

Mardi 9 Mars 2009

14 h 30 – 16 h 30

Compte rendu

Une vision de l'Inde

Perspectives économiques, géopolitiques et financières

Sous la présidence de

Françoise Lemoine, *Economiste senior, CEPII*

Introduction

Depuis une dizaine d'années, l'Inde connaît une croissance économique élevée (7,5% par an en moyenne) et si elle suscite un intérêt tout particulier aujourd'hui c'est par sa résilience inattendue face à la crise financière.

A l'heure où les rapports de force entre pays émergents et développés ont considérablement changé, Christophe Jaffrelot exposera la situation de la politique interne de l'Inde et de son positionnement géopolitique sur l'échiquier mondial. Ensuite, Jean-Joseph Boillot expliquera comment l'Inde a pu surmonter la crise et renouer avec une forte croissance économique. Enfin, Philippe Ferreira détaillera les conditions de financement d'une telle croissance.

Christophe Jaffrelot

La situation politique de l'Inde est inédite. Pour la première fois depuis près d'un demi-siècle, le gouvernement sortant a été reconduit dans ses fonctions. Cette réélection ne signifie pas pour autant un retour en arrière avec un Parti du Congrès puissant. Contrairement à ce qui a été retenu dans les médias, la victoire de la coalition n'est pas tant le signe d'un renforcement du Parti du Congrès qu'une conséquence de la division de l'opposition. Toutefois, en ayant la possibilité d'inscrire son action dans la durée, le gouvernement peut réformer plus en profondeur. Nous verrons ainsi les politiques que ce gouvernement a mis et peut espérer mettre en œuvre.

Une fragmentation du jeu politique

Une lecture attentive des résultats des élections fait apparaître la faiblesse du Parti du Congrès. Loin d'être porté par une vague nationale, celui-ci n'a obtenu que 28,5% des voix en 2009, soit un score bien en-dessous de ce qu'il totalisait dans les années 1990. La réussite du Parti du Congrès est une réussite tactique : celle d'avoir joué sur la division des opposants dans un mode de scrutin à un tour.

Il faut remarquer que cette division est marquée entre autres par une augmentation nette des scores des partis régionaux. Alors que le Parti du Congrès obtient moins d'un tiers des voix, plus de 52% des votes vont vers des partis qui n'existent que dans une voire deux régions maximum ! A l'image de la scission récente de la Shiv Sena, parti d'extrême droite antimusulman, les partis régionaux se sont démultipliés.

Ensuite, parmi les opposants au Parti du Congrès, le BJP, « Parti du Peuple Indien » (nationaliste hindou) n'a jamais été aussi faible. Hésitant entre d'une part un retour aux fondamentaux du parti, et d'autre part à la formation d'alliances quitte à s'éloigner de son identité, le parti est en pleine reconstruction.

Enfin, il faut remarquer la perte de vitesse considérable du parti communiste, en déclin même au Bengale traditionnel bastion communiste.

Le Congrès n'est donc gêné ni par sa droite, ni par sa gauche, et c'est en cela que la situation politique indienne actuelle est inédite.

Une coalition « governance-oriented »

La notion de gouvernance arrive en Inde. Cela signifie que les résultats importent. Bien qu'ayant recueilli à peine 28,5% des voix, le leadership du Congrès ne saurait être remis en question. Avec un parti de coalition entre les mains du Premier ministre sortant le libéral Manmohan Singh et une présidente du Parti du Congrès Sonia Gandhi populaire, on a un *duumvirat* qui peut gouverner dans la durée. Quel bilan peut-on tirer des politiques de ces dernières années et quels types de mesures peut-on attendre dans les années à venir ?

