

CHANGEMENT DE POLICY MIX

À la fin de l'année budgétaire 2021/2022 (achevée au 31/03/2022), le PIB indien a dépassé son niveau d'avant-crise. De plus, les indicateurs d'activité des mois d'avril et mai ont été favorables. L'activité a été soutenue par la demande intérieure et le dynamisme des exportations. Confrontées à la hausse de l'inflation et aux pressions sur la roupie (induites par les sorties de capitaux et le creusement du déficit commercial), les autorités monétaires ont relevé les taux directeurs en mai et juin, et de nouvelles hausses sont à prévoir. Inversement, la politique budgétaire est plus expansionniste que prévu. Les organisations internationales et la banque centrale ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance (entre 6,9% et 7,5% pour l'année budgétaire 2022/2023 vs. 8,7% pour l'année écoulée). Le ratio de la dette rapportée au PIB devrait néanmoins poursuivre sa lente décrue favorisée par une forte hausse du PIB nominal. Le pays profite de l'embargo des États-Unis et de l'Union européenne sur les importations de pétrole russe pour tenter d'alléger sa facture énergétique.

LE PIB AU NIVEAU D'AVANT-CRISE

Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2021/2022, qui s'est achevée au 31/03/2022, le PIB réel a enregistré une croissance de 8,7% et dépassé de 1,5% son niveau d'avant-crise.

Au quatrième trimestre de l'année budgétaire 2021/2022 (i.e. janvier-mars 2022), la recrudescence des cas de Covid-19 et l'adoption localement de nouvelles mesures restrictives en janvier et février ont entraîné une légère décélération du rythme de croissance par rapport au trimestre précédent. Entre les mois de mars et mai 2022, l'activité économique a réaccélééré, aussi bien dans l'industrie que dans les services. La confiance des entrepreneurs est restée bien orientée en mai, avec un indice PMI très supérieur à 50. De plus, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, bien que toujours en retrait par rapport à sa moyenne de long terme, a dépassé son niveau de la fin 2019. La croissance du crédit bancaire, tant dans l'industrie que dans les services, s'est renforcée. C'est particulièrement le cas des prêts aux petites et moyennes entreprises qui bénéficiaient encore d'un environnement monétaire favorable. En avril 2022, les taux d'intérêt moyens sur les crédits s'établissaient à 7,5% (-60 points de base par rapport à avril 2021) alors que l'inflation hors énergie et alimentaire atteignait 7%.

Par ailleurs, l'indice de confiance des ménages a continué de se redresser jusqu'en mai et de manière ininterrompue depuis son point bas atteint en juillet 2021. Il reste à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise. En outre, les perspectives d'une mousson normale, d'un soutien du gouvernement aux agriculteurs et de la hausse des prix minimum des récoltes de la mousson (« *Kharif crops* ») sont autant d'éléments favorables à la consommation des ménages ruraux.

Les perspectives de croissance pour l'ensemble de l'année budgétaire 2022/2023 ont néanmoins été révisées à la baisse par les organisations internationales (OCDE, Banque mondiale) et par la banque centrale indienne (*Reserve Bank of India*, RBI). Cette dernière prévoit désormais que la croissance sera de 7,2% et les projections de l'OCDE et de la Banque mondiale sont respectivement de 6,9% et 7,5%. En effet, la hausse des pressions inflationnistes et le durcissement monétaire devraient peser sur la demande intérieure.

DURCISSEMENT MONÉTAIRE ET SOUTIEN BUDGÉTAIRE

En mai, la hausse des prix au détail s'est établie à 7% en glissement annuel. Elle est supérieure à la cible de la RBI (4% ± 2 points de pourcentage, pp) pour le quatrième mois consécutif. Dans ces conditions, la banque centrale a mis fin à sa politique monétaire accommodante. Elle a procédé à deux hausses de taux en mai et juin, d'un total de

