



CONSULAT GENERAL DE FRANCE A HONG KONG  
SERVICE ÉCONOMIQUE

Hong Kong, le 1er juin 2017

NOTE

**Objet : Situation économique de Hong Kong**

*Affectée depuis l'été 2015 par le ralentissement chinois, la dépréciation du renminbi et le début du cycle de resserrement monétaire aux Etats-Unis, l'économie hongkongaise montre depuis le quatrième trimestre 2016 des signes d'embellie, le PIB ayant progressé de 4,3% en glissement annuel (g.a.) au premier trimestre 2017 après +3,2% au trimestre précédent. La croissance du PIB est ainsi ressortie supérieure aux attentes en 2016 à +2%. En dépit de la récente dégradation de la note souveraine de Hong Kong par Moody's de Aa1 avec perspective négative à Aa2 avec perspective stable, les autorités, qui tablent dans le budget 2017/18 sur un taux de croissance compris entre 2 et 3% pour 2017, sont désormais plus optimistes, même si l'activité pourrait être légèrement moins dynamique au cours des prochains trimestres.*

**1/. Alors qu'elle montrait depuis l'été 2015 des signes de ralentissement, l'économie hongkongaise bénéficie depuis mi 2016 d'une conjoncture plus porteuse.** Malgré un ralentissement tendanciel au cours de la dernière décennie, Hong Kong a continué à bénéficier ces dernières années d'une situation économique enviable avec une croissance du PIB de 2,4% en 2015, après +2,6% en 2014 (à comparer avec +3%/an en moyenne sur la période 2007-2016). De premiers signes de ralentissement plus marqué sont apparus avec les épisodes de turbulences boursières, en particulier en Chine continentale, à partir du printemps 2015, reflets d'un environnement mondial et régional moins favorable, avec une contraction tendancielle de l'investissement privé et un ralentissement marqué de la consommation. Après un début d'année 2016 difficile, l'activité a pourtant accéléré au second semestre (+2% et +3,2% respectivement au T3 et au T4 en glissement annuel), le PIB progressant de 2% sur l'ensemble de l'année, soit la croissance la plus faible depuis 2012, mais plutôt meilleure qu'attendue, le gouvernement ayant tablé lors de la présentation du budget 2016/17 sur une croissance de l'ordre de 1-2%.

**2/. Le regain de dynamisme entrevu fin 2016 s'est confirmé au premier trimestre 2017, le PIB progressant de 4,3% en glissement annuel, soit la plus forte progression trimestrielle en glissement depuis près de six ans.** Cette très bonne performance tient en partie à un effet de base (le T1-2016 avait été particulièrement décevant), le taux de croissance en glissement trimestriel (T1-2017/T4-2016), corrigé des variations saisonnières, s'établissant pour sa part à +0,7%, en léger ralentissement par rapport au trois trimestres précédents (+1,2% par trimestre). Il reste que Hong Kong bénéficie de l'amélioration de la conjoncture régionale et mondiale liée à : (i) la stabilisation de l'économie chinoise, (ii) le rebond du commerce mondial<sup>1</sup>, (iii) l'impact jusqu'à présent limité du Brexit et des élections américaines, (iv) la remontée plus lente que prévue des taux américains et (v) l'afflux de capitaux chinois alors que les autorités chinoises ont lancé une politique d'assainissement du secteur financier et de dépréciation du renminbi. L'amélioration est particulièrement visible du fait de la bonne santé du marché immobilier (hausse de 10,1% des prix résidentiels en 2016) et de la place financière de Hong Kong (indice Hang Seng en hausse de 9,4% au T1-2017) soit sa meilleure performance trimestrielle depuis 2012).

