

LE RÔLE DE LA BANQUE CENTRALE INDIENNE DANS LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE : UNE APPROCHE PAR LE BILAN DE LA RBI

EDGARDO TORIJA-ZANE*

La Reserve Bank of India (RBI) est souvent perçue comme une banque centrale « à l'ancienne » n'ayant pas d'objectif explicite d'inflation et n'étant pas réellement indépendante de la politique du gouvernement. En plus du rôle plus ou moins actif qu'elle joue pour influencer le cycle économique, elle cherche à orienter les ressources financières vers des secteurs prioritaires, une pratique héritée de l'époque où le système financier dans son intégralité était régulé par un État dirigiste et régi par les objectifs définis dans les plans quinquennaux. Même si les taux d'intérêt du système bancaire sont dérégulés depuis 1991, elle continue d'imposer des contraintes aux banques commerciales en matière de gestion de portefeuille en déterminant le pourcentage minimum des actifs qui doivent être investis en obligations d'État ou prêtés au secteur agricole, aux petites entreprises et à un certain nombre de groupes socioéconomiques défavorisés. Elle possède également un pouvoir de contrôle sur les pratiques de gestion des banques commerciales, par exemple en ce qui concerne le lieu d'implantation des succursales bancaires dans chaque région du pays. Un certain nombre de voix très influentes plaident en faveur d'une seconde vague de réformes du secteur financier. Un rapport de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques)

93

* Économiste, Département de recherche, Natixis.

Les opinions exprimées dans cet article ne reflètent pas nécessairement celles de l'institution affiliée.

préconise que l'Inde accélère les réformes de libéralisation lancées depuis 1991, élimine toutes traces de l'ancien système et, dans une plus large mesure, laisse le marché déterminer l'allocation des ressources (OECD, 2011 ; Shah et Patnaik, 2011).

Le rôle de la RBI en matière de pilotage conjoncturel a également été critiqué : elle n'accorderait pas une priorité suffisante à l'objectif de lutte contre l'inflation. En effet, le nombre d'instruments d'intervention disponibles (à savoir, les taux d'intérêt sur les opérations d'*open market*, le coefficient de réserves obligatoires, le coefficient réglementaire de liquidité et les opérations sur le marché des changes) est inférieur au nombre d'objectifs qu'elle a fixés (à savoir la stabilité des prix, la stabilité financière, le soutien de la croissance économique, l'appui au financement du déficit du gouvernement et l'encadrement des fluctuations de la roupie). De ce fait, elle finit régulièrement par sacrifier au moins l'un des objectifs mentionnés, souvent l'inflation qui est plus élevée que dans les autres principaux pays émergents.

Le rapport présenté en 2009 par la Commission sur les réformes du secteur financier, à la demande de la Commission au plan, recommande que la RBI adopte un régime de ciblage de l'inflation qui rendrait tous les autres objectifs dépendant de l'objectif de stabilité des prix (Rahan, 2009). Cette opinion est partagée par les économistes du FMI (Fonds monétaire international) qui mettent l'accent sur le fait qu'un ciblage de l'inflation est le régime le mieux adapté pour répondre à l'objectif de stabilité monétaire (Kramer et *al.*, 2008) et que la nature discrétionnaire qui caractérise la prise de décisions de la RBI perturbe les anticipations du marché et donne lieu à des prévisions inutilement fortes en matière d'inflation (Patra et Ray, 2010). L'adoption d'un objectif unique d'inflation a d'ailleurs été l'approche retenue par de nombreuses banques centrales « modernes » (comme au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique, au Pérou, en Pologne, en Corée du Sud, en Indonésie et en Thaïlande) et ces institutions ont réussi à maintenir des taux d'inflation inférieurs à ceux des pays dotés de banques centrales fonctionnant avec des objectifs multiples (IMF, 2006).

D'autres ont des opinions divergentes sur cette question (comme Bhattacharya, 2005) et vantent les mérites du gradualisme de la RBI dans la façon dont est menée la politique monétaire, tout comme ils approuvent l'intégration de pratiques exemplaires internationales en termes de transparence et de diffusion de l'information, pratiques qui ont permis de combiner une inflation modérée et une robuste croissance économique au cours de la première décennie de ce siècle. Mohan (2008) loue également l'arsenal de mesures mises en place par l'Inde et

défend l'approche pragmatique de la RBI, à savoir un ciblage simultané de la croissance et de l'inflation, tout en soutenant que la mise en œuvre d'un objectif unique d'inflation ne serait ni souhaitable, ni réalisable.

D'une manière générale, les participants au débat macroéconomique sur la politique monétaire ont généralement pris position sur deux questions. Premièrement, ils se sont prononcés sur la hiérarchie souhaitée des objectifs assignés aux banques centrales, tels que la stabilité des prix ou la stimulation de la croissance économique et de l'emploi (qui sont censées être contradictoires). Deuxièmement, ils ont donné leur avis sur le régime monétaire « optimal », autrement dit sur le choix de la meilleure stratégie à suivre (ou le choix d'objectifs intermédiaires et d'instruments d'intervention) afin d'atteindre l'objectif ultime assigné à l'autorité monétaire. La littérature disponible offre de nombreuses études « exhaustives » ayant trait à cette question, notamment chez Mishkin (2007) et Frankel (2011), ce dernier se concentrant plus particulièrement sur les pays émergents.

De façon tout à fait remarquable, ces réflexions macroéconomiques centrées sur les controverses qui entourent la gestion conjoncturelle – une préoccupation héritée de la pensée keynésienne d'après-guerre – restent silencieuses sur des questions majeures, en particulier sur le rôle que jouent les banques centrales des pays émergents dans l'organisation et le déploiement du système financier international.

En effet, après l'abandon de la convertibilité du dollar en or en 1973 et la vague de dérégulation qui a débuté quelques années plus tard, les banques centrales nationales ont subi des transformations substantielles. De banques d'État et garantes de la stabilité du système financier qu'elles étaient, elles sont devenues des intermédiaires dans un système financier mondial bien plus important. Le point de départ a été l'élimination des obstacles à la circulation des capitaux étrangers – qui a eu lieu en 1991 dans le cas de l'Inde –, ainsi que la forte augmentation des flux de capitaux entre pays. Par la suite, l'incapacité des systèmes financiers nationaux des « petites économies ouvertes » à absorber les flux de capitaux internationaux, qui étaient trop importants pour qu'elles puissent les recycler, a contraint les banques centrales à réexporter ces flux de capitaux par le biais d'une accumulation systématique de réserves de change. Qu'elles aient fonctionné dans le cadre d'un régime de taux de change fixe ou dans celui d'un régime de flottement dirigé, les banques centrales ont dû exporter les excédents d'épargne présents sur les marchés intérieurs, puisque l'appréciation réelle du taux de change aurait pu dans le cas contraire étouffer la croissance dans les secteurs industriels qui étaient soumis à une concurrence étrangère. Comme l'ont montré Brender et Pisani (2010), qui se sont concentrés sur le cas de la Chine et des pays de l'Opep, l'intégration des pays

émergents dans la finance globalisée a principalement été réalisée à travers une augmentation des réserves de change de leurs banques centrales. Ce schéma d'intégration a également été observé en Inde.

