

Prochaine génération des réformes financières en Inde

Eswar S. Prasad et Raghuram G. Rajan

L'INDE progresse à pas de géant ces dernières années et apparaît de plus en plus comme une puissance économique mondiale. Après une croissance laborieuse de l'ordre de 4 à 5 % par an dans les années 80 et 90, elle a connu un vif essor cette décennie, au rythme annuel moyen de 8,5 % depuis 2005 (graphique 1). Il s'agit désormais de maintenir ce rythme de croissance et d'en offrir les avantages et les possibilités économiques à une grande partie de la population.

Le système financier indien — banques, marchés boursiers et obligataires et une kyrielle d'autres institutions financières — est un déterminant crucial de la trajectoire de croissance future du pays. La capacité du système financier à canaliser l'épargne

intérieure et les capitaux étrangers vers des investissements productifs et à fournir des services financiers — paiements, épargne, assurance et pensions — pour une grande majorité de ménages influera sur la stabilité économique et sociale.

Malgré le développement graduel des institutions financières et des organismes de réglementation, le temps est venu de prendre des mesures plus concertées pour mettre en œuvre la prochaine génération de réformes financières. Afin de promouvoir une économie de marché dynamique et de plus en plus complexe et son intégration au système commercial et financier international, il faudra développer des marchés financiers plus profonds, plus efficaces et bien réglementés.

Un nouveau rapport préconise la refonte du système financier indien pour étayer la croissance

Centre commercial dans l'Est de l'Inde.



Eu égard à ces considérations, le gouvernement indien a créé un comité de haut niveau composé d'un aréopage de praticiens du secteur financier, d'entrepreneurs, d'universitaires et de décideurs afin d'élaborer le plan directeur des réformes financières. Après plus de six mois de travail intense, le comité a remis récemment son projet de rapport au gouvernement (voir http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report_fr.htm). Dans cet article, nous résumons les principales conclusions du rapport et examinons ses recommandations.

Trois grandes conclusions

Au fil des ans, de nombreux autres comités du gouvernement ont étudié des aspects spécifiques des réformes financières en Inde, mais c'est la première fois qu'un comité est chargé d'«énoncer un vaste programme pour le développement du

secteur financier». En effet, le rapport soutient qu'il existe des liens profonds entre les différentes réformes, y compris la révision générale de la politique monétaire et budgétaire, et il reconnaît que ces liens sont essentiels pour réaliser des progrès véritables.

Le rapport formule trois conclusions principales. Premièrement, le système financier de l'Inde ne fournit pas de services adéquats à la majorité des clients intérieurs, aux PME ou aux grandes sociétés. Le fait que l'État détienne 70 % du système bancaire et les obstacles au développement du marché de titres de sociétés et de produits dérivés ont freiné le développement financier. Cela fera inévitablement obstacle à une forte croissance.

Deuxièmement, le secteur financier — s'il est bien régulé mais affranchi des contraintes imposées par l'État, qui ont miné le développement de certains marchés et empêché d'autres de devenir compétitifs et efficaces — pourrait générer des millions d'emplois précieux et, de surcroît, avoir un énorme effet multiplicateur sur la croissance économique.

Troisièmement, par ces temps incertains, la stabilité financière est plus importante que jamais pour empêcher que la croissance soit déraillée par des chocs notamment exogènes qui affectent le système. Bien que l'économie indienne ait échappé à la crise asiatique et à la récente crise hypothécaire, beaucoup reste à faire pour assurer la stabilité et la viabilité du système financier.

État des lieux

Le rapport constate que le système financier indien a fait des progrès considérables ces dernières années. Les marchés boursiers se sont bien développés et sont devenus une source vitale de financement pour les entreprises et un autre instrument d'épargne pour les ménages. La capitalisation boursière s'est accrue sensiblement — dopée par les apports financiers extérieurs — et l'infrastructure technique de négociation des actions est ultramoderne (graphique 2).

