

CATHERINE R. SCHENK¹

LE PASSÉ D'UNE RÉGION : LES RELATIONS MONÉTAIRES ENTRE HONG KONG ET LA CHINE DANS LES ANNÉES QUARANTE

RÉSUMÉ. En dépit de pressions constantes, l'autorité monétaire de Hong Kong a déjoué, à plusieurs reprises, les prédictions de dévaluation imminente à l'apogée de la crise financière asiatique en 1997. Cette attitude peut être mise en relation avec l'histoire monétaire de Hong Kong et sa position unique sur l'échiquier financier international. Alors que les contrôles sur les changes et le commerce prévalaient largement ailleurs, Hong Kong favorisait le libre-échange et les marchés financiers depuis la fin de la guerre. Ainsi, la crédibilité de sa monnaie a toujours été un fondement important de la stabilité et de la prospérité économique de Hong Kong.

Les relations sino-hongkongaises entretenues dans les années quarante revêtent un intérêt particulier car les problèmes monétaires de l'époque présentent des similitudes avec des événements plus récents, maintenant que nombre des liens commerciaux et financiers traditionnels entre Hong

Kong et la Chine ont été renoués. Dans les années quatre-vingt-dix (comme à la fin des années quarante), l'inflation, l'incertitude et une émission excessive de monnaie ont encouragé la substitution entre monnaies en Chine. Après le retour sous contrôle chinois, au début de la crise de 1997, il a été admis que le sort du dollar de Hong Kong était étroitement lié à celui de la monnaie chinoise, le yuan renminbi. Les liens entre ces deux monnaies ont une longue histoire, qu'il faut connaître pour apprécier correctement les relations financières actuelles de la Chine avec l'étranger. L'étude des antécédents de Hong Kong en tant que fournisseur de monnaie de la Chine permet aussi de percevoir plus clairement les perspectives de stabilité monétaire existant dans le cadre de l'approche « un pays, deux systèmes » qui caractérise les nouvelles relations entre les deux territoires depuis juillet 1997.

Le présent article étudie l'épisode de

1. CATHERINE R. SCHENK est *Senior Lecturer* en histoire économique à l'Université de Glasgow ; e-mail : crs@arts.gla.ac.uk. L'auteur souhaite remercier le service des archives de la Hongkong & Shanghai Banking Corporation (HSBC), à Londres, et de la Banque d'Angleterre, pour la consultation de leurs documents. Remerciements également à Marc Flandreau et à un rapporteur anonyme pour leurs précieuses remarques.
La traduction de ce texte a été assurée par la société Karitrade.

substitution entre deux monnaies observé en Chine à la fin des années quarante et son impact sur les relations entre ce pays et Hong Kong. Il récapitule les causes et les effets de la substitution et présente l'histoire de ce phénomène dans la région. Puis il évalue son incidence tant politique qu'économique pour la Chine et Hong Kong. À l'époque, la substitution entre monnaies a mis aux prises quatre parties aux intérêts contradictoires. Côté chinois, le Guomindang luttait pour imposer sa monnaie nationale, tandis que les commu-

nistes voyaient dans les dollars de Hong Kong un instrument de contrainte capitaliste lorsqu'ils étaient détenus par la population, et des avoirs de réserve étrangers une fois qu'ils étaient dans les caisses de la Banque de Chine. Les Britanniques redoutaient l'impact de la substitution sur Hong Kong et sur la livre sterling. Le gouvernement de Hong Kong, lui, se félicitait de l'utilisation de sa monnaie à l'étranger.

Classification *JEL* : N25 ; N45 ; P24 ; F31 ; F33 ; F36.

Au début du mois de juillet 1997, la Thaïlande a dû laisser sa monnaie, le baht, perdre 20 % contre le dollar américain. Ceci a constitué le point de départ de la crise financière asiatique. Plusieurs gouvernements de la région ont été renversés et une série d'ondes de choc a menacé la prospérité dans le reste du monde. Le principal symptôme de la crise a été la soudaine défiance envers les monnaies des pays d'Asie en développement ; cette défiance a alors engendré des dévaluations en chaîne en Indonésie, en Corée du Sud et en Malaisie, pays du « miracle économique ». D'où le regain d'intérêt tant pour les relations monétaires de la région que pour l'étude des mécanismes de transmission de l'instabilité monétaire.

À l'apogée de la crise de 1997/98, et en dépit de constantes pressions, l'autorité monétaire de Hong Kong a, quant à elle, déjoué à plusieurs reprises les prédictions de dévaluation imminente. Ceci peut s'interpréter à la fois par rapport à l'histoire monétaire de Hong Kong et à sa position particulière sur l'échiquier financier international. Ainsi, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, et alors même que les contrôles sur les flux de monnaie et de marchandises prévalaient partout ailleurs, Hong Kong a continué de soutenir le libre-échange et la liberté des marchés financiers. Du coup, la crédibilité de la monnaie de Hong Kong a toujours été un fondement important de la stabilité et de la prospérité économique de l'ancienne colonie. D'un autre côté, après le retour sous contrôle chinois, au moment même où éclatait la crise de 1997, de nombreux observateurs ont souligné que le sort du dollar de Hong Kong était *in fine* étroitement lié à celui de la monnaie chinoise, le yuan renminbi. Le lien entre ces deux monnaies a en effet une longue histoire, qu'il faut connaître si l'on veut pouvoir juger des relations financières actuelles dans la région. L'étude des antécédents de Hong Kong en tant que « fournisseur » de monnaie à la Chine permet ainsi de percevoir plus clairement les perspectives de stabilité financière existant dans le cadre du régime « un pays, deux systèmes » qui définit depuis juillet 1997, les relations formelles entre les deux territoires.

Si l'examen des relations monétaires de la région dans les années quarante revêt aujourd'hui un intérêt particulier, c'est que les problèmes de l'époque

présentent des similitudes avec des événements plus récents, maintenant que nombre des liens commerciaux et financiers traditionnels entre Hong Kong et la Chine ont été renoués². Pendant les années quatre-vingt-dix, le gouvernement chinois a géré un système de taux de change dual, articulé autour d'un taux fixe officiel et d'un marché libre de changes flottants, fonctionnant au travers d'une centaine de « centres d'échange »³. Durant l'année 1993, le renminbi s'est fortement déprécié sur le marché libre en raison de pressions inflationnistes résultant d'une augmentation de 60 % de la monnaie en circulation⁴. En janvier 1994, le gouvernement a réagi en dévaluant substantiellement le taux de change officiel, uniformisant ainsi les deux taux de change, et en introduisant un système de flottement contrôlé⁵. Il s'agissait là d'une réaction identique à celle qui fut apportée à la dépréciation de 1947. Dans le même temps, les transactions en devises étrangères ont été interdites. Cette décision cependant a généralement été réputée inapplicable : le dollar de Hong Kong et le dollar américain circulent en Chine, et servent souvent à facturer les transactions sur les biens et services (Kaye, 1994 ; Stephenson-Yang, 1996). En somme, l'inflation, l'incertitude et une émission excessive de monnaie ont encouragé en Chine la substitution monétaire : encore une fois, telle est bien la logique des mécanismes économiques en marche dans les années quarante⁶.

Pour illustrer les problèmes présents, cet article étudie l'épisode de substitution monétaire qui se produisit en Chine au lendemain de la seconde guerre mondiale, et évalue son impact sur les relations entre ce pays et Hong Kong. Il récapitule les causes et les effets de la substitution entre monnaies avant de présenter l'histoire de ce phénomène dans la région. Puis il évalue son incidence politique et économique tant pour la Chine que pour Hong Kong et offre enfin quelques observations en guise de conclusion.

La substitution monétaire en Chine : fondements théoriques et contexte institutionnel

Sous certaines hypothèses, les résidents d'un pays donné peuvent préférer détenir leurs actifs monétaires libellés dans une unité autre que l'unité nationale. Une telle préférence peut notamment se traduire par l'accumulation de dépôts en devises à l'étranger ou au sein du système bancaire national, sous réserve que le contrôle des changes le permette. Dans ces cas de figure, les implications économiques sont analogues à celles résultant d'une parfaite mobilité du capital. *Stricto sensu*, le terme « substitution monétaire » (*currency substitution*) désigne

2. À partir de 1979 et après trente ans d'isolement, l'économie chinoise s'est progressivement ouverte au commerce international et aux marchés financiers.

3. Fin 1993, seulement 20 % environ des transactions en devises s'effectuaient au cours officiel, voir Kaye (1994).

4. Entre 1980 et 1994, la dépréciation du renminbi a atteint 450 %, voir Kaye (1994).

5. Le taux officiel est alors passé de 5,81 à 8,70 yuans renminbi pour un dollar américain.

6. Pour les implications du système monétaire dual en vigueur après 1997, voir Lo (1996) ; Xiao (1996) ; Jao (1998).

la situation où la circulation d'une devise étrangère supplante celle de la monnaie nationale, et sert de moyen d'échange ou de réserve de valeur. La substitution monétaire a été l'une des caractéristiques de la crise thaïlandaise en 1997, ainsi que de la crise financière russe d'août 1998. Elle s'observe en général dans les économies en proie à l'inflation. L'étude de ce phénomène en Allemagne et en Union soviétique dans les années vingt retient depuis longtemps l'attention des spécialistes d'histoire financière ⁷.

Divers facteurs contribuent à la substitution monétaire ⁸. Un degré d'ouverture très important entre deux pays, conjugué avec l'absence d'un réel contrôle sur les flux de billets ou de pièces, accroît la propension à substituer une monnaie à une autre. Si ces facteurs institutionnels facilitent le processus, la variable déterminante demeure le taux de rendement anticipé de la devise par rapport à la monnaie nationale. L'élasticité de la substitution entre devise nationale et étrangère augmente donc avec le taux de dépréciation anticipé de la valeur (interne et externe) de la monnaie nationale. La volatilité du taux de rendement encourage également la substitution. D'où sa prévalence dans les économies ayant constamment un taux d'inflation élevé et un taux de change cahotique ⁹. Les résidents préfèrent alors une devise étrangère relativement stable, satisfaisant aux différentes exigences de liquidité et ne risquant pas une dépréciation interne ou externe.

