

HONG KONG / SINGAPOUR

CONCURRENCE OU COMPLÉMENTARITÉ ?



Maud Savary-Mornet

Économiste
Mission
Économique de
Hong Kong



Christophe Baud-Berthier

Conseiller financier
Mission
Économique de
Singapour

Représentant ASEAN
Banque de France

NB : une version
longue de cet article
paraîtra dans Banque
Stratégie n°258.

Singapour et Hong Kong sont en concurrence pour devenir les places financières de référence de l'Asie, hors Japon. 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.

Hong Kong et Singapour, économies d'entrepôts puis ports actifs ayant su profiter de leur situation géographique stratégique, ont réussi à transformer leurs petits territoires en économies développées et diversifiées. Ils se sont mués en centres financiers *off-shore* de taille internationale, aux économies fortement tertiariées. Pilier de leurs économies, le secteur financier représente, respectivement, 12 % et 22 % du PIB et emploie environ 6 % de leur population active. Rivaless, elles sont d'authentiques concurrentes notamment pour les activités de gestion d'actifs et se

livrent à une véritable concurrence pour offrir le cadre fiscal et réglementaire le plus attractif. Elles se caractérisent cependant, surtout, par des positionnements différents, à la fois sur le plan géographique et des principales activités réalisées.

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 plus de 1 340 milliards de dollars américains à l'actif de leurs institutions financières au 30 juin 2007, soit environ 4,4 % 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).

LA BATAILLE DE L'ATTRACTIVITÉ FAIT RAGE

■ **La concurrence fiscale :** il n'existe pas de TVA à Hong Kong. Les taux d'imposition sur les sociétés et les particuliers sont faibles. Le taux de l'IS 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 étant étroite, et il n'existe pas de taxes sur les plus-values, pas d'imposition des dividendes, pas de taxation des bénéfices *off-shore*.

À Singapour, la taxe sur les biens et services est passée le 1^{er} juillet 2006 de 5 % à 7 %. 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.

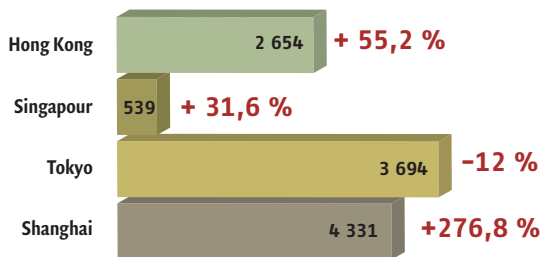
■ **L'influence des cadres réglementaires.** Hong Kong et Singapour ont adopté un cadre prudentiel et réglementaire conforme aux normes internationales dans le domaine bancaire et boursier. La Hong Kong Monetary Authority (HKMA) comme la Monetary Authority of Singapour (MAS) font partie des institutions les plus avancées

« 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. »

I. LES MARCHÉS D' ACTIONS

Capitalisation boursière

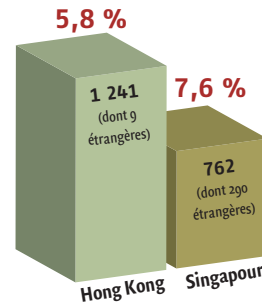
à fin décembre 2007 - Mds USD et variation annuelle en monnaie locale



Source : World Federation of Exchanges.

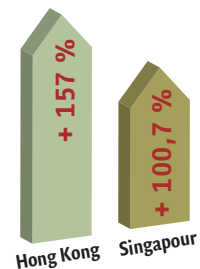
Nombre de sociétés listées

Variation (en rouge) à fin décembre 2007



Valeurs échangées

Variation jan.-déc. 2007 / jan.-déc. 2006 en monnaie locale



“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.”

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-blanchiment. Toutefois Hong Kong et Singapour considèrent que le cadre prudentiel et réglementaire doit participer à l’attractivité de leurs places.