**3/. Dans le détail, la consommation a poursuivi son rebond amorcé à l'été 2016,** en hausse de 3,7% en g.a. (+0,4% en g.t.), contribuant à la croissance à hauteur de 2,5 ppt, grâce à la progression continue de l'emploi (taux de chômage en légère baisse à 3,2%, soit son niveau le plus bas depuis mi 2014), et dans une proportion moindre du fait des effets richesse liés à la hausse du prix des actifs immobiliers et financiers. **L'investissement privé est en forte hausse sur un an** (+6,4%, contribution à la croissance en g.a. de 1,3 ppt), tiré par le dynamisme de l'immobilier et de l'industrie de la construction au cours de l'année 2016. Néanmoins, l'investissement privé est en recul de -15% par rapport au T4-2016<sup>2</sup>. **La contribution de la demande publique est restée stable à 0,4 ppt, tandis que celle de la balance des biens et services reste négative, mais stable,** à -1,1 ppt, la hausse des importations liée à la vigueur de la demande intérieure étant en partie compensée par une hausse des exportations de biens (+9,2% en g.a., +1,5% en g.t.) et de

<sup>1</sup> Les échanges mondiaux en volumes augmenteraient de +2,4% en 2017 contre +1,3% en 2016 selon l'OMC.

<sup>2</sup> A noter cependant qu'on observe traditionnellement une contraction trimestrielle cyclique de l'investissement privé en début d'année à Hong Kong.

services (+2,6% en g.a., +0,5% en g.t)<sup>3</sup>. La décélération des prix se poursuit (inflation sous-jacente à 1,4% au T1-2017 contre 2,1% au T4-2016), du fait de la faiblesse de l'inflation importée et de l'appréciation du HKD, dont le taux de change effectif réel<sup>4</sup> a progressé de 2,8% en 2016.

**4/. La croissance devrait cependant être plus modérée au cours des trimestres à venir.** La bonne tenue de l'économie hongkongaise depuis fin 2016 ne doit pas occulter certains éléments de fragilité. En effet, la consommation de biens durables est en léger retrait au T1-2017 (-1,1%) et la reprise de la fréquentation touristique ne s'est pas accompagnée d'une hausse de la dépense moyenne des touristes<sup>5</sup>, soulignant la relative vulnérabilité de la reprise de la consommation privée. En outre, la bonne performance en glissement annuel de l'investissement reflète notamment l'augmentation des transactions immobilières (soutenue par le fait que les banques tardent à ajuster leurs taux) et l'essor des investissements issus du secteur de la construction (+9,6% en g.a.). Les investissements dans les équipements et les machines continuent de se contracter (-8,9% en g.a., -31,1% en g.t.), suggérant un certain attentisme de la part des entreprises hongkongaises. L'indice PMI a atteint 51,1 en avril contre 49,9 un mois plus tôt, chiffre le plus élevé depuis début 2014, traduisant une légère amélioration du climat des affaires, trop faible cependant pour inciter les entreprises à investir.

**5/. Dans ces conditions, le gouvernement table pour 2017 sur une progression du PIB qui s'établirait entre 2 et 3%,** grâce à un environnement mondial et régional plus porteur (le FMI table sur une croissance de +3,5% et +6,4% respectivement dans le monde et en Asie) et du rebond amorcé fin 2016 du tourisme et de la bonne santé du secteur immobilier. Le gouvernement table sur un resserrement monétaire très graduel calqué sur celui de la FED couplé à un stimulus budgétaire modeste d'ampleur comparable à celui décidé pour l'exercice budgétaire précédent (1,3% du PIB) et dont l'impact sur la croissance est estimé à 1,1 point de PIB en 2017/18. A compter de 2018, dans un environnement mondial plus favorable, l'activité deviendrait graduellement plus dynamique (prévision de croissance de l'ordre de 3% par an jusqu'en 2021) tirant notamment parti, selon le gouvernement, des potentialités – encore peu documentées – du 13<sup>ème</sup> plan chinois et de l'initiative « *One Belt One Road* ». Le scénario du gouvernement est globalement partagé par le consensus des économistes. Le FMI a récemment relevé sa prévision de croissance à 2,4%, jugeant les risques pesant sur l'économie hongkongaise modérés. En cas de ralentissement prolongé de l'activité, Hong Kong dispose de très importantes marges de manœuvre budgétaires. Si le régime de caisse d'émission (*peg*) contraint la HKMA à répliquer la politique monétaire américaine et donc à relever progressivement les taux dans le sillage de la FED, le gouvernement est en mesure d'agir sur le plan budgétaire : les excédents accumulés représentent plus de 38% du PIB (avec notamment 14 années consécutives d'excédent). Le budget 2017-18, présenté fin février, table sur un excédent de 0,5% du PIB. Rapportées au PIB, les dépenses publiques restent faibles (20,4% du PIB) et la dette quasi inexistante<sup>6</sup>.

