

La conversion d'un Tigre

«Le miel est doux mais l'abeille pique.»

Proverbe chinois

L'INDE a commencé à libéraliser son compte de capital dans le cadre d'un vaste programme de réformes économiques lancé au début des années 90 qui a mis fin à 40 ans de planification centrale. Reposant sur une approche progressive et prudente, ces réformes, qui concernaient l'ensemble de l'économie, ont été soigneusement établies dans le temps. C'est ainsi que le régime de contrôle des changes hautement restrictif d'avant 1991 n'est plus qu'un lointain souvenir. Avec la libéralisation graduelle de l'investissement direct étranger (IDE) et des investissements de portefeuille étrangers (IPE), la roupie est devenue convertible pour les investisseurs étrangers. Cependant, divers degrés de contrôle subsistent tant pour les entreprises que pour les particuliers étrangers et nationaux, les entreprises résidentes bénéficiant d'un régime plus libéral que les particuliers résidents.

Ces quinze dernières années, l'économie indienne s'est ouverte progressivement (tableau 1) et la croissance annuelle s'est accélérée pour atteindre environ 9 % (tableau 2), l'inflation s'étant stabilisée à un niveau bas depuis le milieu des années 90. Les réserves de change se sont fortement accrues et se chiffrent aujourd'hui à plus de 180 milliards de dollars (soit bien plus que la dette extérieure du pays) davantage sous l'effet des entrées de capitaux que des excédents courants, tandis que le secteur financier, en particulier son cadre réglementaire, était consolidé. En optant pour une libéralisation graduelle, le pays a pu résister à plusieurs chocs extérieurs, notamment la crise asiatique de 1997-98.

Nous examinons ici comment l'Inde a géré la convertibilité du compte de capital et tirons les leçons de ce gradualisme.

Faire coïncider théorie et pratique

Compte tenu des avantages que promet la libéralisation du compte de capital, pourquoi l'Inde s'est-elle montrée si prudente dans ce domaine? En théorie, la libéralisation est souhaitable pour plusieurs raisons. Premièrement, il est raisonnable de présumer que la liberté de circulation des capitaux favorisera une allocation efficace de l'épargne et orientera les ressources vers l'utilisation la plus productive. Deuxièmement, elle peut promouvoir le commerce, en permettant aux pays de lisser la consommation. Troisièmement, elle peut faciliter la diversification des portefeuilles et la répartition des risques, et réduire ainsi les coûts de transaction tout en améliorant les rendements. Quatrièmement, on peut en attendre des gains sous forme d'une

spécialisation des services financiers, d'incitations à innover et d'une amélioration de la productivité.

Naturellement, il peut aussi y avoir des inconvénients. Les avantages précités dépendent du rythme de la libéralisation du commerce et des services ainsi que de l'efficacité des marchés. L'asymétrie de l'information risque de rendre les marchés inefficaces, de mal orienter les choix, de créer un aléa moral et de susciter des comportements moutonniers. Dans ce type d'environnement, une libéralisation effrénée des mouvements de capitaux peut accroître le risque de crise monétaire et bancaire. En outre, la mondialisation financière peut faire baisser le niveau de vie en cas de distorsions du marché intérieur, telles que l'apparition d'incitations perverses sous forme d'obstacles au commerce et de subventions et garanties discriminatoires.

Pourtant, les économistes ont du mal à montrer que, malgré ses bienfaits théoriques, la libéralisation du compte de capital produit à elle seule des avantages réels. Il y a quelques années, une vaste et novatrice étude du FMI établissait une distinction entre la libéralisation *de jure* et *de facto* et arrivait à la conclusion suivante : «Il est difficile d'établir une relation de causalité robuste entre le degré d'intégration financière et la croissance de la production; ... rien ne permet vraiment d'affirmer que l'intégration financière a aidé les pays en développement à mieux maîtriser les fluctuations de la croissance de la consommation; ... des niveaux faibles à modérés d'intégration financière ont peut-être exposé certains pays à une plus grande volatilité de la consommation» (Prasad *et al.*, 2003). Cette étude montre toutefois qu'une fois franchi un certain seuil, l'intégration financière peut favoriser le développement du secteur financier et atténuer ainsi la volatilité macroéconomique interne.

Bien que difficile à définir, ce seuil est devenu une référence constante pour souligner la nécessité de renforcer les institutions dans les pays en développement. Lors d'une récente réévaluation de la mondialisation financière, les mêmes auteurs souscrivent, moyennant quelques réserves et en nuancant grandement leur raisonnement, à l'idée que les pays en développement peuvent tirer parti de la mondialisation financière (Kose *et al.*, 2006). Outre les canaux traditionnels, les avantages de la mondialisation se concrétisent par d'autres voies : développement du marché financier, amélioration des institutions et de la gouvernance, et discipline macroéconomique (voir l'article en page 8 de ce numéro).

