

CONJONCTURE

Avril 2017 : n°4

Inde : besoin d'assainissement des banques publiques

Tout semble sourire à Narendra Modi : en 2016, l'économie indienne a enregistré une des croissances les plus dynamiques, les fondamentaux macroéconomiques se sont consolidés, les réformes ont progressé et son parti a remporté une importante victoire lors des dernières élections législatives. Néanmoins, le gouvernement doit désormais faire face à la détérioration de la situation des banques publiques qui contraind la distribution du crédit et pèse sur les investissements des entreprises. Les autorités envisagent la création d'un organisme de défaillance centralisé mais un financement public fragiliserait la consolidation budgétaire en cours.

Par Johanna Melka

p.2

Le ralentissement de la croissance sud-africaine : éléments d'analyse

Les perspectives de croissance à court et moyen terme de l'économie sud-africaine restent très incertaines. Les facteurs externes qui ont concouru au ralentissement de ces dernières années devraient être plus favorables, la croissance chinoise se stabilise et les prix des matières premières se redressent. En revanche, les facteurs internes vont jouer négativement sur la productivité globale de l'économie et sur la capacité des entreprises et des ménages à investir.

Par François Faure

p.11

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Inde: besoin d'assainissement des banques publiques

Johanna Melka

Tout semble sourire à Narendra Modi : en 2016, l'économie indienne a enregistré une des croissances les plus dynamiques, les fondamentaux macroéconomiques se sont consolidés, les réformes ont progressé et son parti a remporté une importante victoire lors des dernières élections législatives. Néanmoins, le gouvernement doit désormais faire face à la détérioration de la situation des banques publiques qui contraint la distribution du crédit et pèse sur les investissements des entreprises. Les autorités envisagent la création d'un organisme de défaillance centralisé mais un financement public fragiliserait la consolidation budgétaire en cours.

La situation macroéconomique de l'Inde s'est consolidée depuis l'arrivée de Narendra Modi au pouvoir en mai 2014. La croissance du PIB par tête a atteint 6,2% en 2016, soit l'un des rythmes les plus soutenus parmi l'ensemble des pays émergents et les perspectives de croissance sont bien orientées. Selon les projections du Fonds monétaire international (FMI) la croissance économique devrait être comprise entre 7,2% et 8,1% à horizon 2021. Les réformes ont accéléré depuis près de trois ans et Narendra Modi bénéficie toujours d'un important soutien de l'ensemble de la population comme en témoigne la victoire de son parti lors des dernières élections parlementaires en mars.

Par ailleurs, les fondamentaux macroéconomiques se sont consolidés. L'inflation a fortement décéléré à 5% en moyenne en 2016 alors qu'elle s'établissait à 6,6% deux ans plus tôt. Dans le même temps, la vulnérabilité extérieure a sensiblement diminué sous l'impulsion de la baisse des prix des matières premières. Le déficit courant devrait ainsi s'établir à moins de 1% du PIB en 2016 alors qu'il était proche de 2% du PIB deux ans plus tôt. De plus, les investissements directs étrangers ont bénéficié de l'amélioration de l'environnement des affaires et ont accéléré à 2% du PIB soit un point de plus qu'il y a deux ans. Fin septembre 2016, le pays présentait une position extérieure nette débitrice équivalente à 16,7% du PIB alors qu'elle atteignait 17,9% du PIB deux ans plus tôt. En fin d'année 2016, les réserves de change couvraient 1,6 fois les besoins de financement à court terme du pays. A ce jour, même si les finances publiques restent le talon d'Achille de l'économie indienne, elles se sont améliorées. Sur l'exercice budgétaire 2016/2017 achevé au 31 mars 2017 on estime le déficit du gouvernement à 3,5% du PIB, soit un point de moins qu'il y a deux ans. Par ailleurs, même si la base fiscale du pays reste très faible (10,2% du PIB) l'adoption de la loi sur l'uniformisation de la taxe sur les biens et services (votée en juillet 2016), qui pourrait être mise en place en juillet 2017, devrait à terme augmenter les recettes du gouvernement ainsi que la croissance potentielle du pays en améliorant la compétitivité des entreprises.

Néanmoins, même si la situation macroéconomique du pays s'est consolidée, la situation microéconomique s'est fragilisée. Depuis cinq ans les entreprises font face à une forte hausse du service de leur dette alors que leurs profits décélèrent. Conjointement à la détérioration de la situation financière des entreprises, la qualité des actifs bancaires s'est dégradée et les bilans des banques, en particulier des banques publiques, se sont fortement fragilisés. Le poids des créances douteuses est tel qu'il pénalise la distribution du crédit bancaire et les autorités indiennes envisagent la création d'un organisme de défaillance centralisé afin d'assainir les bilans des banques publiques.

Pour appréhender l'ampleur des problèmes microéconomiques en Inde, nous proposons d'analyser dans une première partie l'évolution de la situation des entreprises, en mettant notamment l'accent sur les entreprises privées non-financières, pour nous concentrer dans un second temps sur la détérioration de la situation des banques, et en particulier des banques publiques. Nous présenterons notamment les différentes solutions qui émergent pour tenter d'assainir le secteur bancaire indien.

Fragilité des entreprises indiennes

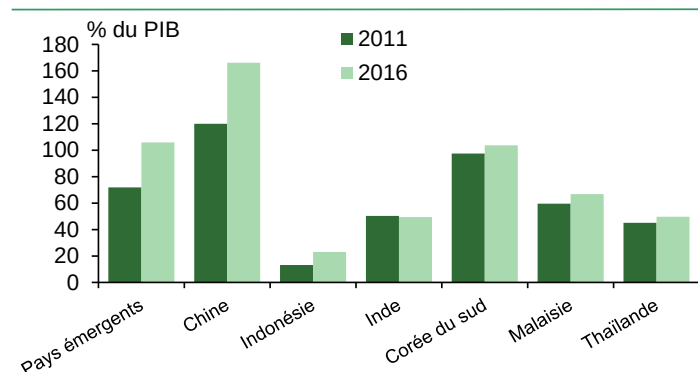
A partir de 2011 la situation financière des entreprises indiennes s'est dégradée. Sur la période 2006-2011 leur dette a augmenté de plus de 20% par an en moyenne pour atteindre 50,1% du PIB fin 2011, soit une hausse de dix points de PIB en cinq ans. Cette forte hausse de la dette était soutenable tant que l'environnement macroéconomique restait très porteur. Mais, après avoir subi un premier choc en 2008-2009, les entreprises indiennes ont été de nouveau fragilisées à partir de 2011 quand l'activité économique a ralenti et que les projets d'infrastructure ont été retardés voire annulés. Ainsi, dès 2011 le rythme de croissance des charges d'intérêt est devenu bien supérieur à celui des profits des entreprises. Le ratio de couverture des intérêts par les revenus est tombé de 5 en 2011 à 2,8 en 2013. Puis, entre 2014 et début 2016, les entreprises indiennes ont subi un troisième choc induit par la forte baisse du prix des métaux.



A partir de 2013, pour faire face à la détérioration de leur situation financière, les entreprises indiennes sont entrées dans une phase de désendettement. Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), la dette totale des entreprises non-financières indiennes atteignait fin juin 2016 USD 1023 mds, l'équivalent de 49,5% du PIB, alors qu'elle s'élevait à près de 53% du PIB en 2013.