**6/. En dépit de l'amélioration des perspectives économiques, l'agence de notation Moody's, inquiète de l'exposition croissante du secteur bancaire hongkongais à l'économie chinoise, a abaissé d'un cran la notation souveraine de Hong Kong de Aa1 à Aa2, ajustant les perspectives de « négatives » à « stables ».** Cette décision fait suite à la dégradation par cette même agence de la notation de la Chine continentale de Aa3 à A1 et au passage des perspectives de « négatives » à « stables ». Selon Moody's, les évolutions de crédit en Chine vont continuer d'avoir un impact significatif sur Hong Kong en raison du renforcement des liens économiques, financiers et politiques avec la Chine continentale. Moody's rappelle que l'exposition du secteur bancaire de Hong Kong à la Chine continentale a augmenté au second semestre de 2016. Le total des prêts liés au continent s'est élevé à 36 000 Mds HKD (4110 Mds EUR) à la fin de 2016, en hausse de 3,5% par rapport au mois de juin dernier. Une dégradation des *corporates* ou des banques les plus exposées à l'économie chinoise (en particulier HSBC ou Standard Chartered) à travers notamment le canal de l'immobilier ou de leurs expositions cross-border n'est pas à exclure. Le gouvernement hongkongais a estimé que Moody's surévalue le risque de crédit pour le secteur bancaire, du fait de la qualité élevée des crédits accordés. L'agence a relativisé sa décision en soulignant les forces et atouts financiers et institutionnels de Hong Kong, justifiant ainsi sa perspective « stable » : (i) l'importance des excédents budgétaires accumulés, (ii) des réserves de change (396 mds USD, sept fois la quantité totale de monnaie en circulation) préservant la crédibilité et la viabilité du *peg* HKD/USD et la stabilité financière à la ville, (iii) enfin, comme le rappelait le FMI dans le rapport article IV de janvier dernier, une dette publique négligeable et des indicateurs de gouvernance très solides, permettant aux autorités d'être réactives en cas de difficultés.

<sup>3</sup> Hong Kong joue traditionnellement le rôle de plateforme de transit entre la Chine et le reste du monde, d'où sa sensibilité aux fluctuations du commerce mondial. En 2015, 98,7% des exportations hongkongaises de biens étaient des réexportations. Ces réexportations représentaient 74,6% du total des importations de sorte que seuls 25,6% des importations sont destinées à la consommation locale. La Chine représente plus de la moitié des flux de commerce en transit par Hong Kong, avec 55% des réexportations qui lui sont destinées et 60% qui en proviennent. La valeur du commerce extérieur de Hong Kong représente plus de 3 fois son PIB.

<sup>4</sup> Pondéré contre un panier de quinze devises. Le dollar de Hong Kong (HKD) lié au dollar américain selon un régime de caisse d'émission (ancrage fixe ou « *peg* »). L'Autorité Monétaire de Hong Kong veille à ce que le HKD évolue dans la fourchette étroite 1USD = 7,75/7,85HKD.

<sup>5</sup> A titre indicatif, les dépenses des touristiques en provenance de Chine continentale (76% de la fréquentation touristique totale en 2016), ont représenté environ 35% des ventes de détail à Hong Kong (Cabinet Nielsen).

