

FOCUS INDE

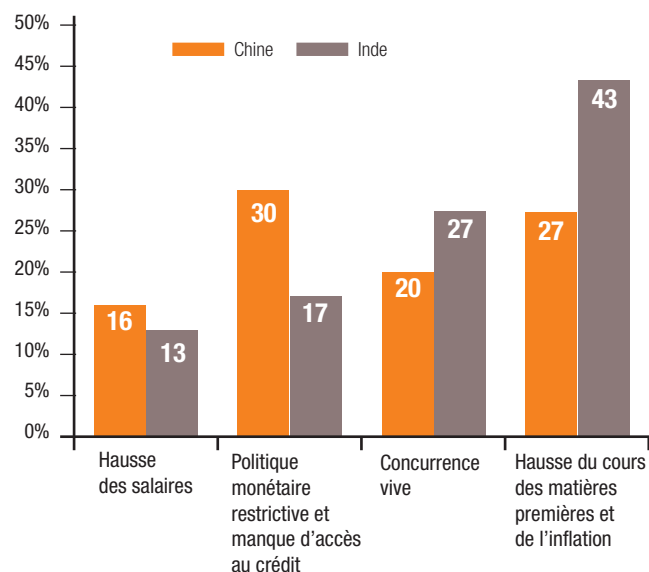
Par Nina Delhomme et Constance Boulilil - Achevé de rédiger le 18 octobre 2012

Ralentissement économique Des entreprises handicapées par la lenteur des réformes

Le moteur indien tousse mais continue de tourner : il pâtit de la persistance de goulets d'étranglement auxquels le pays et ses entreprises doivent faire face pour reprendre leur envol. La croissance n'a atteint que 5,3% au deuxième trimestre 2012, soit son plus bas niveau depuis neuf ans. Mais la mise en place effective de réformes, qui pourraient faire entrer l'Inde dans un nouveau cycle de croissance dynamique, reste incertaine compte tenu du risque d'immobilisme politique. Les entreprises pourraient être les victimes collatérales de ces blocages.

En 1991, l'Inde a connu une crise de change à l'origine d'une vague de réformes structurelles ayant permis à son économie de croître de près de 7% par an en moyenne au cours des vingt dernières années (et même 9% entre 2004 et 2007). L'Inde fait aujourd'hui face à des défis comparables : elle enregistre des déficits budgétaires (proche de 6% cette année contre plus de 8% en 1991) et courant (environ 3% dans les deux cas) élevés. Comme en 1991, le ralentissement de l'activité actuel est révélateur de faiblesses structurelles de l'économie. Pourtant, l'Inde bénéficie d'un taux d'ouverture peu élevé qui la rend moins vulnérable aux chocs extérieurs et d'un secteur des services dynamique (55% du PIB). Le tassement de l'activité est certes en partie expliqué par le resserrement de la politique monétaire indienne entre mars 2010 et octobre 2011 qui pénalise l'investissement et le crédit. Mais il révèle également les goulets d'étranglement dont l'économie pâtit comme le manque d'infrastructures et de main-d'œuvre qualifiée ainsi que des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires. La reprise de l'activité, notamment de l'investissement des entreprises, dépend de la mise en place de profondes réformes qu'un fort immobilisme politique rend difficile et incertain. Dans quelle mesure ce contexte peut-il affecter les entreprises ? En quoi ces lacunes constituent-elles des freins à leur croissance ? Pour répondre à ces questions, nous nous appuyons notamment sur les résultats d'une enquête réalisée par Coface India auprès de entreprises indiennes ⁽¹⁾.

Inquiétudes des entreprises en Chine et en Inde pour 2012



Source : Coface India

(1) Enquête réalisée par Coface India en décembre 2011 auprès de 988 entreprises pour éclairer leur comportement de paiement et répertorier leurs préoccupations pour l'année 2012.

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion du département études économiques et risques pays de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document.

Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs.

Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document.