Le choix d'un régime monétaire et d'un cadre opérationnel pour la banque centrale dans les pays émergents reste évidemment une question importante, pas tellement – et c'est le point de départ de cet article – en raison de leur impact sur les variables économiques, mais plutôt en raison des conséquences de ces choix sur la possibilité d'établir des mécanismes viables permettant le déploiement des forces productives nationales. Cet article cherche à combler certaines lacunes en ce domaine et ne tente d'analyser qu'un aspect très restreint des transformations du système financier international et de leurs conséquences sur le rôle des politiques monétaires nationales, en se basant sur une étude du cas indien.

Nous avons principalement choisi de nous pencher sur l'évolution du bilan de la RBI et la trajectoire de quelques variables macrofinancières qui lient le système financier indien à celui du reste du monde. Les principales évolutions dans les activités menées par la RBI sont en fait très simples à identifier à partir de l'évolution de son bilan.

Cet article s'organise de la manière suivante : dans une première partie, après un rapide résumé technique sur les liens entre les différents comptes analytiques d'une banque centrale, à l'aide des informations contenues dans le bilan de la RBI, nous montrons que depuis les réformes de 1991, elle a non seulement cessé de financer l'économie nationale pour financer celle du reste du monde – ce qui a été le cas au moins jusqu'en 2008 –, mais aussi elle est devenue débitrice nette du système financier local, alors qu'elle en était auparavant créditrice. Cette caractéristique n'est pas spécifique à l'Inde et est partagée par la plupart des banques centrales des pays émergents qui « stérilisent » leurs interventions en devises. Dans une deuxième partie, nous étudions les différents mécanismes d'intervention et arrangements institutionnels qui ont facilité la circulation de l'épargne entre l'Inde et le reste du monde. Enfin, dans une troisième partie, nous analysons les conséquences de la politique de la RBI en termes de transferts de ressources, en nous basant sur les données disponibles dans la balance des paiements et sur des documents présentant la position d'investissement globale de l'Inde.

LES PRINCIPAUX POSTES DU BILAN DE LA RBI AU FIL DU TEMPS

Les états comptables des banques centrales fournissent des informations essentielles sur la conduite de la politique monétaire. En étudiant les informations trouvées dans ces comptes, il est possible de déter-

miner qui finance la banque centrale, avec quelles ressources et aussi à quel coût, en commençant par le fait que l'achat d'actifs, quels qu'ils soient (domestiques ou extérieurs), ou l'octroi d'un crédit n'ont pas les mêmes conséquences selon que l'opération est financée par une émission de monnaie (une dette sans intérêts qui génère donc du seigneurage), la cession d'un autre actif ou des ressources captées *via* des opérations créatrices de dettes (des émissions d'un titre rémunéré). Les opérations au bilan fournissent également des informations sur les lignes directrices de la politique monétaire. Par exemple, une politique « expansionniste » entraîne une accélération de la création de liquidité (suivie d'une accélération du crédit dans le système bancaire national) et une baisse des taux d'intérêt à court terme, tandis qu'une politique restrictive est associée à un ralentissement de la croissance de la base monétaire et à une hausse du coût de la liquidité interbancaire.

L'évolution du bilan d'une banque centrale entre deux périodes s'écrit de la manière suivante :

$$\Delta B_g + \Delta FA + \Delta CB = \Delta D_b + \Delta N + \Delta FL + \Delta D_g + \Delta K$$

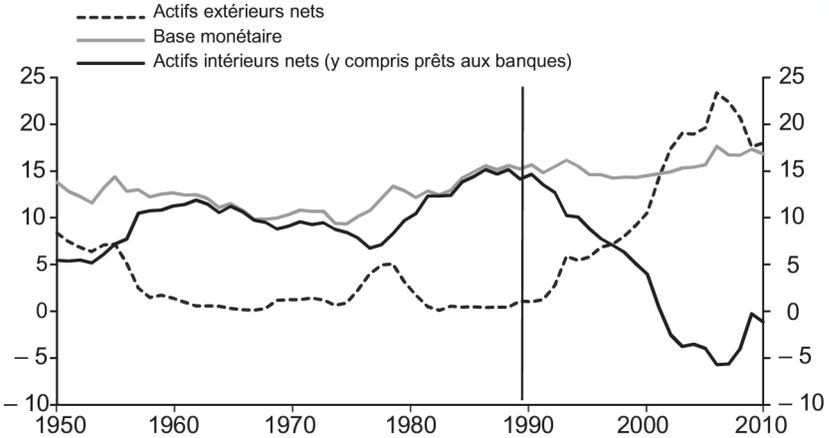
où B_g représente les dettes du gouvernement ; FA, les actifs extérieurs (or et devises étrangères) détenus par la banque centrale ; CB, les crédits accordés aux banques (escompte) ; D_b , les réserves des banques commerciales ; N, la quantité de billets et de pièces en circulation ; FL, le passif extérieur de la banque centrale ; D_g , les dépôts du gouvernement ; K, les fonds propres et autres éléments mineurs.

De façon simplifiée – et en ignorant les modifications survenues dans les fonds propres de l'institution (capital, réserves techniques) – l'évolution de la base monétaire ($\Delta MB = \Delta D_b + \Delta N$) s'explique par l'évolution des actifs extérieurs nets ($\Delta NFA = \Delta FA - \Delta FL$), l'évolution des créances intérieures nettes sur l'État ($\Delta NDA_g = \Delta B_g - \Delta D_g$) et le financement des banques (ΔCB) :

$$\Delta NFA + \Delta NDA_g + \Delta CB = \Delta MB$$

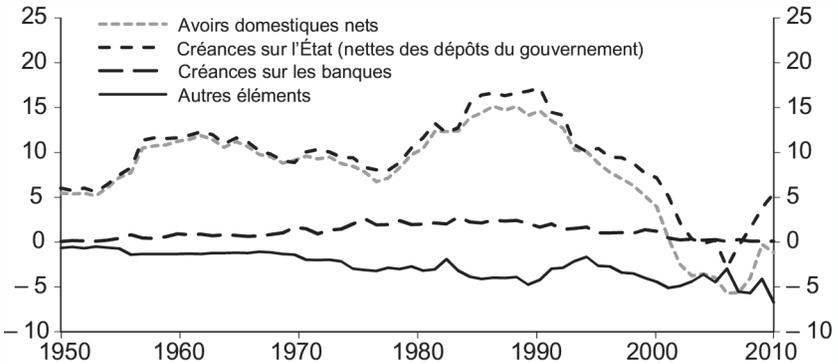
En observant l'évolution du bilan de la RBI au cours du temps (cf. graphique 1 *infra*), il est possible d'identifier deux périodes très distinctes. Entre 1949 (lorsque la banque centrale a été nationalisée) et le début des années 1990, la croissance de la base monétaire s'explique principalement par l'accumulation d'actifs domestiques, en particulier de titres de dette publique (cf. graphique 2 *infra*). On remarque une exception notable au cours d'une brève période, entre 1977 et 1979, lorsque la RBI a accumulé des dollars provenant d'emprunts extérieurs officiels.