Le gouvernement indien a pris des mesures pour améliorer le système bancaire. À cet égard, les réformes qui ont démarré il y a bientôt deux décennies ont accru l'efficacité du système, et le ratio de prêts improductifs aux dépôts est d'environ 1 %, niveau très faible. De nombreuses banques du secteur public sont devenues assez rentables et bien capitalisées, et elles cohabitent avec des banques privées fort dynamiques.

Toutefois, s'agissant de la profondeur globale des circuits financiers (taille du secteur financier par rapport à l'économie), l'Inde ne se compare pas favorablement aux autres pays ni même à la plupart des autres marchés émergents d'un niveau de développement analogue. Malgré la vigueur apparente du système bancaire, le ratio du crédit privé au PIB est encore faible d'après les normes internationales (graphique 3). Certaines restrictions imposées au système bancaire et l'incitation des banques à détenir des créances sur l'État au lieu d'octroyer des prêts ont entravé l'essor du crédit. Ainsi, le ratio moyen des prêts aux dépôts bancaires est nettement plus faible que dans la plupart des autres pays.

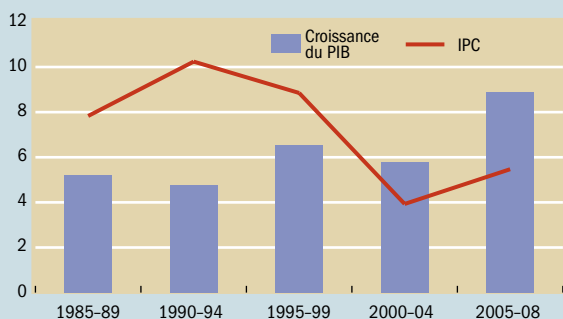
Le marché des obligations d'État semble important — la dette publique avoisine les 70 % du PIB — mais l'essentiel du stock d'obligations publiques est détenu par les banques, exigence prescrite par le «ratio de liquidité statutaire», et n'est pas négocié. Le marché des obligations d'entreprise reste très sous-développé, la

Graphique 1

Bonne combinaison

Récemment, l'Inde a affiché une forte croissance assortie d'une inflation modérée au cours de la présente décennie; maintenant, les prix recommencent à grimper.

(pourcentage)



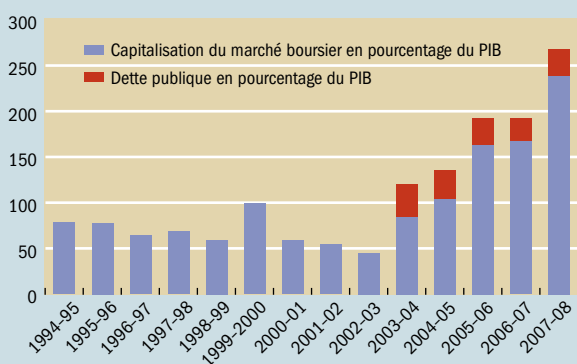
Sources : CEIC; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des auteurs.

Graphique 2

Expansion des marchés boursiers

En Inde, l'essor rapide des marchés boursiers a dopé la croissance des entreprises, mais le marché de la dette reste étroit.

(pourcentage)



Sources : CEIC; calculs des auteurs.

Note : Seule la dette publique cotée en bourse figure sur ce graphique (ventilation non disponible avant 2003-04). La dette des entreprises apparaît à peine à cette échelle, d'où son exclusion ici. L'Inde établit ses données macroéconomiques sur la base de l'exercice et non de l'année civile.

capitalisation totale étant inférieure à 10 % du PIB. Les restrictions réglementaires ont aussi empêché certains marchés de produits dérivés (monétaires notamment) de se développer.

L'absence de ces marchés se fait durement sentir à mesure que le compte du capital se libéralise au fil du temps, ce qui pourrait entraîner à court terme une volatilité accrue de la monnaie. L'Inde est considérée comme une destination attrayante de capitaux étrangers, ce qui s'est traduit ces dernières années par un afflux de ressources, notamment des investissements de portefeuille sous forme de prises de participations (graphique 4). Le système financier fait face à des défis croissants en ce qui concerne l'intermédiation efficace de capitaux étrangers et nationaux, dont les montants sont de plus en plus élevés, vers les investissements les plus productifs. En même temps, il importera d'aligner les capacités et l'expertise en matière de régulation des marchés financiers sur les innovations qui s'y rapportent.