Si on analyse les cinq dernières années, Manmohan Singh aura réussi à mener à la fois une politique économique libérale et une politique sociale de gauche. Au niveau de la politique intérieure, on peut donner

trois exemples de mesures sociales réussies. On pense tout d'abord au programme d'emploi rural. Parmi les mesures phares de ce programme, la mise en place d'un revenu minimum pour les familles dont aucun membre ne travaille est, selon des enquêtes d'opinion, très appréciée. Autre mesure sociale, la mise en place des quotas à l'université pour les basses castes à 27% avec une augmentation des capacités d'accueil pour ne pas léser les hautes castes. Enfin, dernier exemple qui n'est pas des moindres, le *Right to information act* : quand une administration prend une décision qui vous est contraire, vous pouvez en demander les raisons. Tout bureaucrate qui s'y refuserait, se verrait lourdement sanctionné. Ainsi cette transparence administrative est une mesure sans précédent dans le pays pour réduire la corruption.

Ce bilan est éloquent mais l'avenir est plus incertain. Le gouvernement donne l'impression d'être à la recherche d'un second souffle. Cependant, l'annonce récente de Sonia Gandhi du projet de la mise en place de quotas pour les femmes au Parlement semble être le grand objectif de ce deuxième mandat.

En bref, il s'agit d'un gouvernement porté par un Parti du Congrès vulnérable mais avec une marge de manœuvre importante. Cela nous mène à la question suivante : qu'est ce qui au fond pourrait faire vaciller un tel gouvernement ?

Le risque d'instabilité politique vient de l'extérieur

Depuis les attentats de Bombay en novembre 2008, l'Inde sait qu'elle peut être atteinte par des chocs externes. Une répétition de ce scénario catastrophe pourrait être désastreux économiquement en faisant fuir les investisseurs d'une part mais aussi remettre au goût du jour la tentation du *security state*. Le renouement récent du dialogue avec le Pakistan est porteur d'espoir, mais les relations entre les deux pays restent très fragiles.

Le deuxième risque vient des relations indo-chinoises. L'année 2009 a été sujette à un regain de tension entre les deux pays. En particulier, la possible propagation d'équipements militaires chinois dans les pays avoisinants comme le Népal et le Pakistan inquiète les autorités indiennes.

Enfin une dernière incertitude concerne le devenir des relations de l'Inde avec les Etats-Unis. En ayant conclu un pacte de coopération nucléaire civile en 2006 mais également en ayant soutenu l'Inde dans la lutte contre le terrorisme, les Etats-Unis de Georges W. Bush Jr. entretenaient jusqu'alors de très bonnes relations avec l'Inde. En ayant choisi au contraire de s'appuyer sur le Pakistan pour s'attaquer aux talibans et à Al Qaïda, Obama est clairement en rupture avec son prédécesseur et l'avenir des relations entre les deux pays, bien que non compromis, reste à construire.

Jean-Joseph Boillot

(11 diapositives en annexe)

Début 2009, en pleine crise financière mondialisée et quelques mois seulement après les attentats de Bombay, la situation économique de l'Inde laissait cours à un pessimisme légitime quant à son avenir. En cette année 2010, force est de constater que l'Inde a surmonté la crise plus facilement que prévu. La reprise de la croissance au-delà de 7% est largement au-dessus de toute prévision. La résilience de l'économie indienne interpelle. Pour comprendre ce qui s'est passé il faut regarder bien sûr les facteurs conjoncturels mais surtout les facteurs structurels qui font de ce pays le deuxième moteur de l'économie mondiale.

Les canaux de transmission de la crise

Le premier canal est le canal financier : il faut balayer cette idée que l'Inde aurait surmonté cette crise parce qu'elle aurait été à l'écart de l'économie mondiale. De même, le canal commercial a également été un canal de transmission : l'Inde a été touchée par la contraction du commerce mondial. Ses exportations ont chuté en suivant la tendance mondiale à partir d'août 2008. Mais l'Inde a aussi gagné à ce choc mondial via les termes de l'échange. L'Inde a entre autres gagné sur le plan de ses importations énergétiques. De manière générale, si les gains en termes de l'échange compensent les chutes des exportations, la balance commerciale demeure inchangée. Ceci peut-être un premier facteur expliquant la résilience de l'économie indienne.

Un deuxième facteur est le facteur géographique. Autant la Chine est dépendante du marché américain, autant l'Inde a un commerce extérieur beaucoup plus équilibré. En dehors des échanges avec les Etats-Unis, on voit que l'Inde n'a pas subi de choc commercial.