Graphique 1
Bilan de la RBI
 (en % du PIB)



Source : FMI.

Graphique 2
Actifs intérieurs de la RBI
 (en % du PIB)



Source : FMI.

L'ouverture financière de l'Inde en 1992 a déclenché des bouleversements majeurs dans l'intermédiation de l'épargne et de l'investissement. À partir de ce moment-là, les entreprises indiennes ont eu accès à des sources de financement extérieures et les non-résidents ont pu investir leur épargne dans des actifs indiens afin de diversifier leurs portefeuilles internationaux et bénéficier d'une rentabilité élevée. Au même moment, l'accumulation d'actifs extérieurs par la RBI, dont

l'objectif principal est d'empêcher une appréciation de la roupie et des fluctuations soudaines de la monnaie, est devenue la principale source d'expansion monétaire. Cela a abouti à une transformation non négligeable : petit à petit, la RBI est devenue débitrice nette des agents économiques nationaux (État, banques) et créditrice du reste du monde. Cependant, il y a eu un reversement marqué de cette tendance après l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis en 2008 et la crise financière qui s'est déclenchée à l'échelle mondiale.

*LA RBI : D'UN INSTRUMENT CLÉ DE LA POLITIQUE
DE L'ÉTAT DIRIGISTE À UN ÉLÉMENT CLÉ
DE L'INTÉGRATION DE L'INDE
DANS LA FINANCE GLOBALISÉE*

Les principales évolutions dans le bilan de la RBI reflètent les changements dans le rôle de la banque centrale en matière de régulation macroéconomique. Comme pour la plupart des banques centrales des pays en développement, on constate des évolutions radicales dans les fonctions de la banque centrale au sein du système de financement. À l'origine, la RBI était un élément clé du modèle de développement interventionniste et autocentré. Ensuite, de 1991 jusqu'à aujourd'hui, elle a contribué à l'intégration du système financier national dans la finance globalisée, en facilitant la circulation de l'épargne entre l'Inde et le reste du monde.

Le modèle de développement indien après l'indépendance de 1974 était basé sur quatre piliers : une planification centralisée favorisant l'industrie, un secteur public important, un système de licences gouvernementales (le *Licence Raj*), qui permettaient au gouvernement de réguler la hausse et la diversification de la capacité de production des entreprises privées, et des barrières commerciales qui protégeaient la production indienne de la concurrence internationale (voir, par exemple : Boillot, 2006). Alors que le circuit économique était façonné par les interventions du gouvernement, la RBI, nationalisée en 1949, est naturellement devenue l'un des instruments clés de la politique financière du gouvernement avec la State Bank of India, la principale banque commerciale d'État.

Elle a été chargée d'allouer le crédit en fonction des critères définis par la Commission au plan et son rôle de promoteur a été assuré à la fois par la régulation des taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts et par un dispositif de contrôle du crédit, les banques commerciales (majoritairement détenues par l'État) étant contraintes d'allouer une partie de leurs prêts à des secteurs prioritaires, en particulier l'agriculture. Bon nombre de banques de développement, dont l'Industrial Finance Cor-

poration et l'Industrial Credit and Investment Corporation of India (ICICI), ont été mises en place sous la supervision de la banque centrale. Au cours des années 1960, la RBI a également participé à la création de la Deposit Insurance and Credit Guarantee Corporation of India, du Unit Trust of India, de l'Industrial Development Bank of India, de la National Bank of Agriculture and Rural Development et de la Discount and Finance House of India, fournissant ainsi l'infrastructure financière nécessaire à la réalisation des objectifs des plans quinquennaux successifs mis en œuvre depuis 1951.

Elle a également participé au financement direct des déficits budgétaires, en particulier à partir des années 1970, à un moment où les besoins financiers des plans quinquennaux ne pouvaient plus être satisfaits avec les ressources acquises par le système bancaire et les augmentations du coefficient statutaire de réserves obligatoires (autrement dit, le pourcentage des actifs des banques commerciales qui devaient être investis en obligations d'État). De cette façon, la monétisation du déficit budgétaire est devenue l'un des principaux facteurs de l'expansion de la base monétaire. Pendant les années 1980, à la suite de l'augmentation du taux d'expansion de la liquidité, le taux d'inflation a également fortement augmenté alors qu'il avait été très faible au cours des deux décennies ayant suivi l'indépendance.

100

Les années 1980 ont ouvert la voie aux changements en termes de stratégie économique et de configuration du système financier indien. Le modèle de croissance tourné vers l'intérieur a en fait produit des résultats économiques très éloignés des attentes initiales, avec une hausse annuelle du PIB par habitant de seulement 1 % (péjorativement appelé le « taux de croissance hindou ») et des crises politiques récurrentes. Le modèle d'accumulation a montré ses limites, particulièrement sur le plan extérieur, puisque l'Inde avait besoin d'exporter plus pour financer les importations (notamment d'énergie) qui étaient nécessaires à la croissance. Les sixième et septième plans quinquennaux ont tenté de revitaliser l'activité économique à travers une augmentation des dépenses publiques, mais la relance par voie budgétaire a conduit à une hausse marquée de la dette publique extérieure sans apporter le résultat escompté en termes de dynamisme économique. Les emprunts extérieurs ont également augmenté à cause des emprunts du secteur privé et de l'augmentation des dépôts par les Indiens non-résidents, autorisés depuis 1983.

La crise de la balance des paiements de 1991, qui a mis un terme à l'ancien système, a éclaté sans surprise dans un contexte de tensions internationales et, en particulier, de pressions sur le prix du pétrole (en raison de la guerre du Golfe), dégradant les termes de l'échange du pays.

Avec l'épuisement des réserves de change de la RBI, la crise a déclenché une dépréciation de 30 % de la roupie par rapport au dollar en 1991. L'adoption d'un *stand-by agreement* avec le FMI a été le point de départ des réformes qui ont profondément modifié le paysage économique de l'Inde. Parmi ces réformes se trouvaient le rejet du système *Licence Raj* – qui conférait au secteur privé une autonomie vis-à-vis des politiques industrielles du gouvernement –, la suppression des restrictions quantitatives sur les importations, une diminution des tarifs douaniers et l'autorisation automatique des investissements étrangers pour la plupart des secteurs économiques.