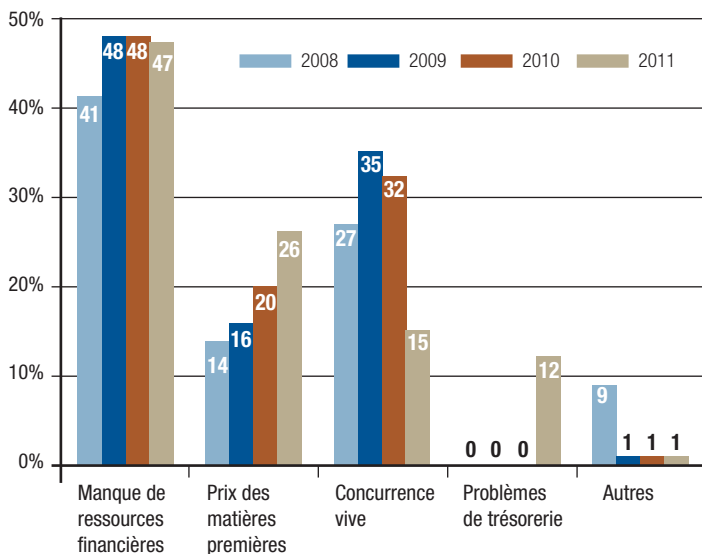
Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface.

Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Les inquiétudes des entreprises face à la hausse du cours des matières premières, l'inflation, une vive concurrence domestique...

La dépendance énergétique de l'Inde explique une forte vulnérabilité des comptes extérieurs aux cours des matières premières notamment du pétrole et du charbon utilisés principalement pour la production d'électricité. Le pays détient pourtant des gisements importants mais ils n'ont pas suffi à satisfaire la hausse de la demande ces dernières années. Ainsi, l'Inde importe les trois-quarts de sa consommation de pétrole, ce qui représente 31% de ses importations en 2010/11. Les cours élevés du pétrole (prix moyen du baril de Brent de 113\$⁽²⁾ attendu en 2012 contre 108\$ en 2011 et 80\$ en 2010) et la dépréciation de la roupie indienne renchérisent les coûts énergétiques auxquels les entreprises doivent faire face. Cela affecte leurs marges et entraîne une hausse des incidents de paiement.

Origine des difficultés financières des clients ayant fait défaut

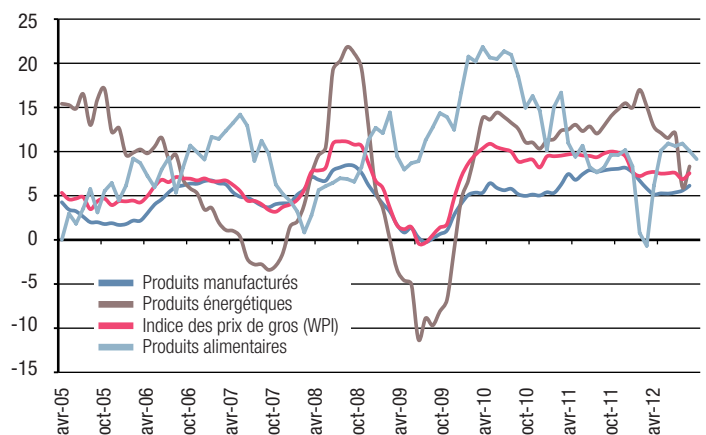


Source : Coface India

Les prix élevés des matières premières contribuent à la hausse de l'inflation importée. Mais l'Inde connaît également un problème d'inflation structurelle qui est générée par une pénurie d'offre sur le marché des produits alimentaires. En effet, l'émergence d'une classe moyenne a provoqué, et continue de provoquer, une hausse de la demande alors que la productivité agricole n'augmente que très lentement. Cette situation est de plus renforcée par une faible efficacité du système de distribution alimentaire. L'inflation élevée et volatile des prix des produits alimentaires qui en découle se

répercute sur les prix des produits manufacturés et des services, leurs coûts de production étant renchérissés par la hausse des salaires (elle-même induite par la progression de l'inflation). L'indice des prix de gros⁽³⁾ (WPI) reste à un niveau relativement élevé (7,8% en septembre 2012) et le nouvel indice des prix à la consommation a progressé de 9,7% sur un an en septembre. Cette situation pèse fortement sur les décisions d'investissement des entreprises qui voient leurs coûts de production augmenter et leurs marges s'amenuiser.