À l'évidence, il faudra surmonter des difficultés considérables pour mener à bien d'autres réformes financières. Commençons par le cadre général.

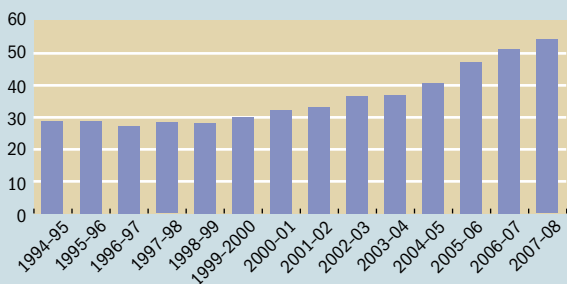
Rationaliser la politique macroéconomique

Les liens entre la gestion macroéconomique et le développement financier sont profonds et bilatéraux. Une politique rigoureuse et prévisible de gestion de la monnaie, du budget et de la dette constitue le fondement de la réforme du secteur financier. De même, un système financier efficace est essentiel à une transmission effective de la politique macroéconomique.

Graphique 3

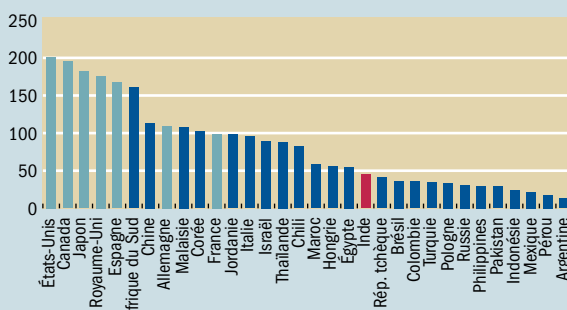
En-deçà du potentiel

En Inde, le financement bancaire est en hausse ...
(crédit au secteur privé/PIB, pourcentage)



... mais la profondeur des circuits financiers reste faible selon les normes internationales.

(crédit au secteur privé/PIB, pourcentage, 2006)



Source : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*.

En dépit de ses lacunes, la politique macroéconomique indienne a engendré une forte croissance et, jusqu'à une date récente, une inflation stable. Pourquoi corriger un système qui fonctionne? Parce que, comme l'a si bien dit Bob Dylan, les temps changent.

Les flux de capitaux transfrontaliers se sont accrus et resteront sans doute importants et instables, compliquant énormément la politique monétaire à cause de leur impact sur la masse monétaire intérieure, le taux de change, etc. Le rétablissement du contrôle des capitaux n'est pas une bonne solution; d'ailleurs, l'efficacité des contrôles existants ne cesse de diminuer, les investisseurs trouvant invariablement des moyens de les contourner. La seule solution viable consiste à adopter des politiques prévisibles et cohérentes qui ne créent pas de volatilité et qui donnent aux décideurs la latitude nécessaire pour contrer rapidement les chocs.

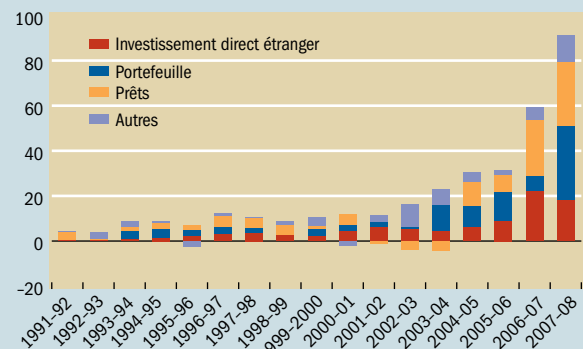
Quelles sont les options pour la politique monétaire, surtout maintenant qu'elle est de plus en plus soumise aux contraintes de la libéralisation de l'économie, du reste exposée à une plus vaste gamme de chocs endogènes et exogènes? La Reserve Bank of India (RBI, la banque centrale) a bien accompli ses différentes missions — maintenir l'inflation à un niveau raisonnable, gérer certaines pressions exercées sur le taux de change et faire face à l'afflux de capitaux — dans un contexte de forte croissance. Mais cet exercice d'équilibrisme a probablement atteint ses limites. La volatilité récente de la roupie a réactivé les appels en faveur d'une gestion plus active du taux de change, ce qui devient de plus en plus difficile avec la libéralisation du compte de capital. Une intervention soutenue sur le marché des changes peut aussi créer des attentes peu réalistes quant à la capacité de la RBI à gérer des objectifs multiples avec un seul instrument.

