



RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS AVANCÉS : LES ENSEIGNEMENTS DU PASSÉ

Louis Boisset

La crise de la Covid-19 a profondément affecté nos économies. Le rebond observé depuis quelques mois semble se confirmer mais des incertitudes demeurent sur les capacités de rattrapage économique des pays. Cet article tend à observer dans le passé les comportements des économies du G7 - en termes de PIB, de consommation et d'investissement - en phase post-récessive. À quelle vitesse les économies rattrapent-elles le niveau et la tendance de PIB d'avant-crise ? Quelles sont les composantes de la demande agrégée les plus dynamiques en sortie de crise ? Peut-on comparer le choc de la Covid-19 avec les chocs passés, compte tenu de sa nature si particulière ? Nous essaierons d'apporter des éléments de réponse à ces questions en insistant sur les disparités sectorielles actuelles.

2

INDE : AU PIED DU MUR

Johanna Melka

L'Inde n'a pas été épargnée par la crise de la Covid-19 et comme dans de nombreux pays émergents, la situation économie et sociale du pays s'est sensiblement dégradée. Mais elle avait déjà commencé à se détériorer bien avant l'épidémie, laquelle n'a fait qu'accentuer les fragilités du pays. La très forte contraction de la croissance induite par l'épidémie de Covid-19 a mis en exergue les vulnérabilités structurelles de cette économie et, en particulier, l'importance des travailleurs ne bénéficiant d'aucune protection sociale. Le confinement national en avril et mai 2020 aurait ainsi renvoyé sous le seuil de pauvreté 75 millions d'Indiens et on peut s'inquiéter des effets de la seconde vague. Sur l'année budgétaire 2021/2022, la croissance devrait sensiblement rebondir même si la contraction attendue de l'activité enregistrée au deuxième trimestre (premier trimestre de l'exercice budgétaire en cours), conjointement à la propagation de la deuxième vague épidémique, devrait conduire à une révision à la baisse. Au-delà, la croissance pourrait ne pas excéder 6% si les contraintes structurelles qui pèsent sur l'emploi de travailleurs réguliers et sur les investissements privés des entreprises ne sont pas allégées sensiblement. Le gouvernement se retrouverait alors confronté à un risque de dégradation de sa note par les agences de notation mais aussi à un risque social grandissant.

8

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS AVANCÉS : LES ENSEIGNEMENTS DU PASSÉ

2

La crise de la Covid-19 a profondément affecté nos économies. Le rebond observé depuis quelques mois semble se confirmer mais des incertitudes demeurent sur les capacités de rattrapage économique des pays. Cet article tend à observer dans le passé les comportements des économies du G7 - en termes de PIB, de consommation et d'investissement - en phase post-récessive. À quelle vitesse les économies rattrapent-elles le niveau et la tendance de PIB d'avant-crise ? Quelles sont les composantes de la demande agrégée les plus dynamiques en sortie de crise ? Peut-on comparer le choc de la Covid-19 avec les chocs passés, compte tenu de sa nature si particulière ? Nous essaierons d'apporter des éléments de réponse à ces questions en insistant sur les disparités sectorielles actuelles.

La crise de la Covid-19 est différente des crises passées. Elle combine un choc d'offre, un choc de demande et un choc d'incertitudes, dont les conséquences à long terme sont encore méconnues. En 2020, le PIB en volume des pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Canada) a chuté de près de 6%, soit nettement plus que lors de la récession de 2009 (-3,6%). La levée progressive des restrictions sanitaires, l'accélération de la vaccination dans la plupart des pays et le soutien des politiques publiques - budgétaire et monétaire - devraient accentuer le rebond économique au cours du second semestre.

L'une des interrogations réside dans les séquelles potentiellement durables de cette crise sur les économies. Leur ampleur dépendra de plusieurs facteurs et, en particulier, des choix en termes de politiques publiques. Jusqu'ici, les gouvernements des différents pays avancés ont fait le choix d'intervenir rapidement et massivement pour soutenir les acteurs économiques, ménages et entreprises. L'objectif principal de ces interventions était de limiter la destruction de capital productif à travers des vagues de faillites ou une hausse sensible du chômage, notamment de longue durée. Pour l'heure, ce pari semble relativement réussi, bien que des disparités existent entre les pays. Dans l'Union européenne par exemple, l'absorption de la majorité du choc négatif de la Covid-19, par le biais de mesures telles que les dispositifs d'activité partielle, a sensiblement atténué l'impact sur le marché du travail. Le taux de chômage, après avoir progressé de 6,4% en mars 2020 à 7,8% en août, est retombé à 7,3% en mars 2021. Du côté des États-Unis, les variations ont été nettement plus brutales. Après avoir touché un point bas avant la crise de l'ordre de 3,5%, le taux de chômage outre-Atlantique a massivement augmenté à près de 15% au plus fort de la crise pandémique. Il a depuis rechuté autour de 6% de la population active américaine.

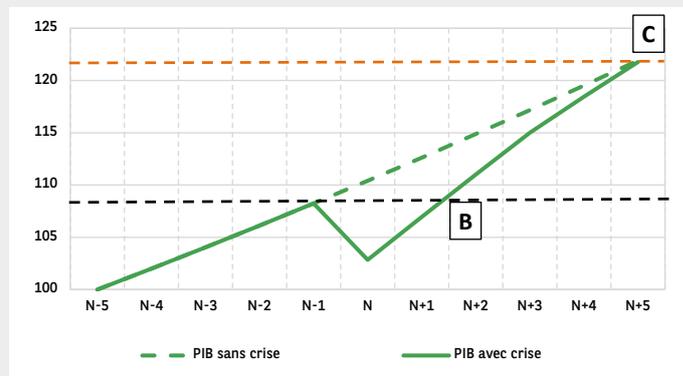
Désormais, l'une des principales interrogations, pour les analystes comme pour les décideurs, concerne la capacité des économies à rebondir une fois l'ensemble des contraintes sanitaires levées. À quel moment les économies avancées parviendront-elles à retrouver leur niveau d'activité (c'est-à-dire leur niveau de PIB), de consommation et d'investissement précédant la crise de la Covid ? Voire même les niveaux qui auraient pu être atteints si la crise pandémique n'avait pas eu lieu ? (voir encadré 1). La croissance potentielle d'une économie est-elle affectée ? Si oui, dans quelle ampleur ? Ces réflexions, si elles se posent ici en des termes macroéconomiques, soulèvent de nombreuses autres questions comme celles relatives à l'évolution des conditions sur le marché du travail, à l'efficacité des politiques publiques de soutien ou à la soutenabilité des finances publiques des différents pays. En effet, plus les pertes d'activité liées à la crise seront rapidement effacées, moins les conséquences sur l'économie réelle seront importantes et durables. À l'inverse, si l'économie reste durablement affaiblie, la normalisation du marché du travail sera plus longue à se matérialiser et le soutien restera nécessaire, ce qui pose la question de la soutenabilité de la dette publique.

SCÉNARIO POTENTIEL DE SORTIE DE CRISE

La question qui se pose est de savoir si les économies resteront durablement appauvries à la suite du choc de la Covid-19 et si leur potentiel de croissance pourrait être affaibli. Ces problématiques sont représentées, à titre indicatif, sur le graphique 1 qui simule la dynamique de PIB avant et après une crise.

Sur ce graphique, le PIB est représenté par la courbe verte. Un premier scénario, sans l'éclatement de la crise, correspond à la courbe verte pointillée. On remarque qu'en l'absence de crise, le PIB poursuivrait sa progression sans rupture, à un rythme de croissance proche de son potentiel. Dans un second scénario, la crise intervient en année N, au niveau du point A sur le graphique. Le rebond mécanique post-crise permet au PIB de retrouver son niveau d'avant-crise (représenté par la droite horizontale noire pointillée) au niveau du point B sur notre graphique. Le point B est retrouvé plus ou moins rapidement en fonction de l'ampleur du rebond post-crise. Au point B, l'économie a donc retrouvé son niveau d'avant la crise mais reste éloignée du point C, qui détermine le point qui aurait pu être atteint en l'absence de crise. Dans notre exemple, ce point C est retrouvé 5 ans seulement après le choc (en N+5 sur notre graphique), mais peut également, et nous le verrons plus loin dans cet article, ne jamais être atteint. Le cas échéant, l'économie est structurellement appauvrie à la suite de la crise.

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE D'UN REBOND ÉCONOMIQUE POST-CRISE :



ENCADRÉ 1

GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS



Pour essayer d'anticiper, dans une seconde partie, les évolutions macroéconomiques post-Covid dans les mois à venir, nous analyserons dans un premier temps le comportement passé des économies avancées en sortie de récession. Nous retenons comme étant une récession une année pendant laquelle la croissance moyenne a été négative, ce qui diffère de la définition communément utilisée qui retient deux trimestres consécutifs de baisse du PIB. Nous observerons les conséquences des crises sur les économies et la vitesse de rattrapage sur la base de l'analyse des variables macroéconomiques traditionnelles : PIB, PIB potentiel, consommation privée, investissement global et exportations de biens et services. Nous retenons dans notre échantillon les pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Canada) ainsi qu'environ 25 récessions passées. En plus des récessions qui ont pu toucher l'ensemble des économies, nous considérons également des récessions davantage localisées. Nous retiendrons donc les chocs pétroliers de 1974 et 1980 ; la crise des subprimes de 2008-2009 ; les récessions au début des années 1990 aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada dans un contexte de remontée des taux d'intérêt ; la crise du système monétaire européen (SME) en 1992-1993 qui a affecté plusieurs des États membres ; la récession au Royaume-Uni en 1980 ; la récession en Allemagne en 2002-2003 dans un environnement d'appréciation de l'euro et de ralentissement du commerce mondial ; les récessions japonaises de la fin des années 1980 (éclatement des bulles boursières et immobilières) et de la fin des années 1990 (crise asiatique).

Les conséquences durables d'une crise

Les crises économiques et/ou financières ont, dans la grande majorité des cas, un impact durable sur les dynamiques de croissance des pays. L'ampleur de l'impact immédiat d'une crise et des séquelles qu'elles laissent sur une économie dépend en grande partie de trois facteurs : la nature du choc, un impact sectoriel différencié et la présence ou non d'une crise bancaire et financière. La nature du choc subi, c'est-à-dire s'il vient du côté de l'offre, de la demande, ou des deux côtés à la fois, sera déterminante. Un choc d'offre en l'absence de choc de demande pourrait avoir un impact moins fort et moins prolongé. Au niveau sectoriel, un choc peut être plus concentré sur le secteur manufacturier, en cas par exemple d'effondrement du commerce international, ou bien sur le secteur des services (c'est le cas de la crise de la Covid, comme nous y reviendrons plus tard dans l'article). Enfin, la déstabilisation du secteur bancaire et financier peut entraîner des effets durables au niveau macroéconomique, *via* notamment l'affaiblissement de la dynamique du crédit bancaire qui pèse *in fine* sur la demande agrégée.

Récessions et baisse du rythme de croissance

Le tableau 1 ci-dessous indique, pour les pays du G7, la croissance moyenne du PIB qui prévalait les cinq années qui ont précédé les récessions et celle qui prévalait les cinq années qui les ont suivies.