Au niveau macroéconomique, le taux d'endettement n'est pas particulièrement élevé ; il est même plus modeste que dans de nombreux pays émergents d'Asie (cf. graphique 1). En revanche, les données d'entreprises indiquent que la capacité des plus grandes entreprises à faire face au service de leur dette est bien plus faible que dans les autres pays émergents (cf. graphique 2). Selon le FMI¹, le ratio de couverture² des entreprises indiennes atteignait 3,7 en juin 2016 alors qu'il s'élevait à 5,5 en Chine, 6,5 aux Philippines, 7,7 en Thaïlande et 8,4 en Malaisie.

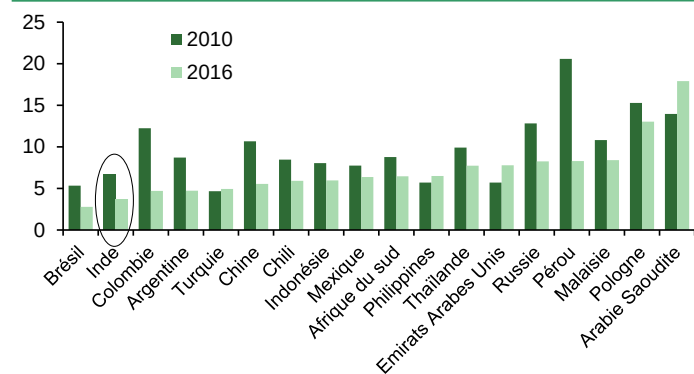
Dette des entreprises non financières



Graphique 1

Source : FMI

Ratio de couverture des intérêts (profit/charges d'intérêt)



Graphique 2

Source : FMI

¹ Global Financial Stability Report, Octobre 2016

² Le « Interest Coverage Ratio » est défini comme le profit avant paiement des intérêts rapporté aux dépenses d'intérêt.

De plus, la part de la dette dite « à risque³ » est élevée (41% selon un rapport de Crédit Suisse portant sur 3 700 entreprises cotées⁴) et fortement concentrée (selon le ministère des Finances⁵, 71% de la dette « à risque » serait détenue par seulement cinquante entreprises).

Néanmoins, la situation des seules entreprises privées est beaucoup moins préoccupante avec une part de dette à risque de seulement 14,7%. Par ailleurs, alors que la situation des entreprises publiques semble continuer de se détériorer, celle des entreprises privées s'est consolidée au cours des douze derniers mois (en septembre 2015 la part de la dette à risque s'élevait à 27%).

Nous concentrerons notre analyse sur la situation des entreprises privées non-financières en raison du manque de disponibilités des données publiques.

Consolidation de la situation des entreprises privées depuis le 1er trimestre 2016

Notre analyse de la situation financière des entreprises privées indiennes est réalisée à partir des données publiées par la banque centrale portant sur la situation de 2700 entreprises cotées.

En septembre 2016, leur situation était globalement plus satisfaisante qu'un an plus tôt :

- 14,5% des entreprises privées non-financières étaient considérées comme ayant un taux d'endettement excessif (entreprises dont l'excédent brut d'exploitation est négatif ou le ratio de dette rapportée aux fonds propres supérieur ou égal à 2), soit près de cinq points de moins qu'en septembre 2015. La dette des entreprises les plus vulnérables ne représente désormais que 16% de la dette totale, soit près de 14 points de moins qu'il y a un an (cf. graphique 3).
- Globalement, le ratio de dette rapportée au fonds propres de l'ensemble des entreprises privées non-financières était de 32% en septembre 2016 alors qu'il atteignait 38% en septembre 2015.
- Leur chiffre d'affaires a cessé de se contracter à partir de la fin de l'année 2015 pour enregistrer une croissance positive au T1-2016 (cf. graphique 4).
- Leur rentabilité a atteint un point haut depuis plus de cinq ans : le ratio des profits nets rapportés au chiffre d'affaires s'élevait à 8,7%, soit 1 point de plus qu'en 2015.

³ Part de la dette des entreprises dont les recettes ne suffisent pas à couvrir les charges d'intérêt.

⁴ Crédit Suisse s'appuie sur les données de 3 700 entreprises non-financières.

⁵ Economic Survey 2016-2017

Entreprises fortement endettées

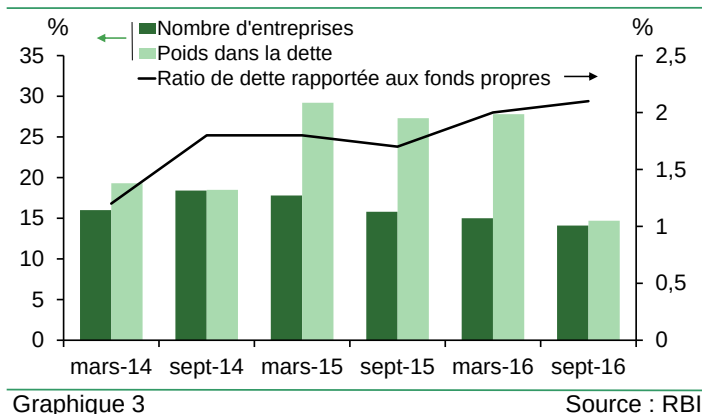
	Nombre d'entreprises (% total)				Part de la dette (% total)			
	mars-15	sept-15	mars-16	sept-16	mars-15	sept-15	mars-16	sept-16
EBIT <0 ou DET* >= 2	19	19,4	14	14,5	33,8	30,5	20,6	16
EBIT<0 ou DET >= 3	14,2	15,3	12,9	13,5	23	24,9	19	14,5

Tableau 1

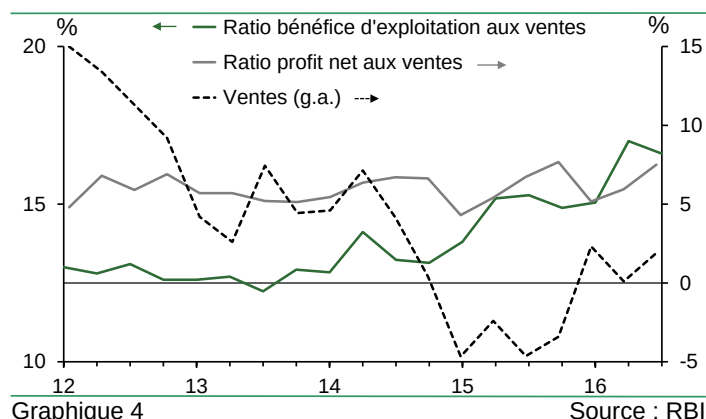
Source : RBI, 2700 entreprises privées non-financières

*DET (Debt-to-Equity ratio) : ratio de dette rapportée aux fonds propres

Entreprises dont les revenus ne couvrent pas les charges d'intérêt (ICR < 1)



Entreprises privées non financières



- Les dépenses d'intérêt ont diminué et s'élevaient à 26,2% des revenus avant impôt contre 30,3% en septembre 2015.
- Les profits avant impôts couvraient 3,8 fois leurs charges d'intérêt fin septembre 2016.
- Ainsi, fin septembre 2016, seulement 14,7% de la dette des entreprises privées non-financières cotées était engagé par des entreprises ayant des recettes insuffisantes pour couvrir leurs charges d'intérêt⁶ alors que ce ratio était supérieur à 27% un an plus tôt.