L'expérience invite aussi à la prudence. Dans la plupart des pays avancés, la libéralisation du compte de capital est relativement récente et s'est étalée sur une vingtaine d'années (1974-94), avec



le rétablissement de contrôles par intermittence. Quelques pays classés aujourd’hui parmi les pays émergents ont entrepris de libéraliser leur compte de capital au début des années 80. Certains ont alors eu à gérer un afflux croissant de capitaux; d’autres ont subi un arrêt brutal des entrées de fonds, voire des sorties massives, qui ont entraîné une série de crises. En réaction, quelques pays ont fait marche arrière et rétabli certaines restrictions aux mouvements de capitaux.

Pendant les années 90, les crises financières au Brésil, en Asie de l’Est, au Mexique et en Russie ont validé l’une des principales craintes des pays émergents, à savoir que la convertibilité du compte de capital s’accompagne du risque de crises monétaires. Pour ce qui est des crises financières en Asie de l’Est, même si la situation variait d’un pays à l’autre, elles s’expliquent essentiellement par des problèmes structurels fondamentaux, les insuffisances du secteur financier et les carences de la gouvernance au niveau des entreprises. Il est vite apparu que des politiques macroéconomiques saines, un cadre institutionnel adéquat, des normes prudentielles et de surveillance comparables au niveau international ainsi que des informations de meilleure qualité et mieux diffusées étaient autant de conditions indispensables pour prévenir le retour des crises. Les décideurs ont compris que des réformes partielles et mal conçues pouvaient rendre les systèmes financiers plus fragiles et plus vulnérables à un renversement rapide des flux de capitaux. Les pays émergents, en particulier en Asie de l’Est, se sont donc souciés avant tout de faire concorder la libéralisation du compte de capital avec de bonnes politiques macroéconomiques, de change et financières.

Bref, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents, les études montrent qu’un compte de capital ouvert ne signifie pas nécessairement une libéralisation effrénée des mouvements de capitaux, et qu’en pratique certains contrôles et des règles prudentielles significatives sont compatibles avec la convertibilité du compte de capital.

Une méthode progressive

La démarche de l’Inde a été soigneusement préparée étape par étape. Chaque phase était évaluée à l’avance par plusieurs comités. Le cadre général a été énoncé dans le Rapport de 1991 du Comité de haut niveau sur la balance des paiements, présidé par C. Rangarajan, ancien Gouverneur de la Banque de réserve de l’Inde et actuellement Président du Conseil consultatif pour l’économie auprès du Premier Ministre. Le comité recommanda la libéralisation des transactions courantes pour aboutir à la convertibilité du compte courant, une recomposition des flux de capitaux au profit des instruments non générateurs de dette, une réglementation stricte des emprunts bancaires extérieurs, en particulier à court terme, des mesures pour décourager les éléments volatils des flux provenant des Indiens non résidents, la libéralisation progressive des sorties de capitaux et la désintermédiation de l’État dans les flux d’aide extérieure. Il recommanda aussi d’introduire un régime de change fondé sur le marché tout en soulignant la nécessité de contenir le déficit courant.

Depuis 1997, le processus de libéralisation est guidé par les recommandations du Rapport du Comité Tarapore sur la convertibilité du compte de capital. Ce comité a recensé plusieurs conditions concernant le cadre macroéconomique, les institutions et le marché, qui doivent être réunies pour que la libéralisation progresse au regard d’indicateurs budgétaires, financiers et d’inflation. Il contenait aussi une feuille de route prévoyant des mesures spécifiques établies sur trois ans. Le cadre analytique fourni par le comité anticipait, d’une certaine manière, sur les dangers d’une libéralisation du compte de capital lorsque le secteur financier reste fragile. C’est ce cadre, ainsi que les réalités sociopolitiques intérieures et mondiales, notamment les leçons de plusieurs crises survenues dans des pays émergents, qui ont présidé à la libéralisation.