La plupart des études empiriques de la substitution entre monnaies se sont concentrées sur la préférence donnée aux dépôts en devises (à l'intérieur ou hors des frontières) sans s'occuper des billets en circulation. Cela s'explique par la difficulté bien connue qu'il y a à quantifier les espèces étrangères détenues par la population ¹⁰. L'accumulation de devises se produit fréquemment en l'absence de contrôles qui permettraient de disposer de statistiques adéquates, quand elle n'est pas le résultat d'un contournement de ces contrôles (auquel cas, aucune trace statistique ne subsiste). Tester l'existence et les conséquences de la substitution monétaire en ne se fondant que sur les dépôts conduit à négliger partiellement la fonction « moyen d'échange », qui caractérise ce processus, ainsi qu'à confondre substitution de portefeuille et substitution monétaire *stricto sensu* ¹¹. Les dépôts bancaires constituent un indicateur particulièrement trompeur de ce phénomène lorsque les systèmes financier et bancaire d'un pays sont encore assez embryonnaires ou encore sous-utilisés du fait de l'incertitude politique ou économique, comme ce fut le cas de la Chine à la fin des années quarante ¹².

Pour le pays « d'accueil », les implications de la substitution monétaire sont une moindre efficacité de sa propre politique monétaire et budgétaire ainsi qu'une perte de seigneurage pour l'État. Ainsi, la substitution d'une monnaie à l'autre

7. Pour des exemples récents, voir Bernholz (1996) ; Tullio (1995).

8. Pour une revue de la littérature sur ce sujet, voir Ortiz (1983) ; Vegh (1995).

9. La substitution entre monnaies peut également survenir dans un régime de taux de change fixe, lorsque le taux en question n'est pas crédible ; voir Cuddington (1983), p. 119.

10. Ortiz (1983), p. 178.

11. Calvo & Vegh (1992), p. 17 et 19 ; Cuddington (1983).

12. À Shanghai, en août 1950, les dépôts bancaires privés représentaient 4 % des mêmes dépôts avant la guerre ; voir Breakspeare, *Economic Report of China*, septembre 1950 ; Public Record Office, Londres [désigné ci-après par PRO] PRO, FO 371/83337.

entraîne une diminution de la taxe inflationniste et accroît l'impact du déficit budgétaire sur la hausse des prix¹³. Elle peut également avoir tendance à induire une instabilité de la demande de monnaie nationale et à neutraliser par là l'efficacité de la politique monétaire¹⁴. Ces inconvénients ont incité les États à lutter contre la substitution monétaire et à tenter d'intensifier l'utilisation de la monnaie nationale¹⁵. Sous cet angle, l'un des avantages des politiques qui contraignent la population à se servir de la monnaie nationale et exigent la restitution des actifs en devises réside dans le gain immédiat de réserves de change à la disposition du gouvernement.

Lorsque l'hyperinflation sévit, la substitution entre monnaies peut en fait avoir des effets positifs. Sur la base de l'expérience russe des années vingt, Rostowski a souligné que la substitution monétaire a préservé la liquidité en dépit de la hausse vertigineuse des prix avec une influence favorable sur le commerce et la production intérieurs (Rostowski, 1992). Sans ce palliatif, l'instabilité de la monnaie nationale et le manque de fiabilité des signaux de prix limiteraient les transactions à une faible activité de troc. On verra dans l'analyse suivante que la substitution entre monnaies a permis des échanges commerciaux soutenus entre la Chine et Hong Kong, au bénéfice de chaque partenaire.

Le cas de Hong Kong est rendu plus complexe par la nature de son système monétaire. La confiance dans le dollar de Hong Kong (ou dollar HK) datait d'avant la guerre : entre 1935 et 1939, le taux de change du dollar de Hong Kong contre la livre sterling demeura stable à 3 pour 1. Quelques difficultés apparurent certes en 1945, liées à l'émission de billets en dollars HK par l'occupant japonais. Mais le problème fut réglé rapidement et d'une manière qui accrut la crédibilité de cette monnaie : en dépit des avertissements formulés pendant la guerre, les autorités de Hong Kong acceptèrent de reconnaître les billets émis « illégalement » par les Japonais entre 1941 et 1945 pour un montant de 119,8 millions de dollars HK¹⁶. Le dollar de Hong Kong fut ensuite rattaché à la livre sterling au taux de 16 pour 1 (le cours bilatéral dollar américain/livre sterling étant quant à lui de 4,06 pour 1). Cet arrimage perdura jusqu'à la dévaluation de la livre sterling en 1967.

Entre 1945 et 1971, Hong Kong fit partie des membres de la zone sterling qui acceptèrent d'être rattachés à la livre et de conserver l'essentiel de leurs réserves dans cette devise. Hong Kong possédait en outre un marché de changes flottants pour le dollar américain lui permettant de faire office d'entrepôt commercial. Suivant ce système, les banques locales chinoises et les changeurs vendaient des devises à des cours libres tandis que les grandes banques agréées (généralement étrangères) faisaient fonctionner le marché officiel à taux fixe. En résumé, il y

13. Calvo & Vegh (1992), pp. 13-16 ; Savastano (1992), p. 49.

14. Savastano (1992), p. 60.

15. Calvo & Vegh (1992), p. 5. Le Mexique, le Pérou et la Bolivie ont tous tenté une « dédollarisation » entre 1982 et 1985.

16. L'utilisation du dollar de Hong Kong comme moyen d'échange en Chine avait contribué de façon significative à la décision de reconnaître les billets émis par les Japonais ; voir King (1991), p. 118.

avait à la fois un taux fixe officiel du dollar de Hong Kong vis-à-vis de la livre sterling et du dollar américain, et un taux négocié librement sur un marché parallèle à l'usage des négociants de la région. Les résidents d'autres pays de la zone sterling (du Royaume-Uni, par exemple) avaient cependant accès à ce marché libre en raison des contrôles de change limités existant au sein de la zone ¹⁷.

La situation de Hong Kong se compliquait d'un raffinement supplémentaire, lié à l'absence de banque centrale. Le dollar de Hong Kong était émis par trois banques commerciales – dont la Hongkong and Shanghai Banking Corporation ¹⁸ – et était garanti par le Fonds de stabilisation des changes composé d'actifs en livres sterling et détenu par le gouvernement de Hong Kong. Les banques agréées se procuraient, au moyen de livres sterling, des créances sur ce fonds. Ces créances prenaient la forme de certificats de dépôts non rémunérés et servaient à couvrir les émissions de billets. Les intérêts générés par la réserve en devises allaient au Fonds de stabilisation et non aux instituts émetteurs. Les bénéfices réalisés par le fonds étaient alors réinvestis dans des titres, de sorte que la couverture effective était supérieure à 100 % ¹⁹. Aujourd'hui, l'Autorité Monétaire de Hong Kong (HKMA) fonctionne de façon à peu près similaire, comme « caisse d'émission » ²⁰. Seulement le dollar de Hong Kong est désormais rattaché au dollar américain.

Troubles politiques et substitution monétaire en Chine, 1945-1951

Après cet aperçu des aspects analytiques de la substitution entre monnaies et la présentation du mécanisme d'émission propre à Hong Kong, tournons nous vers l'histoire de la substitution monétaire en Chine. Dès la fin de l'occupation japonaise en 1945, le Guomindang (parti nationaliste) de Jiang Jieshi affronta le Parti communiste chinois de Mao Zedong pour le contrôle de la Chine. En dépit des essais d'arbitrage américains, le conflit entre nationalistes et communistes tourna à la guerre civile, en juillet 1946. Ces événements portèrent bien sûr préjudice à l'économie chinoise. La corruption du pouvoir nationaliste et son incapacité à équilibrer ses finances ne firent qu'empirer la situation. L'hyperinflation qui en résulta en 1948 fut suivie par la victoire du parti communiste et la création de la République Populaire de Chine, à l'automne 1949.

L'inflation sous le régime nationaliste

Dans la période qui précéda l'établissement par le gouvernement nationaliste, en février 1946, d'un nouveau système de change, le cours de la monnaie

17. Le cours librement négocié pour le dollar américain tendait à évoluer au-dessus du taux officiel. Pour une discussion sur le marché libre de Hong Kong, voir Schenk (1994).

18. Par la suite, cet établissement sera désigné par la 'Hongkong Bank'. Cette banque émettait 90 % de la monnaie, le reste émanant de la Mercantile Bank et de la Chartered Bank.

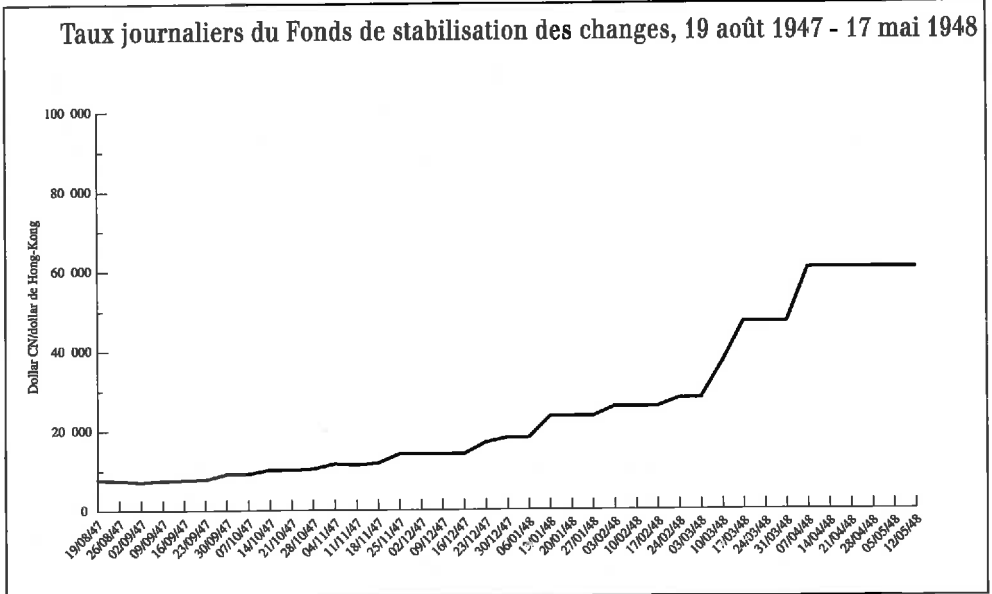
19. En 1949, la couverture pour l'émission de billets était de 116 % ; voir King (1991), p. 123.