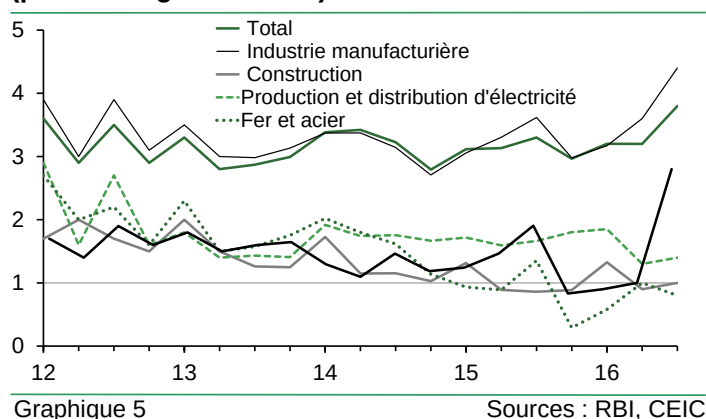
Néanmoins, la situation reste très hétérogène selon les secteurs d'activité concernés.

Une situation très disparate selon les secteurs d'activité

L'analyse de la structure financière des entreprises par secteur d'activité révèle que les entreprises privées les plus fragiles (celles dont les profits avant impôts sont négatifs ou dont les recettes sont insuffisantes pour couvrir le paiement des intérêts) sont celles

appartenant aux secteurs du fer et de l'acier et de la construction. Par ailleurs, la situation financière des entreprises du secteur de l'énergie, et notamment de la production et de la distribution d'électricité, s'est sensiblement dégradée au cours des douze derniers mois même si, globalement, leurs revenus avant impôts restaient suffisants pour couvrir leurs charges d'intérêt (cf. graphique 5).

Ratio de couverture des intérêts (profit/charges d'intérêt)



⁶ Financial Stability Report, RBI, décembre 2016

Le secteur de la sidérurgie reste le secteur d'activité le plus fragile. La banque centrale estime que 28,6% des entreprises étaient en situation de stress en septembre 2016. Ces entreprises concentrent 36,7% de la dette du secteur⁷. Travaillant sur des données d'enquête, nous ne disposons pas de la valeur de la dette de l'ensemble du secteur d'activité. Néanmoins, le crédit bancaire octroyé aux entreprises du secteur était de USD 47 mds fin 2016, soit l'équivalent de 2,1% du PIB.

La détérioration de la situation financière des entreprises de la sidérurgie résulte d'une forte hausse de leur dette entre 2011 et 2014 dans une période où les prix des métaux étaient à des niveaux particulièrement élevés. Lorsque les prix se sont retournés (de plus de 42% entre mi-2014 et début 2016) leur chiffre d'affaires a baissé pendant six trimestres consécutifs entraînant une contraction de leurs profits. Depuis le T2-2016 leur situation s'est globalement légèrement redressée⁸, en particulier pour les plus grosses entreprises du secteur, sous l'impulsion de la hausse des prix internationaux des métaux. Cependant, les profits étaient toujours insuffisants pour couvrir les charges d'intérêt (le ratio s'élevait à 0,8 au T3-2016).

La situation financière des entreprises du secteur de la construction est fragile et elle s'est dégradée jusqu'en septembre 2016. Globalement, leurs profits sont juste suffisants pour couvrir leurs charges d'intérêt. La banque centrale estime que 32,6% de leur dette est risquée. La part du secteur de la construction dans le crédit bancaire reste néanmoins modeste (1,6%). Fin 2016, les crédits octroyés aux entreprises du secteur atteignaient seulement USD 11,7 mds, soit l'équivalent de 0,5% du PIB.

Dans le secteur énergétique, la situation des entreprises privées n'est pas aussi fragile que dans le secteur de la sidérurgie ou même de la construction, mais elle s'est dégradée au cours des six derniers mois. Au T3-2016 leurs profits nets ne couvraient plus que 1,4 fois leurs charges d'intérêt contre 1,7 fois un an plus tôt. Cette détérioration est le reflet d'une hausse de leur dette dans le cadre d'importants programmes d'investissement (le crédit a augmenté de +19% par an en moyenne sur la période 2010-2015) qui n'ont pas encore dégagé les bénéfices attendus. Deux raisons l'expliquent : en premier lieu, la production effective d'électricité n'atteignait au second semestre 2016 que 59,6% de la production potentielle ; en second lieu les prix de l'électricité restent bien inférieurs aux coûts. Dans certains Etats, les prix⁹ n'ont pas été augmentés depuis plus de dix ans, ce qui génère des

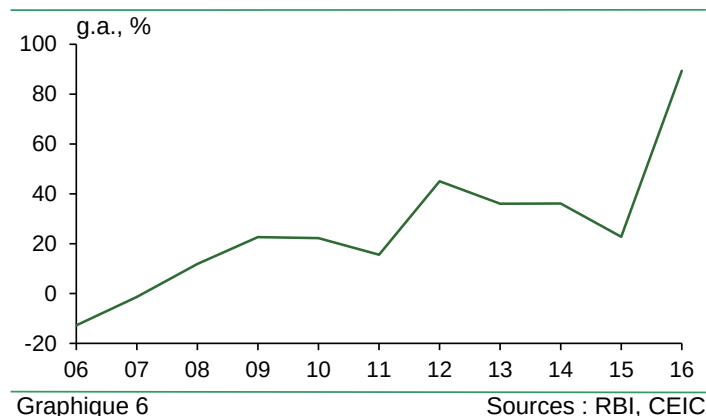
pertes pour les entreprises distributrices qui se trouvent alors dans l'incapacité de faire face à leurs propres engagements vis-à-vis des entreprises productrices d'électricité. Les crédits aux entreprises du secteur représentaient fin décembre 2016 plus de 10% des crédits totaux, soit l'équivalent de 3,5% du PIB.

Concernant le secteur des transports et des télécommunications, même si la dette excède 150% des capitaux propres dans ces deux secteurs d'activité, globalement, au T3-2016, les profits couvraient encore respectivement plus de trois fois et deux fois et demi les charges d'intérêt des entreprises. Toutefois, dans le transport aérien, la situation des entreprises s'est détériorée au deuxième semestre conjointement à l'augmentation des prix du pétrole qui ont tiré à la hausse les dépenses des compagnies aériennes. Ainsi, les profits de Jet Airways (dont la part de marché excède 38%) ne couvraient que 0,9 fois ses charges d'intérêt en fin d'année.

Banques publiques: forte hausse des risques

La détérioration de la situation des entreprises indiennes depuis 2011 a généré une forte hausse des risques de crédit. Les créances douteuses (hors actifs restructurés) ont augmenté de plus de 44% par an en moyenne au cours des cinq dernières années (cf. graphique 6) et sont concentrées à 75% dans les banques publiques. Leurs besoins de recapitalisation sont très élevés et ont nécessité l'injection de capital de la part du gouvernement. Néanmoins, même s'il soutient ses banques publiques, le gouvernement indien cherche à limiter leur recapitalisation par les fonds publics afin de contenir tout risque de dérapage budgétaire.

Croissance des créances douteuses



⁷ Au T3-2016, les revenus des entreprises ne couvraient, globalement, que 0,8 fois le paiement des intérêts.

⁸ En effet, au T1-2015, plus de 50% de la dette du secteur était risquée (vs 36,7% au T2-16).