Evolution de l'inflation



Source : Datastream

L'enquête de Coface India rapporte que 27% des entreprises déclarent que leurs difficultés sont accentuées par une forte concurrence domestique. Néanmoins, la part des entreprises qui évoquent cette dernière comme origine des difficultés financières des clients ayant fait défaut a diminué passant de 32% en 2010 à 15% en 2011 contre 24,6% en Chine. Mais en Chine, la concurrence locale est rendue encore plus vive par les surcapacités existantes, ce qui ne semble pas être le cas de l'Inde.

... au resserrement de la politique monétaire et aux difficultés d'accès au crédit...

Entre mars 2010 et octobre 2011, la banque centrale (Réserve Bank of India -RBI-) a effectué treize hausses successives de son taux directeur qui ont affecté l'accès au crédit et ainsi déprimé l'investissement des entreprises.

Ces augmentations ont été réalisées dans un contexte d'inflation élevée. En réponse au ralentissement marqué de la croissance, la RBI a ensuite pu légèrement desserrer sa politique monétaire en 2012 : baisse de 0,5 point en avril 2012 de son taux de refinancement principal (8%) et deux baisses successives en septembre et octobre de 0,25 point du taux de réserve obligatoire des banques

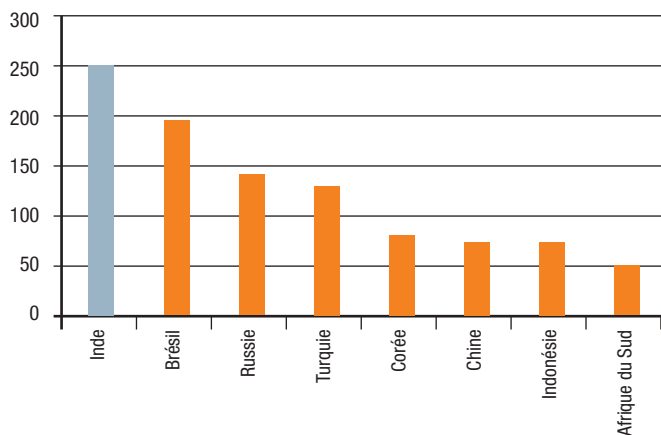
(2) Estimation Coface.

(3) En Inde l'inflation est mesurée par l'indice des prix de gros ce qui n'est pas remis en cause par la publication depuis début 2011 d'un nouvel indice des prix à la consommation (basé sur l'année 2010).

à 4,25%. Malgré tout, les taux directeurs restent relativement élevés reflétant la prudence de la RBI face aux potentielles répercussions du nouvel assouplissement quantitatif ⁽⁴⁾ américain sur le prix des produits alimentaires et aux prévisions à la hausse du prix du baril de pétrole. Cela d'autant que le prix du diesel a augmenté de 14% à la suite de la réduction des subventions annoncée par le gouvernement le 14 septembre 2012. Cette mesure constitue en effet une hausse de 0,7 point d'inflation, le diesel représentant 4,7% du panier de consommation.

Mais, outre ce resserrement de la politique monétaire, ce sont principalement des raisons structurelles qui expliquent les problèmes de financement persistants des entreprises en Inde. En effet, le système des prêts dirigés contraint les banques domestiques et étrangères ⁽⁵⁾ à octroyer 40% des crédits à des secteurs jugés prioritaires par les autorités en raison de leur impact social et économique. Il s'agit principalement du secteur agricole et des petites entreprises du secteur manufacturier. Ces dernières représentent la majorité des entreprises et concentrent l'emploi (84% de l'emploi manufacturier contre 25% en Chine), mais ne comptent que pour un tiers de la production totale.

Inde : Comparaison du ratio de dette sur fonds propres des entreprises (en %)