On a reproché au FMI de trop presser les pays émergents de libéraliser leur compte de capital (encadré), mais dans le cas de l’Inde, il a appuyé d’emblée la stratégie gradualiste des autorités. Au début des années 90, le FMI tolérait les restrictions transitoires au compte courant, mais en février 1994, il a fait savoir que l’acceptation à brève échéance des obligations de l’article VIII (obligation de ne pas imposer de restrictions aux paiements et transferts afférents à des transactions internationales courantes) serait perçue comme un signal important de l’ouverture de l’économie indienne. L’Inde avait déjà opté pour

Tableau 1

Plus d’ouverture

Les principaux indicateurs de l’économie indienne illustrent les effets de la libéralisation. (pourcentage du PIB)

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
Commerce de marchandises	14,6	21,5	22,4	24,3	29,3	32,9
Exportations	5,8	9,1	9,9	11,0	12,2	13,2
Importations	8,8	12,4	12,5	13,3	17,1	19,7
Commerce de marchandises + services	17,2	25,7	29,1	31,6	39,5	45,3
Flux de capitaux (entrées + sorties)	12,1	12,5	21,6	22,4	24,3	32,7
Flux d’investissements directs étrangers	0,03	0,6	0,9	0,7	0,9	1,0
Capitalisation de la bourse de Bombay, fin mars	16,0	44,3	27,4	43,5	54,7	85,6

Source : Banque de réserve de l’Inde.

Tableau 2

Une position confortée

Grâce aux réformes qu’elle a entreprises, l’Inde a pu redresser son économie, maîtriser l’inflation et accumuler des réserves de change.

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
(pourcentage)						
Taux de croissance du PIB réel	5,6	7,3	4,4	8,5	7,5	9,0
Inflation globale (fin mars)	12,1	4,4	4,9	4,6	5,1	4,1
Solde courant/PIB	-3,1	-1,7	-0,6	2,3	-0,4	-1,2
Dette extérieure/PIB	28,7	27,0	22,4	17,8	17,3	15,8
Stock de la dette à court terme et des investissements de portefeuille/réserves	146,6	70,0	58,2	35,2	36,9	43,4
(pourcentage du PIB)						
Taux d’épargne	23,1	25,1	23,4	29,7	31,1	32,4
Taux d’investissement	26,3	26,9	24,0	28,0	31,5	33,8
Déficit budgétaire brut global de l’État central et des États	9,42	6,54	9,48	8,50	7,52	7,45
(milliards de dollars)						
Réserves de change	5,8	21,7	42,3	113,0	141,5	151,6
(mois)						
Réserves, en mois d’importations	2,5	6,0	8,8	16,9	14,3	11,6

Source : Banque de réserve de l’Inde.

cette voie et passa à la convertibilité aux fins des transactions courantes dans le courant de 1994.

Par la suite, le FMI approuva l'ouverture progressive à l'IDE ainsi que le bien-fondé d'une approche prudente à l'égard des flux de capitaux à court terme potentiellement volatils et des entrées de capitaux en général. En revanche, il continua à insister sur une souplesse accrue et les possibilités de hausse et de baisse du taux de change, qui encouragent la couverture des opérations en devises et la diversification du marché de dérivés. Depuis quelques années, le FMI reconnaît que le taux de change de l'Inde est plus souple. À mon sens, c'est le contexte qui détermine la volatilité et la souplesse apparentes du taux de change : un taux qui paraît flexible dans certaines économies peut se révéler volatil pour d'autres. À cet égard, le niveau de développement et la capacité de réaction des marchés financiers ainsi que leur aptitude à prendre des risques revêtent une importance primordiale.

Après l'allégement des restrictions aux mouvements de capitaux, en particulier pour les fonds entrant dans le pays, les capitaux étrangers ont commencé à affluer de façon soutenue en 1993/94 et ils ont fait un bond après 2003/04 (avril–mars), passant de 16,7 milliards de dollars à 23,4 milliards de dollars en 2005/06. Il s'agissait pour la plupart de flux non générateurs de dette, dont la proportion s'est ainsi fortement accrue.

Outre l'assouplissement du taux de change, plusieurs mesures ont été prises pour gérer les flux de capitaux excédentaires. Nous donnons ici une définition «dynamique» de ce qui constitue des flux excédentaires, en tenant dûment compte de la distinction

entre les flux durables et temporaires, d'une part, et le niveau des flux qui pourrait normalement être absorbé par l'économie nationale, d'autre part. Ces mesures consistent notamment en une libéralisation progressive du cadre de politique afférent aux comptes courant et de capital, une plus grande souplesse accordée aux entreprises pour le remboursement anticipé des emprunts bancaires extérieurs, l'ouverture de comptes en devises, l'autorisation donnée aux banques d'investir largement à l'étranger dans des instruments de qualité et l'assouplissement de l'obligation faite aux exportateurs de céder leurs recettes en devises. Dans le cadre de la gestion des liquidités intérieures, un mécanisme de stabilisation du marché a été mis en place pour stériliser les entrées de capitaux excédentaires sans conséquences majeures pour le budget.