⁹ En moyenne, les prix sont de Rs 2.5/kwh alors que le prix moyen pour couvrir les coûts serait de Rs 4/kwh.



Augmentation significative des créances douteuses

Fin septembre 2016, les créances douteuses de l'ensemble du secteur bancaire indien atteignaient 9,3% des crédits totaux (soit un niveau très supérieur à ce qui prévaut dans les autres pays émergents d'Asie) et la part des prêts considérés comme « risqués » (somme des prêts non performants et restructurés) s'élevait à 12,3% des crédits (cinq points de plus qu'il y a un cinq ans) soit l'équivalent de 4,2% du PIB. Néanmoins, pour rendre compte de l'ensemble des crédits susceptibles de ne pas être remboursés, le ministère des Finances considère qu'il faut également intégrer les crédits octroyés aux entreprises dont les revenus sont insuffisants pour couvrir leurs charges d'intérêt et qui ne sont pas encore reconnus comme étant risqués. Il estime ainsi que les crédits « stressés » atteignaient fin septembre 16,6% de l'ensemble des crédits bancaires (20% dans les seules banques publiques) soit l'équivalent de 8,7% du PIB.

Cette forte augmentation des créances douteuses reflète à la fois la détérioration de la qualité des actifs bancaires mais aussi la requalification des créances « restructurées » en créances « douteuses » suite au vaste programme de « reconnaissance des créances douteuses »¹⁰ mis en place par la banque centrale indienne fin 2015 dans le but de contraindre les banques à provisionner davantage leurs actifs à risque. Néanmoins, l'ensemble des créances douteuses et des prêts restructurés continue de croître, car en dépit de la légère amélioration de la situation financière des entreprises privées depuis un an, celle des entreprises publiques continue de se dégrader. Par ailleurs, la situation de l'ensemble des entreprises reste précaire dans certains secteurs d'activité (infrastructures, métaux notamment).

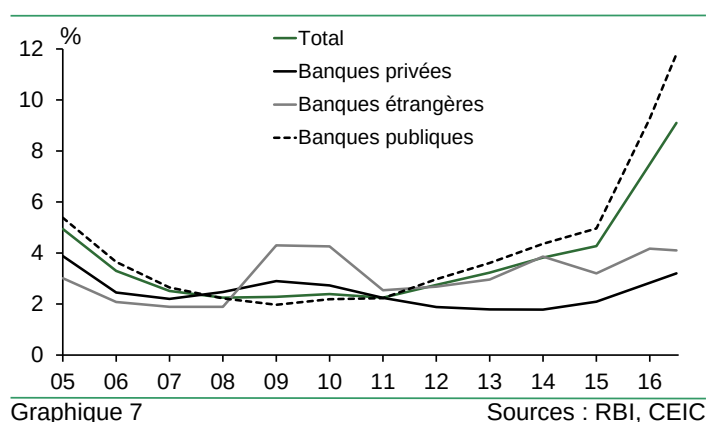
Concentration des risques dans les banques publiques

Fin septembre 2016, 89% des créances douteuses étaient concentrées dans les banques publiques. Le ratio de créances douteuses s'élevait à 11,8% des crédits des banques publiques alors que ce ratio n'était que de 3,2% dans les banques privées et de 4,1% dans les banques étrangères (cf. graphique 7).

En intégrant les prêts restructurés, la banque centrale estime que 15,8% des prêts accordés par les banques publiques étaient risqués alors que ce ratio n'était que de 4,6% dans les banques privées. Dans les banques publiques, le montant total des prêts « à risque » a été multiplié par près de vingt-et-un en cinq ans alors que, dans le même temps, l'ensemble des crédits octroyés par les banques publiques n'était multiplié que par 1,8.

¹⁰ Revue de portefeuille (Asset Quality Review) qui doit être achevée au 31/03/2017.

Ratio de créances douteuses par banque



La concentration des créances douteuses dans les banques publiques s'explique en grande partie par un problème de gouvernance. Les intérêts politiques interfèrent parfois dans la gouvernance des banques publiques et dans la politique de crédit.

Les crédits à risque sont majoritairement concentrés dans l'industrie, secteur qui reçoit 51% des crédits aux entreprises. La banque centrale indienne estimait fin septembre 2016 que 22% des crédits accordés dans l'industrie étaient risqués alors que dans l'agriculture et les services ils ne représentaient, respectivement, que 7,2% et 8,3% des crédits totaux.

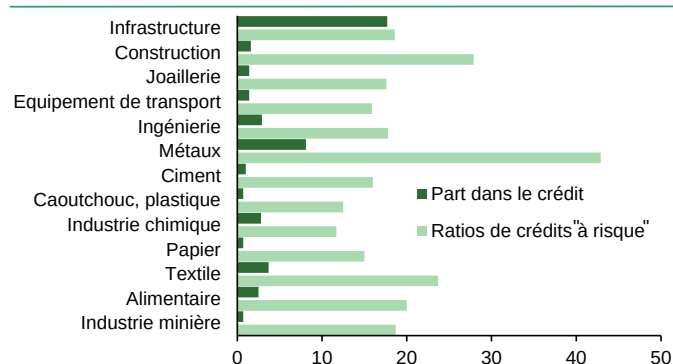
Au sein de l'industrie, les actifs risqués sont concentrés dans les secteurs que nous avons déjà identifiés comme étant les plus fragiles au vu de la situation des entreprises privées non-financières : les métaux, la construction et les infrastructures. Dans ces trois secteurs d'activité, fin septembre 2016, les actifs risqués dépassaient respectivement 43%, 28% et 18% des crédits octroyés. Les crédits aux entreprises dans les secteurs les plus risqués - infrastructures au sens large¹¹ (y compris énergie), métaux et construction - représentaient en janvier 2017 21% des crédits du secteur bancaire (y compris les prêts aux ménages), soit l'équivalent de 9,4% du PIB (cf. graphique 8).

D'autres secteurs présentaient des ratios de crédits à risque supérieurs à 15%. C'est notamment le cas de l'exploitation minière, l'alimentaire, le textile, le papier, le ciment, l'ingénierie, les équipements de transport et la joaillerie.

¹¹ Dans le secteur des infrastructures au sens large, la détérioration de la situation financière des entreprises résulte en partie des nombreuses contraintes administratives qui ont généré des retards très importants voire des annulations de projets. Les entreprises publiques ont entrepris de gros travaux d'infrastructures en réponse aux importants besoins du pays. Leur dette a été multipliée par deux sur la période 2010-2015. Face à d'importants retards dans les projets, voire à leur suspension, ainsi qu'à une mauvaise évaluation des coûts (pour des raisons environnementales et légales), leurs profits ont chuté et leur situation financière s'est sensiblement dégradée.