Du fait de l'intégration du pays dans le système commercial et financier international, le système financier indien s'est considérablement développé. Stimulés par les entrées de capitaux extérieurs, les marchés boursiers se sont rapidement développés, devenant une source de financement pour les entreprises. La profondeur globale du système financier, autrement dit la taille du secteur financier par rapport à l'économie, a remarquablement augmenté après la libéralisation (cf. tableau 1 *infra*). Le marché des obligations d'État a augmenté de manière significative, même si la plus grande partie du stock de ces obligations est toujours détenue par les banques, une exigence stipulée dans le « coefficient de liquidité statutaire ». D'un autre côté, le marché national des obligations de sociétés est resté très peu développé. Simultanément à la levée des barrières à l'entrée sur le marché, qui a ouvert la voie à une expansion rapide des banques à capitaux privés, les taux d'intérêt ont été dérégulés, ce qui a permis aux banques d'accroître considérablement leur rentabilité (Das, Ashok et Ray, 2005). La libéralisation est allée de pair avec une financiarisation croissante de l'économie et l'endettement intérieur est passé d'environ 50 % du PIB en 1990 à 80 % du PIB en 2011.

La RBI a mis en œuvre les politiques nécessaires à l'intégration financière de l'Inde. Son principal défi, partagé par les banques centrales des autres économies émergentes, était d'empêcher les entrées de capitaux extérieurs de déstabiliser les variables financières. Le risque était considérable : puisque le compte de capital était libéralisé, les entrées de capitaux (en particulier celles liées à la recherche de placements financiers sur le marché boursier) – et donc le volume de financements disponibles pour l'intermédiation – étaient bien trop importantes par rapport à la taille des marchés locaux et à leur capacité à recycler l'épargne et à la transformer en investissements productifs. Par conséquent, le système financier national n'a pas été en mesure d'absorber ces flux sans que ce volume de financement ne déclenche des fluctuations déstabilisatrices dans les prix des actifs intérieurs et le taux de change.

Tableau 1
Le système financier indien
 (en % du PIB)

	Marché boursier (capitalisation)	Créances bancaires sur le gouvernement central	Créances bancaires sur autres secteurs	Titres d'État	Emprunts des États fédérés	Bons du Trésor	Souscriptions du secteur public	Organismes locaux (obligations)	Titres de sociétés dont institutions financières
1970	-	11,54	11,37	-	-	-	-	-	-
1980	-	16,2	20,8	-	-	-	-	-	-
1990	12,2	24,6	25,2	-	-	-	-	-	-
2000	32,2	23,2	28,9	-	-	-	-	-	-
2001	23,1	24,7	29,1	-	-	-	-	-	-
2002	25,8	25,6	32,8	-	-	-	-	-	-
2003	46,6	25,1	32,1	-	-	-	-	-	-
2004	53,8	21,8	35,6	46,2	2,1	2,9	37,1	1,5	1,2
2005	66,3	18,8	39,4	49,3	2,3	7,5	33,8	2,6	1,6
2006	86,1	17,5	43,2	46,2	2,6	7,1	31,3	2,0	1,9
2007	146,4	15,9	44,8	45,1	2,3	6,3	29,9	2,9	2,4
2008	53,1	19,3	49,0	47,3	2,2	6,9	31,4	2,4	2,9
2009	85,6	22,5	46,8	56,3	2,5	8,0	36,9	3,0	3,7
2010	93,6	22,1	49,0	52,9	2,7	8,9	32,8	2,2	4,0
2011	85,0	23,0	50,2	51,1	2,7	8,8	30,9	2,2	4,0
2012	NA	NA	NA	52,1	3,0	9,2	29,9	3,4	4,1

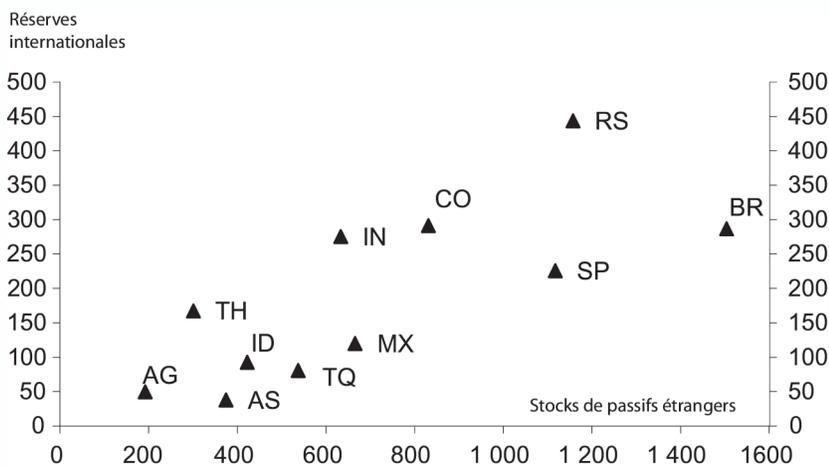
Sources : RBI ; Banque mondiale.

Tout comme les autres banques centrales émergentes exposées au risque d'une appréciation excessive du taux de change, la RBI a intensifié ses interventions sur le marché des changes (cf. graphique 1 *supra*). Par le biais de ces interventions, elle a exporté l'épargne excédentaire en la plaçant sous forme de dépôts à l'étranger ou en achetant des obligations du Trésor (principalement aux États-Unis, cf. tableau 5 *infra*). Sans cette mesure de politique monétaire, l'abondance des flux de capitaux aurait entraîné des phases d'euphorie et une appréciation de

la roupie, interrompues par des périodes de diminution des flux de capitaux et une dépréciation du taux de change, ce qui est tout aussi déstabilisant.

Comme les autres banques centrales des pays émergents (cf. graphique 3), la RBI a ensuite joué un rôle croissant dans l'intermédiation des capitaux étrangers en exportant vers des centres financiers internationaux l'excédent de financement émanant de ce même système !

Graphique 3
Réserves internationales et stock de passifs étrangers dont IDE (investissements directs étrangers), investissements de portefeuille et prêts bancaires, 2011
(en Md\$)



AG = Argentine, AS = Afrique du Sud, BR = Brésil, CO = Corée du Sud, ID = Indonésie, IN = Inde, MX = Mexique, RS = Fédération de Russie, SP = Singapour, TH = Thaïlande, TQ = Turquie.

Source : FMI.

La RBI a ainsi pratiquement cessé de prendre part au financement de l'économie nationale (gouvernement et banques locales). L'évolution de son bilan montre le véritable rôle qu'elle a joué depuis les réformes de 1991. Il convient de noter que du côté de ses actifs (cf. graphique 1, *supra*), les actifs extérieurs ont fortement augmenté au cours de cette période, passant de 19 % de l'ensemble des actifs, en moyenne, entre 1949 et 1991 à 61 %, en moyenne, entre 1991 et 2011 (et une moyenne de 86 % entre 2003 et 2011).