Dernier canal de transmission, la confiance des ménages et des entreprises. Chez les ménages, la peur du chômage des jeunes diplômés est sans doute la principale raison d'une perte de confiance. Ce qui interpelle est que celle-ci (baisse de la demande de crédit) entamée fin 2008 ait été si brève. De même au sein des entreprises on constate fin 2008 un phénomène important de déstockage ; mais celui-ci a été suivi immédiatement d'une reprise début 2010.

Comme aux Etats-Unis, la reprise est là mais la grande différence est que ni l'Inde ni la Chine ne semblent avoir connu de véritable plongeon. Il faut noter de plus que la reprise en Inde s'est faite au prix d'un plan de relance plus modeste que le plan de relance chinois. Il est donc clair que l'Inde n'a pas été à l'abri de la crise mais qu'elle a su y répondre.

Les raisons de la résilience indienne

Première raison : sur le plan des **structures financières** et de la politique monétaire, l'Inde est clairement en avance sur la Chine étant dans un système de marché.

Ainsi lorsqu'une banque centrale constate un recours au crédit excessif, alors elle peut remonter les taux pour baisser la demande. L'inquiétude croissante des ménages a été bien perçue par la banque centrale pendant la crise. La perte de confiance a bien eu lieu mais a été contrôlée : alors que la banque centrale observait que la demande de crédits ralentissait, elle réagissait en diminuant ses taux d'intérêt à des niveaux conformes à son objectif de croissance économique.

La deuxième raison de cette résilience est **la structure productive** de l'économie indienne : l'Inde est avant tout une économie de services (>50% en terme de valeur ajoutée). La part de l'agriculture, qui a diminué sur les cinq dernières années correspond aujourd'hui à 15% du PIB.

Du fait de cette structure, un choc négatif sur les revenus, comme l'a été la mauvaise mousson de l'été 2009, n'a eu qu'un impact mineur sur le PIB. De plus, en ayant une politique sociale qui a ciblé les milieux ruraux le gouvernement a réussi à éviter le pire. Les campagnes indiennes sont même ressorties mieux dotées après la mauvaise mousson d'été qu'avant.

Le secteur manufacturier a quant à lui beaucoup souffert durant l'année 2009. En revanche, les services marchands sont restés en croissance. Au final, vu la prépondérance des services dans l'économie, on comprend en quoi la structure productive de l'Inde a été en elle-même un facteur de résilience.

Autre facteur de résistance : la consommation domestique qui compte pour 65% du PIB, soit 25% de plus qu'en Chine. Alors que l'investissement s'est effondré pendant la crise, la consommation a ralenti mais est restée autour de 5% en termes de taux de croissance et est très vite repartie. Une raison à cette reprise soudaine est probablement le cycle politique. Alors qu'en 2008 on annonçait une défaite du Parti du Congrès, celui-ci s'est mis à dépenser largement pour gagner les élections creusant ainsi le déficit budgétaire (passant de 3 à 10%). L'Inde a incontestablement réussi un plan de relance par la consommation.

Cette **politique budgétaire a été de plus concomitante avec une politique monétaire efficace**. En baissant rapidement ses taux en janvier 2009 le retour à la confiance a été rapide. Cette confiance regagnée, les taux ont pu alors être remontés progressivement à un niveau compatible avec le financement de la dette publique sur le long terme.

Perspectives pour l'année 2010

Il demeure plusieurs facteurs d'incertitude pour l'année 2010.

- L'inflation : le succès de la politique économique de l'Inde au cours de l'année 2009 est en train de se payer au prix d'une inflation à deux chiffres.
- L'agriculture : le prix des biens agricoles a énormément augmenté dû aux mauvaises moussons en 2009 cela pourrait se répéter en 2010.
- Le resserrement monétaire prévu va probablement freiner la reprise de la consommation dans certains secteurs (ainsi on observe que les ventes d'automobiles et de deux roues commencent à ralentir). Ceci laisse penser que l'objectif affiché de 8% de croissance en 2010 est un peu trop optimiste.
- Il faut impérativement que l'Inde revienne à des taux d'endettement plus faibles. Ceci pose le problème de la dépendance croissante du gouvernement central aux régions qui se voit obligé de leur allouer de plus en plus de ressources budgétaires