En définitive, la concentration sur un objectif unique — une inflation faible et stable — est le meilleur moyen pour la politique monétaire de promouvoir la stabilité macroéconomique et financière. Il ne s'agit pas de sacrifier ou d'ignorer la croissance. En effet, des anticipations inflationnistes bien ancrées pourraient constituer le meilleur tonique que la politique monétaire

Graphique 4

Afflux de capitaux

L'Inde attire un volume considérable d'investissements de portefeuille étrangers.
(milliards de dollars)



Sources : CEIC; calculs des auteurs.

puisse insuffler à la croissance. Contrairement à ce que pensent certains commentateurs, il n'existe pas de compromis à long terme entre la croissance et l'inflation, et il serait périlleux pour la politique monétaire de chercher à réaliser un arbitrage à court terme. En somme, l'objectif d'inflation rendrait effectivement la politique monétaire plus efficace et consoliderait l'action de la RBI au lieu de l'entraver.

Par ailleurs, il faudrait réformer la politique budgétaire. Des progrès encourageants ont été enregistrés dans la réduction du déficit budgétaire, mais il s'agit peut-être d'une amélioration conjoncturelle attribuable à la vigueur de l'économie. Des événements récents, tels que l'annulation de certains prêts agricoles et les subventions pétrolières croissantes, font craindre que la discipline budgétaire soit victime du cycle électoral. Des déficits élevés font planer la menace d'une inflation future et pourraient absorber des fonds pouvant être consacrés à l'investissement privé.

L'ampleur des déficits budgétaires a aussi une incidence sur les réformes financières, ces déficits étant financés en partie par la vente d'obligations publiques aux institutions bancaires. Il est donc crucial de réduire les déficits budgétaires et les créances sur l'État pour atténuer les contraintes sur la politique monétaire (la perspective de déficits élevés compliquant la gestion des anticipations inflationnistes) et pour faciliter la réforme du secteur financier et, en particulier, du secteur bancaire.

Promouvoir l'inclusion financière

Le système financier solide ne vaut rien s'il n'est pas accessible à la majorité de la population. L'inclusion financière — qui consiste à fournir non seulement des prêts, mais aussi d'autres services financiers comme l'épargne et l'assurance — est un impératif, surtout en milieu rural. Près des trois quarts des ménages agricoles n'ont pas accès à des sources de crédit formel et ne disposent pas d'instruments pour s'assurer contre l'adversité — par exemple la baisse de la production agricole due aux intempéries. Mais ce problème ne se limite pas aux zones rurales. L'inaccessibilité des services bancaires formels est préjudiciable à plus d'un tiers des ménages pauvres en les rendant vulnérables à des intermédiaires informels (usuriers), et elle diminue l'efficacité de la distribution des transferts publics. En outre, le manque de financement et d'assurance freine l'activité des entreprises.

L'obligation d'accorder une certaine proportion des prêts à des secteurs «prioritaires» désignés par l'État et le plafonnement des taux d'intérêt sur les petits prêts octroyés notamment au secteur agricole sont des mesures sans doute bien intentionnées, mais elles finissent par limiter au lieu d'améliorer l'accès au financement institutionnel. Les banques n'ont pas intérêt à accroître le crédit si le prix des petits prêts est fixé de façon arbitraire. Il s'ensuit notamment que la moitié environ des prêts contractés par des clients faisant partie du quart inférieur de la distribution du revenu proviennent de prêteurs informels

à des taux d'intérêt supérieurs à 36 % par an, ce qui dépasse nettement le taux imposé aux banques — moins de la moitié de ce taux.