20. *Currency Board*. NdT.

chinoise, le dollar de la Chine nationaliste (ou dollar CN) face au dollar américain chuta de 20 CND pour 1 USD (pendant la guerre) à 2020 pour 1. Ce nouveau cours devint lui-même rapidement surévalué, provoquant une chute éprouvante des réserves de change chinoises. En mars 1947, le taux de change était révisé à 12 000 dollars CN contre 1 dollar américain. En l'espace de deux mois, ce cours devenait à son tour insoutenable et le gouvernement nationaliste créait un Comité pour le Fonds de stabilisation ; celui-ci réunissait les 4 principales banques autorisées à opérer sur le marché officiel²¹. Dans les faits (comme en 1994), cela revenait à introduire un système de parités glissantes²².

Le Fonds de stabilisation essaya un moment de garder sa crédibilité en suivant de près le cours du marché noir, dans l'espoir de stimuler la confiance du public par cette apparence de « prix du marché ». Mais, lorsque l'inflation accéléra, vers la fin de l'année 1947, la dévaluation persistante fut accusée de contribuer aux anticipations défavorables et à l'instabilité des prix. Le lien avec le cours du marché noir fut rompu, au détriment de la flexibilité du taux de change officiel. Le taux officiel du Fonds, à 7 800 dollars CN par dollar de Hong Kong le 19 août 1947, passa à 88 505 neuf mois plus tard. Le cours sur le marché noir était quant à lui à peu près double²³. Le GRAPHIQUE 1 montre la dépréciation du dollar CN sur le marché officiel durant cette époque.

GRAPHIQUE 1



Source : Chou (1963), p. 138.

21. Les membres du Comité pour le Fonds de stabilisation étaient la Banque de Chine, la Banque des communications, la National City Bank of New York et la Hongkong Bank.

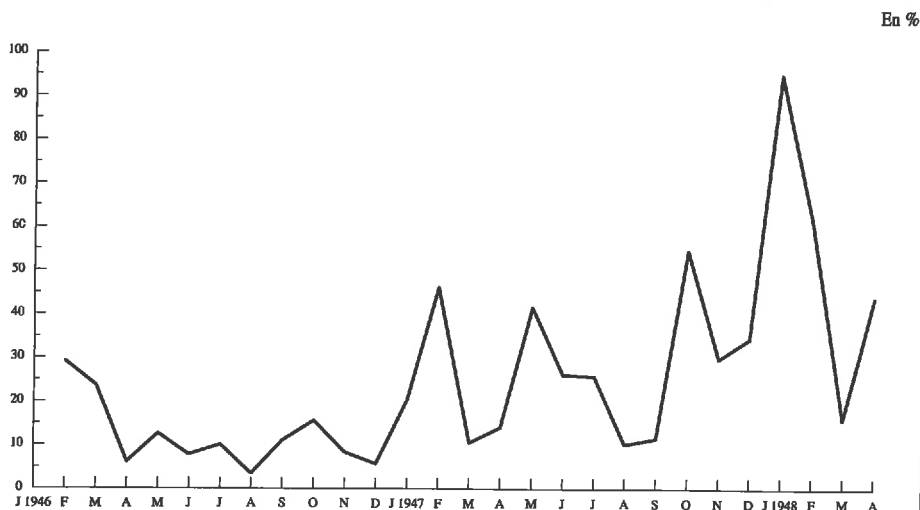
22. Littéralement "managed floating rate". Il s'agit d'un système où des *market makers* en accord avec l'autorité publique, s'entendent pour fixer et réviser une parité fixe, ce qui apparente le régime chinois de 1947 à un système de "crawling peg". NdE.

23. Chou (1963), p. 138.

La dépréciation provenait de l'accélération de l'inflation. En effet, les autorités nationalistes, incapables de financer les dépenses militaires par des impôts directs, avaient dû recourir à la planche à billets. Entre la fin de l'année 1945 et juin 1948, l'émission passa de 1 031 900 millions à 374 762 200 millions de dollars CN, pendant que le déficit de l'État augmentait, de 1 106 698 million à 434 565 612 millions de dollars CN²⁴. Le GRAPHIQUE 2 montre les hausses mensuelles de l'indice des prix en Chine de janvier 1946 à juillet 1948. Fait intéressant, Canton (où circulait le plus gros volume de dollars de Hong Kong) connut une inflation moins sévère que celle enregistrée dans les ports du Nord (Shanghai et Tianjin) ou dans le pays dans son ensemble²⁵. À Hong Kong, l'indice des prix de détail déclinait quant à lui légèrement entre 1947 et 1948²⁶.

GRAPHIQUE 2

Chine : taux d'inflation mensuels, 1946-1948



Shanghai : uniquement pour 1948.

Source : Chang (1958), p. 372-73.

En août 1948, le gouvernement nationaliste tenta de rompre la spirale en introduisant une nouvelle monnaie, le yuan-or, et en déclarant illégale l'utilisation de devises étrangères. Parallèlement, il annonçait le gel des prix et la mise en vente d'actifs publics afin de soutenir la valeur du yuan-or. Le fils de Jiang Jieshi était chargé de l'application de ces contrôles. Ceux-ci cependant, ne furent appliqués qu'à Shanghai et ne restèrent en vigueur que pendant deux mois. Stacey, directeur

24. Chang (1958), p. 374.

25. D'après un indice où janvier 1946 est la base 100, les prix avaient atteint en décembre 1947 les niveaux de 4 385 à Canton, 9 012 à Tianjin, 6 272 à Shanghai et 5 660 pour l'ensemble de la Chine.

26. Avec mars 1947 comme base 100, l'indice des prix de détail de Hong Kong est tombé à 94 en mars 1948 et à 92 en décembre suivant. *Hong Kong Government Gazette*, 1949-50.

de la Hongkong Bank à Shanghai, remarqua alors que « le yuan-or a été annoncé à grand renfort de trompettes comme une panacée pour tous nos maux. Les cyniques insistent sur le fait qu'ils n'y voient rien d'autre que l'ablation de six zéros au dollar CN ». ²⁷ Initialement fixé à quatre yuans-or pour un dollar américain, son cours dérapa rapidement en raison de la pression ininterrompue de l'inflation et de la spéculation. Avant mai 1949, son taux revint au niveau qu'avait le dollar CN en août 1948 juste avant la tentative de stabilisation ²⁸. L'épisode signa la fin du soutien dont jouissait encore le Guomindang parmi les classes moyennes chinoises ²⁹. Le TABLEAU 1 illustre l'effondrement du système monétaire chinois. En juillet 1949, les nationalistes en revenaient aux pièces d'argent mais, dans l'interval, le Guomindang avait perdu toute crédibilité ³⁰. Au printemps 1949, le pouvoir nationaliste utilisait lui-même des dollars de Hong Kong pour les paiements intérieurs ³¹. Comme l'a observé Chou, « dans le meilleur des cas, la monnaie chinoise n'a fait que compléter le dollar de Hong Kong en Chine du Sud et ne l'a jamais remplacé dans le rôle de monnaie de référence qu'il avait *de facto* ». ³²

TABLEAU 1

Le système monétaire chinois, 1948-1949

	Emission de billets (millions de yuans-or)	Cours yuan-or/dollar américain		Indice des prix de gros (Shanghai)
		Cours officiel	Cours du marché	
1948				
31 août	296,8	4	4	100
30 novembre	3204,3	28	42	1 365
1949				
28 février	59 663,5	2 660	2 980	48 195
25 avril	2 037 105,7	205 000	813 880	112 490
31 juillet	125 124 637,2	n.d.	n.d.	n.d.

n.d. : non disponible.

Source : Chang (1958), p. 26.

Le processus de substitution monétaire

La situation inflationniste, le cours instable et constamment à la baisse de la monnaie nationaliste, ainsi que l'instabilité politique, formaient un contexte idéal pour la substitution monétaire. Ainsi que le notait le gouverneur

27. Stacey (Shanghai) à Morse (Hong Kong), 11 janvier 1949 ; archives du groupe HSBC (Londres), [ci-après désigné par HSBC], HSBC, SHG741.6.

28. Cheng (1956), p. 184. Pour un compte rendu de l'échec du blocage des prix, voir Chang, (1958), pp. 357-60.

29. Fairbank (1986), p. 264.

30. Shanghai est tombé aux mains des Communistes, en mai 1949.

31. *Ibid.* p. 172.

32. Chou (1963), p. 149. En octobre 1948, l'ambassade britannique à Shanghai rapportait qu'à Canton « l'utilisation du yuan-or se limitait désormais aux petites transactions quotidiennes », tandis que le volume d'échange de yuans-or contre des dollars de Hong Kong était très important sur le marché noir. Télégramme de l'ambassade britannique de Shanghai au Foreign Office, 28 octobre 1948.

de Hong Kong en février 1947 : « C'est un fait établi que lorsque la bonne monnaie côtoie de près la mauvaise, les gens feront tout ce qu'il faut pour se procurer la première. »³³ Le dollar américain était une réserve de valeur appréciée mais l'ouverture de la Chine sur Hong Kong et la stabilité du dollar de Hong Kong firent de celui-ci le plus parfait candidat pour la substitution, notamment dans les villes portuaires et particulièrement en Chine du Sud. En effet, compte-tenu de la géographie locale, il était d'autant moins possible de réglementer la circulation des individus, des biens et de la monnaie entre Hong Kong et la Chine que les autorités de Hong Kong répugnaient à mettre en péril leur commerce d'entrepôt par l'imposition de contrôles. En second lieu, à l'inverse de ce qui se passait pour le dollar CN, l'émission des billets de Hong Kong était strictement garantie par les réserves en devises *via* la caisse d'émission. Quant au niveau des prix dans la colonie, il resta remarquablement stable jusqu'au second semestre de 1949³⁴.