Conclusion

L'Inde garde malgré tout un potentiel de croissance important. Celui-ci pourrait être de l'ordre de 10% si l'Inde parvenait à résoudre les trois problèmes majeurs qu'on lui connaît : ceux des infrastructures, de l'agriculture et de la corruption. L'accélération de son taux de croissance sur les vingt dernières années n'est pas due au hasard : le fort consensus dans le domaine économique dans l'ensemble du pays ainsi que la transition démographique font qu'il n'est pas impossible que l'Inde ait un taux de croissance dépassant celui de la Chine à l'horizon 2012.

La masse d'investissements à venir dans les infrastructures met au premier plan la question du financement de la croissance indienne. Le creusement du déficit budgétaire (10% du PIB) et l'importance de la dette publique consolidée (80% du PIB) réduisent les marges de manœuvre d'un financement public des infrastructures. C'est le point de départ de réformes difficiles à mettre en place, tel que le développement du marché obligataire des entreprises ayant pour but de permettre un financement des infrastructures par le secteur privé.

Certes, comme dans les pays émergents, le secteur bancaire reste le principal vecteur du financement de l'économie mais on peut noter la part croissante des marchés d'actions comme en témoigne le grand nombre d'introductions en bourse pendant la dernière décennie.

Contribution prépondérante de l'investissement à la croissance :

A partir de 2002-2003, la contribution de l'investissement à la croissance devient majoritaire (exception faite de 2008-2009 suite à la crise financière).

Dans cet investissement, celui des entreprises est aujourd'hui prépondérant (39% de l'investissement total) devant celui des ménages (36%) et de l'investissement public (25%).

Cet investissement est en majorité domestique. En effet la montée de l'investissement a été concomitante avec la montée des taux d'épargne domestique. Une partie de la résilience de l'économie indienne vient justement du fait de ne pas avoir été exposée aux refinancements externes.

Les divers moyens de financement sont passés en revue ci-dessous.

Le financement des entreprises repose en grande partie sur leur propre épargne

La décomposition de l'épargne domestique met en évidence la prépondérance de l'épargne des ménages mais aussi une part non négligeable de celle des entreprises (9% du PIB). **Cette épargne a ainsi permis aux entreprises privées de s'autofinancer.** Or, ce moyen de financement correspond à une grande part du financement des entreprises privées. En effet, dans le secteur manufacturier et des services celui-ci représente respectivement 67% et 47% du financement total.

Cette part moyenne de l'autofinancement des entreprises privées cache cependant le recours important des PME au financement bancaire. Celles-ci sont beaucoup plus limitées en termes d'autofinancement et plus exposées au *credit crunch*.

Le financement bancaire

En moyenne, le recours au financement bancaire représente 20% du financement total. Relativement au PIB/hab. l'Inde reste un pays assez bancarisé.

Le marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les prêts bancaires internationaux, source de financement non négligeable, sont surveillés de près par la banque centrale. En effet, avec des revenus en monnaie locale, une dette externe élevée en dollars peut être une source d'instabilité importante.

De plus, sur le marché des capitaux, la capitalisation du marché obligataire des entreprises reste très marginale (moins de 5% du PIB). L'objectif des réformes en cours est de l'augmenter.

Le marché des actions

Il s'agit d'une source de financement également non négligeable. La capitalisation boursière représente 120% du PIB (1350 milliards d'USD) ; le marché d'actions attire une multitude d'investisseurs (voir *slides* en annexe). Bien que moins importantes, les introductions en bourses (20 en 2009) ont tout de même permis de lever 4 milliards. Enfin, les émissions d'actions sur les marchés étrangers ont permis de lever 3 milliards d'USD.

Les financements internationaux de portefeuille

Il s'agit d'une source de financement volatile comme en témoigne sa corrélation importante avec les indices boursiers (Sensex). Le deuxième semestre de 2009 marque le retour des investisseurs de portefeuille avec une remontée de l'indice boursier.