Comme nous pouvons l'observer dans le tableau 1, sur la base de notre échantillon et de notre méthodologie (qui retient, comme indiqué dans le tableau 1, la croissance moyenne sur 5 ans avant l'arrivée d'une crise et la moyenne sur 5 ans après la crise), la croissance moyenne baisse dans 80% des cas après une récession (cf. graphiques 2 à 5). Cette croissance moyenne (non pondérée) diminue de l'ordre de 1 point dans notre échantillon. Ce ralentissement économique post-récession peut, dans certains cas seulement, être perçu comme une réaction normale des économies après une période de forte accélération de l'activité et de prise de risques importante. La récession viendrait alors corriger certains excès qui précèdent le déclenchement d'une crise.

CROISSANCE MOYENNE DU PIB 5 ANS AVANT ET 5 ANS APRÈS UNE RÉCESSION

	Croissance moyenne de la consommation finale privée		Années de récession	Croissance moyenne de la consommation finale privée		Evolution «après la crise» vs «avant la crise»
	5 ans avant			5 ans après		
Japon	7,7		1974	4,6	⬇	
	3,9		1993	1,4	⬇	
	1,9		1998/1999	1,3	⬇	
	1,0		2008/2009	1,1	↔	
Royaume-Uni	5,0		1974/1975	2,5	⬇	
	2,5		1980/1981	3,6	↔	
	4,8		1991	3,1	⬇	
	2,6		2008/2009	1,6	⬇	
Etats-Unis	5,0		1974/1975	3,2	⬇	
	2,4		1982	4,7	↔	
	3,2		2008/2009	1,9	⬇	
Italie	4,0		1975	4,6	↔	
	2,9		1993	2,2	⬇	
	1,1		2008/2009	-1,0	⬇	
			2012/2013	1,1	↔	
Allemagne	3,4		1975	3,4	⬇	
	2,4		1982	2,5	↔	
	3,4		1993	1,3	⬇	
	1,5		2002/2003	0,6	⬇	
	0,6		2009	1,1	↔	
France	4,7		1975	3,3	⬇	
	2,2		1993	2,0	⬇	
	1,9		2009	0,7	⬇	
Canada	2,2		1982	3,7	↔	
	3,2		1991	2,3	⬇	
	3,7		2009	2,6	⬇	

Note : Pour l'Italie, la récession de 2012 est arrivée rapidement après celle de 2009. Ainsi, nous comparons ici la croissance italienne moyenne avant la crise de 2009 avec celle après la crise de 2012.

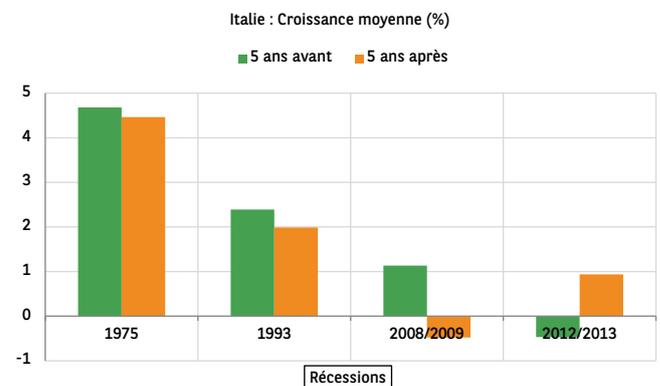
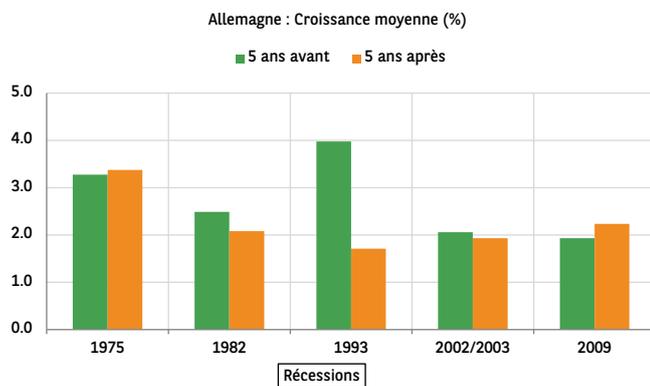
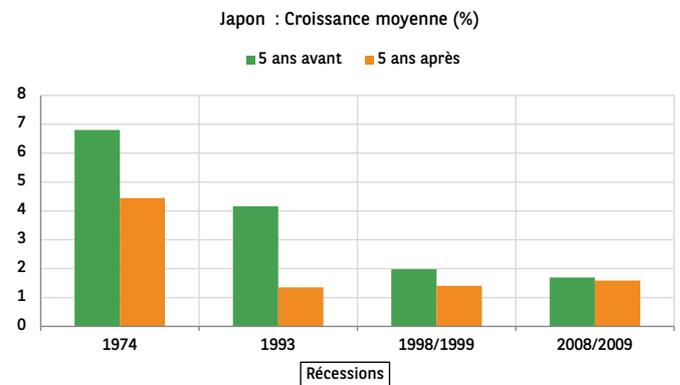
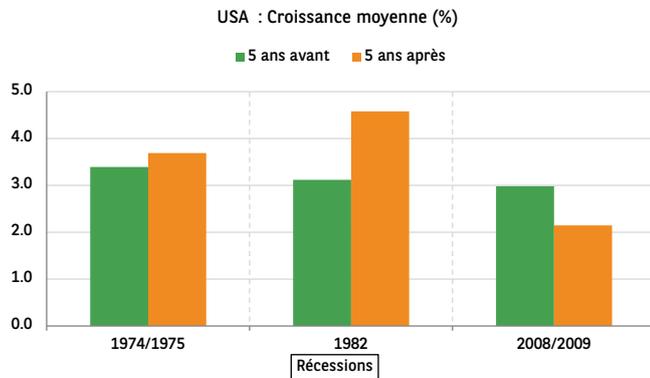
TABLEAU 1

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

Néanmoins, une crise économique et financière peut également affecter négativement la croissance et/ou le niveau de la productivité, notamment en détruisant du capital productif, ce qui affecte la croissance à moyen terme. Enfin, il convient de rappeler que,



CROISSANCE MOYENNE DU PIB 5 ANS AVANT ET 5 ANS APRÈS LES RÉCESSIONS



GRAPHIQUES 2-5

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

indépendamment des effets négatifs d'une crise, le ralentissement des gains de productivité est un phénomène structurel dans la plupart des économies matures. Parmi les récessions les plus récentes, celles des *subprimes* de 2008-2009 a été l'une des plus marquantes et ses conséquences sur la dynamique des économies développées ont été particulièrement durables. En effet, les effets à long terme des crises financières et bancaires, et de celle de 2009 en particulier, ont été assez largement documentés dans la littérature économique¹. De telles crises sont la plupart du temps associées à une chute de la production et de l'emploi. Des effets durables peuvent peser sur la dynamique des gains de productivité, le niveau des inégalités ou la situation des finances publiques des pays concernés (nous reviendrons sur la crise de 2009 plus loin dans l'article). Finalement, la croissance potentielle est affaiblie ainsi que le niveau de vie des populations. Pour les États membres de la zone euro, la crise de 2008-2009 a été rapidement suivie de la crise des dettes souveraines, qui continue de peser sévèrement sur ces économies. Certains États, comme l'Italie dans notre échantillon, ont ainsi enregistré deux récessions profondes successives qui ont affecté durablement la productivité du pays et ses finances publiques².

À l'inverse, parmi les grandes économies de la zone euro, l'Allemagne, portée par sa demande interne, est la seule à avoir accéléré après la crise de 2009.

Dans ce contexte, comme expliqué dans l'encadré 1 et sur le graphique 1, le PIB peut retrouver plus ou moins rapidement le niveau qui prévalait avant la crise et celui qui aurait pu être atteint si la crise n'avait pas eu lieu. Cela dépend de la vigueur du rebond économique post-crise puis de la croissance tendancielle les années qui suivent. Sauf dans des cas particuliers, les pays de notre échantillon retrouvent ou dépassent leur niveau de PIB d'avant-crise relativement rapidement, indépendamment de l'ampleur du choc. Ce point est important car il suggère que les pertes liées à la récession sont effacées rapidement dans les années qui suivent le choc. Dans le tableau 2, on remarque que le PIB d'avant-crise est souvent retrouvé l'année suivant cette crise. La crise de 2008-2009 est à ce titre notable. Dans tous les pays de notre échantillon, à l'exception du Canada, le niveau de PIB d'avant-crise est retrouvé plus tardivement. Dans le cas italien, les deux crises qui se sont succédé (crise des *subprimes* puis crise des dettes souveraines en zone euro) ont eu un impact très long sur l'activité du pays qui n'a finalement rattrapé son niveau que six ans après.

¹ C.M. Reinhart & K.S. Rogoff, *The Aftermath of financial crises*, NBER janvier 2009 ; W. Chen et al., *Lasting effects: The global economic recovery 10 years after the crisis*, IMF Blog, octobre 2018 ; E. Debauche & al., *La crise : quelles conséquences durables sur la croissance, l'emploi et les finances publiques ?*, Revue d'économie financière, 2011

² OFCE, *Italie: sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance*, Policy Brief, mai 2019.

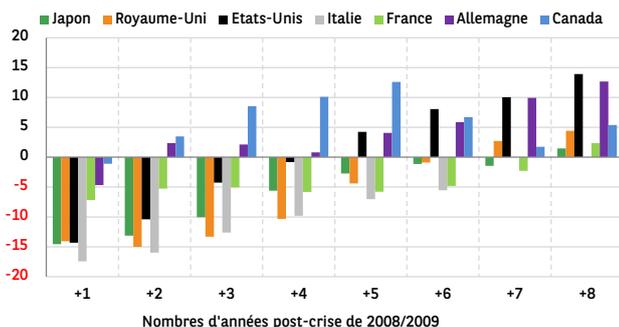


L'investissement : maillon faible des reprises économiques

L'investissement (public et privé) pâtit de manière plus marquée et plus durable de l'éclatement d'une crise que les autres postes de la demande, consommation privée et exportations de biens et services. Post-récession, le ralentissement de la consommation et des exportations est en effet moindre (la croissance moyenne non pondérée sur 5 ans baisse de respectivement -1,5 point et -1,8 point) que celui de l'investissement (baisse de l'ordre de 2,5 points). Dans le même temps, le rattrapage des niveaux d'investissement pré-récession est nettement plus long que dans le cas de la consommation et des exportations. Le graphique 6 ci-dessous met en avant cette relative lenteur des pays de notre échantillon dans le cas de la crise de 2009.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ces différences d'impacts. Pendant et après une crise économique ou financière, l'investissement privé peut être freiné par un haut niveau d'incertitudes qui retarde son redémarrage et *in fine* le rebond économique³. Ces dynamiques peuvent à plus long terme dégrader le capital productif et la croissance potentielle du pays. Du côté de l'investissement public, les récessions peuvent être suivies d'une volonté de restauration rapide des comptes publics. Une consolidation budgétaire trop marquée peut détériorer davantage la dynamique de l'activité. Cela a été observé notamment au lendemain de la crise des dettes souveraines en zone euro⁴. À l'inverse, la consommation des ménages qui, comme indiqué plus haut, rattrape ses niveaux d'avant-crise plus rapidement, est soutenue par différents facteurs : stabilisateurs automatiques (par exemple, hausse des prestations chômage), rigidité des salaires nominaux à la baisse, part importante de la consommation incompressible, etc.

ÉCART DE NIVEAU D'INVESTISSEMENT DÛ À LA CRISE DE 2009 (EN %)



Au Canada, 4 années après la crise de 2008/2009, le niveau d'investissement global était 10% supérieur à son niveau pré-crise. Au contraire, en France, 6 années après cette crise, le niveau de l'investissement était encore inférieur de l'ordre de 5% à son niveau pré-crise.