Concentration des créances "à risque" par secteur (créances douteuses et crédits restructurés, %)



Graphique 8

Source : RBI

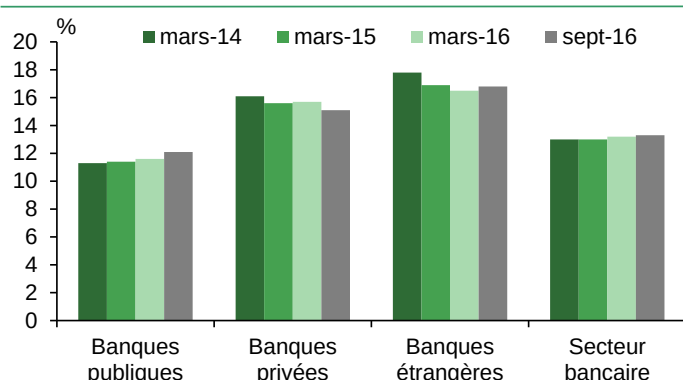
Des besoins de recapitalisation élevés et très partiellement couverts par l'Etat

En réponse à la hausse des créances douteuses, les banques indiennes ont augmenté leurs provisions. Mais dans son dernier rapport de décembre 2016, la banque centrale estimait que trente-trois banques au total (74% des prêts) avaient des provisions insuffisantes pour couvrir leurs pertes attendues. Parmi ces trente-trois banques figuraient toutes les banques publiques, dont l'ensemble des provisions ne couvrait, fin septembre 2016, que 5,8% des crédits alors que la banque centrale estimait que les pertes à venir s'élèveraient à 7,5% des crédits.

Par ailleurs, même si globalement, dans son scénario le moins optimiste, la banque centrale estimait fin décembre 2016 que les pertes des banques publiques (anticipées ou induites par un choc modeste) n'excèderaient pas leurs capitaux propres, ce ne serait pas le cas de toutes les banques. En effet, cinq banques publiques et une banque privée (qui détiennent 7% ensemble des prêts bancaires totaux) enregistreraient des pertes, en cas d'un choc standard, supérieures à leurs capitaux propres.

Fin septembre, les ratios de solvabilité des banques publiques étaient de l'ordre de 12% (cf. graphique 9). A titre de comparaison, ceux des banques privées étaient d'environ 15% alors que ceux des banques étrangères étaient proches de 17%. Par ailleurs, dans l'ensemble, les banques publiques ne détenaient pas assez de capitaux propres pour respecter les contraintes bâloises à l'horizon 2019. Ainsi, fin mars 2016 quatorze banques publiques sur vingt-et-une et trois banques privées sur dix-neuf présentaient des ratios de solvabilité inférieurs à 11,5%, le niveau exigé d'ici 2019 (cf. graphique 10).

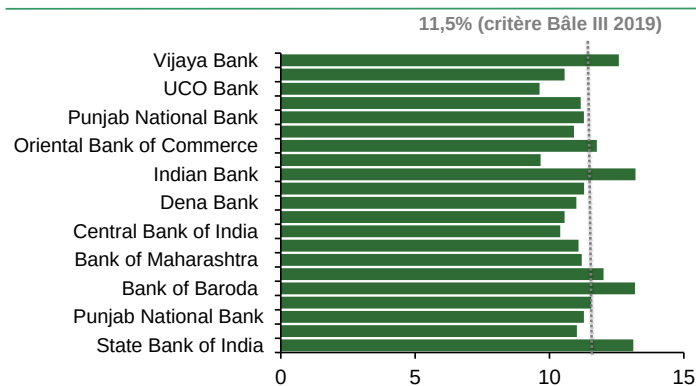
Ratio de solvabilité



Graphique 9

Source : RBI

Ratio de solvabilité des banques publiques (mars 2016, %)



Graphique 10

Source : CEIC

En février 2017, selon l'hypothèse faite sur le taux de provisionnement, le FMI a estimé les besoins en capital du secteur bancaire indien entre 1,5% et 4,2% du PIB (pour un taux de provisionnement compris entre 40% et 70% des créances)¹². Le coût de recapitalisation des seules banques publiques serait compris entre 1% et 2,8% du PIB. Néanmoins, l'estimation faite par le FMI des créances risquées est bien inférieure à celle réalisée par le ministère des Finances. En effet, contrairement à ce dernier, le FMI estime que seulement 25% des prêts restructurés pourraient se transformer en créances douteuses. Par ailleurs, il ne tient pas compte des créances détenues par les entreprises qui ne peuvent faire face à leurs charges d'intérêt. Pour satisfaire aux exigences réglementaires d'ici 2019, l'agence de notation Fitch estimait en juin 2016 les besoins en capital de l'ensemble du secteur bancaire à USD 90 mds (soit environ 4% du PIB) dont 83% pour les seules banques publiques.

¹² FMI, Article IV, février 2017

A ce jour, le gouvernement indien n'a prévu d'injecter au total que INR 700 mds soit l'équivalent de USD 10,4 mds (0,5% du PIB). Depuis l'exercice budgétaire 2015/2016 près de INR 500 mds ont déjà été injectés (0,4% du PIB) et INR 100 mds supplémentaires seront injectés en 2017/2018 et en 2018/2019. A ce jour, en raison de la détérioration des bilans des banques publiques, il semble très difficile d'envisager qu'elles parviennent à lever des capitaux sur les marchés à hauteur d'environ 3% du PIB¹³. Or, dans son budget prévisionnel pour l'exercice 2017/2018 le gouvernement n'a pas fait mention d'une hausse de ses dépenses pour recapitaliser davantage le secteur bancaire.

Vers la création d'un organisme de défaisance ?

Depuis 2014, les autorités monétaires indiennes ont entrepris plusieurs mesures (voir encadré, page 10) pour tenter d'assainir les bilans bancaires. Néanmoins, à ce jour, aucun progrès significatif n'a été enregistré. Or, les difficultés des banques publiques pèsent de plus en plus sur la distribution du crédit ce qui contraint l'activité économique et en particulier les investissements privés. Ainsi, fin janvier 2017 le crédit aux entreprises n'augmentait que de +1% en glissement annuel (g.a.) et se contractait de 5% en g.a. dans l'industrie.

Le ministère des Finances estimait dans son dernier rapport sur l'état de l'économie¹⁴ que de nouvelles annulations de dette seraient indispensables pour assainir les bilans bancaires. Il estime que trente-trois entreprises parmi les cent plus fragiles auraient besoin d'une réduction de dette comprise entre 50% et 75%. Néanmoins, il paraît difficile que de telles annulations de dette puissent avoir lieu de manière spontanée et décentralisée car la dette des entreprises les plus fragiles semble être disséminée au sein du secteur bancaire.

La solution la plus efficace consisterait à créer un organisme de défaisance centralisé. Toutes les créances douteuses des banques seraient regroupées au sein d'une même entité juridique ad hoc, ce qui permettrait de pallier le problème de la dispersion des créances d'une même entreprise auprès de plusieurs établissements bancaires. Par ailleurs, une telle solution permettrait aux banques de se concentrer sur leurs activités de crédit plutôt que sur le recouvrement de créances. La recapitalisation de certaines banques resterait néanmoins indispensable pour leur permettre de consolider leurs bilans, respecter les normes réglementaires internationales d'ici 2019 et reprendre leurs activités de crédit.

¹³ La rentabilité des banques publiques a fortement diminué. En septembre 2016, les ROA et ROE des banques publiques étaient négatifs.

¹⁴ Economic Survey 2016-2017

Mais une question reste ouverte : qui financerait le rachat des créances douteuses ?

A cette question, le ministère des Finances et le vice-gouverneur de la banque centrale ont apporté des premiers éléments de réponse. Le ministère des Finances propose de créer un organisme public (Public Sector Asset Rehabilitation Agency ou PARA) qui serait financé par trois moyens : i) l'émission de titres de la part du gouvernement, ii) les marchés financiers (avec l'ouverture du capital de la PARA aux investisseurs), iii) la vente de titres publics détenus par la banque centrale et transférés à la PARA.