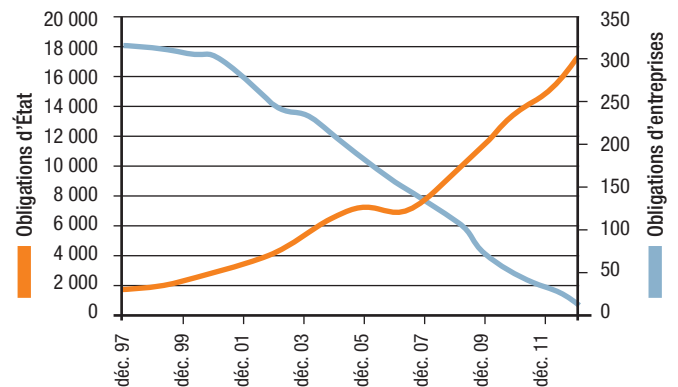


Source : FMI

De plus, l'investissement des entreprises dépend fortement de leur accès aux marchés internationaux de capitaux, signe que le développement du marché financier domestique reste limité ⁽⁶⁾. De fait, ce sont principalement les grandes entreprises qui accèdent et lèvent de plus en plus de dette sur les marchés financiers internationaux, participant ainsi au fort accroissement de l'endettement extérieur indien qui a augmenté de 27% en valeur absolue sur trois ans. Cette tendance est renforcée par le fait que les banques locales doivent détenir des obligations d'Etat, à hauteur de 23% de l'encours net d'exigibilités à vue et à terme. Cette contrainte a pour conséquence de limiter le financement des entreprises indiennes

en devise locale. Cette situation explique donc la vulnérabilité des entreprises aux retraits de capitaux (investissements de portefeuille) dans un contexte de tensions économiques et financières en zone euro.

Achats de titres par les banques indiennes (milliards de roupies)

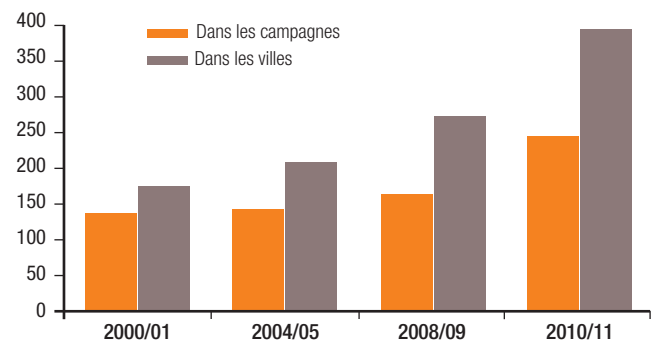


Source : Datastream

... à la hausse des salaires...

En Inde comme en Chine, les salaires ont fortement augmenté ces dernières années, ce qui affecte les marges des entreprises et donc leurs décisions d'investissement. Si ces hausses sont, en Chine, pilotées par les autorités (volonté de soutenir le salarié-consommateur chinois), c'est, en Inde, une pénurie de main-d'œuvre qualifiée qui tire les salaires des employés les plus éduqués vers le haut. Les lacunes dans le domaine de l'éducation y sont en effet particulièrement marquées : le taux d'alphabétisation atteint 63% en Inde contre 90% en Chine.

Salaires dans les milieux ruraux et urbains (moyenne, en roupies par jour)



Source : Datastream

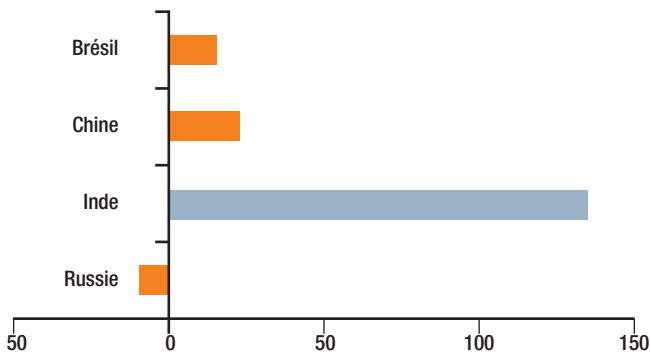
(4) La Fed a annoncé son quatrième programme (avec l'Opération Twist) de soutien à l'économie (Quantitative easing 3) le 13 septembre 2012 sans préciser la durée et donc la taille de celui-ci (jusqu'à ce que les perspectives du marché du travail s'améliorent).

(5) La RBI a annoncé en juillet 2012 que les banques étrangères (ayant au moins 20 filiales présentes sur le territoire indien) devraient désormais également respecter cette règle.