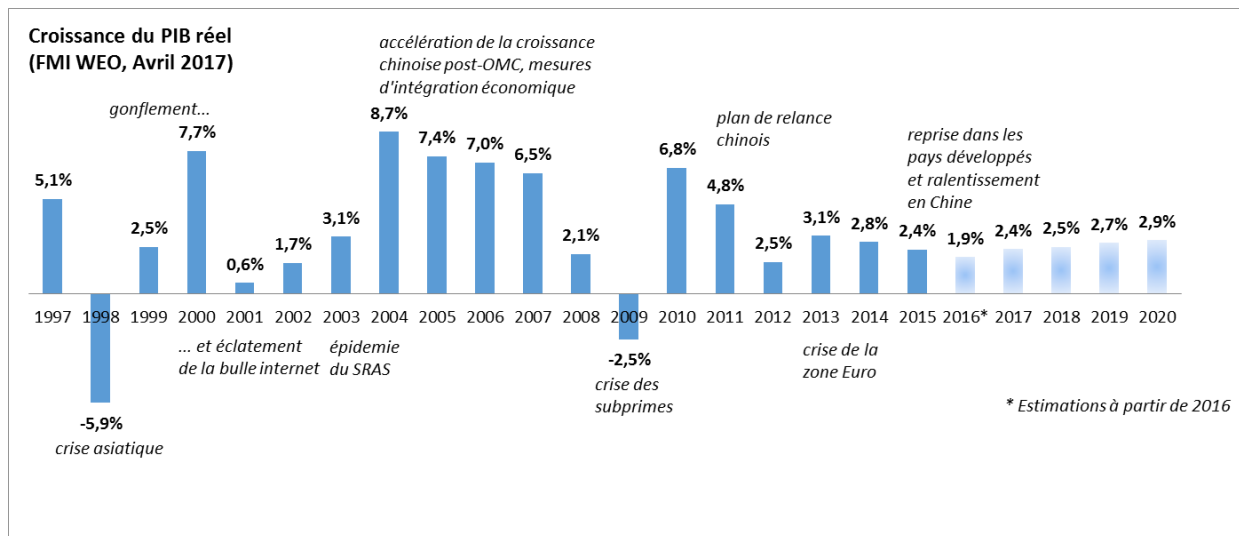
<sup>6</sup> Selon le FMI (rapport article IV – janvier 2017), la dette publique de Hong Kong s'élève à 0,1% du PIB. Le gouvernement garantit cependant des obligations émises par la HKMA afin de bâtir une courbe des taux et développer le marché obligataire pour un encours de 104,1 Mds HKD en janvier 2017 (soit 4 pts de PIB).