La deuxième « solution » a été proposée par le vice-gouverneur de la banque centrale indienne, Viral Acharya, en février. Il propose de créer deux organismes de défaisance, des gestionnaires d'actifs, afin d'alléger le coût supporté par les finances publiques : un organisme privé (Private Asset Management Company) et un organisme public (National Asset Management Company), qui achèteraient et centraliseraient l'ensemble des créances douteuses. L'idée présentée par Viral Acharya étant que la société privée de gestion d'actifs (à l'image de ce qui a été fait en Espagne) se concentre sur les créances les moins problématiques (définies par le vice-gouverneur de la banque centrale comme étant celles du secteur des métaux, de la construction, des télécommunications et du textile) alors que la société publique de gestion d'actifs rachèterait principalement les créances des entreprises du secteur de l'énergie. Une telle solution permettrait de contenir, au moins partiellement, le coût à charge pour le gouvernement car les deux entreprises ouvriraient leur capital aux investisseurs.

Quel serait le coût pour les finances publiques ?

Evaluer le coût de la création d'un organisme de défaisance dépend de nombreux facteurs dont l'origine des fonds et la décote pour le rachat des créances douteuses.

Pour estimer le coût maximal pour le gouvernement, nous supposons qu'il prendra à sa charge l'intégralité du rachat des créances douteuses des banques publiques. Sur la base d'un montant de créances stressées définies par le ministère des Finances (USD 170 mds pour les banques publiques) et un taux de perte compris entre 60% et 70%, selon le type de scénario retenu, on estime alors que le coût de rachat des créances douteuses des banques publiques avec une décote comprise entre 30% et 40% serait de l'ordre de USD 51 mds à USD 68 mds, soit l'équivalent de 2,3% à 3,0% du PIB. Néanmoins, le ministère des Finances considère que, même dans le cas de la création d'un organisme de défaisance, du capital supplémentaire devra être injecté dans les banques publiques.



Encadré

Mesures d'assainissement des bilans bancaires prises par les autorités monétaires indiennes depuis juin 2014

Juin 2014 : La première mesure prise par les autorités monétaires (« 5/25 ») pour faire face à la montée des risques de crédit a consisté à donner du temps aux emprunteurs pour tenir leurs engagements. Les autorités étant convaincues que les difficultés des entreprises seraient temporaires, elles ont autorisé les banques à allonger la durée des emprunts à vingt-cinq ans avec un ajustement des taux d'intérêt tous les cinq ans. Cette mesure permettait aussi de réduire le coût de provisionnement pour les banques. Mais les difficultés des entreprises se sont accentuées (baisse des prix des matières premières et ajournement dans les projets d'infrastructure).

Août 2014 : Dans le même temps, la banque centrale a autorisé la création d'organismes privés de défaillance, les *Asset Reconstruction Companies* (ARC), dont la fonction était de racheter les créances douteuses aux banques commerciales. Par ailleurs, le gouvernement a autorisé une prise de participation de 100% des investisseurs étrangers. Mais au cours des deux dernières années les banques n'ont vendu que 5% de leurs créances douteuses car la décote qu'elles acceptaient sur la valeur des crédits était jugée trop insuffisante aux yeux des acheteurs.

Juin 2015 : Face à la hausse des risques de crédit, la banque centrale a mis en place un programme de restructuration de dette (*Strategic Debt Restructuring*), autorisant un consortium de banques à convertir la totalité ou une partie des dettes des entreprises en actions de telle sorte que les créanciers détiennent la majorité et puissent ainsi prendre le contrôle des entreprises en défaut de paiement. Néanmoins, les entreprises ont, pour la plupart, refusé la conversion de leur dette en actions dans de telles conditions. Par conséquent, les restructurations de dette dans ce cadre ont été limitées.

Octobre 2015 : Une vaste revue du portefeuille bancaire est entreprise (*Asset Quality Review*) afin de contraindre les banques à requalifier les prêts restructurés en créances douteuses et de provisionner suffisamment leurs créances à risque. Celles-ci ont jusqu'au 31 mars 2017 pour passer en revue l'intégralité de leur portefeuille et augmenter leurs provisions à hauteur des créances douteuses ainsi redéfinies.

Mai 2016 : la loi sur les faillites est adoptée. Cette loi sur le processus réglementaire encadrant les recouvrements de dette devrait considérablement alléger le processus de restructuration de dette en faveur des banques. Actuellement, le taux de recouvrement n'est que de 25,7% en Inde alors qu'il atteint 31,2% en Indonésie et 81,3% en Malaisie. Par ailleurs, il faut en moyenne 4,3 ans aux banques indiennes pour résoudre un défaut de paiement alors qu'il ne faut que 1,9 an en Indonésie et 1 an en Malaisie. L'objectif des autorités monétaires est de réduire ce délai à 180 jours.

Juin 2016 : Le programme de restructuration de dette mis en place un an plus tôt est modifié. Un nouveau programme s'y substitue : *Scheme for Sustainable Structuring of Stressed Assets* (S4A). Les banques ont désormais la possibilité de distinguer la partie recouvrable de la partie non recouvrable de leur créance. Les dettes éligibles à ce nouveau programme sont celles dont la partie estimée comme étant recouvrable est supérieure ou égale à 50% de la créance. Le montant de la créance qui pourrait être recouvrée doit être estimé par une agence indépendante. La partie non recouvrable de la dette peut alors être transformée en actions ou actions privilégiées. Dans le cadre de ce nouveau programme, les banques ne devront provisionner que 20% de l'encours total ou 40% de la partie non recouvrable de la créance. Par ailleurs, contrairement à ce qui prévalait dans le programme de restructuration précédent, dans le cadre du S4A les banques n'auront aucun droit de regard sur la gestion de l'entreprise.

Selon l'agence de notation Fitch, quelle que soit la méthode retenue, le coût devrait être proche de USD 90 mds dont USD 75 mds pour les seules banques publiques (soit 3,4% du PIB). Créer une structure de défaillance ne permettrait donc pas d'alléger le coût à la charge du gouvernement par rapport à une « simple » recapitalisation à moins que la structure ad hoc soit financée par des capitaux privés.

Ainsi, même si le gouvernement indien semble aujourd'hui peu enclin à accroître ses dépenses en faveur des banques publiques, il pourrait y être contraint au vu de la détérioration de leur situation. Le coût d'assainissement du secteur bancaire en général et des seules banques publiques en particulier pourrait être supporté par le pays, même si les finances publiques restent fragiles. Sur l'exercice



budgetaire 2016/2017 achevé au 31 mars 2017, on estime le déficit du gouvernement et de l'ensemble des administrations à 6,5% du PIB et la dette publique à près de 69% du PIB. Néanmoins, quelle que soit la solution adoptée par les autorités, supporter l'intégralité du coût d'assainissement des banques publiques, fragiliserait la consolidation budgétaire en cours.