(6) Kiichi Tokuoka, «Does the business environment affect corporate investment in India?», FMI, mars 2012

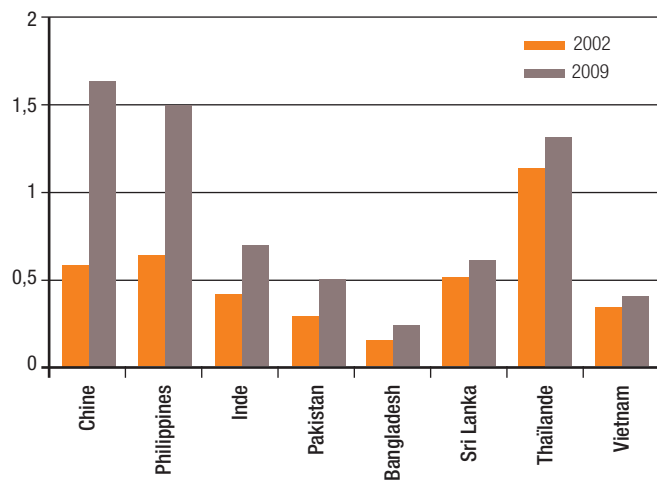
Cependant, l'Inde possède l'avantage d'une croissance démographique dynamique alors même que les autorités chinoises s'inquiètent d'une population vieillissante. Ainsi, les hausses de salaires en Chine devraient s'intensifier au cours des années à venir du fait d'une baisse attendue de la population active, ce qui n'est pas le cas en Inde.

Expansion prévue de la population active entre 2010 et 2020 (en millions de personnes)



Source : United Nations

Coût d'une heure de travail dans l'industrie (\$) (en millions de personnes)

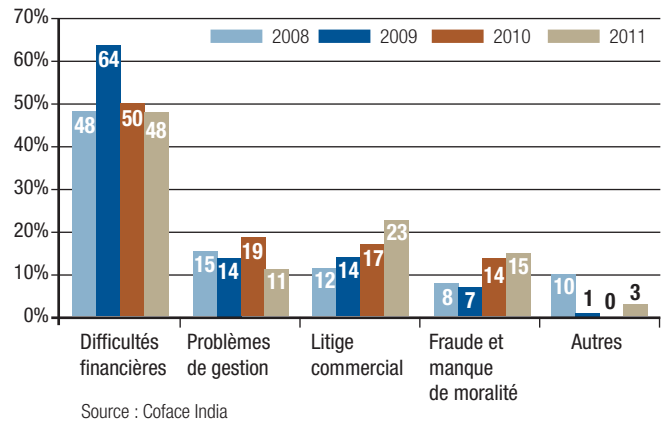


Source : Datastream

... à des infrastructures défectueuses et un environnement des affaires difficile.

En 2011, 26% des entreprises évoquent des «problèmes de gestion» et un «manque de moralité» comme origines des impayés qu'elles subissent. Ces inquiétudes reflètent en réalité la présence de plusieurs goulets d'étranglement propres à l'Inde.

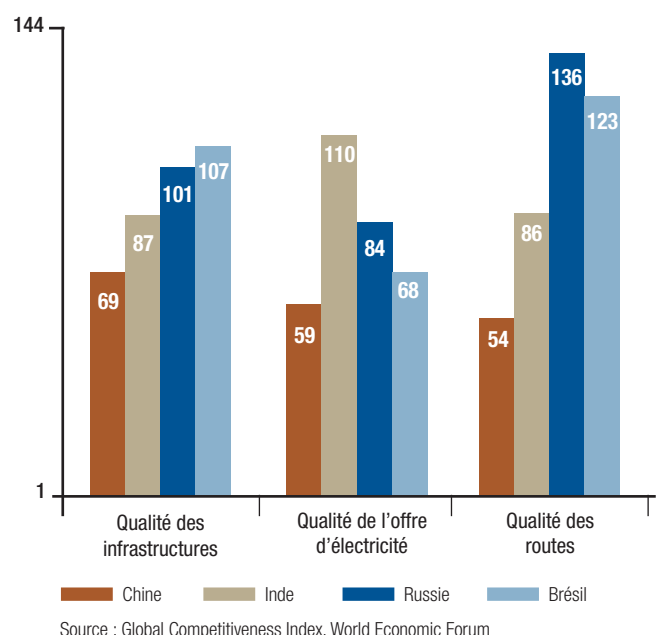
Des impayés liés aux faiblesses de l'environnement des affaires en Inde



Source : Coface India

D'abord, l'Inde pâtit d'un manque d'infrastructures qui pèse sur le fonctionnement des entreprises et dissuade à la fois les entreprises locales et les investisseurs étrangers potentiels d'investir. De manière générale, la qualité des infrastructures en Inde est largement inférieure à celle de la Chine. Le secteur de l'électricité est particulièrement défaillant : les coupures sont très fréquentes et parfois massives comme l'a illustré la coupure générale de l'été 2012 (600 millions de personnes concernées). De plus, la pénurie de capacité à la fois dans le transport et la distribution de l'électricité place l'Inde loin derrière les autres BRICs en termes de qualité de l'offre.