\*\*\*

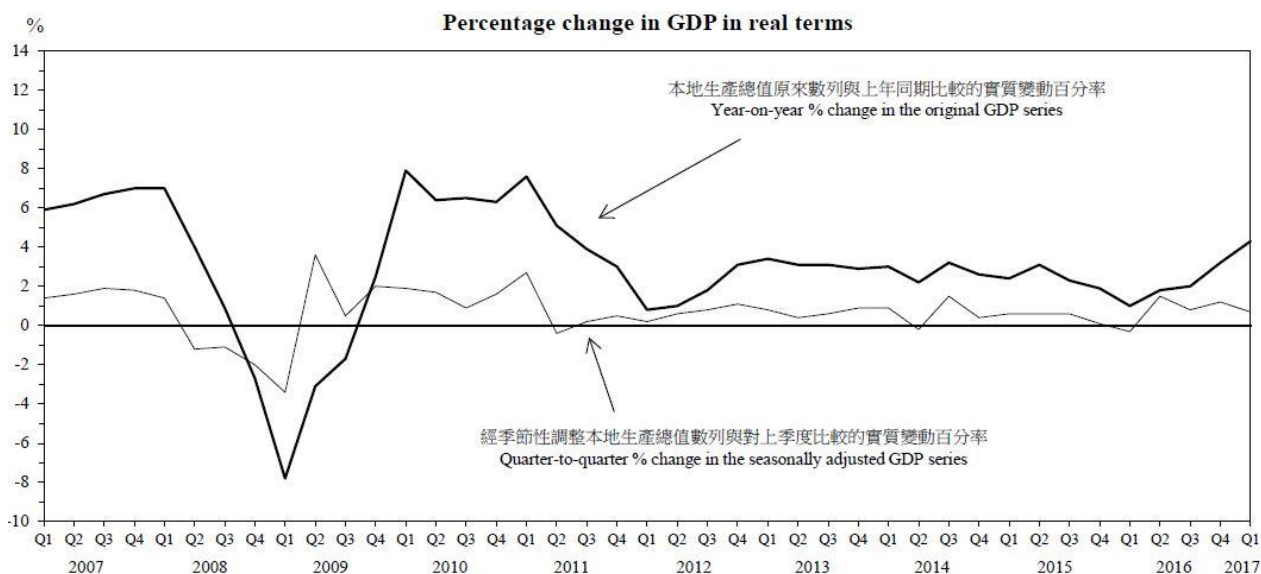
**Le « timing » de la décision de Moody's peut sembler paradoxal : Hong Kong a enregistré au T1-2017 la plus forte progression trimestrielle du PIB en g. a. depuis six ans. Cependant, ce rebond illustre l'étroitesse des liens entre la Chine et Hong Kong, souligné par Moody's et que le Secrétaire aux finances, Paul Chan, admet tout en jugeant la décision de Moody's excessive. La bonne performance récente de l'économie chinoise a en effet contribué positivement à l'activité à Hong Kong depuis fin 2016, soutenant les ventes au détail dues aux touristes chinois (qui représentent 35% des ventes au détail totales), la hausse de la demande en Chine continentale ayant profité au commerce extérieur de Hong Kong avec un rebond des réexportations de biens vers le Mainland. Quant au marché immobilier, il demeure dans une situation de surchauffe tirée notamment par la demande de Chine continentale, avec une nouvelle accélération des prix en mars (+17,8% en g.a.), particulièrement sur les petites surfaces. L'autorité monétaire (HKMA) a annoncé plusieurs séries de mesures macro-prudentielles qui, couplées aux restrictions aux sorties de capitaux de Chine, pourraient permettre au marché sinon de se stabiliser du moins de ralentir d'ici la fin de l'année. Malgré ce regain de dynamisme de l'économie hongkongaise, l'appréciation du HKD face au yuan (+9,6% depuis août 2015), la sensibilité de Hong Kong aux fluctuations du commerce international et aux évolutions de l'économie chinoise, la reprise encore timide du tourisme et le caractère erratique de l'investissement des entreprises, incitent à la prudence.**

## Annexe graphique

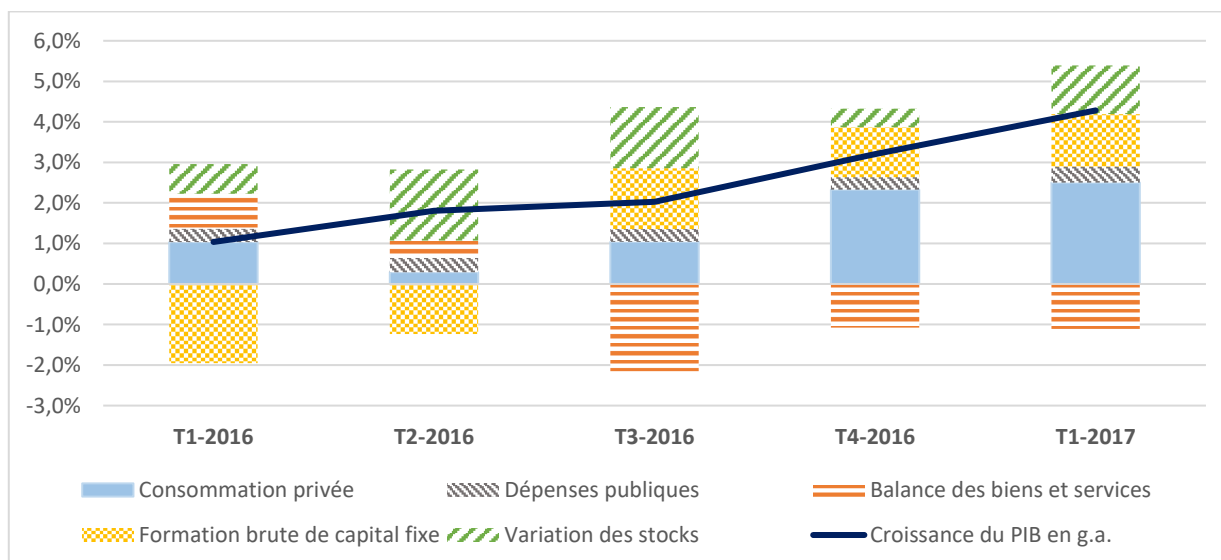
### Graphique 1 : Croissance du PIB réel de Hong Kong sur longue durée