Conclusion

La forte augmentation de la dette des entreprises et la détérioration de leur situation financière ont été à l'origine d'une très forte augmentation des créances douteuses concentrées dans les banques publiques. A ce jour, la forte hausse des risques de crédit concerne principalement les banques publiques qui bénéficient d'un vaste soutien de la part du gouvernement. Néanmoins, la distribution du crédit a sensiblement ralenti et les investissements peinent à redémarrer. Le crédit aux entreprises s'élevait à seulement 34,3% du PIB fin 2016, soit cinq

points de moins qu'il y a cinq ans. Cette diminution reflète en partie la stratégie de désendettement des entreprises mais aussi les difficultés croissantes des banques publiques.

Pour parvenir à relancer le crédit bancaire et ainsi soutenir les investissements privés, les autorités monétaires doivent impérativement parvenir à assainir les bilans des banques publiques. Mais, à ce jour, les mesures prises par les autorités restent insuffisantes. La question de la création d'un organisme de défaillance public se pose mais elle pourrait mettre à mal la consolidation des finances publiques. Par ailleurs, l'assainissement durable des bilans bancaires nécessite impérativement d'améliorer la gouvernance au sein des banques publiques.

Achévé de rédiger le 23 mars 2017
johanna.melka@bnpparibas.com



Le ralentissement de la croissance sud-africaine : éléments d'analyse

François Faure

Les perspectives de croissance à court et moyen terme de l'économie sud-africaine restent très incertaines. Les facteurs externes qui ont concouru au ralentissement de ces dernières années devraient être plus favorables, la croissance chinoise se stabilise et les prix des matières premières se redressent. En revanche, les facteurs internes vont jouer négativement sur la productivité globale de l'économie et sur la capacité des entreprises et des ménages à investir.

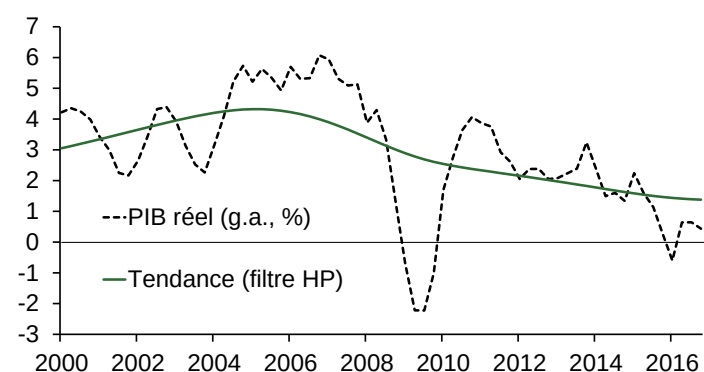
L'économie sud-africaine traverse actuellement une période de croissance très ralentie, inflationniste et génératrice d'endettement public et externe. La détérioration des fondamentaux macro-économiques du pays vient d'ailleurs de conduire Standard & Poor's et Fitch à abaisser en catégorie spéculative la notation de la dette souveraine libellée en devises.

absorber l'augmentation de la population active (près de 600 000 personnes par an¹) et endiguer un chômage structurel qui a atteint 27% de la population active fin 2016². De plus, les créations nettes d'emplois l'ont été dans l'administration publique et non dans le secteur privé.

Un tableau macroéconomique dégradé

La croissance du PIB réel est tombée d'un peu plus de 3,0% en 2011 à seulement 0,3% en 2016. Hors soutien de la consommation et de l'investissement des administrations publiques, elle est même devenue négative. Les études récentes consacrées au ralentissement de la croissance sud-africaine sont unanimes : selon la banque centrale (SARB) ou le FMI, le potentiel de croissance est passé de plus de 4% en 2007 à environ 1,5 % actuellement (graphique 1).

Affaissement du potentiel de croissance

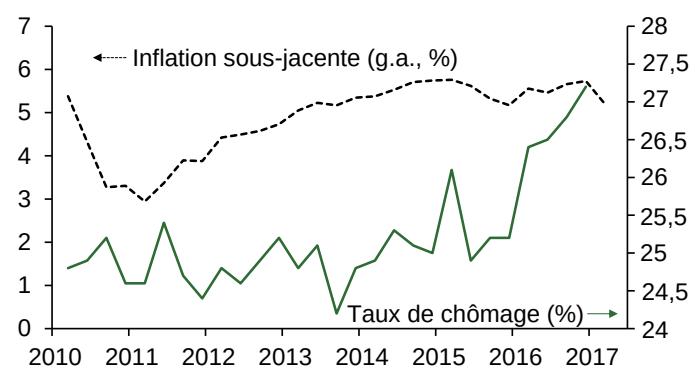


Graphique 1

Sources : Stats SA, BNP Paribas

Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a doublé passant de 3% début 2011 à 6% fin 2016 (graphique 2). L'emploi dans le secteur non agricole a fortement ralenti (ne progressant que de 0,3% par an sur les cinq dernières années contre 1,3% sur la décennie 2000), ce qui est très insuffisant pour

Inflation et chômage



Graphique 2

Sources : Stats SA, BNP Paribas

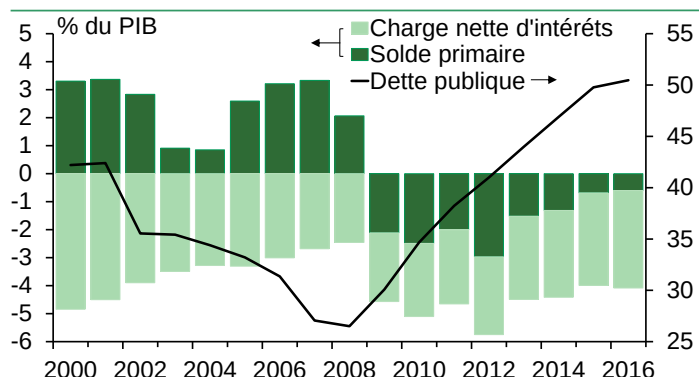
Le ratio de dette publique a augmenté de dix points de PIB depuis 2011 (et au total de vingt-cinq points depuis la crise financière de 2008-2009) pour atteindre 51% fin 2016. Pourtant le déficit budgétaire primaire (i.e. hors intérêts de la dette) a été ramené d'un peu plus de 3% du PIB en 2011 à 1,3% estimé pour l'exercice fiscal se clôturant fin mars 2017. Mais ces efforts ont été annihilés par un alourdissement de la charge d'intérêts. De plus, la dépréciation massive du rand (40% contre dollar entre la fin 2011 et fin 2016) a conduit à une forte revalorisation de la dette en devises (rapportée au PIB)³. De plus, la dette des entreprises publiques est passée de 6% à 18% du PIB de sorte que la dette publique totale est proche de 70% du PIB.

¹ Pour absorber l'augmentation de la population, l'emploi dans le secteur privé non agricole devrait augmenter de 2,5% par an.

² D'après la Banque mondiale, le taux de chômage prenant en compte également les personnes ne cherchant plus d'emploi par découragement était de 33% fin 2015.

³ La part de la dette en devises (majoritairement en dollars) est de 10%.

Finances publiques



Graphique 3 Sources : SA National Treasury, FMI, BNP Paribas

Enfin, malgré le redressement des termes de l'échange depuis 2014 (grâce à la baisse des prix du pétrole en 2014-2015 et au rebond des prix des métaux en 2016), le déficit courant atteignait encore 4% du PIB en 2016. Facteur aggravant, ce déséquilibre extérieur reflète bien plus une insuffisance d'épargne domestique qu'une surabondance d'investissement. Comme la balance des investissements directs est structurellement déficitaire, la dette extérieure a elle-aussi fortement augmenté au cours des dernières années, atteignant l'équivalent de 154% des recettes exportations alors que ce ratio était de seulement 70% avant la crise financière.