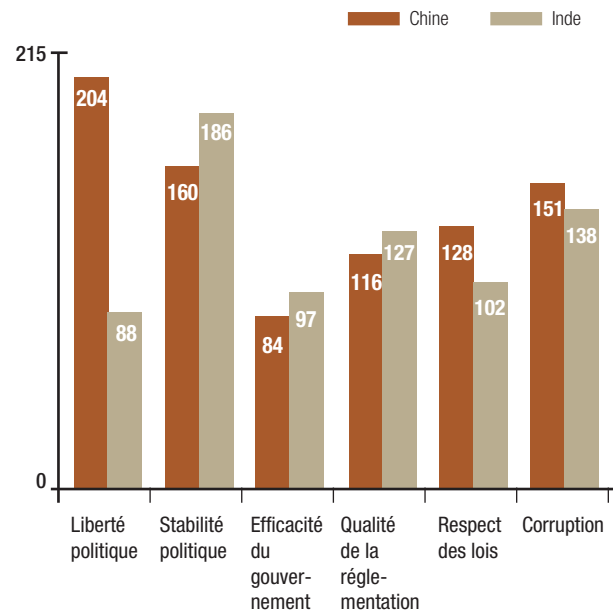
Classement des BRICs en fonction de la qualité de leurs infrastructures (plus l'indice est élevé, plus la qualité est mauvaise)



Source : Global Competitiveness Index, World Economic Forum

Ensuite, certains indicateurs de gouvernance pointent du doigt des défaillances persistantes dans la qualité de la réglementation et un niveau de corruption très élevé au point que cela a généré un vaste mouvement de manifestations marqué par le recours à la grève de la faim de certains activistes comme Anna Hazare. Les investisseurs étrangers s'inquiètent notamment d'une dégradation de la qualité de la réglementation⁽⁷⁾ et des contestations récentes provoquées par l'annonce du gouvernement le 14 septembre concernant l'ouverture aux investisseurs étrangers des secteurs de l'aviation et du commerce de détail. En effet, comme cela a été le cas l'an dernier, le gouvernement pourrait repousser une nouvelle fois la mise en place de ces réformes. Or, la mise en œuvre de réformes structurelles favorisant un volume d'investissements directs étrangers plus élevé est une condition nécessaire à la résorption des déséquilibres à la fois externes (balance des paiements) et internes (goulets d'étranglement) de l'Inde. Enfin, le risque d'immobilisme politique reste élevé. En effet, les manifestations de septembre ont été soutenues à la fois par les partis d'opposition et certains membres de la coalition au pouvoir, soucieux de l'effet de telles réformes sur l'opinion publique alors que de nombreuses élections locales et législatives auront lieu respectivement en 2013 et 2014. Nous avons évoqué en ouverture de cet article la crise de change en 1991 qui avait poussé les autorités indiennes à réformer en profondeur leur économie. A l'inverse, les inquiétudes des investisseurs internationaux quant au déséquilibre externe indien n'ont cette année débouché que sur une dépréciation temporaire de la roupie et non pas sur une chute de la devise ouvrant sur une crise de change. Le taux de change s'est en effet stabilisé au cours des quatre derniers mois.

**Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale (2011)
(plus l'indice est élevé, plus la gouvernance est de mauvaise qualité)**



Source : Banque mondiale

Si ces premières mesures semblent avoir permis d'éviter une crise de change à court terme, elles devront être suivies de nombreuses autres afin que l'économie indienne entre dans un nouveau cycle de croissance dynamique.

(7) Report des réformes sur les lois concernant l'acquisition des terres ou encore la proposition concernant la mise en place rétroactive d'une taxe sur les transactions offshore d'actifs indiens.