Durant la guerre, les billets de Hong Kong avaient été thésaurisés en Chine, et à la faveur de la confusion économique d'après 1945, leur circulation s'était développée. Ainsi à Shanghai, juste après la fin de l'occupation japonaise, les responsables de la Hongkong Bank déclaraient être témoins « d'une masse d'achats spéculatifs portant sur les billets en dollars de Hong Kong », les plus demandés étant ceux dont la date d'émission ancienne donnait à penser qu'ils seraient plus facilement honorés par la banque³⁵. Vers la fin du mois de septembre 1945, Adamson rapportait : « La ville [Shanghai] fourmille de billets en dollars de Hong Kong, de grosses coupures pour la plupart. »³⁶ Cette mention de « grosses coupures » suggère que, dans ces périodes troublées, le dollar de Hong Kong était détenu comme réserve de valeur.

En juillet 1947, Jamieson de la Hongkong Bank à Canton disait avoir entendu que « sur le seul marché noir de Canton, les billets changeant chaque jour de main représentent une valeur de 1,5 million de dollars de Hong Kong ». ³⁷ Selon lui, la demande de dollars HK était le fait de banques chinoises couvrant les envois de fonds entre Shanghai et la colonie, de marchands réglant leurs importations en dollars de Hong Kong, et de thésauriseurs. Quant à l'offre, elle provenait pour l'essentiel des fonds expédiés en Chine *via* Hong Kong par les expatriés chinois à leur famille, ainsi que de la contrebande organisée. L'excédent de la balance des paiements que la Chine du Sud générait grâce à Hong Kong permettait d'utiliser des dollars de Hong Kong à Canton.

La preuve que le dollar HK servait de moyen d'échange est plus difficile à établir mais Jamieson fournit le témoignage suivant : « La valeur des biens est pratiquement toujours annoncée en monnaie de Hong Kong et il n'est pas rare que

33. Télégramme de Hong Kong, au ministre des Colonies, 22 février 1947 ; PRO, T 236/681.

34. Avec mars 1947 comme base 100, l'indice des prix de détail a culminé à 112 en décembre 1949. *Hong Kong Government Gazette*, 1949-50.

35. A.S. Adamson (Shanghai) à Morse (Londres), 5 septembre 1945 ; HSBC, GHO154. L'internement d'Adamson a pris fin le 16 août 1945.

36. A.S. Adamson (Shanghai) à T.J.J. Fenwick (Hong Kong), 25 septembre 1945 ; HSBC, GHO154.

37. C.M. Jamieson (Canton) à A.S. Adamson (Hong Kong), 23 juillet 1947 ; HSBC, GHO179.

les boutiquiers les plus aisés (marchands de bibelots ou d'argenterie) et les membres des professions libérales (médecins, dentistes, etc.) demandent à être payés en dollars de Hong Kong. »³⁸

Au vu de la relative stabilité des prix dans la colonie, la course à la fabrication de monnaie qui eut lieu dans les années d'après-guerre donne une idée de la demande de dollars de Hong Kong en Chine. Entre 1945 et 1947, les émissions de la Hongkong Bank passèrent de 320 millions à 618 millions de dollars HK. Une partie se justifiait sans doute par l'inflation que Hong Kong avait connue pendant la guerre. Mais les responsables de la Hongkong Bank étaient persuadés que l'essentiel de la demande supplémentaire venait de Chine continentale. En 1947, Adamson écrivait à l'agence cantonaise de la Hongkong Bank : « Nos émissions ne cessent d'augmenter. Tout semble indiquer que cette tendance est due à l'accroissement de la demande provenant de Chine du Sud et induite par la dépréciation du dollar CN. Nous n'avons aucun moyen de fournir une estimation exacte de la part de nos émissions qui est détenue en Chine mais elle est forcément très importante. »³⁹

En septembre 1947, le Trésor britannique estimait à 300 millions de dollars de Hong Kong la valeur des billets circulant en Chine⁴⁰. Ceci représentait une hausse de 200 millions par rapport au niveau d'avant-guerre, suggérant que les deux tiers environ de l'augmentation des émissions entre 1945 et 1947 étaient destinés à la Chine. La circulation en Chine des billets de Hong Kong aurait donc équivalu à environ 16 % de la circulation totale de dollars nationalistes à la fin de l'année 1947⁴¹. L'utilisation de dollars de Hong Kong se limitant alors aux zones côtières et à Canton, la proportion devait y être plus élevée qu'ailleurs. D'autres monnaies étaient utilisées en Chine à l'époque (notamment le dollar américain) mais on ne dispose d'aucune estimation des montants en jeu.

Au second semestre de 1948, l'accélération de l'inflation provoqua une détérioration de la situation. Le GRAPHIQUE 3 montre les billets de Hong Kong qui circulaient en Chine fin 1947 et pendant la période allant de juin 1948 à la fin de l'année 1950. Lors de l'introduction du yuan-or en août 1948, seuls 86 millions de dollars de Hong Kong furent restitués malgré l'ordre formel du gouvernement nationaliste visant à la conversion obligatoire de toutes les devises étrangères⁴². Le graphique met en évidence la rapide augmentation des billets en circulation au fur et à mesure de l'effondrement du yuan-or et de la progression des forces communistes. À l'époque, on estimait que 400 à 500 millions de dollars de Hong Kong, c'est-à-dire la moitié des billets libellés dans cette monnaie, circulaient en

38. *Ibid.*

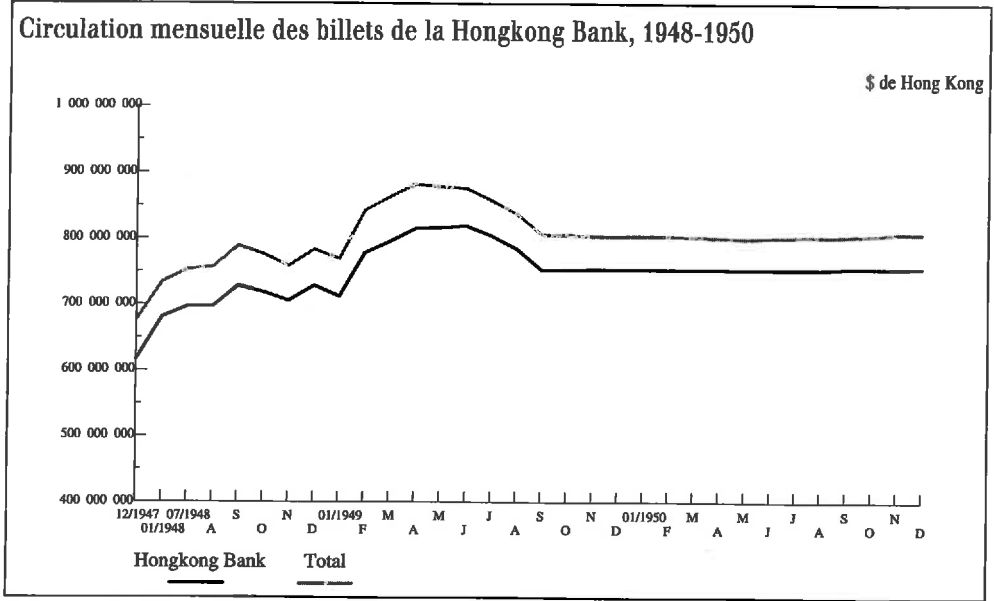
39. A.S. Adamson (Hong Kong) à C.M. Jamieson (Canton), 16 juillet 1947 ; HSBC, GH0179. En juillet 1948, la Banque d'Angleterre remarquait également que les émissions de la Hongkong Bank augmentaient très rapidement pour satisfaire la demande de la Chine. Note de Portsmouth (Banque d'Angleterre), 20 juillet 1948 ; Archives of the Bank of England (Londres) [ci-après désigné par BoE], BoE, OV14/3.

40. Mémorandum de Granger-Taylor, 31 décembre 1948 ; PRO, T 236/1812.

41. Ce calcul est basé sur une circulation de 300 millions de dollars de Hong Kong au taux de change courant fin décembre 1947.

42. Chang (1958), p. 321.

GRAPHIQUE 3



Source : Journal officiel de Hong-Kong.

Chine⁴³, soit une hausse de 300 millions par rapport au niveau d'avant-guerre. Si l'on part de l'hypothèse qu'il y avait 450 millions de dollars de Hong Kong circulant en Chine, cela équivalait à 23 062 500 millions de yuans-or (112,5 millions USD), à comparer avec les 2 037 106 millions de yuans-or émis par les nationalistes jusqu'à la fin du mois d'avril.

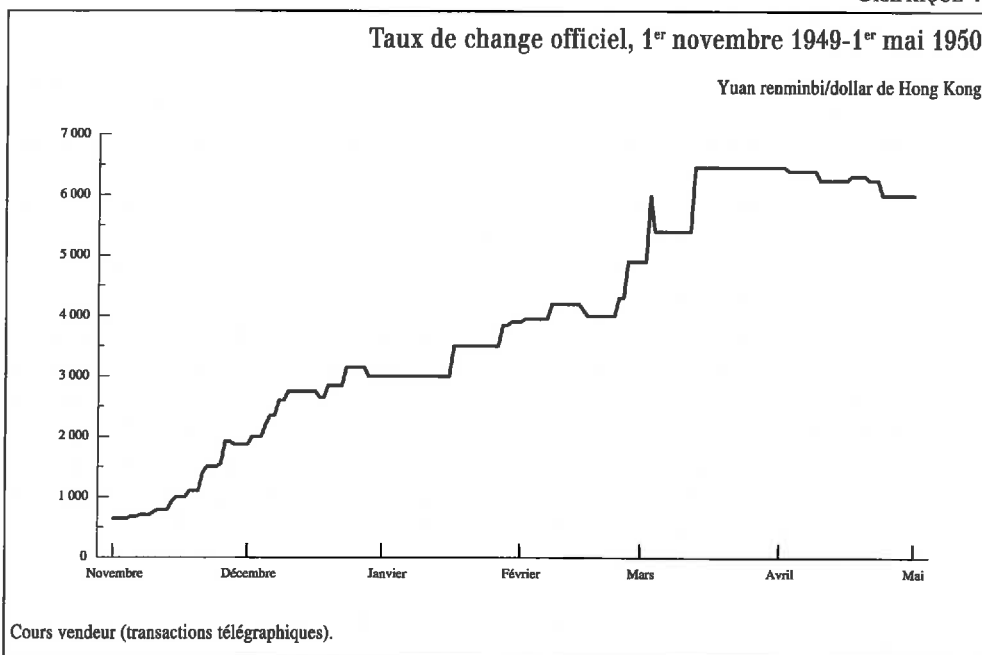
La stabilisation du renminbi

Tout en prenant progressivement le contrôle du territoire, les communistes introduisirent le « Yuan de la Banque du Peuple » (renminbi), destiné à remplacer la monnaie nationaliste dans les régions conquises. Le *Foreign Office* était pessimiste et soulignait : « L'avenir de cette nouvelle monnaie est extrêmement incertain. On peut présumer que les autorités communistes rencontreront les pires difficultés pour instaurer une monnaie stable, d'autant que le gouvernement nationaliste (Guomindang) a emporté avec lui à Formose une part importante de l'or chinois. »⁴⁴