Selon le rapport, la solution ne réside pas dans une intervention accrue, mais dans l'intensification de la concurrence entre les institutions financières formelles et informelles et dans la réduction des contraintes imposées aux premières. Par exemple, la libéralisation des taux d'intérêt et l'adoption de mesures encourageant les banques à accorder des prêts à des secteurs prioritaires comme l'agriculture (au lieu d'imposer des mesures arbitraires) pourraient faire en sorte que ces secteurs bénéficient de ressources accrues et de manière plus efficace. En permettant à un plus grand nombre de banques, et surtout aux banques privées plus petites, bien capitalisées et bien gérées, de fonctionner et d'offrir des services de détail, on pourrait également

améliorer l'accès au financement en le rendant plus souple et plus adapté aux besoins locaux.

Sur un pied d'égalité

En raison de la taille du système bancaire indien et de sa prépondérance dans le système financier, les réformes bancaires constituent la pierre angulaire de l'ensemble des réformes. Ce système est caractérisé par une «grande aubaine» implicite qui permet aux banques d'accéder à des dépôts à faible coût, à condition de remplir des obligations sociales telles que l'octroi de crédit à des secteurs prioritaires et le financement de l'État par l'achat d'obligations publiques. Cela devient un cadre insoutenable dans lequel les privilèges des banques, y compris les banques publiques, s'effritent et les contraintes qui leur sont imposées (le financement des secteurs prioritaires par exemple), et qui ont souvent des motivations politiques et non économiques, augmentent.

La mainmise de l'État sur une grande partie du secteur bancaire n'est pas propice à l'efficacité. Une privatisation ponctuelle n'est ni réaliste, ni même souhaitable, mais beaucoup peut d'ores et déjà se faire pour faciliter la transition vers un système bancaire plus efficace. Une démarche pourrait consister à créer des conseils d'administration plus forts et plus indépendants, avec un investisseur privé détenant une forte proportion stratégique du capital, et qui pourrait mieux gérer les grandes banques publiques avec moins d'ingérence de la part de l'État. Une autre pourrait consister à autoriser des fusions de banques, notamment pour permettre la reprise d'institutions plus petites et moins efficaces. D'autres mesures telles que l'autorisation des banques à ouvrir des succursales et des guichets automatiques à des conditions moins restrictives pourraient stimuler la croissance, l'entrée et la concurrence dans le secteur bancaire.

Adapter la réglementation aux innovations

La crise des hypothèques à risque aux États-Unis a mis en évidence la nécessité d'une bonne réglementation, même sur les marchés

«La crise des hypothèques à risque aux États-Unis a mis en évidence la nécessité d'une bonne réglementation, même sur les marchés financiers les plus sophistiqués. Une réglementation effective est encore plus importante sur un marché naissant, mais en croissance rapide.»

financiers les plus sophistiqués. Une réglementation effective est encore plus importante sur un marché naissant, mais en croissance rapide. À cet égard, le rôle de l'État est essentiel : faire en sorte que les règles du jeu soient assez claires et souples pour que l'on puisse faire face aux innovations financières sans les inhiber.

Par exemple, la promotion des marchés de produits dérivés de change aiderait les entreprises nationales exposées au commerce international à se protéger des fluctuations des taux de change. Mais cela crée le risque que les investisseurs étrangers s'appuient sur ces marchés pour monter des attaques spéculatives contre la monnaie et que les entreprises nationales se retrouvent en difficulté si elles achètent ces produits dérivés sans vraiment les comprendre. La solution n'est pas d'étouffer ces marchés mais de les rendre plus transparents, d'assujettir les participants à des normes de divulgation uniformes et d'empêcher des comportements frauduleux. Peut-on éliminer tous les risques? Certainement pas, mais il existe des moyens de s'assurer que les avantages l'emportent sur les risques.

Comme dans beaucoup d'autres pays, certaines sociétés de services financiers en Inde sont désormais présentes sur plusieurs marchés financiers (assurance, banque et fonds communs de placement), qui deviennent plus étroitement liés. Cette tendance implique que la régulation distincte de chaque marché n'est plus la démarche idoine. Actuellement, il existe plusieurs organismes de régulation dans certains domaines et aucun dans d'autres. Plusieurs organismes s'occupant de domaines spécifiques ont un champ d'intervention très limité, ce qui laisse des sociétés financières sans supervision.