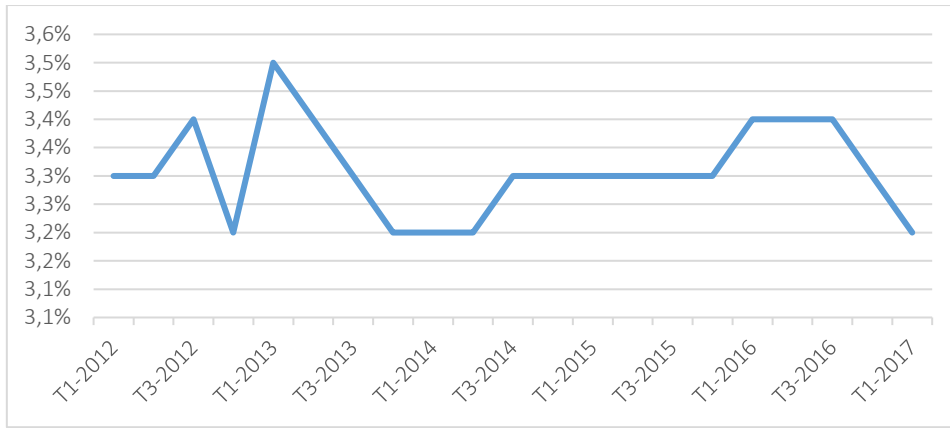
### Graphique 2 : Evolution de la croissance de l'économie de Hong Kong en glissement annuel et trimestriel



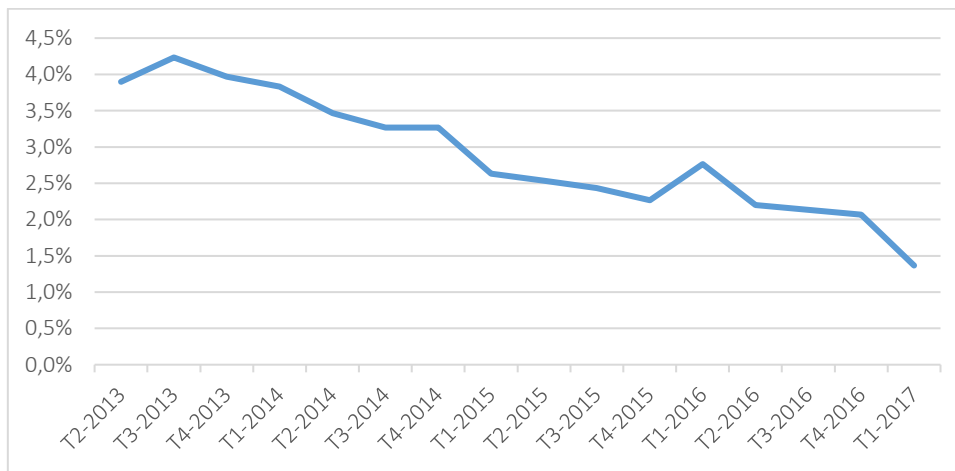
### Graphique 3 : Contributions à la croissance trimestrielle en glissement annuel



**Graphique 4 : Evolution du taux de chômage à Hong Kong**



**Graphique 5 : Evolution de l'inflation sous-jacente en glissement annuel**



**Graphique 6 : Evolution de la fréquentation touristique à Hong Kong en glissement annuel**