43. Cité dans le *South China Morning Post* du 26 mai 1949 ; PRO, T 236/5111. Le journal communiste *Renminribao* rapportait que « surtout dans les années 1948-1949, la monnaie de Hong Kong dominait les marchés du Kouangtong. C'était la monnaie standard sur laquelle étaient fondés les prix pratiqués dans les villes et les campagnes. » Il estimait que la moitié environ des billets émis circulaient en Chine, dont 88 % en Chine du Sud, à Canton pour l'essentiel. D'après une traduction en anglais du *Renminribao* (Quotidien du peuple), 12 février 1950 ; HSBC, GHO179.

44. Procès-verbal par P.D. Coates (Foreign Office), 27 janvier 1949 ; PRO, F 0371/75851 Le secrétaire d'État au Commerce britannique en poste à Shanghai, I.C. Mackenzie, exprimait la même opinion en novembre 1948. I.C. Mackenzie, premier secrétaire d'État (au commerce), Shanghai, ambassade britannique de Nanjing, 15 novembre 1948 ; PRO, T 236/1812. Environ quatre-vingt-dix tonnes d'or (3 millions d'onces troy) ont quitté la Chine pour Formose lors du départ du Guomindang. Chang (1958), p. 321.

GRAPHIQUE 4



Source : Hongkong et Shanghai Bank à Shanghai, livre 614.

Cependant en janvier 1949, l'introduction du renminbi dans le port de Tianjin, au nord du pays, se réalisa sans encombre, les clients affluant en masse vers les 272 guichets de change pour convertir leurs yuans-or en yuans renminbi moyennant un taux de 6, puis de 8, yuans-or pour 1 yuan renminbi⁴⁵. Il fallut toutefois plusieurs mois au renminbi pour s'implanter plus au sud. À Shanghai, son taux contre le dollar de Hong Kong fut d'abord fixé à 138 yuans renminbi en mai 1949 mais il se déprécia rapidement par la suite⁴⁶. Au début du mois de juillet, l'ambassade britannique à Shanghai notait : « De récents rapports de sociétés étrangères font état de la profonde méfiance suscitée par cette nouvelle monnaie chez la majorité des marchands et négociants chinois avec lesquels elles sont en relation, sentiment motivé apparemment par des raisons tant économiques que politiques ».⁴⁷

L'absence de confiance dans la capacité des communistes à maintenir le pouvoir d'achat du renminbi mais aussi à garder le contrôle de la Chine se reflétait dans l'utilisation persistante du dollar de Hong Kong. Le GRAPHIQUE 4 montre le taux de change officiel du renminbi vis-à-vis du dollar de Hong Kong entre novembre 1949 (date à partir de laquelle les communistes ont intégralement contrôlé le pays) et mai 1950. Il témoigne de la rapide dépréciation du renminbi jusqu'à la fin 1949. Dès le début de l'année suivante, cependant, le mouvement se ralentit. Puis la monnaie se stabilisa pendant le premier semestre (au taux de 6 000/1), avant de se déprécier à nouveau.

45. D'après l'Agence de presse Chine nouvelle, 14 février 1949 ; PRO, F O371/75851.

46. Télégramme de Stacey (Shanghai) à Morse (Hong Kong), 29 mai 1949 ; HSBC, SHGH 268.

47. Télégramme de l'ambassade britannique de Shanghai au Foreign Office, 3 juillet 1949 ; PRO, FO 371/75846.

Le nouveau régime communiste prit dès le départ des mesures administratives énergiques pour stabiliser la valeur de la monnaie. Le renminbi était garanti par un stock de marchandises de base détenu par l'État et susceptible d'être écoulé sur le marché pour influencer sur le niveau des prix. Ces liquidations officielles enrayerent brièvement l'inflation à la mi-juin 1949 mais la valeur interne et externe du renminbi poursuivit sa chute. Le 14 juin 1949 fut introduite l'Unité de Dépôt au Pair (UDP) destinée à diminuer la monnaie en circulation et à accroître la confiance, en maintenant le pouvoir d'achat. Les salaires étaient payés en UDP dont la valeur était fixée en terme d'un panier de biens de consommation⁴⁸. Ainsi était créée une réserve de valeur distincte de la monnaie, afin d'encourager l'épargne et de diminuer la circulation fiduciaire⁴⁹. Tandis que les autorités s'efforçaient ainsi d'atténuer les anticipations inflationnistes, la demande de dollars de Hong Kong se maintenait, particulièrement dans le Sud. Au début du mois de décembre, W.P. Montgomery, commissaire britannique chargé du commerce de la colonie, déclarait : « La population de la région de Canton est, semble-t-il, très opposée à l'idée de recevoir des billets de la Banque du Peuple en échange de ses dollars de Hong Kong, d'autant que la majorité des transactions commerciales continue d'être libellée en dollars de HK. Les requêtes des autorités demeurent jusque-là ignorées. »⁵⁰

En mars 1950, le pouvoir communiste sur la Chine était finalement fermement établi grâce à la nationalisation des marchés intérieurs et extérieurs. Le pays se tournait vers la planification. Avec l'extension de son emprise sur l'économie, le nouveau régime réussit à stabiliser les prix et la valeur de sa monnaie. À Shanghai ce mois-là, l'UDP enregistra un recul effectif de 7 % par rapport au renminbi⁵¹. Officiellement, on invoquait pour expliquer ce phénomène la centralisation du contrôle financier au sein des caisses publiques, qui aurait permis une maîtrise plus efficace de la masse monétaire, ainsi que la rationalisation de la distribution alimentaire, qui aurait débouché sur une augmentation des denrées disponibles pour les consommateurs. Selon des représentants britanniques, cependant, l'opinion de « l'homme d'affaires moyen » à Shanghai était que l'argent était tellement cher du fait d'une fiscalité lourde et de l'acquisition forcée de « bons de la victoire » que rares étaient ceux qui étaient encore capables d'acheter quoique ce soit⁵². La déflation de mars 1950 se révéla être un tournant décisif pour le renminbi.

Le volume de devises qui furent échangées contre des yuans renminbi en mars et en avril 1950 est connu grâce au journal *Xinwenribao*. D'après cette source, le bureau de la Banque de Chine à Shanghai aurait conclu 7 182 transactions de ce type en mars et 35 600 en avril⁵³. L'agence de la Banque du Peuple responsable de la Chine de l'Est estimait quant à elle qu'un tiers environ de la population se

48. La valeur de l'UDP, qui découlait du prix du riz, de la toile, du mazout et de l'huile alimentaire, était égale à 302 yuans renminbi le 14 juin. Elle est passée à 522 yuans renminbi le 2 juillet en raison de la hausse du prix du riz ; PRO, F O371/75846. Les dépôts indexés qui fonctionnent comme moyen d'échange et comme réserve de valeur peuvent constituer une menace pour la stabilité monétaire. Voir Bromberger & Makinen (1980).

49. L'incitation à l'épargne par des dépôts dans des banques d'État a été un instrument majeur de la politique communiste après la stabilisation du renminbi. Hsiao (1971), p. 151.

50. W.P. Montgomery (Hong Kong) au ministère du Commerce (Londres), 5 décembre 1949 ; PRO, F O371/75858.

51. Breakspeare, *Economic Report of China*, 1^{er} avril 1950 ; PRO, FO 371/83336.

52. *Ibid.*

53. Extrait du *Xinwenribao*, 5 mai 1950 ; PRO, FO 371/83359.

servait de yuans renminbi à la fin du mois de février 1950, contre à peu près 75 % à la fin du mois de mai suivant⁵⁴. À cette époque, le gouvernement communiste rapportait avec enthousiasme que « depuis la fin du mois de mars, les banques [étaient] submergées par des clients échangeant des dollars de Hong Kong contre des billets de la Banque du Peuple » et faisait état d'un « développement phénoménal »⁵⁵. Après le début de son appréciation sur le marché officiel, en août 1950, la popularité du renminbi se développa encore et les dépôts en UDP disparurent progressivement au profit de dépôts en yuans renminbi⁵⁶.

En octobre 1950, le gouverneur de Hong Kong estimait que le volume cumulé de dollars de Hong Kong en circulation en Chine, à Macao et à Formose avait diminué d'environ 200 millions, soit une baisse de moitié par rapport au début de l'année⁵⁷. Grantham pensait que le rapatriement des billets de Hong Kong se poursuivrait progressivement, même si « au vu des antécédents de dépréciation monétaire, nombre de représentants des classes plus éduquées répugneraient sans doute à se séparer du moindre avoir en devise »⁵⁸. Quoi qu'il en soit, au début de l'année 1951, Yoxall de la Hongkong Bank à Shanghai informait le siège que « la fixation des prix, une fiscalité lourde et un strict encadrement du crédit avaient permis au gouvernement populaire de stabiliser la monnaie, un résultat jusque-là réputé impossible »⁵⁹. Cette évolution ne signifia cependant pas l'interruption complète de la substitution monétaire mais celle de la forme extrême qu'elle avait prise durant l'après-guerre.