L'accumulation de réserves de change par la RBI s'est accompagnée d'une augmentation des opérations de retrait de liquidité par le biais des politiques dites de « stérilisation »¹. Pour cela, elle a principalement eu recours à trois méthodes : premièrement, une augmentation du coefficient de réserves obligatoires appliqué aux banques, en particulier entre 2004 et 2008 (cf. graphique 4 *infra*) ; deuxièmement, des opé-

rations d'accord de rachat de titres (*reverse repos*) dans le cadre du dispositif de facilité d'ajustement de la liquidité (*Liquidity Adjustment Facility*, cf. graphique 5 ci-contre) sur la base duquel la RBI conduit ses opérations de marché afin de cibler les taux d'intérêt ; troisièmement, l'émission de titres de dettes au nom du gouvernement dans le cadre du dispositif de stabilisation du marché (*Market Stabilisation Scheme* introduit en 2004, cf. graphique 6 ci-contre) et leur vente ultérieure aux marchés financiers². Ces trois mécanismes ont le même objectif : le retrait de l'excédent de liquidité créé par les interventions sur le marché des changes. Il est important de noter que les coûts de stérilisation sont supportés par les banques résidentes dans le premier cas (par une diminution des bénéfices puisque les réserves détenues à la RBI ne portent pas intérêt), par la banque centrale elle-même dans le deuxième cas (elle doit payer des intérêts sur la liquidité qu'elle emprunte) et par le gouvernement indien (qui doit lui aussi payer des intérêts) dans le troisième cas.

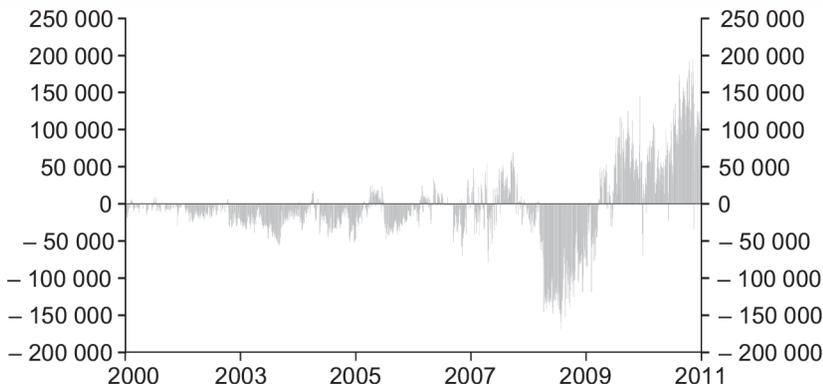
Graphique 4
Coefficient de réserves obligatoires
 (en %)

104



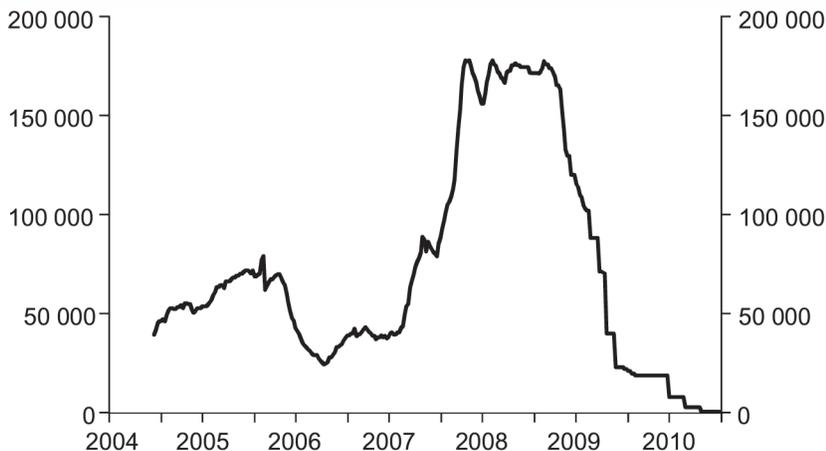
Source : RBI.

Graphique 5
Injection nette (+) / absorption (-) de liquidité
par le biais du système de facilité d'ajustement de liquidité
(en dizaines de millions de roupies)



Source : RBI.

Graphique 6
Dépôts du gouvernement à la RBI
dans le cadre du dispositif de stabilisation du marché
(en dizaines de millions de roupies)



Source : RBI.

Ainsi, nous constatons une différence radicale entre l'avant et l'après libéralisation financière. La RBI a abandonné son rôle de prêteur à l'économie nationale afin de prêter au reste du monde et, ce qui est remarquable, elle est devenue tributaire des résidents indiens pour neutraliser les effets inflationnistes de l'accumulation de réserves.

Le coefficient de stérilisation nous donne une première mesure de l'intensité de ce mécanisme à travers duquel la RBI emprunte des ressources domestiques pour les prêter au reste du monde. Étant donné que $\Delta NFA + \Delta NDA = \Delta MB^3$, le degré de stérilisation peut être estimé d'après la fonction de réaction suivante :

$$\Delta NDA_t = \sum_{j=0}^m \gamma_j \Delta NDA_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_j \Delta NDA_{t-j} + u_t$$

Le degré de stérilisation pour une période s'étalant de t à $t-j$ est donné par le coefficient :

$$\beta = \frac{\sum_{j=0}^m \gamma_j}{1 - \sum_{j=1}^n \alpha_j}$$

Un coefficient $\beta = -1$ indique que les interventions de change sont complètement stérilisées. $\beta = 0$ correspond au cas où elles ne sont pas du tout stérilisées. Si le coefficient est compris entre 0 et -1 , elles sont partiellement stérilisées.

Les résultats économétriques⁴ montrent que la RBI a stérilisé ses interventions en devises à hauteur de 55 % entre 1992 et 2011 (cf. tableau 2). Elle est donc, dans une large mesure, devenue créditrice du reste du monde, mais au prix d'un accroissement de l'endettement intérieur. Nous remarquons qu'il y a eu un certain renversement de cette tendance après l'éclatement de la bulle immobilière américaine en 2008 et la crise financière qui s'est déclenchée à l'échelle internationale. Depuis la crise de 2008, la RBI a oscillé entre des phases où elle a repris sa politique d'accumulation de réserves de change et d'autres phases où elle a dû se débarrasser de ces réserves afin d'éviter une dépréciation excessive de la roupie.

106

Tableau 2
Coefficient de stérilisation et estimations économétriques

	γ_0	β	R ²
1992-2003	-0,47	-0,51	0,21
2004-2007	-0,62	-0,31	0,59
2008-2011	-0,64	-0,70	0,30
1992-2011	-0,6	-0,55	0,27

Source : estimations de l'auteur à partir des données de la RBI.

LES COÛTS FINANCIERS DE L'ACTIVITÉ D'INTERMÉDIATION DE LA RBI

L'analyse effectuée dans la deuxième et troisième partie fournit un cadre analytique permettant d'évaluer les conséquences du rôle joué par la RBI au sein de la finance globalisée. Ses actions, autrement dit le recyclage de l'excédent d'épargne extérieure en Inde par le biais d'une accumulation de réserves de change (son réinvestissement à l'étranger), ont des implications en termes de flux financiers, donc en termes d'équilibres macroéconomiques.