GRAPHIQUE 6

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

APRÈS COMBIEN D'ANNÉE(S) LE NIVEAU DE PIB D'AVANT-RÉCESSION EST-IL RATTRAPÉ OU DÉPASSÉ ?

Pays	Année	Niveau de PIB rattrapé
Japon	1974	+1
	1993	+1
	1998/1999	+1
	2008/2009	+4
États-Unis	1974/1975	+1
	1982	+1
	2008/2009	+2
Allemagne	1975	+1
	1982	+1
	1993	+1
	2002/2003	+1
	2009	+2
Royaume-Uni	1974/1975	+2
	1980/1981	+2
	1991	+2
	2008/2009	+3
Italie	1975	+1
	1993	+1
	2008/2009	-
	2012/2013	+6
France	1975	+1
	1993	+1
	2009	+2
Canada	1982	+2
	1991	+2
	2009	+1

TABLEAU 2

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

Covid-19 : les spécificités de la crise sanitaire

À l'instar de nombreuses crises, et comme relevé plus haut dans cet article, la crise de la Covid-19 devrait entraîner un tassement de la production potentielle des pays avancés, notamment ceux de la zone euro. Dans ces derniers, bien que la destruction du capital productif (par le biais des faillites d'entreprises ou de l'augmentation du chômage) a été, pour l'heure, largement limitée par l'intervention massive des gouvernements nationaux, la croissance potentielle a été affectée pendant toute la durée de la crise *via* notamment la chute des heures travaillées par salarié. Au niveau macroéconomique, selon des estimations de la Banque centrale européenne⁵, à l'horizon 2022, le niveau de production potentielle de la zone euro demeurerait environ 3% inférieur à la trajectoire qui ressortait des projections

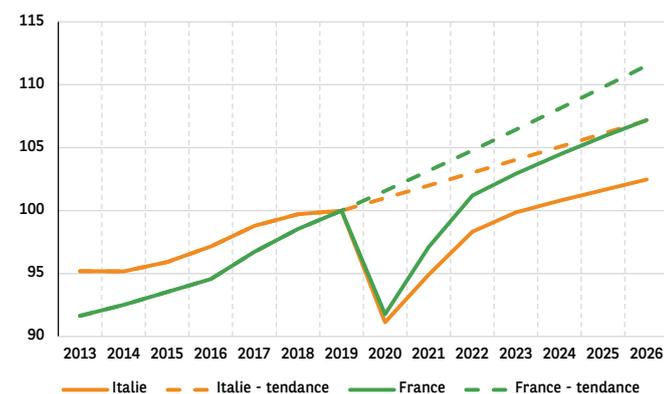
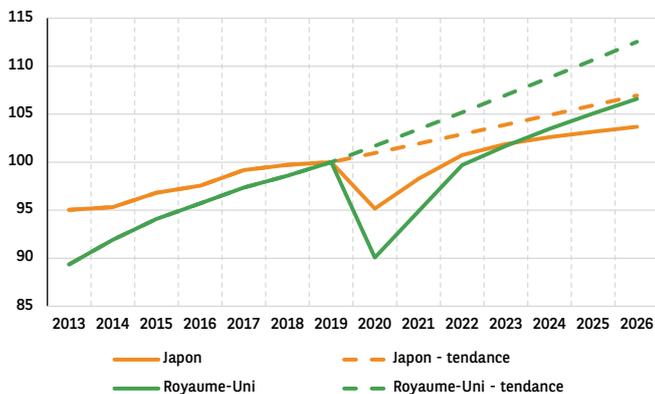
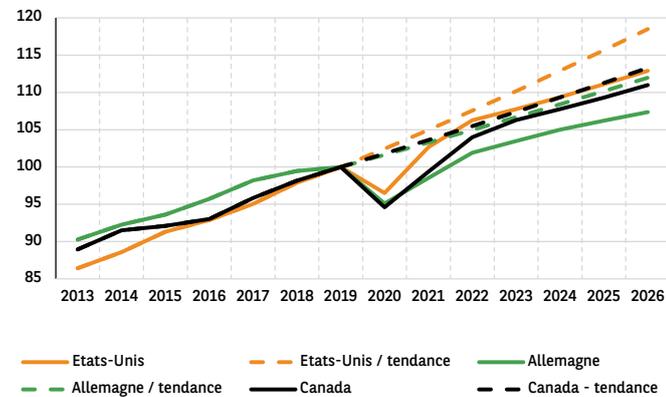
³ *Business investment in EU countries, Occasional Paper Series*, Banque centrale européenne, Octobre 2018

⁴ A.Bénassy-Quéré et al., *Quelle union budgétaire pour la zone euro ?*, Conseil d'analyse économique, février 2016

⁵ P. Lopez-Garcia, *L'impact de la Covid-19 sur la production potentielle dans la zone euro*, Bulletin économique, encadré 2, Banque centrale européenne, novembre 2020



PIB OBSERVÉ, PIB ANTICIPÉ ET TENDANCE D'AVANT-CRISE (100 = 2019)



GRAPHIQUES 7A, 7B & 7C

SOURCES : WEO FMI, BNP PARIBAS

établies avant la crise. Cela dit, la vigueur de la reprise économique, qui continue de surprendre beaucoup d'observateurs, permettra à la plupart des économies avancées de retrouver leur niveau de PIB d'avant-crise rapidement. La majorité des pays du G7 auront dès l'an prochain rattrapé leur niveau d'activité de 2019. En revanche, selon les dernières projections du Fonds monétaire international (FMI), par

rapport à la tendance d'avant-crise (mesurée dans cet article par la croissance moyenne sur 5 ans), les pays du G7 devraient durablement accuser un retard (cf. graphiques 7a,b,c). Les États-Unis se distinguent sur ce point, la tendance américaine retrouvant quasiment celle d'avant-crise compte tenu de l'impulsion budgétaire majeure mise en place outre-Atlantique, avant de s'en éloigner une fois le rebond conjoncturel dépassé.

Néanmoins, l'impact à moyen terme de la pandémie sur les économies reste encore incertain. En particulier, la question du retrait du soutien budgétaire est centrale ainsi que son ciblage sur les secteurs les plus affectés. Si au niveau macroéconomique, les économies développées affichent un rebond marqué, la situation par secteur est nettement plus contrastée.

Covid-19 : un choc massif sur les activités des services marchands

En remarque liminaire, il convient de souligner que le secteur manufacturier et celui des services ne constituent pas deux ensembles distincts. Les activités des entreprises deviennent de plus en plus complexes et diversifiées. Les entreprises industrielles réalisent également une production de services pour compte propre⁶. En effet, les processus de production industrielle impliquent un grand nombre d'activités de services (R&D, marketing, comptabilité, etc.). Par souci de simplicité, nous conserverons dans cet article la distinction traditionnelle entre les deux secteurs, sur la base des données dont nous disposons.

Les mesures sanitaires mises en place dans l'ensemble des pays pour freiner l'épidémie ont affecté l'ensemble des pans de l'économie. Toutefois, l'image macroéconomique masque des disparités sectorielles fortes. L'activité dans la branche des services marchands a été tout particulièrement touchée. Le rattrapage des pertes dans ces services devrait être très progressif. La fermeture de certains commerces et des frontières, la distanciation physique entre les personnes, les craintes des consommateurs de se rendre dans des endroits clos et leurs incertitudes face à la situation épidémique ont mis un coup d'arrêt à la consommation privée, et donc à l'activité des services marchands, qui pourrait mettre du temps à pleinement se rétablir. Bien sûr, l'industrie manufacturière a également pâti de la crise sanitaire mais dans une moindre mesure. L'industrie bénéficie depuis déjà quelques mois d'une très forte reprise du commerce mondial, dont le volume est repassé dès cet hiver au-dessus de son niveau atteint avant la Covid-19⁷.

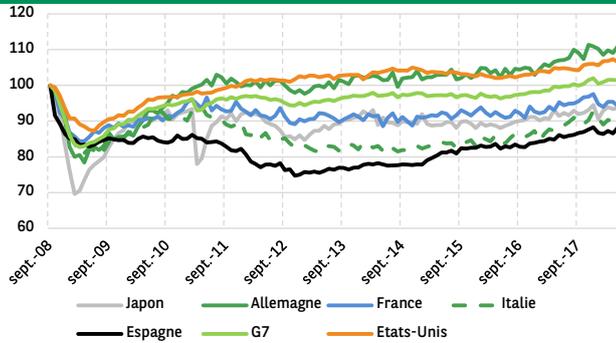
Du point de vue des spécificités sectorielles, la comparaison entre la crise épidémique actuelle et la crise des *subprimes* de 2008-2009 est marquante. Tandis que le choc de la Covid-19 a davantage touché les services, la grande crise financière de 2008 a très nettement affaibli les activités manufacturières. Lors de cette crise, les échanges mondiaux de marchandises avaient mis trois ans pour retrouver leurs niveaux d'avant-crise. Les graphiques 8a et 8b mettent en avant la production industrielle manufacturière dans les pays du G7, respectivement lors de la crise de la Covid-19 et lors de la crise de 2008. S'il existe des différences de dynamiques entre les pays, on remarque que globalement la chute de la production manufacturière a été plus abrupte au moment du choc de la Covid qu'au moment de la crise de 2008. Le rebond a également été plus prononcé, si bien que le niveau de production d'avant-crise pourrait être retrouvé plus rapidement.

6 M. Crozet & E. Milet, *Vers une industrie moins...industrielle ?*, la Lettre du CEPPII, Février 2014

7 G. Derrien, *Commerce international : les échanges de biens vers de nouveaux sommets*, EcoFlash, BNP Paribas, mai 2021

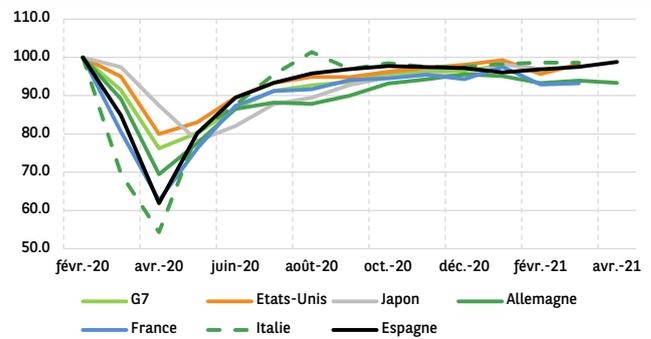


PRODUCTION MANUFACTURIÈRE LORS DE LA CRISE DE LA COVID-19 (100=FÉVRIER 2020)



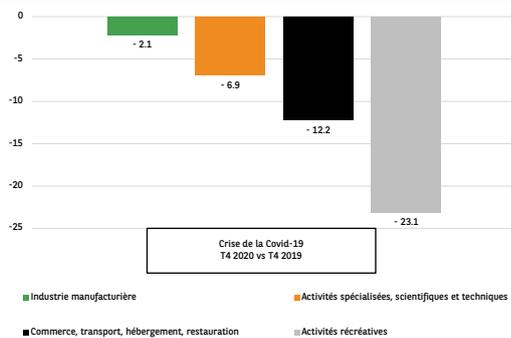
GRAPHIQUES 8A & 8B

PRODUCTION MANUFACTURIÈRE LORS DE LA CRISE DES SUBPRIMES (100=SEPT 2008)



SOURCES : SOURCES NATIONALES, DATASTREAM, BNP PARIBAS

ZONE EURO : PERTE D'ACTIVITÉ PAR SECTEUR UN AN APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19 (%)



Note de lecture : Lors de la crise Covid, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière de la zone euro était seulement 2% inférieure à son niveau d'avant-crise, soit par rapport au T4 2019.