■ **Participation conjointe à l’Asian Bond Fund** : les autorités de Hong Kong et de Singapour ont joué un rôle moteur dans les initiatives prises pour développer les marchés obligataires régionaux. Elles ont ainsi été très actives au sein de l’EMEAP (Executives’ Meeting of East Asia and Pacific Central Banks), qui rassemble 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.

... MAIS LES PLACES FINANCIÈRES SONT COMPLÉMENTAIRES

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 dol-

lar 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, était déjà très florissante.

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. 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. 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 République populaire de Chine peut bénéficier des services d’une place financière sophisti-

quée. Dans le domaine bancaire, un accord préférentiel de libre-échange est conclu en 2003 entre Hong Kong et la Chine continentale, le CEPA [1]. De plus, depuis 2004, Hong Kong a été choisi comme site d’expérimentation de la convertibilité partielle du yuan (ou renminbi – RMB).

DES PÔLES D’EXCELLENCE DIFFÉRENCIÉS

Les marchés d’actions (encadré 1) : 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. 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). Hong Kong a ensuite joué un rôle central lors des privatisations de toutes les grandes banques telles que Industrial and Commercial Bank of China qui

[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.

a réalisé la plus importante introduction jamais effectuée au monde en octobre 2006 (16 milliards de dollars américains). Les entreprises chinoises (actions H, *red chips*) représentent 58 % de la capitalisation de marché, contre 9 % en 1997. Sur les 1 220 entreprises listées sur le marché principal, seules 8 sont d'origine étrangère.

Par comparaison, Singapour, quoique de taille plus modeste apparaît beaucoup plus internationalisée.

■ **Les marchés obligataires** (encadré 2) : Les marchés obligataires sont moins développés compte tenu du moindre besoin de financement des États et de la forte liquidité des entreprises. Le marché hongkongais a cependant été marqué par l'émission de 5 milliards de yuans par la China Development Bank, fin juin 2007, qui marque le lancement d'un programme qui vise à faire de Hong Kong un centre *off-shore* pour la Chine continentale en matière de financement obligataire.

■ **La gestion d'actifs** : Les autorités singapouriennes ont, de longue date, développé une stratégie active de promotion du secteur de la gestion d'actifs.

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 de dollars américains 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. Les *hedge funds* sont aussi en progression rapide : fin 2006, ils étaient au nombre de 190 (+ 76 % par rapport à 2005) qui géraient 26 milliards de dollars américains (en hausse de 150 % sur un an) ; tandis que Hong Kong en accueillait 296, gérant 33 milliards de dollars américains (en hausse de 50 % sur un an).

2. LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Émissions obligataires en monnaies locales (en Mds USD)

	Au 30/09/2007	% PIB	% émissions Asie hors Japon
Hong Kong (total)	98	47,4	2,6
Gouvernement	17,5	8,5	0,6
Entreprises	80,5	38,9	8
Singapour (total)	114,4	70,9	3
Gouvernement	68,1	42,2	2,4
Entreprises	46,3	28,7	4,5

Source : HKMA et MAS .

■ **La banque privée** : historiquement, Singapour a accueilli les fonds d'une clientèle essentiellement régionale qui recherchait la sécurité politique qu'ils ne trouvaient pas dans leur pays d'origine. 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. Aujourd'hui, environ 35 établissements évoluent sur ce créneau spécifique contre 20 en 2000. Il est possible d'évaluer les actifs sous gestion relevant de la seule banque privée à environ 200 milliards de dollars américains à fin 2006.

Bien que Hong Kong ait une stratégie moins affichée dans ce domaine, 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.

« 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. »

■ **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. Dans la dernière enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux, 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) avec une part de marché mondial de 5,8 % (contre 5,2 % en 2004), Hong Kong étant sixième avec 4,4 % (contre 4,2 % en 2004).

■ **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. La MAS a ainsi par exemple formé ses auditeurs et rejoint en 2003 l'Islamic Financial Services Board (IFSB) créé à Kuala Lumpur en 2002.

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 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, 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 micro-finance. ■