Les caractéristiques de l'approche indienne

La première leçon que l'Inde ait tirée des crises des années 90 est que la politique économique intérieure et, en particulier, la solidité du système financier jouent un rôle crucial lorsque le pays est en train de s'intégrer financièrement au reste du monde. En effet, ce sont en partie les règles prudentielles qui ont empêché les banques indiennes d'exposer leur bilan aux risques, car ces règles limitaient les actifs qu'elles pouvaient détenir dans l'immobilier, en devises et en actions. Du point de vue de l'action publique, la leçon à retenir est que les systèmes de régulation et de surveillance doivent être renforcés pour que les institutions financières puissent gérer les risques avec prudence. Les crises des

L'évaluation du rôle du FMI

La position du FMI à l'égard de la libéralisation des mouvements de capitaux, tant avant qu'au lendemain de la crise asiatique, a fait l'objet d'un rapport publié en 2005 par le Bureau indépendant d'évaluation de l'institution. Il s'agissait notamment de déterminer si le FMI encourageait la libéralisation du compte de capital. C'est une question très complexe. L'évaluation concluait qu'au niveau bilatéral, pendant les années 90, le FMI avait clairement encouragé la libéralisation du compte de capital, mais que, pour la plupart, ce processus répondait aux objectifs économiques et politiques des pays eux-mêmes. Cette conclusion ne me paraît guère satisfaisante.

Tout d'abord, pendant les années 90, la surveillance multilatérale avait tendance à insister sur les avantages pour les pays en développement d'un plus grand accès aux flux de capitaux internationaux et à s'intéresser moins aux risques inhérents à la volatilité de ces flux. Ensuite, vers la fin de 1997, le FMI a été près d'adopter un amendement à ses Statuts, qui visait à lui attribuer pleine compétence pour surveiller le compte de capital, comparable à la compétence dont il dispose déjà pour le compte des transactions courantes. En l'absence de mandat clair dans ce domaine, le FMI pouvait exercer une sorte de *pression morale* pour encourager les pays, en particulier dans le cadre d'un programme avec le Fonds, à libéraliser leur compte de capital. C'est d'ailleurs ce qu'il a fait, comme cela ressort nettement des lettres d'intention de nombreux pays où cette question est abordée. À mon sens, le FMI s'est montré philosophiquement exubérant et trop enclin à voir dans une circulation libre, *même ordonnée*, des capitaux, un objectif souhaitable pour la communauté internationale et s'est employé à militer en 1997 et 1998 pour l'adoption de l'amendement proposé. Stanley Fischer, alors Premier Directeur général

adjoint, a déclaré lors d'un séminaire en mars 1998 qu'il serait bon que le FMI s'occupe de cela [le compte de capital] ... et c'est ce que nous faisons dans le contexte des programmes».

Sur ce point, le FMI était aussi en net désaccord avec le Professeur Jagdish Bhagwati (pour qui il ne fallait pas mettre le libre-échange et la libre circulation des capitaux sur le même plan) en faisant valoir qu'en termes d'avantages économiques, les deux étaient similaires et que le FMI devait donc prôner les deux, avec précaution. Le FMI semble avoir appris sa leçon, depuis la crise asiatique.

L'Inde était favorable à la convertibilité du compte de capital, mais elle ne soutenait pas vigoureusement l'amendement aux Statuts du FMI, car «compte tenu des progrès inégaux des réformes structurelles et de la stabilisation dans les différents pays, il est peut-être malavisé d'enfermer tous les membres dans une camisole de force au moment où ils perdent leur indépendance pour réagir en temps de crise». L'Inde estimait en outre que cela réduirait la capacité du FMI de venir en aide à ses membres en cas de crise de balance des paiements.

Après la crise asiatique, le mouvement en faveur de l'amendement des Statuts s'est essoufflé et il n'en est apparemment plus question. Il semblerait que le FMI ait généralement assoupli sa position et s'en tienne maintenant à une approche éclectique et intégrée, en insistant sur une succession appropriée des mesures de libéralisation, accompagnées de réformes.

De plus, la position du FMI à l'égard de la libéralisation du compte de capital est à rapprocher de ce qu'il prône pour la gestion des flux de capitaux, les restrictions aux mouvements de capitaux et la gestion des taux de change. Dans tous ces domaines, il semble faire preuve de souplesse en tenant compte des spécificités de chaque pays.



années 90 ont aussi fait comprendre aux décideurs qu'ils devaient accorder une plus grande attention aux sources probables de contagion et être vigilants, en cherchant les signes annonciateurs de difficultés et en se tenant prêts à y réagir.