L'économie politique de la substitution monétaire

Tournons nous maintenant vers les implications de cette expérience. Dans le « cas chinois » dont il a été question ici, la substitution monétaire mit aux prises quatre parties aux intérêts contradictoires. Côté Chine, il y avait à la fois le Guomindang qui luttait pour imposer sa propre monnaie, et les communistes qui voyaient dans les dollars de Hong Kong soit un moyen de pression « capitaliste » lorsque les billets étaient dans les mains de la population, soit des réserves de change lorsque c'était la Banque de Chine qui les possédaient. Il y avait aussi les britanniques qui, pour des raisons exposées plus loin, redoutaient l'impact de la substitution sur Hong Kong et sur la livre sterling. Le gouvernement de la colonie, enfin, se félicitait quant à lui de l'utilisation du dollar de Hong Kong à l'étranger.

54. Rapport de Breakspeare (Hong Kong), 1^{er} septembre 1950 ; PRO, FO 371/83337.

55. D'après une traduction en anglais du *Renminribao*, 12 février 1950 ; HSBC, GHO179.

56. Breakspeare, *Economic Report of China*, septembre 1950 ; PRO, FO 371/83337. Pendant une période transitoire, les déposants ont été autorisés à retirer leurs fonds soit en UDP soit en yuans renminbi.

57. Grantham (Hong Kong) au ministre des Colonies, 12 octobre 1950 ; BoE, OV104/46.

58. *Ibid.*

59. Yoxall (Shanghai) à Morse (Hong Kong), 10 janvier 1951 ; HSBC, SHG 741.8.

La libre circulation des dollars entre Hong Kong et la Chine était vitale pour le commerce des deux territoires car elle soutenait le volume des échanges dans cette période de turbulences politiques et économiques. Un tiers environ des exportations chinoises entre 1946 et 1948 étaient expédiées à Hong Kong, contre seulement 16 % au milieu des années trente. Entre 1946 et 1949, la Chine enregistra un excédent commercial cumulé de 300 millions de dollars HK avec la colonie et ce, en dépit de contrôles sur le commerce et les changes qu'imposa le Guomindang pour tenter d'éviter l'effondrement de sa monnaie⁶⁰. Au lieu de renforcer la confiance dans le dollar nationaliste, ces mesures eurent pour seul effet d'encourager la contrebande et la substitution monétaire. À partir de février 1946, tous les exportateurs chinois furent contraints de restituer leurs recettes en devises au taux de change officiel, surévalué, de sorte que les exportations rapportaient nettement plus si elles transitaient clandestinement par Hong Kong. Les dollars HK obtenus par ce canal pouvaient alors servir tant de moyen de paiement en Chine que d'instrument de règlement pour solder les importations. En novembre 1946 puis en février 1947, des contrôles stricts furent à leur tour imposés sur les importations, dans le but de retenir les maigres ressources de change. Ceci engendra une pénurie de biens d'importation qui profita à la contrebande *via* Hong Kong. En 1947, ce type de fraude représentait environ 20 % du commerce officiel chinois. En 1948, on estimait que les exportations clandestines équivalaient à 39 % des exportations officielles et à 15 % des importations officielles⁶¹.

La crédibilité du gouvernement nationaliste souffrait tant de l'inflation et de la substitution monétaire que cela finit par ouvrir un conflit politique entre Hong Kong et la Chine⁶². Si les producteurs et les consommateurs de Chine du Sud vivaient de la contrebande, le Guomindang considérait quant à lui que la circulation de dollars de Hong Kong en Chine sapait le dollar CN et anéantissait les efforts de stabilisation monétaire. Semblables doléances furent exprimées à la fin de l'année 1946 lors de la négociation d'un accord financier sino-hongkongais. Dans le cadre de cet accord, les autorités chinoises tentèrent d'obtenir de la colonie que toutes les transactions en dollars de Hong Kong avec des résidents chinois passent par des banques agréées. Par ailleurs les nationalistes voulaient interdire les mouvements de dollars entre Hong Kong et la Chine⁶³. Le gouvernement de la colonie leur donna satisfaction sur le premier point mais déclara ne pas pouvoir contrôler les mouvements de dollars HK autrement que par la surveillance du fret maritime et aérien portant sur de gros volumes de billets⁶⁴. En mai 1947, le gouverneur de Hong Kong refusa d'imposer le contrôle des changes, menace pour le traditionnel statut d'entrepôt de la colonie⁶⁵. En outre, la prospérité de Hong Kong reposait sur les importations alimentaires en provenance de Chine du Sud,

60. Szczepanik (1958), p. 158.

61. Chang (1958), p. 385.

62. Certains ont prétendu que la chute du yuan « avait probablement été la cause première de la fin du soutien populaire à ce gouvernement [le Guomindang] et de sa défaite ultérieure contre les communistes ». Hughes & Luard (1959), p. 24.

63. *Chinoise Aide-Memoire*, 27 décembre 1946 ; BoE, OV104/87.

64. Réponse de Hong Kong à la Chine, 7 janvier 1947, incluse dans le mémorandum de Young, gouverneur de Hong Kong, 13 février 1947 ; BoE, OV104/87.

65. Télégramme de Hong Kong au ministre des Colonies, 24 mai 1947 ; PRO, T 236/681.

réglées en dollars HK. Ces entrées vitales auraient été perturbées par un contrôle des changes ⁶⁶.

Comme le remarqua George Bolton de la Banque d'Angleterre : « Ce qui est demandé par cet accord financier, c'est que ce soit à la colonie de se charger du contrôle des flux de monnaie et de marchandises pour le compte de la Chine, qui se reconnaît ainsi incapable de s'en acquitter elle-même. » ⁶⁷ La Banque d'Angleterre conseilla néanmoins à Hong Kong d'accepter en les termes l'accord financier, afin d'apaiser les Chinois et ce, en dépit de profonds doutes quant à la capacité de Hong Kong à restreindre le flux de billets à destination de la Chine du Sud. Selon Sir Otto Niemeyer, « rien ne peut empêcher la circulation des billets de la colonie chez le voisin chinois (si, comme c'est le cas, les Chinois eux-mêmes n'y peuvent rien) » ⁶⁸. À l'issue de laborieuses et parfois âpres discussions, l'accord financier fut finalement conclu peu avant la perte du pouvoir par les nationalistes, pour être annulé peu de temps après ⁶⁹.

La substitution monétaire provoqua également des frictions politiques entre la République Populaire de Chine et Hong Kong car le régime communiste était lui aussi opposé à la circulation de dollars de Hong Kong en Chine. D'après un article de mai 1950 paru dans le *Renminribao* (Quotidien du peuple), l'organe officiel du Parti, la circulation de cette monnaie à Canton « était non seulement un outil de l'impérialisme britannique visant à capter les immenses réserves des habitants du Kouangtong, mais également un moyen pour les bandits, les agents des services spéciaux et les marchands dépravés de réaliser leurs opérations spéculatives » ⁷⁰. La substitution entre les monnaies était donc perçue comme ouvrant un boulevard aux interventions étrangères dans les affaires chinoises. En raison du chaos qui avait marqué le règne du Guomindang et après les troubles de la guerre civile, une partie du succès du régime communiste reposait sur l'introduction d'une monnaie nationale viable.

De leur côté, les autorités de la colonie avaient peu d'états d'âme vis-à-vis de la circulation du dollar HK en Chine, notamment parce que les flux de capitaux vers Hong Kong étaient précisément facilités par l'utilisation de cette monnaie chez leur voisin. En mai 1946, Morse, le directeur de la Hongkong Bank, s'exprimait en ces termes : « Pour moi, la libre circulation des billets en dollars de Hong Kong n'est à l'origine d'aucun abus préjudiciable à la colonie et, plutôt que de provoquer des sorties de capitaux, ce phénomène rend la monnaie plus attrayante et tend à faire entrer des fonds. S'agissant des comptes ouverts par la Hongkong & Shanghai Bank depuis la nouvelle occupation, les seuls dépôts chinois représentent plus de 25 millions de dollars. » ⁷¹

66. Mémoire de Heasman (Banque d'Angleterre), 12 décembre 1950 ; BoE OV104/89. De 1946 à 1948, la part des denrées alimentaires dans les importations hongkongaises en provenance de Chine du Sud oscillait entre 50 et 60 %.

67. G. Bolton à E. Rowe-Dutton, 26 février 1947 ; BoE, OV104/87.

68. Procès-verbal de O. Niemeyer, 30 mai 1947. BoE, OV104/87.

69. Pour une analyse plus complète de ces négociations, voir Schenk (1998).

70. D'après une traduction en anglais du *Renminribao* de Beijing, 12 mai 1950 ; HSBC, GHO179.

71. Morse (Hong Kong) à J.L. Fisher (Banque d'Angleterre), 17 mai 1946 ; HSBC, GHO154.

La libre circulation des billets facilita donc l'entrée de capitaux qui accompagna les migrations de la Chine vers Hong Kong à la fin des années quarante. La surévaluation du dollar nationaliste laissa les réserves chinoises vulnérables vis-à-vis du marché libre de Hong Kong où les transactions s'effectuaient en dollars américains, avec une prime d'environ 40 % par rapport au taux bilatéral officiel⁷². Les Chinois avaient donc avantage à vendre des dollars CN à Shanghai contre des dollars américains, au taux officiel surévalué de 12 000 dollars CN pour un dollar américain, pour aller ensuite à Hong Kong échanger les dollars américains ainsi obtenus contre des dollars de Hong Kong ou des livres sterling. Les gains réalisés pouvaient être utilisés pour financer des importations ou être convertis pour racheter des dollars CN sur le marché libre à bas prix. On estime qu'entre 1947 et 1949, la fuite de capitaux entre la Chine et Hong Kong s'éleva à 500 millions de dollars HK⁷³. Ainsi, le conseiller financier de l'ambassade britannique à Shanghai expliquait qu'avant avril 1948 « des fonds en provenance de Shanghai et de Canton avaient convergé sur Hong Kong, non seulement sous forme de transferts télégraphiques et de virements mais aussi, selon la rumeur, sous forme de coupures transitant par bateau »⁷⁴. Divers articles parus en juin dans le *Quotidien de la Chine du Nord* (publié à Shanghai) sous-entendaient d'ailleurs que le statut indépendant de Hong Kong était menacé si la fuite de capitaux entre Shanghai et Hong Kong n'était pas endiguée⁷⁵. Or, on s'accorde pour reconnaître que ce flux de capital humain et financier fut vital pour l'industrialisation de la colonie dans les années cinquante.