Les statistiques relatives à la position extérieure globale de l'Inde et celles concernant la balance des paiements permettent d'identifier les « coûts » de la politique de la RBI.

Premièrement, il convient de noter que contrairement à bon nombre de pays d'Asie orientale et de pays producteurs de pétrole, dont les excédents de la balance courante ont « financé » l'accumulation de réserves de change, la RBI a augmenté ses actifs internationaux en achetant des devises émanant d'investissements étrangers. Depuis l'ouverture financière du pays, la balance courante de l'Inde a en fait enregistré un déficit annuel, sauf au cours de la période allant de 2001 à 2004. Le système financier indien a donc eu recours à un « effet de levier » pour accumuler ses réserves de change, au contraire de pays comme la Chine, la Russie ou d'autres pays de l'Opep qui ont accumulé des actifs internationaux en utilisant l'excédent d'épargne intérieure, générant de ce fait des excédents extérieurs.

107

Selon les chiffres fournis par la RBI, le déficit courant cumulé entre 1992 et 2011 était de 215 Md\$. À la même période, les flux de financement extérieurs cumulés peuvent être estimés à 650 Md\$ (cf. tableau 3 *infra*). Ces investissements ont donc fourni les devises nécessaires au financement du déficit courant et ont permis aux Indiens d'accumuler des actifs à l'étranger. La plupart de ces investissements ont été effectués sous forme de réserves de change de la RBI, mais ils ont également permis à l'Inde d'augmenter elle-même ses IDE de façon significative⁵.

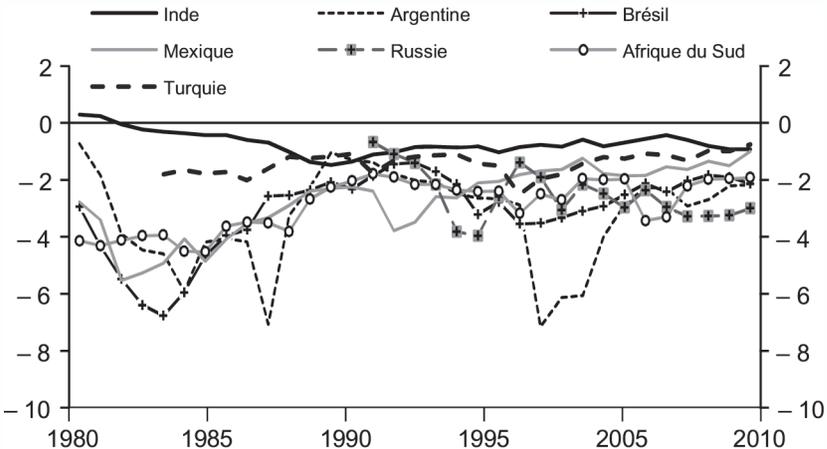
La configuration des relations financières de l'Inde a deux caractéristiques qu'il convient de mentionner. La première a trait à la position d'investissements extérieurs qui est négative dans l'ensemble : les actifs indiens sur le reste du monde (dont les réserves de change) restent inférieurs aux actifs des non-résidents en Inde. La seconde se rapporte à la nature des investissements. Les actifs extérieurs de l'Inde sont majoritairement investis « sans risque » sous forme d'investissements liquides (70 % du total) tandis que les investissements étrangers

constituent des projets plus risqués, mais généralement plus rentables. Ils prennent la forme de prêts conventionnels (40 %), de placements sur les marchés boursiers (21 %) et obligataires (5 %) et d'investissements directs (34 %). À travers cet effet de « volume » et grâce à une prise de risque plus importante de la part des non-résidents (qui est bien sûr rémunérée⁶), l'Inde génère dans la balance des revenus un déficit « structurel » qui tend à augmenter (cf. tableau 4 *infra*).

De ce point de vue macroéconomique, l'entrée de la RBI dans la mondialisation et l'évolution de son rôle – elle est devenue l'agent en charge de la circulation de l'épargne mondiale dirigée vers l'Inde – sont allées de pair avec le développement d'une nouvelle fragilité. À présent, la croissance économique en Inde doit rémunérer « structurellement » les non-résidents de sorte que la balance courante ne peut pas être équilibrée à moins que la somme des autres postes qui la constituent (balance commerciale et balance des transferts des travailleurs immigrés) soit excédentaire. C'est également le cas avec la configuration financière de beaucoup de pays émergents (cf. graphique 7).

108

Graphique 7
Balance des revenus
(en % du PIB)



Source : FMI.

Tableau 3
Position extérieure globale de l'Inde
(en Md\$)

	Total des actifs	IDE	Invest. de portefeuille	Autres invest.	Actifs extérieurs de la RBI	<i>Dont réserves de change (dépôts et obligations)</i>
1997	37,71	0,62	0,28	10,10	26,71	22,37
1998	41,54	0,71	0,28	10,91	29,65	25,98
1999	46,82	1,71	0,13	11,83	33,15	29,52
2000	54,72	1,86	0,12	14,04	38,69	35,06
2001	62,47	2,62	0,50	16,46	42,90	39,55
2002	73,62	4,01	0,65	14,24	54,72	51,05
2003	95,59	5,83	0,78	12,88	76,10	71,89
2004	136,00	7,76	0,38	14,90	112,96	107,45
2005	165,69	10,03	0,47	13,68	141,51	135,57
2006	184,16	15,90	1,24	15,40	151,62	145,11
2007	247,29	30,95	0,93	16,23	199,18	191,92
2008	385,46	49,78	0,65	25,31	309,72	299,23
2009	344,68	67,64	1,02	24,04	251,99	241,43
2010	388,02	84,29	1,37	23,30	279,06	254,69
2011	439,49	100,81	1,49	32,37	304,82	274,33

109

	Total des passifs	Invest. directs reçus	Invest. de portefeuille par les non-résidents	a) Actions	b) Instruments de dette	Crédits commerciaux + dettes bancaires + placements sur le marché monétaire par les non-résidents
1997	118,8	10,63	18,744	13,631	5,113	89,388
1998	122,2	14,065	20,41	14,109	6,3015	87,725
1999	125,8	15,426	23,105	13,08	10,026	87,318
2000	131,6	17,517	25,009	15,734	9,2753	89,038
2001	138,6	20,326	31,295	17,414	13,882	87,005
2002	142,7	25,419	31,539	18,613	12,926	85,779
2003	156,0	31,221	32,366	20,088	12,278	92,415
2004	183,2	38,183	43,682	33,928	9,7536	101,303
2005	219,6	44,458	55,962	43,155	12,807	119,187
2006	244,2	52,369	64,277	54,742	9,5348	127,512
2007	309,7	77,044	79,444	63,267	16,177	153,245
2008	436,6	118,785	117,955	96,481	21,474	199,902
2009	411,3	127,567	83,211	63,123	20,088	200,486
2010	543,7	182,113	133,877	105,342	28,535	227,717
2011	650,6	211,138	173,6	138,905	34,695	265,891

Source : FMI.