La libéralisation du compte de capital telle que pratiquée par l'Inde ces 15 dernières années peut être résumée comme suit :

Premièrement, *la libéralisation du compte de capital est traitée comme un processus et non comme un événement isolé.*

Deuxièmement, il est acquis qu'il peut y avoir des liens entre les comptes courant et de capital et, partant, *des procédures sont en place pour éviter les flux de capitaux prenant la forme de transactions courantes.*

Troisièmement, *la libéralisation du compte de capital suit le rythme des autres réformes.* L'ampleur et la succession dans le temps des mesures de libéralisation sont alignées sur les autres réformes, telles que le renforcement du système bancaire, l'assainissement des finances publiques, le développement et l'intégration des marchés, la libéralisation des échanges et l'évolution de l'environnement économique interne et externe.

Quatrièmement, *les sources et les catégories de flux de capitaux sont hiérarchisées.* La priorité a été donnée à la libéralisation des entrées par rapport aux sorties de capitaux, mais toutes les sorties associées à des entrées ont été complètement libérées. Parmi les catégories d'entrées, la préférence va à l'IDE, pour des raisons de stabilité, les emprunts extérieurs à court terme excessifs étant évités. Une différenciation est faite entre les entreprises, les particuliers et des banques.

Pour ce qui est des sorties de capitaux, l'ordre de libéralisation place les entreprises en premier, suivi des intermédiaires financiers puis des particuliers. Les restrictions ont été assouplies pour les entreprises qui cherchent à investir et à acquérir des actifs à l'étranger afin de renforcer leur présence dans le monde. Mais les banques et les intermédiaires financiers sont davantage sources de volatilité. Il est généralement admis que ces entités sont fragiles, parce que leurs actifs sont relativement peu liquides alors que leurs engagements sont exigibles, de sorte qu'elles sont vulnérables aux effets de contagion et aux crises de confiance autogénérées. Par conséquent, la libéralisation dans ce secteur a été liée aux réformes du secteur financier. Quant aux particuliers, les résidents sont traités différemment des non-résidents et les non-résidents indiens jouissent d'un statut intermédiaire bien défini entre résidents et non-résidents.

Cinquièmement, *le rythme et la succession des mesures de libéralisation répondent à l'évolution intérieure, en particulier dans les secteurs monétaire et financier, ainsi qu'à l'évolution de l'architecture financière internationale.* À mesure que la libéralisation progresse, les mesures administratives sont réduites au profit de celles qui sont fondées sur les prix, étant entendu que la liberté demeure de modifier ce dosage et de rétablir des contrôles au besoin. Concomitamment, une évaluation globale du degré de développement de tous les marchés financiers est effectuée.

Sixièmement, *une libéralisation importante des sorties de capitaux pour les particuliers, les entreprises et les fonds communs de placement suppose l'existence d'un niveau confortable de réserves de change et de plus amples mouvements de hausse et de baisse du taux de change.* Cela se traduit par un regain d'activité des entreprises indiennes qui recherchent des synergies au niveau mondial et par une meilleure information sur leurs activités.



Des courtiers indiens surveillent les cours boursiers à Calcutta.

L'économie politique influe aussi de façon sensible sur la réussite des réformes. Depuis 1990, l'Inde a eu six élections parlementaires et sept premiers ministres, et plusieurs partis politiques nationaux et régionaux ont participé aux gouvernements de coalition. Le pays a aussi connu des conflits frontaliers et des sanctions.

Malgré la succession de coalitions au pouvoir et les élections périodiques tant au niveau central que dans plusieurs États, le système politique indien est globalement stable. Il est remarquable que, en dépit de la diversité des idéologies politiques et de la fréquence des élections, les réformes économiques bien conçues continuent de donner des résultats impressionnants.

Pour l'avenir, l'Inde entend poursuivre son approche dualiste, car elle permet une harmonisation avec les autres réformes. Cela dit, un autre comité a récemment élaboré une feuille de route en vue de parvenir à une convertibilité plus complète du compte de capital dans un cadre transparent au cours des cinq prochaines années. La réalisation de ce plan dépendra toutefois de plusieurs facteurs internes ainsi que de considérations internationales. Parmi les dossiers à traiter figurent la réforme du secteur réel, la poursuite de l'assainissement des finances publiques, le renforcement du système financier intérieur et l'observation de certains critères macroéconomiques connexes concernant la solidité et la stabilité de l'économie. ■

Yaga Venugopal Reddy est Gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde depuis septembre 2003.

Bibliographie :

Fonds monétaire international, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization," Evaluation Report (Washington: IMF Independent Evaluation Office).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper No. 06/189 (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, 2003, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: International Monetary Fund).