchés, de la volatilité des taux de change des devises asiatiques, des opérations de « *carry trade* ». Le développement des activités de banque privée et de gestion de fortune dans ces deux places a également stimulé les opérations de change et les transactions sur dérivés.

La finance islamique

Désireuse de profiter du développement de la finance islamique, lié notamment à l'abondance de liquidités en provenance des pays producteurs d'hydrocarbures, et confrontée à la vive concurrence de la Malaisie, Singapour a adopté une véritable stratégie visant à la fois à enrichir son offre de produits financiers islamiques et à intensifier ses liens avec les pays du Moyen-Orient. Pour capter une partie de cette manne, et compte tenu du fait que 16 % de sa population est de confession musulmane, Singapour, via la *Monetary Authority of Singapore* (MAS), a dans un premier temps régulé les produits islamiques en utilisant le cadre réglementaire conventionnel. Cependant le régulateur singapourien a également modifié certaines dispositions pour encourager la commercialisation de produits islamiques.

Les principales mesures mises en œuvre ces dernières années à ce titre sont les suivantes :

- Afin de former ses auditeurs et montrer son soutien au développement de la finance islamique, la MAS a rejoint en 2003 comme observateur l'*Islamic Financial Services Board* (IFSB) créé à Kuala Lumpur en 2002, avant d'en devenir membre à part entière en avril 2005. Cette institution cherche à améliorer la fiabilité des établissements commercialisant des produits islamiques en édictant des règles sur le *management* du risque, les ratios prudentiels et la gouvernance, adaptées à ce contexte particulier. La MAS fait notamment partie du « *Supervisory Review Process Working Group* » et de « *Islamic Money Market Taskforce* ».

- En septembre 2005, la MAS a modifié un texte qui limitait les activités non financières des banques, ce qui rendait impossibles les *mourabaha*,

c'est-à-dire des produits islamiques qui supposent que la banque achète et vende des biens.

■ Le gouvernement a supprimé en 2006 certains droits de timbre et la perception de taxes pour aligner le coût fiscal des émissions obligataires islamiques sur celui des émissions conventionnelles.

■ La Bourse de Singapour a lancé en février 2006 un indice panasiatique FTSE-SGX Asia Sharia 100 Index des 100 premières valeurs respectueuses de la charia. Cet indice regroupe les 50 plus grosses capitalisations au Japon et les 50 principales capitalisations dans l'ensemble Singapour-Taiwan-Corée-Hong Kong parmi les valeurs respectueuses de la charia. Cet indice sert de référence pour la constitution de fonds communs d'actions islamiques.

■ La Banque centrale a autorisé la première banque du pays, DBS, à créer une joint-venture avec une banque du Moyen-Orient pour ouvrir, à Singapour, le premier établissement 100 % islamique. Par ailleurs, l'autorité de marché a autorisé la création de trois fonds immobiliers islamiques qui viennent de lever près d'un milliard de dollars américains.

Ces assouplissements du cadre réglementaire s'accompagnent d'une politique active de renforcement d'image à destination des pays du Golfe. Le ministre mentor Lee Kwan Yew et le senior minister ont ainsi multiplié les visites dans la zone, insistant sur la volonté de Singapour de renforcer ses relations politiques et économiques avec le Moyen-Orient. Singapour a d'ailleurs signé un accord de libre-échange avec la Jordanie et des négociations sont en cours avec le Conseil de Coopération du Golfe (Bahreïn, Koweït, Arabie Saoudite, Qatar et Emirats arabes unis).

Au total, les fonds d'origine moyen-orientale (mais qui ne sont pas investis dans des instruments islamiques), investis à Singapour, sont évalués à 28 milliards de dollars américains. De plus, 11 banques du Moyen-Orient sont implantées à Singapour.

Le positionnement de Hong Kong sur le secteur de la finance islamique est beaucoup plus récent. Les autorités hongkongaises ont annoncé, à la mi-septembre 2007, leur ambition de positionner la place financière comme un intermédiaire entre les investisseurs

du Moyen Orient et le marché chinois, notamment par le biais de fonds d'investissement conformes à la charia. Les premières initiatives hongkongaises sont rapidement intervenues après l'annonce de cette nouvelle stratégie. L'autorité de surveillance et de régulation des marchés, la Securities and Futures Commission, vient d'approuver la création du premier fonds islamique à Hong Kong. Le fonds, géré par la Hang Seng Bank, principale filiale de HSBC, permettra d'investir dans des entreprises hongkongaise et chinoises composant un nouvel indice du Dow Jones spécialisé dans les valeurs islamiques (Dow Jones Islamic China/Hong Kong Titans Index). Ce nouvel indice comprend 30 entreprises cotées à la Bourse de Hong Kong, dont China Mobile, CNOOC, Esprit Holdings, China Unicom et Li & Fung. Toutes ces valeurs ont été jugées conformes à la charia par le conseil de conformité aux valeurs islamiques qui conseille le Dow Jones et sélectionne les entreprises qui peuvent être incluses dans ses indices islamiques (indices Dow Jones Islamic Market).

LA PRÉSENCE DES BANQUES FRANÇAISES

Tous les grands acteurs français de la banque sont présents à Hong Kong et à Singapour, parfois depuis fort longtemps¹⁴. Hong Kong est généralement le siège des opérations pour l'Asie du Nord et du Nord-Est et sert de base pour piloter le développement des activités en Chine. Dans les deux zones, les banques françaises n'ont pas d'activité de banque de détail. Développées historiquement en accompagnant le développement de leur clientèle d'entreprise à l'export, elles ont développé une gamme de produits et de services sophistiqués et ont un positionnement dans les activités bancaires à forte valeur ajoutée et hautement spécialisées. Elles sont ainsi notamment présentes dans les activités de marché (produits de trésorerie, produits dérivés actions et taux), les activités de financement spécialisé (financement structuré, financement

“ Pour Hong Kong, l'adossement à l'économie chinoise permet à ses principaux secteurs d'activité de bénéficier de la croissance rapide du continent tandis que la Chine peut bénéficier des services d'une place financière sophistiquée. ”

export, de matière première, de projet), les activités de fusion-acquisition, la banque privée, etc. Les banques françaises ont également développé des activités importantes de gestion d'actifs, généralement sous forme de filiale.

Les deux places financières de Hong Kong et de Singapour ne sont pas des concurrentes directes. Elles ne sont pas vraiment positionnées sur les mêmes créneaux, plutôt les activités boursières et la gestion d'actifs pour la première et les opérations de change et la banque privée pour la seconde. Elles n'ont pas la même zone d'influence, l'Asie du Nord et spécialement la Chine pour Hong Kong et l'Asie du Sud-Est pour Singapour.

Elles n'en restent pas moins rivales et cherchent à proposer le cadre légal et réglementaire le plus attractif pour développer leurs secteurs financiers, notamment sur les nouvelles activités telles que la gestion alternative ou la microfinance. ■

14. Par exemple Calyon est présent dès 1894 sur le territoire.