PRÉVISIONS

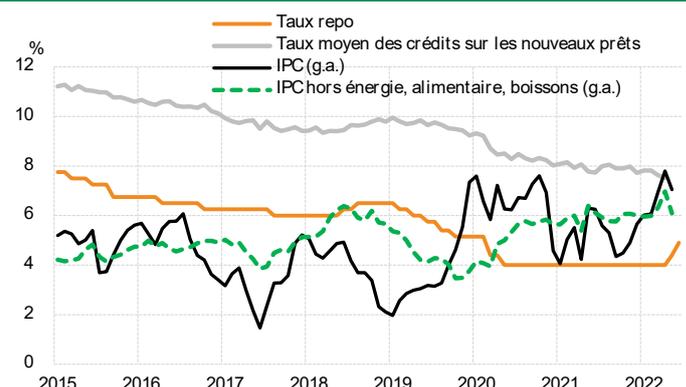
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	4,2	-6,6	8,7	7,1	6,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	4,8	6,1	5,5	6,7	5,5
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-7,3	-13,7	-10,4	-10,2	-8,5
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	73,7	84,0	83,6	82,5	82,4
Solde courant, % du PIB (1)	-0,9	0,9	-1,5	-3,8	-3,1
Dette externe, % du PIB (1)	19,9	21,6	19,7	19,4	18,7
Réserves de change, mds USD	457	580	633	570	590
Réserves de change, en mois d'imports	7,7	11,0	9,1	8,0	8,3

(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI

90 points de base (pb) à 4,9%. Par ailleurs, elle a réhaussé le ratio de réserves obligatoires des banques de 50 pb, à 4,5%, pour réduire l'excès de liquidité du secteur bancaire. De nouvelles hausses des taux sont à prévoir dès le prochain comité de politique monétaire du mois d'août. La RBI anticipe que l'inflation restera supérieure à 7% sur la période juillet-septembre pour décélérer à partir d'octobre et atteindre en moyenne 6,7% sur l'année budgétaire en cours.



Même si ce durcissement monétaire va peser sur la demande intérieure, il ne sera pas suffisant pour enrayer les pressions inflationnistes. La hausse des taux devrait néanmoins permettre de soutenir la roupie et, ainsi, de contenir l'inflation importée. Dans ces conditions, en complément de l'interdiction d'exporter du blé, le gouvernement a adopté dans le courant du mois de mai plusieurs mesures budgétaires pour contenir la hausse des prix domestiques. Ces ajustements vont retarder la consolidation des finances publiques, qui avait notamment découlé d'une amélioration de la base fiscale (en hausse de 1,4 pp au cours de l'année budgétaire 2021/2022 par rapport au niveau pré-pandémique, pour atteindre 11,4% du PIB). En effet, les mesures adoptées vont peser à la fois sur les dépenses (+0,7% du PIB) et sur les recettes (-0,7% du PIB).

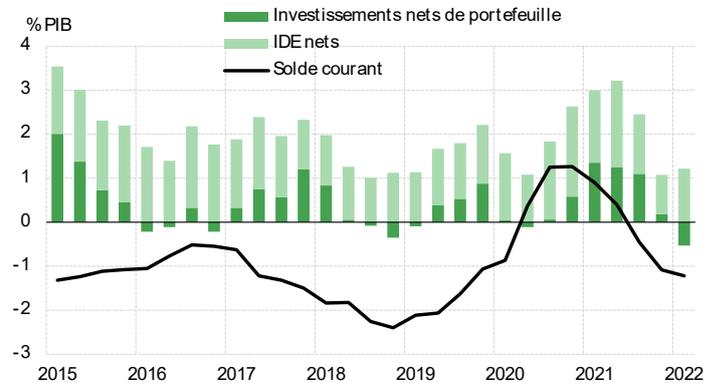
Pour contenir la hausse des prix de l'énergie, le gouvernement a réduit les droits d'accise sur les importations de gasoil et de diesel de Rs8 et Rs6 par litre, respectivement, permettant de compenser en grande partie la hausse des prix enregistrée en mars et avril de Rs10 par litre. Les droits de douane sur les importations de charbon ont également été totalement levés. Enfin, le gouvernement a augmenté les subventions pour les 90 millions de ménages les plus fragiles afin de les aider à faire face à la hausse des prix du gaz (notamment du gaz utilisé dans la cuisson domestique). Le gouvernement a par ailleurs multiplié par deux le montant des subventions sur les engrais (+0,4% du PIB) afin de limiter la hausse des coûts des futures récoltes. Le programme de distribution de grains pour les ménages bénéficiant du « *national security food act* » a été prolongé jusqu'en septembre 2022, augmentant le coût des subventions alimentaires de près de 40% par rapport au budget initial (+0,3% du PIB).