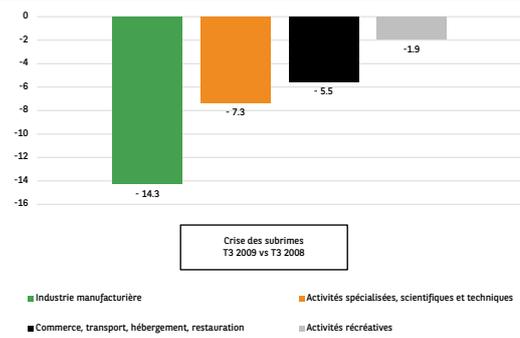
GRAPHIQUES 9 & 10

Lors de la crise de 2008, le rebond de la production manufacturière a été plus progressif. Dans certains pays membres de la zone euro, la crise des dettes souveraines qui a suivi celle de 2008 a constitué une double peine en particulier pour les États du sud comme l'Italie ou l'Espagne. À l'inverse, certains pays s'en sont nettement mieux sortis, comme les États-Unis ou l'Allemagne.

Les graphiques 9 et 10, qui représentent les écarts de niveau d'activité (mesurés par la valeur ajoutée en volume) un an après l'éclatement des crises, mettent en avant les différentiels d'impact entre la crise de la Covid et celle des *subprimes*. L'activité dans le secteur manufacturier a vite rebondi après le printemps 2020 et a rattrapé quasiment intégralement son retard, tandis qu'en 2009 elle restait très dégradé un an après le début de la crise. À l'inverse, les activités récréatives avaient été relativement épargnées à l'époque alors qu'elles sont en première ligne aujourd'hui.

La vitesse de rattrapage de ce type de services dépendra des comportements d'épargne des consommateurs. Ces derniers ont accumulé une épargne supplémentaire pendant la crise. Finalement, le retour pérenne de la confiance, et ainsi le dégonflement de l'épargne, notamment de précaution, soutiendra le rétablissement des activités de services les plus touchées par la pandémie.

ZONE EURO : PERTE D'ACTIVITÉ PAR SECTEUR UN AN APRÈS LA CRISE SUBPRIMES (%)



Note de lecture : Lors de la crise des subprimes, la valeur ajoutée manufacturière en zone euro, au T3 2009, était de l'ordre de 14% inférieure à son niveau du T3 2008.

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les comparaisons entre la crise pandémique actuelle et les crises économiques et financières passées sont délicates compte tenu de sa nature très spécifique. Toutefois, l'analyse des chocs passés permet d'apporter des éléments de réponse aux interrogations que soulève la crise de la Covid. Bien qu'il n'ait pas entraîné de crise de secteur bancaire, le rebond tardif de la confiance des agents économiques, en particulier des entreprises des secteurs d'activités les plus durement touchés, pourrait peser sur la dynamique d'investissement et, ainsi, sur le rattrapage économique global. Aujourd'hui, face aux nouvelles inquiétudes provoquées par le variant Delta et à la recrudescence des cas et, malgré l'accélération des campagnes de vaccination, les incertitudes restent fortes au regard de l'évolution épidémique. À l'inverse, les économies ont fait preuve d'une forte capacité d'adaptation face aux contraintes sanitaires et certains pans de l'économie ont même accéléré leur digitalisation – *via* notamment la vente en ligne – pouvant laisser espérer une perte limitée de productivité. Au total, les conséquences globales de cette crise ne pourront être appréhendées que lorsque la pandémie sera pleinement maîtrisée.

Achévé de rédiger le 15 juillet 2021

louis.boisset@bnpparibas.com



INDE : AU PIED DU MUR

8

L'Inde n'a pas été épargnée par la crise de la Covid-19 et comme dans de nombreux pays émergents, la situation économique et sociale du pays s'est sensiblement dégradée. Mais elle avait déjà commencé à se détériorer bien avant l'épidémie, laquelle n'a fait qu'accroître les fragilités du pays. La très forte contraction de la croissance induite par l'épidémie de Covid-19 a mis en exergue les vulnérabilités structurelles de cette économie et, en particulier, l'importance des travailleurs ne bénéficiant d'aucune protection sociale. Le confinement national en avril et mai 2020 aurait ainsi renvoyé sous le seuil de pauvreté 75 millions d'Indiens et on peut s'inquiéter des effets de la seconde vague. Sur l'année budgétaire 2021/2022, la croissance devrait sensiblement rebondir même si la contraction attendue de l'activité enregistrée au deuxième trimestre (premier trimestre de l'exercice budgétaire en cours), conjointement à la propagation de la deuxième vague épidémique, devrait conduire à une révision à la baisse. Au-delà, la croissance pourrait ne pas excéder 6% si les contraintes structurelles qui pèsent sur l'emploi de travailleurs réguliers et sur les investissements privés des entreprises ne sont pas allégées sensiblement. Le gouvernement se retrouverait alors confronté à un risque de dégradation de sa note par les agences de notation mais aussi à un risque social grandissant.

Risques sur la reprise

Les effets de la crise de la Covid-19

Au cours de l'exercice 2020/2021 (avril 2020 à mars 2021), l'économie indienne s'est contractée de 7,3% en raison de l'épidémie de Covid-19. Elle n'avait pas été en récession depuis l'année 1979/1980. Comme les autres économies émergentes, elle s'était redressée à partir de la mi-2020 et au cours des premiers mois de l'année 2021. Mais la deuxième vague épidémique est venue interrompre la reprise. On estime que cette seconde vague pourrait coûter plus de 2 points de pourcentage (pp) de croissance à l'Inde. Néanmoins, l'impact de cette seconde vague devrait être concentré sur le premier trimestre de l'exercice 2021/2022 (avril-juin 2021) et la croissance devrait repartir à la hausse dès le deuxième trimestre budgétaire.

Une récession sans précédent

L'épidémie de Covid-19 a eu un impact particulièrement fort sur l'économie indienne. La contraction a été beaucoup plus marquée que dans les autres pays d'Asie (à l'exception des Philippines). Le confinement total de la population pendant plus de deux mois a particulièrement affecté cette économie très fortement dépendante de la consommation domestique. Toutes les composantes de la demande ont affiché un recul, à l'exception des dépenses publiques. La consommation privée, principal moteur de la croissance (59,4% du PIB en moyenne au cours des cinq dernières années), s'est contractée de 9,1% et les dépenses par

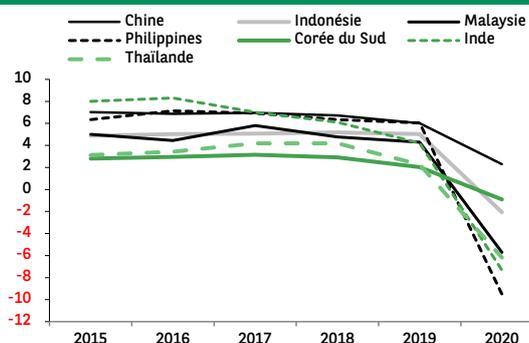
tête des ménages ont été abaissées au niveau qui prévalait trois ans plus tôt. Dans le même temps, les investissements ont enregistré un recul de 10,8%. La baisse de la demande intérieure s'est traduite par une forte contraction des importations qui n'a pourtant pas été suffisante pour compenser la diminution des exportations. La contribution des exportations nettes à la croissance a ainsi été négative. La contraction de l'activité a été particulièrement sensible dans les services (-4,6%), et dans une moindre mesure dans l'industrie (-2,1%). Seule l'agriculture a résisté (+0,5%).

L'ampleur de la récession s'explique par le confinement total de la population alors que l'Inde est caractérisée par une population à faible revenu (le PIB par habitant était de seulement USD 2098 par an à la veille de la crise de la Covid-19), qui ne bénéficie pour la grande majorité d'aucune protection sociale. Les organisations internationales estiment en effet qu'entre 78% et 90% de la population active travaille dans le secteur informel (selon respectivement l'Organisation internationale du travail et la Banque mondiale). Par ailleurs, selon le *Center for the Study of Developing Societies* (CSDS) et l'université Azim Premji, 29% des travailleurs des grandes villes (les plus touchées par l'épidémie) sont des journaliers, sans aucune protection sociale, issus des zones rurales et que 12 à 18 millions d'entre eux ont été contraints de retourner dans leur État d'origine lors de la crise de la Covid-19¹.

Le taux de chômage, qui sous-estime donc très certainement l'ampleur du choc, a pour autant atteint un pic de 23,5% en avril 2020 (contre 7,2% en janvier 2020).

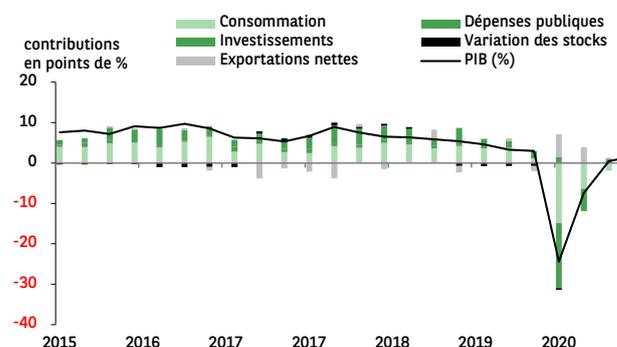
1 Amitabh Kundu du *Research and Information System for Developing countries*.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN ASIE ÉMERGENTE (%)



GRAPHIQUES 1A & 1B

COMPOSANTES DE LA CROISSANCE EN INDE



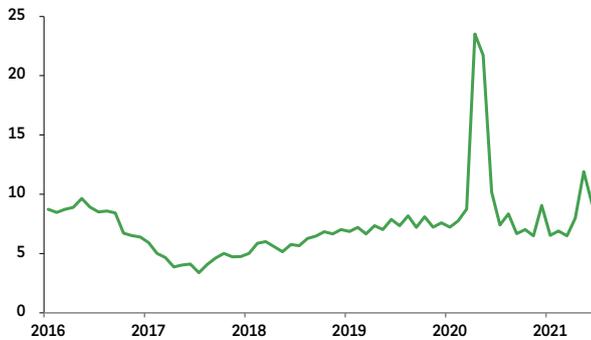
SOURCES : CEIC, RBI



BNP PARIBAS

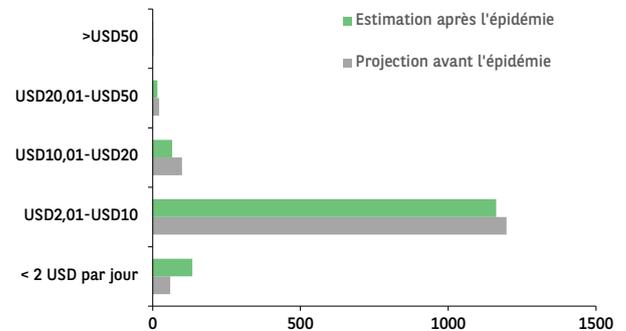
La banque
d'un monde
qui change

INDE : TAUX DE CHÔMAGE



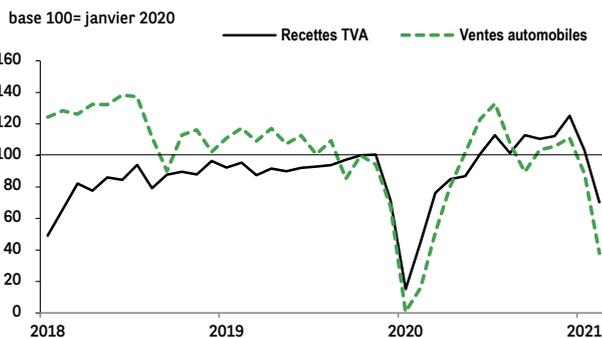
GRAPHIQUES 2A & 2B

RÉPARTITION DE LA POPULATION PAR REVENU PAR JOUR (MILLIONS DE PERSONNES)