En termes de stabilité monétaire, la circulation de dollars de Hong Kong en Chine n'inquiétait pas particulièrement ni les instituts émetteurs ni les autorités de Hong Kong. Ceci s'explique sans aucun doute par la confiance qu'ils avaient dans l'automatisme du système de caisse d'émission et dans la longue tradition de liens économiques et monétaires entre Hong Kong et la Chine continentale. Toute tentative de restreindre la circulation du dollar de Hong Kong en Chine de l'Est aurait nui au pouvoir d'attraction de Hong Kong en tant qu'entrepôt commercial et canal de transmission des fonds envoyés par les Chinois de l'étranger. De plus, à supposer que les autorités de Hong Kong aient imposé des limitations à l'importation de leurs propres billets, la réputation de la monnaie en aurait été immédiatement ternie, au grand préjudice de l'économie en cette période de troubles politiques⁷⁶. Mieux valait renoncer à supprimer la menace éventuelle que constituaient – pour la stabilité des prix – les billets restant en circulation que supporter les conséquences fâcheuses que les contrôles auraient à coup sûr impliquées.

En dépit de l'optimisme affiché, des mesures furent néanmoins prises pour éviter une déstabilisation dans le cas où un rapatriement massif des billets inter-

72. À propos de la raison pour laquelle la Grande-Bretagne tolérait la prime en vigueur sur le marché de Hong Kong en dollars américains, voir Schenk (1994).

73. Pour un exposé des motifs qui conduisent la Grande-Bretagne à tolérer la prime en vigueur sur le marché de Hong Kong, voir Schenk (1994).

74. Mémoire de H.H. Thomas, ambassade de Grande-Bretagne, Shanghai, 2 avril 1948 ; PRO, FO371/69566.

75. Extrait de *North China Daily News*, 20 juin 1948 ; PRO, FO371/69575.

76. Mémoire de Heasman (Banque d'Angleterre), 12 décembre 1950 ; BoE, OV104/89.

viendrait. On fit en sorte que le Fonds de stabilisation des changes, qui garantissait l'émission de monnaie, reste particulièrement liquide afin d'être prêt à éponger d'un coup les billets qu'auraient dû racheter, en cas de conversion brutale, les banques émettrices. En l'occurrence, cependant, la Hongkong Bank décida de mettre de côté les billets que le public lui rendait plutôt que de les annuler en les présentant au Fonds de stabilisation⁷⁷. Il s'agissait là d'une précaution, au cas où la demande de billets reprendrait, suite à une crise politique ou économique en Chine. De plus, le mécanisme même de l'émission de monnaie incitait à une telle prudence car les banques émettrices subissaient une perte lorsqu'elles rachetaient leur certificats d'endettement : en effet le Fonds de stabilisation des changes maintenait un écart entre son cours acheteur et son cours vendeur, cédant les certificats de dépôt à 1s.3d. mais ne les reprenant qu'à 1s. 2/8d.

Une fois le renminbi stabilisé à Canton, les dollars de Hong Kong refluent donc vers la Banque de Chine qui les retourna à la Hongkong Bank sous forme de dépôts. Il en résulta un gonflement substantiel du solde du compte que la Banque de Chine détenait dans la colonie auprès de la Hongkong Bank : ce compte passa de 5,5 millions de dollars HK fin 1949⁷⁸ à 176 millions en juin 1950⁷⁹ puis à 190 millions en août de la même année⁸⁰. La Hongkong Bank décida de conserver ces dépôts en coupures de 500 dollars de Hong Kong dans son encaisse, dans l'attente qu'« un jour, le gouvernement populaire veuille utiliser ces capitaux, sans doute pour acheter, dans la zone sterling, produits de base ou équipements dont il aurait besoin. D'autre part, dans l'hypothèse d'un nouvel effondrement de sa monnaie, ce gouvernement pourrait vouloir retirer de grosses quantités de billets placés chez nous afin d'obtenir un moyen d'échange stable sur son propre territoire. »⁸¹

Anticipant de nouveaux troubles, Adamson de la Hongkong Bank tâchait quant à lui de déterminer combien de temps prendrait l'impression de 10 millions de coupures de 10 dollars HK et d'un million de coupures de 100 dollars HK ainsi que leur envoi depuis Londres, dans le cas où le dollar de Hong Kong devrait commencer à remplacer le renminbi. Si elle songeait à mettre en circulation de si faibles coupures, c'est sans doute que la Hongkong Bank prévoyait que les dollars HK serviraient surtout de moyen d'échange plutôt que de réserve de valeur.

Par la suite, les établissements émetteurs et le gouvernement de la colonie se concertèrent afin de contrôler les éventuelles demandes d'échange de dollars de Hong Kong contre des livres sterling. En octobre 1950, le gouverneur Grantham pouvait déclarer à la Banque d'Angleterre : « Je suis en étroite relation avec la Hongkong & Shanghai Bank, en particulier, car cet établissement se trouve en

77. Grantham, Gouverneur de Hong Kong, au ministre des colonies, 12 octobre 1950 ; BoE, OV104/46.

78. Télégramme de Grantham (Hong Kong) au ministre des colonies, 9 décembre 1949 ; PRO, T 236/5111.

79. A.S. Adamson (Hong Kong) à S.A. Gray (Londres), 23 juin 1950 ; HSBC, GHO179. Une partie seulement des fonds rapatriés aurait transité par la Banque de Chine, une autre l'ayant été directement. On estime que la fuite de capitaux privés entre la Chine et Hong Kong s'éleverait à 500 millions de dollars de Hong Kong pour la période 1947-49. Chang (1958), p. 320.

80. Télégramme de Grantham (Hong Kong) au ministre des colonies, 28 août 1950 ; BoE, OV104/46.

81. A.S. Adamson (Hong Kong) à S.A. Gray (Londres), 23 juin 1950 ; HSBC, GHO179.

première ligne face aux fortes fluctuations de la circulation des billets hors de la colonie. Or on m'a assuré qu'en dépit de l'ampleur actuelle de l'émission inactive, aucun retrait substantiel de livres sterling n'était anticipé... On veillera à ce que le mécanisme local d'échange de livres sterling permette des arrangements avec les banques, grâce auxquels des liquidations intempestives seront évitées. »⁸²

L'accumulation de billets suscitait quelques difficultés techniques puisqu'elle constituait un danger si Hong Kong tombait sous domination étrangère. En juillet et août 1951, l'équivalent de 153,5 millions de dollars de Hong Kong en billets non émis furent donc envoyés à Singapour pour y être stockés⁸³. Il fallut cependant attendre avril 1954 pour que le solde de la Banque de Chine à la Hongkong Bank soit notablement diminué (de 277 millions de dollars en février à 87 millions) et que l'émission de billets par la banque soit réduite de 80 millions de dollars HK passant ainsi de 725,7 millions à 645,7 millions de dollars, niveau auquel elle resta jusqu'en 1957⁸⁴.

Les événements avaient donc donné raison à l'optimisme des autorités de la colonie quant au fait que le rachat des billets en dollars de Hong Kong allait s'effectuer de manière ordonnée, sans perturber l'économie locale. En l'occurrence, l'émetteur s'est montré capable de « stériliser » l'afflux en accumulant les espèces puis en éliminant l'excédent. La stabilité des quantités de monnaie en circulation en 1950 (GRAPHIQUE 3) confirme d'ailleurs ce point.

Malgré l'optimisme des responsables se trouvant à Hong Kong, la menace que faisait peser la circulation extérieure de dollars HK sur la stabilité monétaire de la colonie (et sur la zone sterling en général) préoccupa beaucoup les responsables britanniques lors de la prise du pouvoir par les communistes en Chine. La principale inquiétude résidait dans l'éventualité que le gouvernement chinois prenne le contrôle de ces dollars et les échange contre des livres sterling, de l'or ou des dollars américains sur les marchés libres de Hong Kong⁸⁵. Des conversions massives en devise américaine ou en or auraient pu déséquilibrer, sur le marché libre, le taux de change flottant vis-à-vis du dollar américain. Ceci risquait d'attirer des spéculateurs venant d'autres pays de la zone sterling qui auraient porté des coups supplémentaires au cours bilatéral livre/dollar. Or à l'époque, le Royaume-Uni multipliait les efforts pour maintenir la parité officielle entre la livre et le dollar, au prix d'un strict contrôle des changes au Royaume-Uni et de coûteuses interventions sur le marché des changes⁸⁶. La possibilité que Hong Kong fragilise ce système incitait les Britanniques à chercher les moyens d'isoler la Chine et Hong Kong du reste du système monétaire international. Aucune action directe ne pouvait être entreprise pour bloquer les comptes en dollars HK des résidents chinois,

82. Grantham (Hong Kong) au ministre des Colonies, 12 octobre 1950 ; BoE, OV104/46.

83. Correspondance entre A.S. Adamson (Hong Kong) et Edwards (Singapour), juillet-août 1951 ; HSBC, GHO179.

84. S.W.P. Perry (Hong Kong) à S.A. Gray (Londres), 23 avril 1954 ; HSBC, GHO179. Un an plus tard, le solde du compte de la Banque de Chine est remonté à 180 millions de dollars de Hong Kong. Moodie (Hong Kong) à Gray, 18 avril 1955.

85. Voir, par exemple, le mémorandum de Portsmore (Banque d'Angleterre), 2 décembre 1949 ; BoE, OV104/46.

86. En septembre 1949, la livre sterling a été dévaluée de 4,03 à 2,80 dollars américains.

du fait qu'il était impossible de distinguer ces résidents de ceux de la colonie⁸⁷. D'autres mesures furent néanmoins prises pour limiter les fuites potentielles hors de la zone sterling, soit au travers du marché libre de l'or de Hong Kong, soit au travers du marché des changes.

Le marché de l'or de Hong Kong constituait l'un des piliers du rôle traditionnel de pôle commercial régional joué par la colonie : pourtant, les autorités britanniques réussirent finalement à contraindre le gouverneur à accepter sa fermeture, en avril 1949. La législation ne rendait toutefois illégales que les seules transactions sur l'or pur, de sorte que le métal jaune à 945 millièmes de fin n'en fut point affecté⁸⁸. Le représentant du ministère de l'Alimentation en Asie du Sud-Est décrivit cet amendement comme une mesure qui « revient à interdire la consommation du gin sans angostura »⁸⁹.