Tableau 4
Balance des revenus
(en Md\$)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rémunération des employés : crédit	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8	0,9	1,0
Rémunération des employés : débit	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-2,0
Investissements directs : crédit	0,7	1,0	0,7	0,4	1,1	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4
Investissements directs : débit	-2,1	-2,3	-2,4	-3,5	-5,2	-7,7	-10,9	-12,0	-12,3	-13,4
Investissements de portefeuille : crédit	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	1,6
Investissements de portefeuille : débit	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Autres : crédit	2,7	2,1	2,6	3,8	4,2	6,3	10,6	13,2	11,3	5,7
<i>dont autorités monétaires : crédit</i>	<i>2,1</i>	<i>1,6</i>	<i>2,1</i>	<i>2,8</i>	<i>3,9</i>	<i>5,7</i>	<i>9,2</i>	<i>11,4</i>	<i>7,2</i>	<i>4,1</i>
Autres : débit	-5,0	-4,2	-5,2	-3,9	-5,5	-5,7	-7,1	-7,6	-7,3	-6,8
Total : crédit	3,5	3,2	3,5	4,7	5,6	8,2	12,7	15,6	13,7	9,6
Total : débit	-7,7	-7,1	-8,4	-8,7	-12,3	-14,4	-19,2	-21,0	-21,3	-22,5
Balance des revenus	-4,1	-3,9	-4,9	-4,1	-6,7	-6,2	-6,5	-5,4	-7,5	-12,9

Source : FMI.

À long terme se pose aussi la question de savoir si l'épargne excédentaire des non-résidents devrait être systématiquement investie dans le pays sous forme d'actifs liquides en dollars. Il est vrai que l'objectif de la RBI n'est pas de générer un rendement sur ses actifs libellés en devises étrangères au travers d'une gestion active de son portefeuille, mais d'utiliser ces fonds comme un filet de sécurité en cas de sorties de capitaux. Néanmoins, les réserves accumulées sont majoritairement investies en dollars (cf. tableau 5 ci-contre), alors que ce rôle de réserve de valeur de la monnaie est de plus en plus remis en question par le déficit systématique de la balance courante des États-Unis. La taille des réserves de change indiennes fait de la RBI un acteur majeur de la scène financière mondiale puisque ses réserves la placent en septième position derrière la Chine, le Japon, l'Arabie Saoudite, la Russie, Taiwan et le Brésil. Cette importance signifie que l'Inde va être amenée à jouer un rôle croissant dans les décisions multilatérales et la définition des règles qui façonnent l'architecture financière internationale.

Tableau 5
Réserves officielles à la RBI
(en Md\$)

	Total	Titres	Total monnaie fiduciaire et dépôts	<i>Auprès des autres banques centrales, de la RBI et du FMI</i>	<i>Auprès des banques</i>	Position de réserve auprès du FMI	DTS	Or dont dépôts en or et or faisant l'objet de <i>swaps</i>	Pour info : or en onces d'or fin
Mars 2002	54,71	13,97	37,07	30,92	6,14	0,61	0,01	3,04	11,5
Mars 2003	76,1	26,92	44,96	33,46	11,49	0,67	0,004	3,53	11,5
Mars 2004	112,95	35,02	72,42	45,87	26,54	1,31	0,002	4,19	11,5
Mars 2005	141,51	36,81	98,75	65,12	33,62	1,43	0,005	4,5	11,5
Mars 2006	151,62	35,17	109,93	65,39	44,53	0,75	0,003	5,75	11,5
Mars 2007	199,17	52,99	138,92	92,17	46,75	0,46	0,002	6,78	11,5
Mars 2008	309,72	103,56	195,66	189,64	6,01	0,43	0,018	10,03	11,5
Mars 2009	251,98	134,79	106,63	101,90	4,72	0,98	0,001	9,57	11,5
Mars 2010	279,05	132,11	122,57	117,52	5,04	1,38	5,006	17,98	17,9
Mars 2011	305,47	142,10	132,22	126,9	5,32	2,94	5,22	22,97	17,9
Mars 2012	294,39	140,27	119,79	114,27	5,52	2,83	4,46	27,02	17,9

Source : RBI.

CONCLUSION

Cet article avait pour objectif d'étudier la politique monétaire de l'Inde dans une perspective historique en se concentrant principalement sur le rôle de la RBI en tant que participant clé dans les circuits de financement de l'économie.

L'approche proposée était radicalement différente de celle utilisée dans la plupart des études en matière de politique monétaire : l'approche « conventionnelle » consiste à évaluer la performance d'une banque centrale en comparant les trajectoires de variables macroéconomiques (revenu, prix, emploi) avec les objectifs que la banque s'était elle-même fixés – ou dont on pense qu'elle devrait se fixer. Cet article, au contraire, a cherché à identifier ce que la RBI avait réellement accompli en étudiant l'évolution de son bilan (rendu public dans ses rapports annuels), lequel nous procure une description claire de ses interventions et des orientations générales de sa politique. De la même façon, cette approche diffère de l'exercice économétrique qui consiste à identifier une « fonction de réaction », à savoir une règle de gestion selon

laquelle la banque centrale est censée décider mécaniquement de la valeur d'une variable de politique (taux d'intervention clés, montant des injections de liquidités) en fonction d'une situation économique (inflation, croissance, taux de change)⁷. Si la politique monétaire est réduite à une question de gestion conjoncturelle, l'importance de la banque centrale dans la circulation des flux de financement et le recyclage de l'excédent d'épargne en investissements productifs devient invisible.

L'analyse du bilan de la RBI permet d'identifier les évolutions majeures dans les fonctions de politique monétaire depuis les réformes de libéralisation de 1991. Elle a pratiquement cessé de financer directement l'économie nationale (en particulier le gouvernement) et l'expansion du système bancaire (par le biais du réescompte), ses principales fonctions jusqu'alors. Les besoins de financement du secteur public indien ainsi que ceux des entreprises – dont les banques – ont dans une large mesure été satisfaits par la somme des flux d'épargne provenant des résidents et des entrées de capitaux émanant des non-résidents cherchant à obtenir des rendements financiers plus importants que ceux que l'on peut obtenir dans les principaux pays industrialisés. Par la suite, en accumulant des réserves de change, la RBI a tenté de recycler l'excédent d'épargne extérieure issu des entrées de capitaux qui menaçait l'équilibre du marché des changes et la compétitivité du taux de change. De cette façon, la RBI a joué un rôle clé dans l'intégration du système financier indien dans la finance globalisée. Elle a été en mesure d'assurer une stabilité relative de la roupie en dépit des montants significatifs placés sur le marché des changes et elle a bâti un filet de sécurité financière permettant de stabiliser l'économie en cas de chocs exogènes associés à des sorties de capitaux.