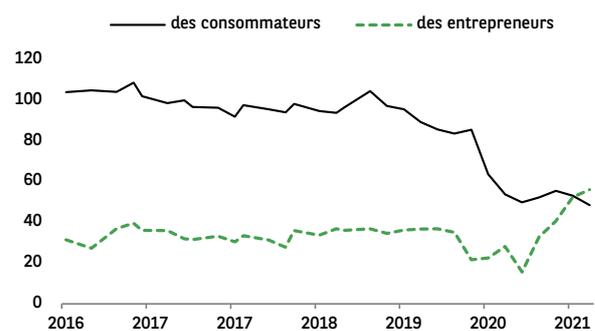
SOURCES : CMIE, PEW RESEARCH CENTER

RECETTES DE TVA ET VENTES AUTOMOBILES



GRAPHIQUES 3A & 3B

INDICATEURS DE CONFIANCE



SOURCE : RBI

Dans ces conditions, l'institut *Pew Research Center* estime que 75 millions de personnes sont passées sous le seuil de pauvreté l'année dernière, alors que la période de croissance des vingt dernières années avait permis d'extraire de la pauvreté 248 millions de personnes. Selon l'institut de recherche, désormais 134 millions d'Indiens vivraient avec moins de USD 2 par jour. Par ailleurs, la population qui serait à la limite du seuil de pauvreté (avec un niveau de revenu compris entre USD 2 et USD 10 par jour) s'élèverait à près de 1,16 milliard fin 2020 sur une population totale de 1,3 milliard.

Le rebond menacé par la deuxième vague

Le recul de la première vague de Covid-19 (avril 2020) avait permis une importante reprise de l'économie indienne qui avait renoué avec une croissance positive à partir du troisième trimestre budgétaire (entre octobre et décembre 2020). Cette reprise s'est interrompue au mois de mars 2021 en raison d'une deuxième vague épidémique beaucoup plus virulente que la première, dont le pic semble toutefois avoir été

atteint au mois de mai. Même si le gouvernement de Narendra Modi n'a pas imposé de nouveau confinement national, de nombreux États, dont les plus importants en termes d'activité économique, ont imposé des confinements partiels, fermant notamment toutes les activités considérées comme non-essentiels.

Les indicateurs d'activité font état d'une très forte contraction en avril qui s'est accentuée en mai². La mobilité des habitants³, les recettes de TVA⁴, les ventes d'automobiles, de deux roues et de tracteurs, la demande d'électricité, les trafics aérien et ferroviaire ont affiché un très important recul par rapport au mois de mars, même s'ils restent à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés au plus fort de la première vague épidémique. Le taux de chômage a augmenté sensiblement même s'il est resté inférieur au point haut atteint en avril 2020 (à 12% fin mai 2021 alors qu'il était redescendu à seulement 6,5% en mars 2021). Ce sont essentiellement les activités de service qui semblent avoir été touchées dans la mesure où les usines sont restées ouvertes dans presque tous les États ayant imposé de nouvelles restrictions.

2 Les indicateurs ne sont pas encore disponibles pour le mois de juin.

3 Les déplacements pour loisir étaient inférieurs de 50% en avril-mai 2021 par rapport à l'avant Covid-19 (contre une baisse d'environ 78% à la même époque l'année dernière). Les déplacements professionnels étaient inférieurs de 38% par rapport à l'avant Covid-19 (contre 53% l'année dernière).

4 Les recettes de TVA, bien qu'en très forte hausse par rapport à la même époque l'année dernière, se sont contractées de 32% en moyenne en avril et mai par rapport au point haut atteint en mars 2021.



En outre, alors que les indicateurs de confiance des ménages sont en très net recul (avec en mai 2021 un niveau jamais atteint jusqu'alors, inférieur à celui enregistré l'année précédente), ceux concernant les entrepreneurs restaient bien orientés en mai 2021, bien qu'en baisse par rapport au début de l'année. L'impact de cette deuxième vague sur la situation financière des ménages pourrait être particulièrement marquée dans la mesure où ces derniers ont déjà enregistré une perte de revenus lors de la première vague⁵.

On estime ainsi que cette deuxième vague épidémique pourrait amputer la croissance de plus de 2 points de pourcentage. Sur l'ensemble de l'année 2021/2022, le consensus des économistes prévoit désormais une croissance comprise entre 8 et 10% (contre 11-12% avant la deuxième vague). Évidemment, même révisée à la baisse, la performance de 2021 sera atypique comme pour tous les pays. La question qui se pose aujourd'hui est davantage celle du rythme de croissance au-delà de l'exercice 2021/2022. Elle se pose tout particulièrement pour l'Inde dont la croissance avait sensiblement décéléré avant la crise de la Covid-19.

Le rythme de croissance ralentissait bien avant la crise de la Covid-19

La croissance économique indienne a commencé à décélérer bien avant la crise de la Covid-19. Ce ralentissement s'est fait en deux étapes. Une première décélération a été observée après la crise financière de 2009 et une seconde au cours des trois exercices budgétaires précédant la crise de la Covid-19.

Par ailleurs, la croissance est volatile car le pays est particulièrement vulnérable aux chocs climatiques du fait de sa dépendance aux revenus agricoles. En effet, la croissance est principalement soutenue par la consommation des ménages (57%), qui vivent majoritairement dans les campagnes (à plus de 65%), et dont les revenus sont fortement dépendants de la mousson car la moitié des terres ne sont pas irriguées.

La qualité de la croissance s'est également dégradée au cours des cinq dernières années.

Analyse de la décélération de la croissance

La décomposition de la croissance réalisée par le *Conference Board* montre qu'entre 2004-2008 et 2011-2019, la décélération de la croissance (de 8,1% à 6,6% en excluant la crise de 2009 et son rebond en 2010) s'explique par la diminution de la contribution du capital et, surtout, par la forte baisse de la productivité globale des facteurs.

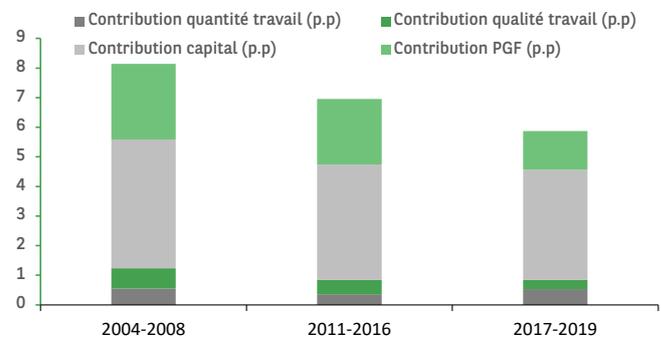
Le rythme d'accumulation du capital productif a ralenti. Le taux d'investissement a baissé de 7 points de pourcentage entre l'année budgétaire 2007/2008 et 2019/2020 pour atteindre 28,8%. Plus important, la nature des investissements a également changé. Au cours des années budgétaires 2017-2019, la part des investissements réalisés par les entreprises (privées et publiques) a baissé sensiblement au profit des investissements du gouvernement et des ménages. Les entreprises ont notamment réduit leurs investissements en machines et équipement, qui n'ont atteint que l'équivalent de 5,7% du PIB au cours de l'exercice 2018/2019.

La baisse de la productivité globale des facteurs reflète une perte d'efficacité dans l'utilisation conjointe des facteurs de production et/ou une baisse du progrès technique, ou simplement une détérioration de l'attractivité du pays⁶. La baisse de la productivité globale reflète

⁵ Le CMIE estime que depuis le début de la crise épidémique, 97% des ménages indiens ont enregistré une perte de revenus, qui s'est traduite par une baisse de leur consommation mais aussi de leurs importations d'or, en net recul au cours de l'année 2020.

⁶ La déformation sectorielle de l'économie est également un facteur explicatif de la productivité globale mais, dans le cas de l'Inde comme dans la plupart des pays émergents, elle y contribue positivement, principalement en raison de la diminution de la part du secteur agricole au profit d'autres secteurs plus productifs de l'économie.

DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE SELON LES FACTEURS DE PRODUCTION



GRAPHIQUE 4

SOURCE : CONFERENCE BOARD

donc fondamentalement les contraintes structurelles qui pèsent sur le pays, pénalisent les investissements directs étrangers et contraignent les investissements productifs privés : corruption élevée, infrastructures insuffisantes, contraintes dans l'acquisition des terres, rigidités sur le marché du travail, niveau d'éducation insuffisant, faible taux de participation des femmes, concentration de l'emploi dans les secteurs à faible valeur ajoutée. À cela s'ajoutent un secteur bancaire et financier fragile, qui peine à soutenir l'économie, et une marge de manœuvre budgétaire du gouvernement, pour réaliser les dépenses d'investissement nécessaires, extrêmement limitée.

Dégradation de la qualité de la croissance

En plus de la décélération du rythme de croissance enregistré ces dernières années, on a observé une légère détérioration de la qualité de la croissance. En effet, les indicateurs sur le marché de l'emploi se sont dégradés et la progression en termes de développement humain a ralenti au cours des cinq dernières années. La crise économique a accru cette détérioration et la deuxième vague pourrait peser encore davantage sur une population déjà fragilisée.

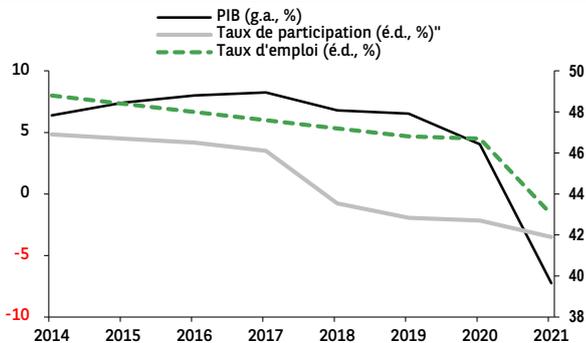
Manque de dynamisme sur le marché de l'emploi

En 2020, l'économie indienne a dû intégrer plus de 12 millions de nouveaux entrants sur le marché du travail. Selon le *Center for Monitoring Economy* (CMIE), ce sont 16 millions d'emplois que l'Inde devra créer d'ici 2030 pour absorber les nouveaux entrants. Or, au regard du taux d'emploi, depuis plusieurs années les créations d'emplois ne suffisent pas à satisfaire la demande.

Selon les estimations de l'Organisation internationale du travail (OIT), le taux d'emploi (le ratio entre la population en activité et celle en âge de travailler) était de seulement 43% en 2020, un niveau très inférieur au seuil de 57% considéré comme « acceptable » par l'OIT. En outre, ce taux aurait enregistré, toujours selon les estimations de l'OIT, une baisse continue depuis 2008 où il atteignait 52,7%.