Le risque que la Chine échange directement ses dollars de Hong Kong contre des dollars américains (et exerce ainsi des pressions sur le cours bilatéral livre/dollar) incita aussi à rechercher avec énergie les moyens de fermer le marché des changes de la colonie. En novembre 1949, pourtant, la Banque d'Angleterre et le Trésor admirèrent que l'éventualité de voir le nouveau pouvoir communiste réquisitionner les dollars HK détenus par les agents privés en Chine pour les déverser ensuite sur le marché libre de Hong Kong en échange de dollars américains était trop mince pour justifier la fermeture de ce marché⁹⁰. Quatre scénarios étaient en effet possibles : les détenteurs de dollars de Hong Kong pouvaient refuser de les remettre aux autorités ; le marché se révélait capable d'absorber sans broncher les conversions chinoises ; le gouvernement communiste pouvait négocier avec son homologue britannique pour échanger ses avoirs contre des biens libellés en livres sterling ; les communistes pouvaient hésiter à se débarasser de leurs dollars HK sur un marché en baisse et préférer procéder à des achats progressifs de biens. Fermer le marché des changes de la colonie ne ferait que le rendre clandestin et pourrait entraîner des mouvements de panique à Hong Kong⁹¹. En l'occurrence, l'embargo des États-Unis sur les exportations vers la Chine et le gel des avoirs communistes en dollars en décembre 1950, firent que le gouvernement chinois avait peu intérêt à détenir des dollars américains. Du coup, l'impact sur le marché libre du dollar ne pouvait être que limité.

Pour résumer, la substitution monétaire a provoqué des réactions différentes chez les acteurs impliqués. La colonie avait confiance dans la sécurité offerte par le système de caisse d'émission et se félicitait des avantages liés à l'utilisation internationale des dollars de Hong Kong. Les autorités chinoises communistes comme nationalistes, percevaient en revanche la circulation du dollar de Hong Kong comme une atteinte à leur souveraineté attitude qui, notons-le, contraste

87. Poussée par l'idée que la Chine pourrait se mettre à acheter des livres sterling à bon compte, la Banque d'Angleterre décréta en décembre 1949 le contrôle des débits des comptes chinois en livres sterling. Il s'agissait de s'assurer que chaque livre sterling utilisé par la Chine avait été gagnée ou achetée au taux de change officiel.

88. Pour une discussion sur le marché de l'or de Hong Kong, voir Schenk (1995).

89. A.R. Pratt à G.A. Haig (ministère de l'Alimentation, Londres), 20 mai 1949 ; PRO, T 236/5111.

90. Portsmore (Banque d'Angleterre) à N.E. Young (Trésor). Note du 10 novembre 1949 suite à la réunion du 8 novembre au Trésor ; PRO, T 236/5111.

91. *Ibid.* Pour une discussion sur le marché libre de Hong Kong, voir Schenk (1994).

avec l'acceptation passive de ce même phénomène dans les années quatre-vingt-dix. Les Britanniques étaient moins confiants dans la capacité de la Hongkong Bank à contenir l'afflux de billets et redoutaient les effets d'une possible déstabilisation, *via* le marché libre, de la livre sterling. En bout de course, l'intérêt de Hong Kong a prévalu : en dépit des pressions chinoises et britanniques, aucun contrôle des changes n'a été introduit.

Conclusion

En novembre 1947, J.S. Beale, de la Banque d'Angleterre notait : « La monnaie de Hong Kong circule en Chine du Sud, de sorte que d'un point de vue monétaire et financier, et en particulier du point de vue des changes, la colonie devrait être considérée comme territoire chinois plutôt que comme faisant partie de la zone sterling. »⁹² Sous l'angle politique, bien sûr, l'intégration de Hong Kong dans la Chine prit 50 années de plus. Mais il n'est pas inutile de se rappeler que les relations financières de la région sont fort anciennes. Dans les années quarante, la circulation de dollars HK hors de la colonie a constitué un dilemme politique et économique pour les intérêts chinois, hongkongais et britanniques, dilemme qui fut résolu par la combinaison de mesures préventives et d'un peu de chance. Du fait de son système monétaire, l'économie intérieure de la colonie a pu se préserver du rapatriement de sa propre monnaie tandis que les contrôles que les américains imposèrent à la Chine permirent d'éviter que ce rapatriement n'affecte la livre sterling. Enfin c'est à la faveur de ces événements que se sont forgés les liens financiers entre la Chine et Hong Kong pour l'après-guerre.

Les relations financières entre ces deux entités ont été complexes et problématiques dès la fin des années quarante et continuent de l'être. Depuis les années quatre-vingt, l'implantation de sites de production hongkongais en Chine du Sud a considérablement renforcé les liens de la région. Mais si Hong Kong a réintégré la Chine en 1997, le contrôle des changes a été maintenu et chaque système a gardé sa propre monnaie. Dans les années quatre-vingt-dix, environ 30 % de la monnaie émise par Hong Kong circulait en Chine. Le système « un pays, deux monnaies » permet aux Chinois de conjuguer des contrôles monétaires intérieurs et une relative souveraineté tout en bénéficiant des avantages que procure l'ouverture à l'économie internationale, *via* Hong Kong.

C'est précisément dans le mois où la souveraineté de l'ancienne colonie a été transférée à la Chine que l'Asie a commencé à ressentir une série de secousses qui ont encore compliqué les relations financières entre Hong Kong et la Chine. La crise a en effet révélé les faiblesses du système bancaire chinois et l'économie de Hong Kong est entrée en récession. Face à la virulence des pressions déflationnistes, l'autorité monétaire de Hong Kong a continué de s'appuyer sur le système de caisse d'émission pour protéger la valeur du dollar de Hong Kong comme monnaie internationale de la Chine. Cette monnaie demeure importante pour

92. Mémoire de J.S. Beale, 11 novembre 1947 ; BoE, OV104/87.

l'économie chinoise du fait du rôle majeur joué par Hong Kong en tant que canal d'investissement et, de plus en plus, de source d'investissements directs en provenance de l'étranger. Si le contrôle du renminbi cesse et si Shanghai supprime Hong Kong comme pôle financier et marchand international, la situation pourrait changer. Avec la crise financière que traverse actuellement la Chine, la probabilité que de telles perspectives se réalisent dans un proche avenir a encore diminué, mais ce risque demeure une source d'incertitude latente pour Hong Kong.

C. R. S.

RÉFÉRENCES

- Bernholz P. (1996), « Currency Substitution during Hyperinflation in the Soviet Union, 1922-1924 », *Journal of European Economic History*, 25, pp. 297-324.
- Bomberger W.A. & G.E. Makinen (1980), « Indexation, Inflationary Finance and Hyperinflation: the 1945-46 Hungarian Experience », *Journal of Political Economy*, 88/3, pp. 550-60.
- Calvo G.A. & C.A. Vegh (1992), « Currency Substitution in Developing Countries: an Introduction », *Revista de Analisis Economico*, 7, pp. 3-27.
- Chang K.-N. (1958), *The Inflationary Spiral: the Experience in China, 1939-50*, Cambridge Mass.
- Cheng Y.-K. (1956), *Foreign Trade and Industrial Development of China*, Washington.
- Chou S.-H. (1963), *The Chinese Inflation 1937-1949*, New York.
- Cuddington J.T. (1983), « Currency Substitution, Capital Mobility and Money Demand », *Journal of International Money and Finance* 2, pp. 111-33.
- Fairbank J.K. (1986), *The Great Chinese Revolution 1800-1985*, New York.
- Hsiao K.H. (1971), *Money and Monetary Policy in Communist China*, New York.
- Hughes T.L. & D.E.T. Luard (1959), *Economic Development of Communist China 1949-58*, Oxford.
- Jao Y.C. (1998), *Money and Finance in Hong Kong. Retrospect and Prospect*, EAI Occasional Paper No. 2, National University of Singapore.
- Kaye L. (1994), « Deafened by Decree: China's Currency and Tax Reforms Spread Confusion », *Far Eastern Economic Review*, 157(2), 13 janvier, pp. 80-82.
- King F.H.H. (1991), *The Hongkong Bank in the Period of Development and Nationalism, 1941-1984*, volume IV de *The History of the Hongkong and Shanghai Banking Corporation*, Cambridge.
- Lo C. (1996), « China's Two Currencies », *The International Economy*, 10, pp. 54-55.
- Ortiz G. (1983), « Currency Substitution in Mexico: the Dollarisation Problem », *Journal of Money, Credit and Banking*, 15, pp. 174-85.
- Rostowski J. (1992), « The Benefits of Currency Substitution during High Inflation and Stabilisation », *Revista de Analisis Economico*, 7, pp. 91-107.
- Savastano M.A. (1992), « The Pattern of Currency Substitution in Latin America : an Overview », *Revista de Analisis Economico*, 7, pp. 29-72.
- Schenk C.R. (1994), « Closing the Hong Kong Gap: the Hong Kong Free Dollar Market in the 1950s », *Economic History Review*, XLVII, pp. 335-53.
- _____ (1995), « The Hong Kong Gold Market and Southeast Asian Gold Trade in the 1950s », *Modern Asian Studies*, 29, pp. 387-402.
- _____ (1998), « Commercial Rivalry between Shanghai and Hong Kong during the Collapse of the Nationalist Regime in China, 1945-49 », *International History Review*, XX, 1, pp. 68-88.
- Stephenson-Yang A. (1996), « Easing up on Foreign Exchange », *China Business Review*, 23, p. 4.

Szczepanik E. (1958), *The Economic Growth of Hong Kong*, Oxford.

Tullio G. (1995), « Inflation and Currency Depreciation in Germany, 1920-23: A dynamic Model of Prices and the Exchange Rate », *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, pp. 350-62.

Vegh C.A. (1995), « Inflationary Finance and Currency Substitution in a Public Finance Framework », *Journal of International Money and Finance*, 14.

Xiao G. (1996), « One Country, two Currencies? », *Far Eastern Economic Review*, 159, p. 30.