Depuis les réformes de libéralisation de 1991 et le changement dans les priorités de la RBI, celle-ci a évidemment mené une multitude de tâches additionnelles, allant du maintien des conditions de la liquidité intérieure en fonction des besoins de financement locaux à la régulation du système financier, en fonction des objectifs de développement nationaux. Cependant, du point de vue du développement économique, il semble que son rôle en tant qu'intermédiaire financier international soit de loin l'élément dominant.

La question des coûts associés à cette politique a également été soulevée. À travers ses mesures de stérilisation, la RBI est tombée dans un cercle vicieux, particulièrement entre 2004 et 2008. Afin d'éviter que les achats de devises ne finissent par causer une expansion incontrôlable de la liquidité intérieure, elle a été contrainte d'éliminer l'excédent de liquidité en émettant des titres de dette publique. Mais ce mécanisme a contribué à maintenir le modèle au moyen duquel l'Inde

attire des capitaux spéculatifs, eux-mêmes attirés par les rendements élevés, avant de les investir sous forme de liquidités (ce qui fournit un faible rendement) sur les principaux marchés financiers. Le cycle s'est achevé après la crise internationale de 2008 lorsque les réserves de change ont plutôt été utilisées pour financer le déficit courant et atténuer les effets de la fuite de capitaux privés dans un contexte de regain d'aversion au risque et de dépréciation de la roupie.

L'insertion de l'Inde dans le système financier mondial et les politiques d'intervention de la RBI ont contribué au déficit chronique de la balance des revenus. La politique monétaire au sens large doit être réétudiée afin d'établir les politiques financières nécessaires au développement du pays. La taille actuelle des réserves de change officielles, à savoir 295 Md\$ en mars 2012, fait de l'Inde un acteur majeur sur la scène financière internationale. En échange des risques financiers énormes qu'elle prend en détenant des actifs étrangers, à une époque où les économies des pays qui émettent les principales devises souffrent de déséquilibres persistants et de tensions financières, l'Inde devrait au moins exiger un rôle plus important dans le processus multilatéral de prise de décisions et l'élaboration des règles qui façonnent l'architecture financière internationale.

NOTES

1. L'accumulation de réserves de change est financée soit par une augmentation de la base monétaire, soit par une diminution des actifs domestiques nets. Tandis que la première option, qui consiste en une monétisation des interventions de change, peut conduire à une hausse de l'inflation, la seconde nécessite l'émission de passifs non monétaires et un accroissement de l'endettement intérieur.
2. La RBI a également utilisé la stérilisation par le biais d'interventions sur le marché des produits dérivés de change (Mohan, 2008). L'opération consiste à mettre en place un contrat d'échange de monnaies au titre duquel la banque centrale accepte de vendre des dollars contre des roupies sur le marché au comptant (retrait de liquidité) tout en s'engageant à les racheter plus tard au taux de change à terme.
3. Remarque : $\Delta NDA = \Delta NDA_g + \Delta CB$. Ce coefficient ne rend pas compte de la stérilisation par le biais d'une hausse du coefficient de réserves obligatoires, qui devient un élément de la base monétaire.
4. Les postes du bilan de la RBI ont été convertis en dollars (sur la base de données en roupies) afin d'éviter une distorsion des résultats due aux effets des fluctuations du taux de change. Une dépréciation du taux de change accroît en réalité la valeur en roupies des actifs extérieurs (et le capital de la RBI), sans aboutir ni à une évolution de la base monétaire, ni à une hausse des passifs non monétaires.
5. Au cours des deux dernières décennies, il y a eu une internationalisation des grands groupes industriels indiens, comme Tata, Mittal, Reliance, Mukesh, Anil ou Mahindra, qui sont à présent reconnus dans les milieux d'affaires à travers le monde.
6. Par exemple, entre 1997 et 2011, le rendement annuel des placements sur le marché boursier, mesuré en dollars, a été de 10,5 % par an. Sur la même période, le rendement en dollars des titres sur le marché de la dette a avoisiné 8,4 % par an. Parallèlement, le taux d'intérêt sur un bon du Trésor américain à dix ans était de 4,9 %.
7. Plusieurs fonctions de réaction ont été découvertes par Rangarajan (2009) et Hutchinson, Sengupta et Singh (2010). Elles sont typiquement basées sur l'existence d'un compromis « néokeynésien » entre évolution des prix et évolution des quantités produites.

BIBLIOGRAPHIE

- BHATTACHARYA K. (2006), « Monetary Policy Approaches in India », Bank for International Settlements, *Monetary Policy in Asia : Approaches and Implementation*, n° 31, mars.
- BOILLOT J. J. (2006), *L'Économie de l'Inde*, collection Repères, La Découverte.
- BRENDER A. et PISANI F. (2010), *Global Imbalances and the Collapse of Globalized Finance*, Centre for European Policy Studies, Bruxelles.
- DAS A., ASHOK N. et RAY S. C. (2005), « Liberalization, Ownership and Efficiency in Indian Banking », *Economic and Political Weekly*, New Delhi, 19 mars.
- FRANKEL J. A. (2011), « Monetary Policy in Emerging Markets: a Survey », Harvard University, John F. Kennedy School of Government, *Working Paper Series*, n° rwp11-003.
- HUTCHISON M., SENGUPTA R. et SINGH N. (2010), « Estimating a Monetary Policy Rule for India », MPRA, *Paper*, n° 21106. Disponible sur le site : <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/21106>.
- IMF (International Monetary Fund) (2006), *Inflation Targeting and the IMF*.
- KRAMER C. et al. (2008), « India: Selected Issues », International Monetary Fund, *Country Report*, n° 08/52.
- MISHKIN F. S. (2007), *Monetary Policy Strategy*, Massachusetts Institute of Technology.
- MOHAN R. (2008), « The Role of Fiscal and Monetary Policies in Sustaining Growth with Stability in India », *Asian Economic Policy Review*, vol. 3, n° 2, décembre, pp. 209-236.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2011), *OECD Economic Surveys: India 2011*, OECD Publishing.
- PATRA M. D. et RAY P. (2010), « Inflation Expectations and Monetary Policy in India: an Empirical Exploration », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° WP/10/84.
- RAHAN R. (2009), *A Hundred Small Steps*, rapport du comité sur la réforme du secteur financier, gouvernement indien, Commission de la planification, New Delhi, SAGE publications.
- RANGARAJAN C. (2009), *India: Monetary Policy, Financial Stability and other Essays*, New Delhi, Academic Foundation.
- SHAH A. et PATNAIK I. (2011), « Reforming the Indian Financial System », National Institute of Public Finance and Policy, *Working Papers*, n° 11/80.