Dans le même temps, le taux de participation (le ratio entre la population en activité et celle en recherche d'emploi rapporté à la population en âge de travailler) a chuté de plus de 10 pp depuis un point haut en 2005 (58%) pour atteindre moins de 46,3% en 2020 selon l'OIT (moins de 42% selon le CMIE). Le taux de participation des femmes

BAISSE DU TAUX DE PARTICIPATION SUR LE MARCHÉ DE L'EMPLOI



GRAPHIQUE 5

SOURCES : CEIC, ILO

aurait suivi la même tendance à la baisse, alors qu'il était déjà faible il y a quinze ans. Il s'élevait à seulement 20,8% en Inde en 2019 d'après l'OIT. Selon cet indicateur, une partie de la population serait donc complètement exclue du marché du travail. Il s'agirait notamment des jeunes, sans expérience et sans éducation.

Développement humain : une faible progression

En 2019, l'Inde était classée 131^e sur 188 pays en termes de développement humain selon l'Organisation des Nations-Unies (ONU), devant les pays du sous-continent indien mais loin derrière les pays de l'ASEAN-4. En outre, alors qu'elle avait enregistré une amélioration sensible sur la période 1990-2010, sa progression a été beaucoup plus faible au cours des cinq dernières années, estimée à seulement 1,2% sur la période 2010-2019 contre 1,6% sur la période 2000-2010. Ainsi, sur la période 2015-2019, elle n'a gagné qu'une seule place dans le classement international. Pour parvenir à améliorer le capital humain et à accroître le rythme des créations d'emplois (en particulier des emplois réguliers), le gouvernement doit impérativement réduire les contraintes structurelles qui pèsent sur l'économie. Sans cela, son avantage démographique pourrait se transformer en véritable risque social.

À moyen terme, la croissance ne devrait guère excéder 6% en raison des contraintes structurelles et des fragilités du système bancaire et financier**Le capital humain : un atout inexploité**

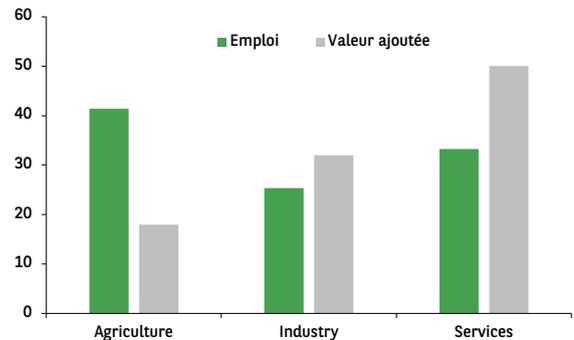
D'importantes contraintes structurelles contraignent les investissements et les créations d'emplois. Par ailleurs, l'environnement des affaires reste fragile bien qu'il s'améliore.

Au cours des cinq dernières années, bien que la gouvernance se soit légèrement améliorée, l'Inde a perdu cinq places dans le classement de la Banque mondiale. Elle était classée 109^e parmi 211 pays (classement 2020). Le contrôle de la corruption reste insuffisant (110^e sur 209 pays selon la Banque mondiale) ; elle semble toujours aussi répandue selon *Transparency International* qui a classé l'Inde 86^e sur 183 pays en 2020 (soit 8 places de moins qu'en 2017).

La qualité des infrastructures s'est améliorée mais elle reste insuffisante. Avant la crise de la Covid-19, l'Inde était classée 70^e parmi 141 pays dans le classement 2019 sur la compétitivité (*Global Competitiveness Report*). Les infrastructures publiques, notamment l'accès à l'électricité, restaient insuffisantes.

7 Le "wage code" a été adopté en août 2019 et les trois autres codes (le "occupational safety, health and working conditions code", le "industrial relations code" et le "the code on social security" ont été adoptés en septembre 2020.

RÉPARTITION DE L'EMPLOI PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 6

SOURCE : ILO

Les rigidités sur le marché du travail constituent une contrainte forte à l'emploi de travailleurs « réguliers » et favorisent, au contraire, le développement du marché parallèle. La note de l'Inde relative à la flexibilité du travail, dans le dernier rapport sur la compétitivité, est de seulement 44,4/100 (contre 64,4/100 en Chine).

Le manque de qualifications des travailleurs est aussi un frein majeur au développement des secteurs à forte valeur ajoutée. Selon l'OIT, 27,2% de la population active n'avait aucun diplôme en 2018 (18,8% des hommes et 35,7% des femmes), et seulement 34% avait un niveau équivalant au brevet des collèges, la durée moyenne d'études étant de seulement 6,5 ans. Par ailleurs, au cours des cinq dernières années, l'Inde n'est pas parvenue à améliorer la qualité de son éducation. Le niveau de développement du capital humain a régressé. Le dernier rapport sur la compétitivité fait état d'une forte baisse (-25%) – la plus forte des pays émergents – de la part des diplômés au cours des cinq dernières années en Inde.

L'emploi reste concentré dans l'agriculture (41,4% de la population active en 2019) alors que son poids dans le PIB est faible (14,7% de la valeur ajoutée). À l'inverse, les services (dont la contribution à la valeur ajoutée du pays dépasse 55%) n'emploient que 33,2% de la population active. La part de l'emploi manufacturier reste elle aussi modeste (12,1%) au regard du poids du secteur dans l'économie (17,5%).

Des réformes d'envergure ont été adoptées mais leur mise en œuvre pourrait être difficile

Commencées en 2019 et poursuivies à l'automne 2020, le gouvernement Modi a adopté d'importantes réformes pour pallier les contraintes structurelles et tenter de stimuler la croissance à moyen terme. Ces réformes portent notamment sur la fiscalité des entreprises, le marché du travail, l'agriculture et l'acquisition des terres. Tout le problème réside dans leur mise en œuvre.

Pour stimuler les investissements (domestiques et étrangers), le gouvernement a abaissé fin 2019 le taux d'imposition sur les sociétés de 30% à 22% (de 25% à 15% pour les entreprises nouvellement créées dans le secteur manufacturier), un alignement avec ceux pratiqués dans les autres pays asiatiques.

Pour réduire les rigidités du marché du travail, la Chambre basse du Parlement a adopté, en août 2019 puis en septembre 2020, quatre nouveaux codes relatifs au droit du travail qui ont pour but de remplacer 29 lois existantes⁷. Ces nouveaux codes visent notamment à

alléger les conditions d'embauche et de licenciement, afin de réduire la part de travail informel dans l'économie. Le gouvernement espère ainsi faciliter l'emploi formel, en particulier dans les entreprises de plus de cent salariés, et développer ainsi la protection sociale. L'emploi en Inde reste en effet trop concentré dans des petites structures sans aucune protection sociale du fait de contraintes trop fortes sur l'embauche et le licenciement de salariés dans les plus grosses entreprises. Selon la Banque mondiale, si les nouvelles lois étaient appliquées, 2,8 millions de travailleurs pourraient quitter le secteur informel. En théorie, ces nouveaux codes du marché du travail devaient entrer en vigueur au 1^{er} avril 2021. En pratique, leur application a été retardée. Les États doivent au préalable les valider pour qu'ils puissent s'appliquer localement. Mi-juin, cela n'avait toujours pas été réalisé.

Pour accroître la productivité dans le secteur agricole, le gouvernement Modi a fait adopter trois projets de loi en septembre 2020. L'État devrait permettre aux agriculteurs de vendre leur production au prix que ces derniers fixeront avec leurs acheteurs sans passer par l'intermédiaire du gouvernement (ce qui est le cas d'une majorité d'entre eux aujourd'hui). Cette réforme a comme objectif d'accroître les investissements et la productivité dans le secteur agricole. Néanmoins, elle a été très mal perçue par le monde agricole qui redoute une suppression du prix de vente minimum (pourtant garanti par le gouvernement).

Finalement, pour favoriser les investissements productifs, en particulier dans les secteurs à forte valeur ajoutée, le gouvernement a tenté à de nombreuses reprises d'alléger les contraintes qui pèsent sur l'acquisition de terres à des fins autres qu'agricoles. En effet, en dépit de nombreuses tentatives de réformes, le développement d'activités non-agricoles reste extrêmement contraint, ce qui dissuade les entreprises nationales et étrangères d'investir en Inde. Plus de 1200 lois régissent l'acquisition de terres. Néanmoins, les derniers amendements adoptés au niveau local par les États du Gujarat et du Karnataka restent marginaux, et les réformes adoptées semblent insuffisantes au regard des contraintes qui pèsent sur l'utilisation non-agricole des terres. Des réformes d'envergure doivent impérativement être menées, au niveau national et local, pour que l'accès aux terres ne constitue plus un frein majeur aux projets d'investissements industriels.

En plus de ces freins structurels, la croissance économique indienne a été contrainte au cours des dernières années par les fragilités des banques publiques.

Les fragilités du système bancaire et financier contraignent la croissance indienne

Au cours de la période 2016-2019, les banques indiennes ont cherché à consolider leur situation financière et ont ralenti la distribution de crédits. Les sociétés financières non-bancaires dans leur ensemble ont apporté un complément de financement à l'économie en augmentant sensiblement leur offre de crédit dans des secteurs de niche, comme les financements des ménages sans revenus réguliers, les petites et très petites entreprises ou encore les financements immobiliers (financements octroyés notamment par les *Housing Finance Companies*).

Néanmoins, depuis septembre 2018, la part du crédit octroyé par les sociétés financières non-bancaires a diminué conjointement à la hausse de leurs coûts de financement qui a suivi la faillite d'*Infrastructure Leasing and Financial Services*. Dans le même temps, on a pu observer une forte décélération des investissements des entreprises.

À la veille de la crise de la Covid-19, la situation des banques et des sociétés financières non-bancaires restait fragile et l'offre de crédit peu

abondante. Toute la question aujourd'hui est de savoir si le secteur bancaire et financier dans son ensemble sera en mesure de soutenir la reprise économique indienne à court et moyen terme, une fois la crise passée.

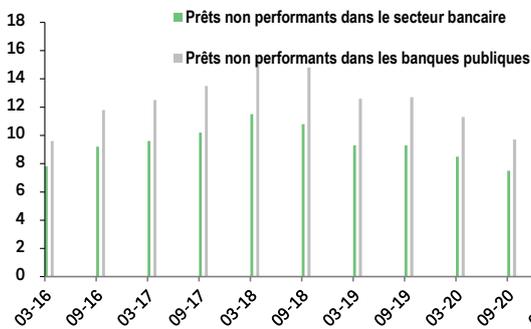
Banques commerciales : beaucoup plus solides qu'il y a cinq ans

Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, paru en janvier 2021, la banque centrale faisait état d'une situation du secteur bancaire plus solide au T3 2020 qu'au cours des cinq dernières années, bien qu'elle reste fragile. À ce jour, bien que les prévisions doivent être révisées, du fait de la seconde vague épidémique, les agences de notation estiment que le secteur bancaire devrait être en mesure de faire face à la hausse des risques de crédit et à la dégradation des ratios de solvabilité induite par la première et la deuxième vague épidémique. En revanche, les besoins de recapitalisation des banques vont être plus importants que prévu initialement par les autorités bancaires, et le gouvernement devra impérativement soutenir les banques publiques pour qu'elles puissent assurer leur rôle de soutien à la reprise économique.

À partir de 2016, les banques publiques indiennes ont entrepris une consolidation de leurs positions financières. Ainsi, leur situation s'était même renforcée après la première vague épidémique. Au T3 2020, la qualité des actifs bancaires était plus solide qu'en 2018 (la part des créances douteuses s'élevait à 7,5% contre un point haut de 11,5% en mars 2018), les provisions étaient plus élevées (elles couvraient 72,4% des créances douteuses en septembre 2020 contre seulement 48,1% en mars 2018) et les ratios de solvabilité étaient plus confortables (15,8% contre un plus bas de 13,2% en mars 2016). Néanmoins, les disparités entre les banques demeuraient fortes. Les banques publiques restent les plus fragiles avec un ratio de créances douteuses supérieur (9,7%), un taux de provisionnement inférieur (70,5%) et un ratio de solvabilité beaucoup moins confortable (13,5%). Par ailleurs, les ratios de créances douteuses ne portaient pas la marque de la récession car les banques ont pu reporter l'enregistrement de leurs créances douteuses jusqu'à mars 2021.