Les prévisions du gouvernement de réduire le déficit budgétaire de 6,7% du PIB en 2021/2022 à 6,4% du PIB en 2022/2023 paraissent donc optimistes, même si la hausse des pressions inflationnistes va générer une augmentation plus importante que prévu du PIB nominal. Le ratio de la dette du gouvernement et de l'ensemble des administrations, rapportée au PIB, devrait poursuivre sa baisse progressive tout en restant supérieur à 82% du PIB. La structure des dépenses va devenir moins favorable. La part des dépenses rigides (notamment les subventions et les intérêts sur la dette) devrait augmenter pour atteindre 38%, et le gouvernement pourrait être contraint de limiter ses dépenses d'infrastructures pour contenir le dérapage budgétaire. La hausse des rendements sur les obligations d'État à dix ans (+100 pb sur les douze derniers mois pour atteindre 7,4% fin juin) va alourdir la charge d'intérêts sur la dette. Rapportée aux recettes, elle s'élevait à 36,5% sur l'année 2021/2022 malgré les pressions inflationnistes. Ainsi, déflatés de l'indice des prix à la consommation hors énergie et alimentaire, les rendements réels restent inférieurs à leur niveau d'avant-crise, mais ils sont désormais supérieurs aux niveaux enregistrés en 2020 et 2021.

DES COMPTES EXTÉRIEURS SOUS PRESSION...

Au premier trimestre de l'année calendaire 2022, le déficit du compte courant a baissé de 1,6 pp par rapport au trimestre précédent pour n'atteindre que 1,5% du PIB en rythme annualisé, malgré la hausse de la facture pétrolière. La forte augmentation des exportations a permis de compenser la hausse des importations induites par le renchérissement du prix des matières premières. Dans le même temps, les investissements directs étrangers ont accéléré, permettant de couvrir entièrement le déficit du compte courant. Pour autant, les pressions sur les comptes extérieurs sont restées fortes en raison des importantes sorties de capitaux, qui ont atteint 1,7% du PIB. L'Inde a été l'un des pays d'Asie les plus pénalisés par le récent mouvement de défiance de la part des investisseurs étrangers en raison de sa forte dépendance aux importations de pétrole.

INDE : SOLDE DU COMPTE COURANT ET ENTRÉES DE CAPITAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI

Les pressions sur les comptes extérieurs se sont accentuées en avril-mai et les indicateurs financiers (investissements de portefeuille, réserves, taux de change) laissent à penser que ce mouvement s'est poursuivi en juin. Le déficit commercial a augmenté de plus de 20% en avril et mai par rapport au premier trimestre. Le relèvement des taux d'intérêt américains a favorisé le rapatriement d'une partie des capitaux investis en Asie vers les places financières considérées comme étant moins risquées. Les tensions sur la roupie sont restées relativement contenues sur les six premiers mois de 2022 (-5,1% face au dollar) grâce aux interventions de la banque centrale. Bien qu'en baisse, les réserves de change (USD 590 mds mi-juin 2022) sont restées très confortables. Elles couvraient 1,9 fois les besoins de financement à court terme du pays mi-juin 2022.

... MALGRÉ DES IMPORTATIONS DE PÉTROLE RUSSE À PRIX PRÉFÉRENTIELS

Pour limiter l'impact de la hausse des prix internationaux du pétrole sur son économie, le gouvernement indien a multiplié les initiatives pour substituer du pétrole russe au pétrole provenant d'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis. Le redéploiement des volumes importés a été beaucoup plus rapide qu'on ne pouvait l'imaginer. En avril, la Russie est devenue le quatrième fournisseur de pétrole de l'Inde alors qu'elle occupait la neuvième place en 2021. Les importations de pétrole brut en provenance de Russie constituaient 8,3% des importations totales du pays contre seulement 0,9% sur l'ensemble de l'année 2021, selon les données publiées par le ministère du Commerce indien. L'écart de prix entre le prix du baril de Brent et le prix de l'oural russe (USD 35 en moyenne en mai) a été suffisant pour compenser le surcoût induit par l'assurance et le transport de pétrole en provenance de Russie. En outre, cette substitution s'est accélérée au mois de mai ; les volumes importés en provenance de Russie ayant été multipliés par 2,3 par rapport au mois d'avril, même si l'Iraq et l'Arabie saoudite restent les premiers fournisseurs de pétrole de l'Inde. Malgré cette stratégie, la facture pétrolière reste très élevée. Entre décembre 2021 et avril 2022, le prix de la tonne de pétrole brut importé a augmenté de 36,8%, contre 43% pour le prix du Brent.

Achévé de rédiger le 1^{er} juillet 2022

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com