Bien qu'il soit prématuré, dans le cas de l'Inde, d'adopter un organisme de réglementation unique, beaucoup peut être fait, même dans le cadre actuel, pour améliorer la coordination et définir clairement les responsabilités des organismes existants. De plus, au lieu de mettre un accent excessif sur l'application d'une pléthore de règles parfois archaïques, il est assurément logique pour les organismes de réglementation de se concentrer sur les plus gros risques, surtout dans leurs interactions avec de gros conglomerats financiers ayant une importance systémique. Une telle réglementation fondée sur des principes sera plus adaptable et plus propice à l'évolution rapide des marchés financiers.

Les risques éventuels de l'effondrement des marchés financiers ont rendu les banquiers centraux et les autorités de contrôle très prudents, peut-être à juste titre. Mais une prudence excessive n'est pas une vertu en soi. Elle peut limiter la capacité des marchés de grandir et d'absorber des chocs, et elle peut empêcher des innovations telles que le développement de nouveaux marchés et instruments financiers. Elle pourrait même accroître les tensions financières (et avoir des effets pervers quand ces tensions touchent le système) si les organismes de réglementation privilégient des règles rigides au lieu d'avoir une vue globale de l'exposition des institutions relevant de leur compétence aux marchés financiers.

Connexions et petits pas

Avec tant de défis majeurs à relever, par où commencer? Avec tant de défis majeurs à relever, par où commencer? Bien des réformes nécessaires sont interreliées. Par exemple, il serait utile de mettre les banques et les sociétés financières non bancaires sur un pied d'égalité en assouplissant les exigences faites aux banques de financer les secteurs prioritaires et l'État. Mais il pourrait être risqué d'effectuer ces changements alors que le gouvernement a encore d'énormes besoins financiers et sans disposer d'un régime réglementaire uniforme et cohérent.

Au-delà des simples réformes financières, les connexions touchent l'ensemble des réformes macroéconomiques, qui pourraient renforcer les différentes mesures prises dans le secteur financier. Par exemple, la libre participation des investisseurs étrangers aux marchés de la dette des entreprises et de l'État permettrait d'accroître la liquidité sur ces marchés, de dégager des ressources pour financer les in-

frastructures et de réduire le financement bancaire de la dette publique. Elle pourrait aussi constituer une protection contre les risques dans l'économie.

Le riche et complexe système politique indien étant ce qu'il est, la concentration sur la seule situation globale pourrait freiner le progrès. Ainsi, le rapport du comité énonce des mesures spécifiques à prendre pour relancer les réformes et les intensifier à mesure que la population en récolte les avantages. Nombre de ces mesures sont moins controversées, mais leur application requiert une certaine détermination de la part des autorités. Par exemple, la conversion des créances d'exploitation en format électronique et la création d'une structure permettant de les vendre sous forme de papier commercial pourraient accroître sensiblement les crédits mis à la disposition des PME.

Si les autres mesures sont en phase, l'exécution du projet de réforme du secteur financier présenté dans le rapport pourrait dopper la croissance de l'Inde et contribuer sensiblement à sa viabilité économique et politique. En revanche, l'absence de réforme serait non seulement une occasion perdue, mais aussi un risque énorme pour l'économie. ■

Raghuram G. Rajan, professeur de finance à la Graduate School of Business de l'université de Chicago, a présidé le Comité sur les réformes du secteur financier. Eswar S. Prasad, professeur principal de politique commerciale à l'université Cornell et directeur de recherche à la Brookings Institution, était membre de l'équipe de recherche du comité.

Les autres membres de l'équipe qui ont contribué au rapport sont : Rajesh Chakrabarti (Indian School of Business), Vinay D'Costa (ICICI Bank), Ajay Shah (NIPFP, New Delhi), professeur Jayanth Varma (IIM Ahmedabad) et Sona Varma (ICICI Bank). La liste complète des membres du comité et des contributeurs figure dans la préface du rapport.