Avant la deuxième vague, les agences de notation et la banque centrale estimaient que les banques devraient être en mesure de faire face à une hausse des risques de crédit même si la banque centrale estimait que la part des créances douteuses devrait augmenter de 6 points de pourcentage, à 13,5% au T3 2021, dans l'ensemble du secteur bancaire. Dans le même temps, elle prévoyait une dégradation progressive des ratios de solvabilité des banques (de 15,6% à 14% d'ici le T3 2021) et considérait que quatre banques publiques ne seraient pas en mesure de respecter les ratios réglementaires en septembre 2021 sans injection de capital. Aussi, le gouvernement avait-il déjà annoncé en février 2021 qu'il injecterait RS 200 mds de capitaux supplémentaires (0,1% du PIB) dans les banques publiques après une recapitalisation d'un même montant au cours de l'exercice budgétaire précédent. Néanmoins, ces montants restent très en-deçà des besoins estimés par l'agence de notation Moody's (entre RS 1,9 trn et RS 2,2 trn, soit entre 1% et 1,1% du PIB), d'autant plus que ces projections ont été faites bien avant la deuxième vague. Aussi, pour aider l'assainissement des bilans des banques publiques et des organismes financiers non-bancaires (publics) et soutenir la reprise du crédit, le gouvernement a également décidé en février 2021 la création d'un organisme de défaisance, la « *National asset reconstruction company* », pour les prêts immobiliers d'une valeur supérieure ou égale à RS 5 milliards. Seules les banques publiques et les organismes financiers non-bancaires publics devraient être autorisés à transférer les prêts non-performants provisionnés à

RATIO DE CRÉANCES DOUTEUSES (%)

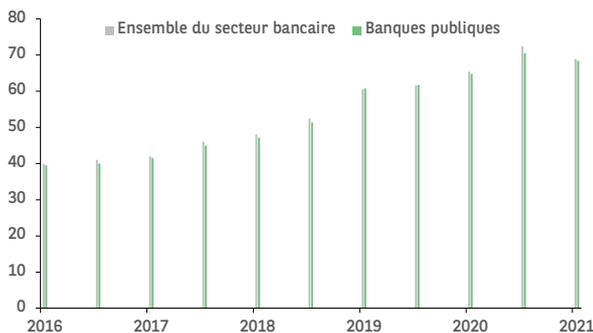


Note : les avances stressées sont définies comme actifs non performants et avances standards restructurées.

GRAPHIQUE 7A

SOURCE : RBI

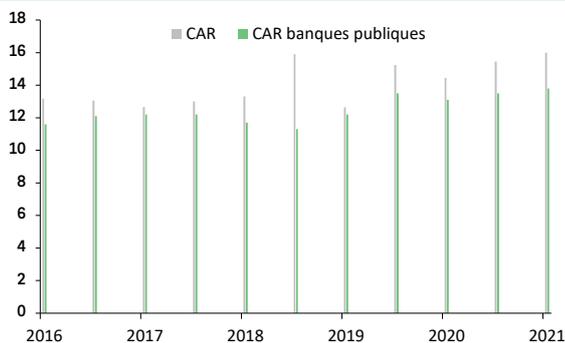
RATIOS DE COUVERTURE DES PROVISIONS (%)



GRAPHIQUE 7B

SOURCE : RBI

RATIOS DE SOLVABILITÉ



GRAPHIQUE 7C

SOURCE : RBI

près de 100% et susceptibles de voir leur créance recouverte à 75%. Le montant total des créances douteuses susceptibles d'être transférées est estimé à RS 2 000 milliards. Ces transferts, dont les premiers sont attendus fin juin (pour un montant de RS 890 milliards), devraient permettre de libérer des capitaux pour les crédits (actuellement

mobilisés en provisions). Cet organisme de défaillance devrait être financé par des fonds privés (provenant principalement de banques indiennes) et garanti à hauteur de RS 310 milliards par le gouvernement (0,16% du PIB). Le coût de cet assainissement serait donc très largement supporté par le secteur (*bail-in*).

L'impact de la deuxième vague épidémique devrait être moins prononcé que celui de la première. Néanmoins, pour soutenir les acteurs économiques les plus fragiles, le gouverneur de la banque centrale a autorisé, le 5 mai dernier, les banques à restructurer les crédits accordés aux ménages ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises (pour des montants inférieurs à RS 250 millions) jusqu'au 30 septembre 2021.

Le crédit bancaire peinait à redémarrer avant la deuxième vague épidémique

En dépit de la politique d'assouplissement monétaire de la banque centrale en 2020, laquelle s'est pourtant traduite par une baisse des taux moyens sur les crédits nouvellement octroyés de 126 points de base (les taux directeurs ayant été abaissés de 115 points de base entre janvier 2020 et mars 2021), le rythme de croissance des crédits dans l'industrie est resté, globalement, extrêmement modeste sur les premiers mois de l'année 2021 (+0,4% en avril 2021 en glissement annuel pour les prêts dans l'industrie) après avoir enregistré cinq mois consécutifs de baisse entre octobre 2020 et février 2021.

Les crédits aux grandes entreprises se sont même contractés, reflet de la baisse de leurs investissements. En outre, ces dernières ont pu largement s'autofinancer car, même si les chiffres d'affaires se sont fortement contractés, leurs profits ont augmenté grâce à la forte diminution du coût du travail et des prix des matières premières sur la majeure partie de l'année 2020.

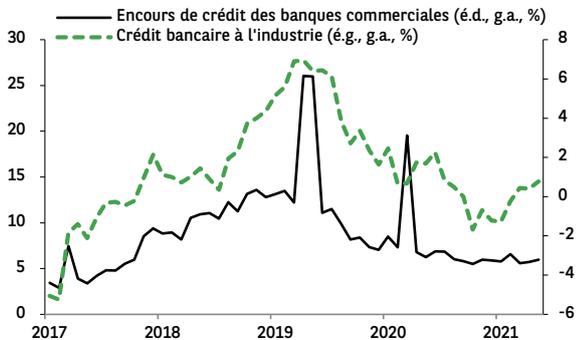
En revanche, les crédits aux ménages (hors prêts alimentaires) ont accéléré sensiblement en mars et en avril (+12,6% en g.a. en avril), conjointement à la hausse de la consommation, et ceux aux entreprises de taille moyenne (18% des crédits) ont enregistré une croissance extrêmement forte depuis le mois de septembre (+43,8% en avril en g.a.), avec le programme de prêts garantis par l'État (*Emergency Credit Line Guarantee Scheme*) - mis en place entre le 23 mai 2020 et le 31 mars 2021 - qui visait à répondre aux besoins de financement des petites et moyennes entreprises. Selon le gouvernement, à fin janvier 2021, RS 1,9 trn de prêts bancaires (hors sociétés financières non-bancaires) avaient été accordés au titre de ce programme (36,6% des crédits accordés durant l'année).

Les sociétés financières non-bancaires restent solides mais vulnérables aux évolutions du marché

À la veille de la crise de la Covid-19, l'encours des crédits accordés par les organismes de crédit non-bancaires s'élevait encore à 11,6% du PIB (52,5% du PIB pour les banques).

Le crédit octroyé par les sociétés financières non-bancaires a sensiblement décéléré pendant la crise de la Covid-19 (+2,5% en g.a. en décembre 2020) mais relativement moins que pour les organismes bancaires. Ce sont principalement les prêts à court terme qui ont augmenté en raison des difficultés de trésorerie rencontrées par les ménages. Fin 2020, la part des crédits de moins de trois mois avait augmenté de près de 2pp par rapport au début de la crise pour atteindre 11,5% de leur portefeuille de crédit. La part des crédits à long terme a diminué même si elle constitue toujours 71,7% des crédits totaux, reflet de la baisse des investissements des entreprises dans un contexte économique peu porteur.

CRÉDIT BANCAIRE (G.A. %)



GRAPHIQUE 8

SOURCE : RBI

Les sociétés financières non-bancaires dans leur ensemble (y compris les sociétés de prêts immobilières ou « *Housing Finance Companies* ») sont, *a priori*, plus vulnérables au choc induit par l'épidémie de Covid-19 que les banques en raison de la structure de leur portefeuille de crédit. Elles financent, en particulier, une partie de la population indienne qui ne dispose d'aucun compte bancaire. Néanmoins, elles ont prouvé leur capacité d'adaptation et de résilience aux chocs depuis 2018/19.

Le secteur industriel reste le principal récipiendaire des crédits octroyés par les sociétés financières non-bancaires dans leur ensemble (61,6%). Néanmoins, la part des prêts à la consommation a augmenté pour atteindre 24,5% en 2020 conjointement à l'achat de véhicules automobiles en raison du contexte sanitaire.

La situation des sociétés financières non-bancaires était satisfaisante en décembre 2020, selon le dernier rapport de la banque centrale. Certes, ces organismes de crédit ont bénéficié, comme les banques, de la possibilité de reporter l'enregistrement des prêts non-performants (qui n'apparaîtront que dans les bilans du T1 2021). Néanmoins, la qualité de leurs actifs était plus solide que ceux du secteur bancaire (ce qui était déjà le cas avant la crise de la Covid-19), leur ratio de créances douteuses n'étant que de 5,3% fin décembre 2020, principalement concentrés dans les services (9,4%) et, dans une moindre mesure, l'agriculture (6,7%). La qualité des crédits à la consommation restait globalement satisfaisante (la part des créances douteuses était contenue à 3,4% des prêts fin 2020). Finalement, la rentabilité de ces organismes financiers non-bancaires restait globalement satisfaisante avec un ROA et un ROE de respectivement 1,9% et 10,2% en décembre 2020.

Néanmoins, les sociétés financières non-bancaires restent exposées au financement de marché. En décembre 2020, 46,4% de leur financement résultait d'émissions sur les marchés (obligations et billets de trésorerie) et 30,3% des emprunts contractés auprès des organismes bancaires. Toute hausse de l'aversion au risque, en particulier des fonds communs de placement (leurs principaux investisseurs), se traduit irrémédiablement par une forte augmentation des coûts de financement pour ces sociétés. Lors de la crise de la Covid-19, le rendement sur les obligations à trois mois des sociétés financières non-bancaires par rapport aux émissions du gouvernement avait augmenté de plus de 130 pb pour atteindre 230 pb en mai 2020 pour les sociétés les moins risquées, notées AAA, et 100 pb supplémentaires pour celles notées AA. Depuis, et grâce à la politique menée par les

autorités monétaires, les tensions se sont fortement réduites et les coûts de financement atteignent des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient avant la crise de la Covid-19. Les sociétés les moins bien notées restent particulièrement vulnérables à toute nouvelle aversion au risque des investisseurs.