Les investissements directs étrangers

C'est une source de financement qui est restée relativement stable (25 milliards de dollars en net aujourd'hui). Ceci cache des flux bruts importants. Concernant les flux sortants, on peut souligner l'importance des acquisitions à l'étranger de la part des grands groupes indiens. Les flux sortants représentent 50% des flux entrants ce qui est exceptionnel pour un pays au PIB/hab. d'à peine mille dollars ce qui ne fait que renforcer l'idée d'une économie à deux vitesses.

Autre forme d'investissement direct étranger : les *private equity*. Il y a aujourd'hui 350 fonds de *private equity*. Les capitaux attirés dans le pays par ce biais représentent 11 milliards d'USD.

Au final, les sources de financement externes sont loin d'être négligeables. Leurs fluctuations sont donc l'objet d'un suivi attentif de la banque centrale.

Conclusion Le système financier indien était bien adapté à la crise. Les banques ont été peu exposées, elles possèdent une base de dépôts importante. Cependant, ce système devra évoluer pour accompagner les investissements futurs, et débloquer les contraintes qui pèsent aujourd'hui sur les infrastructures. Cette évolution sera dépendante aussi de l'aboutissement de la réforme visant le développement du marché obligataire des entreprises.

Débat

Quelles sont les vulnérabilités sur le plan économique de l'Inde ? Que peut-on attendre de la fin de la relance de la politique budgétaire et de son impact sur la croissance ?

Les effets du retrait du soutien budgétaire sont déjà observables. On est passé de 7,9% de croissance au troisième trimestre à 6% au quatrième trimestre 2009 (résultat à nuancer car également imputable à la mauvaise mousson).

Du point de vue économique, on peut retenir deux fragilités de l'Inde : l'état des finances publiques et la menace de l'inflation. Si le niveau d'intérêt devait monter en réponse au déficit budgétaire et à l'inflation cela pourrait ralentir la croissance mais ce risque reste limité.

Du point de vue politique, il y a aussi des risques internes. Les risques de conflits internes ne sont pas tellement à craindre suite aux écarts sociaux mais plutôt suite aux écarts régionaux. Le rapport de richesse entre l'état le plus riche et le plus pauvre étant de 1/10, le défi social pour l'Inde est avant tout un défi géographique.

Enfin, il demeure des risques politiques conjoncturels comme par exemple une série de mauvaises moussons. Un peu de malchance pourrait affecter gravement le secteur agricole.

Quels sont les rapports de l'Inde et de l'Iran ? Est-ce l'Inde s'associera aux USA en cas de sanctions contre l'Iran ?

A priori on peut penser que l'Inde ne s'associera pas à des sanctions contre l'Iran à moins d'une très lourde menace. Pour l'Inde, l'Iran est un allié stratégique contre le Pakistan mais aussi un partenaire commercial privilégié : l'Inde importe en effet une grande partie de son pétrole d'Iran.

Y a-t-il un problème de dette externe en Inde ?

Non, l'Inde est à un niveau faible. Le déficit public et la dette publique sont financés sur le plan domestique. Le problème de refinancement ne s'est pas posé pendant la crise parce que la dette externe est limitée.

A propos du « pragmatisme » indien

Au niveau des infrastructures une véritable révolution est en train de se passer. Ceci est déjà visible à travers notamment de l'électricité et des routes. La solution indienne face à ces problèmes d'infrastructures est tout d'abord une solution pragmatique. Ce pragmatisme a donné des résultats extraordinaires en termes d'économies énergétiques : l'Inde est le pays qui a le ratio le plus faible de kW consommés par PIB/hab. De même, les voitures commercialisées consomment moins que leurs équivalents européens.

Le pragmatisme est également le mot-clef pour décrire aujourd'hui le gouvernement indien. Ce pragmatisme peut-être vu comme la preuve d'une absence d'idéologie même si on peut tout de même voir une évolution politique du Parti du Congrès vers de la social-démocratie. Il y a la volonté de laisser à la fois le marché agir, d'en extraire les richesses et de les redistribuer afin d'éviter que les écarts ne se creusent.