Pour conclure, au vu des indicateurs disponibles à la veille de la seconde vague épidémique, les banques et sociétés financières non-bancaires étaient en capacité d'accroître leur offre de crédit et, ainsi, de soutenir la reprise économique. Mais une hausse plus prononcée des risques de crédit, consécutive à la deuxième vague épidémique, est à craindre, et donc des besoins en capitaux plus importants pour provisionner les pertes éventuelles. Cela pourrait contraindre l'offre de crédit des banques, en particulier des banques publiques qui ont des ratios de solvabilité moins confortables que les banques privées. À ce jour, les banques publiques ont toujours bénéficié du soutien du gouvernement qui a injecté les capitaux nécessaires pour soutenir le secteur bancaire lorsqu'il n'était pas en mesure de lever des fonds par lui-même. La forte détérioration des finances publiques limite néanmoins les marges de manœuvre d'une recapitalisation par le gouvernement (*bail-out*), ce qui pourrait peser sur la reprise du crédit à court et moyen terme.

Risques sur les finances publiques

Jusqu'à présent, l'évolution des finances publiques indiennes est principalement conditionnée par la croissance économique et le solde primaire, et moins par les taux d'intérêt. Or, comme on vient de le voir, les risques sur la croissance sont particulièrement élevés tant que le gouvernement ne parvient pas à mettre en œuvre efficacement les réformes adoptées. De même, les risques pesant sur la capacité du gouvernement à réduire sensiblement le déficit primaire de l'ensemble des administrations sont élevés car la base fiscale est faible et le poids des dépenses incompressibles en forte hausse.

La base fiscale, déjà faible, a diminué au cours des dernières années

Les finances publiques indiennes sont structurellement fragiles en raison d'une faible base fiscale et d'une proportion toujours élevée de dépenses incompressibles. Alors qu'elles s'étaient consolidées sur les cinq exercices budgétaires 2015/2019, elles ont commencé à se dégrader au cours de l'exercice budgétaire 2019/2020 et la crise économique induite par l'épidémie de Covid-19 les a fragilisées davantage.

Après cinq ans de baisse graduelle, le déficit du gouvernement central a augmenté pour la première fois au cours de l'exercice budgétaire 2019/2020, à 4,6% du PIB (contre 3,4% du PIB en FY2018/2019), et le déficit primaire s'est élevé à 1,6% du PIB. Dans le même temps, on estime que le déficit primaire de l'ensemble des administrations a atteint 3,1% du PIB alors qu'il était en moyenne de seulement 1,7% du PIB au cours des cinq exercices précédents.

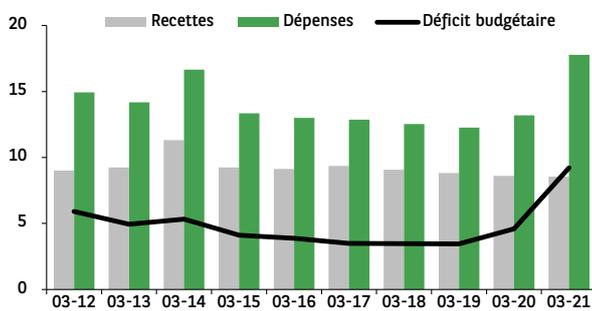
Avant même le choc de la Covid-19, les recettes budgétaires n'atteignaient plus que 8,6% du PIB (contre 9,4% en 2017/18), un niveau bas en comparaison avec les autres pays d'Asie⁸. Cette baisse des revenus s'explique notamment par d'importantes difficultés de mise en œuvre de la taxe commune sur les biens et services à l'ensemble du pays en juillet 2017. Elle a donné lieu à des compensations budgétaires faites aux États en dédommagement des pertes fiscales et à la baisse du taux de prélèvement sur les revenus des entreprises à partir de septembre 2019 (de 30% à 25,17%) adoptée pour stimuler

8 Les revenus du gouvernement indonésien (qui figurent parmi les plus faibles des pays d'Asie) s'élevaient à 12,4% du PIB à la veille de la crise de la Covid-19 et ceux de la

les investissements. Le choc de la Covid-19 a eu un effet massif sur les finances publiques. Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2020/2021, le déficit du gouvernement a doublé, atteignant 9,2% du PIB, et celui de l'ensemble des administrations pourrait être supérieur à 14% du PIB⁹. Dans le même temps, on estime que la dette du gouvernement pourrait avoir atteint plus de 87% du PIB (contre 72,2% du PIB avant la crise). La hausse du déficit a principalement résulté d'une forte augmentation des dépenses (+4,6 pp), notamment des subventions aux ménages

(+2 pp à 3,3% du PIB) dont la part dans les dépenses totales a doublé pour atteindre plus de 18% (38% des recettes). Les dépenses d'intérêt ont elles aussi enregistré une forte augmentation (+11,4%). Elles représentaient ainsi plus de 40% des recettes du gouvernement (contre 34,5% au cours des cinq exercices budgétaires précédents), et ce alors même que les recettes du gouvernement ont enregistré une baisse minimale (-3,6%) grâce notamment à une hausse des droits de douane. Les subventions et le paiement des intérêts ont ainsi constitué près de 38% des dépenses du gouvernement (soit plus de 78% des recettes). Le déficit primaire a atteint 5,8% du PIB alors qu'il s'élevait à seulement 0,7% du PIB en moyenne au cours des cinq exercices budgétaires précédents.

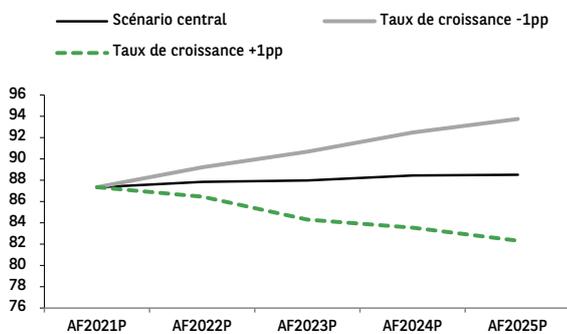
FINANCES DU GOUVERNEMENT CENTRAL (% DU PIB)



GRAPHIQUE 9

SOURCE : RBI

DYNAMIQUE DE LA DETTE DU GOUVERNEMENT ET DES ADMINISTRATIONS (% DU PIB)



GRAPHIQUE 10

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

9 Les statistiques relatives aux finances publiques des Etats sont publiées avec beaucoup de retard. Il s'agit d'estimations faites par le FMI à partir des prévisions budgétaires.

Pour l'année budgétaire 2021/2022 (du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022), le ministère des Finances prévoit une réduction du déficit du gouvernement à 6,8% du PIB et celui de l'ensemble des administrations devrait être ramené à 11,0% du PIB. Le déficit primaire du gouvernement central s'élèverait ainsi encore à 3,1% du PIB, soit un niveau encore très supérieur à celui qui prévalait avant la crise. De plus, ces prévisions qui paraissent déjà optimistes en février 2021, au moment de la publication du budget, pourraient être revues à la hausse au regard de la très forte baisse des recettes de TVA enregistrées au T2 2020.

Au-delà de l'exercice budgétaire en cours, le gouvernement ne semble pas afficher la même volonté de consolider ses finances publiques que par le passé. Parvenir à stimuler la croissance à court et moyen terme paraît être sa priorité. Néanmoins, ses marges de manœuvre pour soutenir sa croissance et faire face à un nouveau choc (domestique ou extérieur), sans risquer de détériorer ses finances publiques et donc de voir sa note souveraine être dégradée par les agences, sont minces. Une simulation de la dynamique de la dette montre ainsi que si le déficit primaire de l'ensemble des administrations ne repasse pas sous le seuil de 3%, alors le ratio de dette continuerait de se dégrader légèrement même si la croissance réelle se maintenait à 6%.

Les risques de refinancement restent contenus car la structure de la dette est peu risquée

À ce jour, les risques de refinancement de la dette indienne restent contenus du fait d'une structure peu risquée et de l'accès à une épargne domestique abondante.

La dette du gouvernement (hors administrations) a une maturité longue (11,3 ans en moyenne). Elle est principalement détenue par les résidents (à plus de 94%) et le risque de revalorisation induit par une dépréciation de la roupie est extrêmement limité car elle est presque exclusivement libellée en monnaie locale (97%).

Malaisie à 17,5% du PIB.

DYNAMIQUE DE DETTE DU GOUVERNEMENT ET DES ADMINISTRATIONS

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022e	FY2023e	FY2024e	FY2025e
Dette du gouvernement général (% PIB)	70,3	72,2	87,3	87,8	88,0	88,4	88,5
Déficit primaire (% PIB)	-1,1	-3,1	-9,3	-6,0	-4,0	-3,2	-2,8
Taux de croissance réel (%)	6,5	4,0	-7,3	8,3	6,4	5,7	6,1
Taux d'intérêt moyen sur les obligations d'Etat	7,8	6,9	7,0	7,0	7,0	7,1	7,2
Inflation	4,4	4,8	6,2	5,0	5,0	4,5	4,3

TABLEAU

SOURCE : BNP PARIBAS



La dette de marché du gouvernement représente plus de 93,5% de sa dette totale. Elle est constituée principalement de titres émis à une échéance déterminée (62,6% de la dette totale) et, dans une moindre mesure, de bons du Trésor (*Treasury Bills*) à une échéance comprise entre 14 et 364 jours (11,5% de la dette du gouvernement). Cette dette de marché est principalement détenue par les banques (37,8%) et les compagnies d'assurance (25,3%). La part détenue par la banque centrale a augmenté de 1pp au cours de l'année 2020/2021 pour s'élever à 16,2%. À horizon des cinq prochaines années, la dette arrivant à maturité est estimée à seulement 10,1% du PIB.

Depuis le début de l'année 2021, les coûts de financement du gouvernement sont restés relativement stables (le taux à 10 étant à 6% mi-juin 2021). Mais le gouvernement n'est pas à l'abri d'une hausse de ses coûts de financement, même si, à ce jour, les achats de dette par la banque centrale ont permis de maintenir les rendements sur la dette à des niveaux bas. Cependant, la forte hausse de la charge d'intérêts (en raison de celle de la dette) pèse sur la capacité du gouvernement à financer ses dépenses d'investissement. De plus, un recours accru au financement par les banques, déjà fragiles, réduirait leur capacité à financer le secteur privé.

Le gouvernement de Narendra Modi se trouve dans une situation délicate. Ses finances publiques, déjà fragiles avant la crise de la Covid-19, se sont sensiblement dégradées et l'évolution de la croissance à moyen terme est une source d'inquiétude. Sa note souveraine a été mise en perspective négative par les agences. Pour l'instant, le refinancement de l'État ne constitue pas un risque majeur et imminent. La charge de la dette s'est néanmoins considérablement alourdie, limitant la capacité de l'État à investir, à soutenir sa reprise et/ou à faire face à un nouveau choc. Dans un tel contexte, s'il ne parvenait pas à mettre en place les réformes adoptées à l'automne 2020, alors sa croissance pourrait être bridée à 6% et le taux d'emploi pourrait continuer à diminuer (les créations d'emplois sont insuffisantes au regard de la croissance démographique). Or, si la croissance se stabilisait sous le seuil de 6%, ou si le gouvernement ne consolidait pas rapidement ses finances (le déficit primaire du gouvernement et de l'ensemble des administrations doit être ramené sous le seuil de 2,7% du PIB, soit un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise de la Covid-19), la trajectoire du ratio de dette publique continuerait de diverger et la note souveraine pourrait être dégradée par les agences dans la catégorie «*non-investment grade*» avec le risque que cela pèse encore davantage sur sa capacité à soutenir l'économie. Dans le passé, l'application des réformes a toujours été extrêmement problématique en Inde et les manifestations contre les réformes agricoles laissent à penser que la tâche ne sera pas facile, et ce d'autant plus, que Narendra Modi semble avoir perdu un peu de son aura au regard des résultats des dernières élections régionales.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

johanna.melka@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de déterminer une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche et d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change