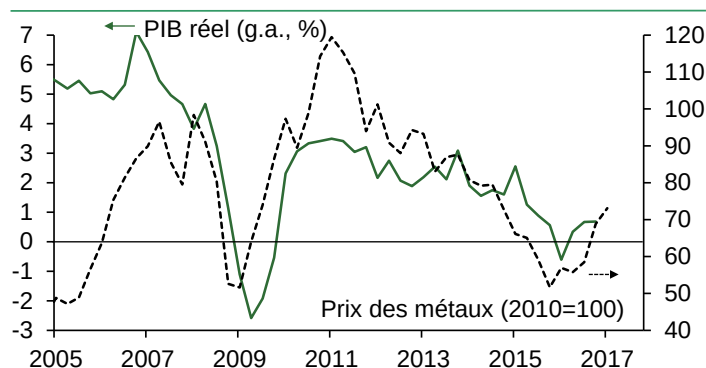
Le ralentissement de la croissance a été observé dans la plupart des pays émergents depuis la crise financière mondiale de 2008, en particulier pour les pays producteurs de matières premières. Le ralentissement de l'économie sud-africaine peut-il uniquement s'expliquer par le retournement du « super » cycle des prix des matières premières ou, au contraire, trouve-t-il aussi ses racines dans des faiblesses structurelles ?

Facteurs externes du ralentissement de la croissance

La Chine et le cycle des matières premières

Comme toutes les économies dépendantes des prix des matières premières, l'économie sud-africaine a été exposée à deux chocs externes fortement corrélés depuis 2011 : 1/ le ralentissement de la demande chinoise de matières premières, devenue ces dernières années la première destination des exportations ; 2/ la baisse consécutive des prix des minerais (graphique 4).

Croissance et prix des matières premières



Graphique 4 Sources : Stat, SA, FMI

Pour autant, la production en volume du secteur minier a relativement bien résisté (-1,5% en 2016 par rapport à 2011), malgré les mouvements de grèves en 2012 et 2015 et les fermetures de mines. De plus, le secteur ne représente que 7% de la production et 3% de l'emploi. Comptablement, l'impact direct du secteur sur la croissance du PIB a donc été assez faible.

En revanche, les effets revenus indirects induits par la baisse des prix des matières premières ont été importants. A partir d'une modélisation VAR structurelle (intégrant explicitement des coefficients d'interdépendance entre le secteur minier et les autres secteurs de l'économie), les économistes du FMI ont mesuré qu'une baisse de 10% des prix à l'exportation des produits miniers de l'Afrique du Sud réduit la croissance de 0,2 point de PIB au bout de deux trimestres⁴.

Or les prix des principaux produits miniers exportés par l'Afrique du Sud (minerais de fer, cuivre, nickel, platine et charbon) ont chuté en moyenne de 60% entre 2011 et 2016. L'impact négatif sur le PIB, aurait donc été d'environ 1,5 point de PIB en cumul sur la période 2011-2016.

Toutefois, la baisse des prix des matières premières a coïncidé avec d'importantes pénuries d'électricité de sorte que l'effet de la baisse des prix des matières premières est probablement surestimé. Il est difficile d'évaluer précisément la contribution des facteurs externes au ralentissement de la croissance. Mais on peut raisonnablement penser qu'ils en ont expliqué moins de la moitié.

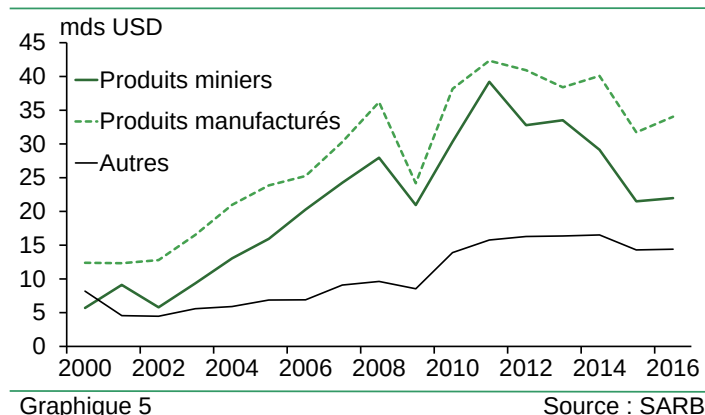
⁴ Voir Rapport des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV – Juillet 2016

Inélasticité des exportations

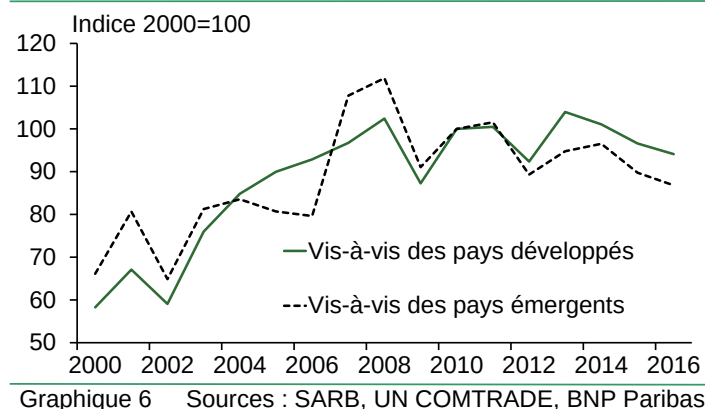
Au-delà de l'effet de la Chine et du cycle des prix des matières premières, les performances à l'exportation ont été très médiocres au cours des cinq dernières années.

Les exportations de produits miniers y ont évidemment largement contribué⁵. Mais c'est aussi le cas des produits manufacturés qui ont reculé de 20% sur la période 2011-2016 (graphique 5) et entraîné une perte de part de marché de près de 15% par rapport aux autres pays émergents (graphique 6).

Exportations par produits



Evolution de la part de marché des produits manufacturés



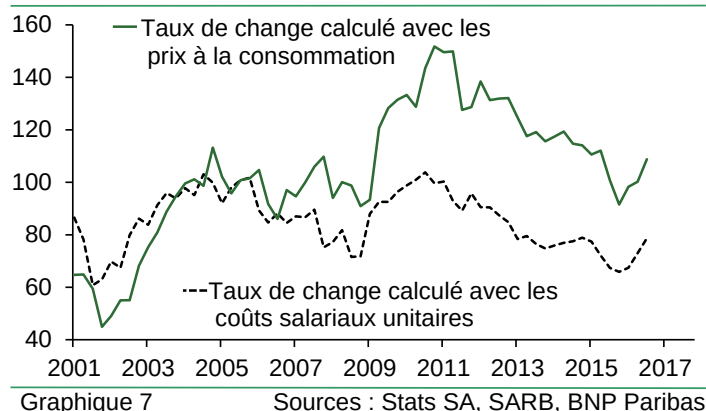
⁵ Elles se sont contractées de 44% et leur part dans le total des exportations est passée de 41% en 2011 à 31% en 2016.

Or le ralentissement des importations des principaux partenaires de l'Afrique du Sud ne permet pas non plus d'expliquer une telle contre-performance (la croissance des pays voisins⁶, qui représentent 13% du total des exportations, est restée soutenue).

Les exportations de produits manufacturés souffrent d'un manque de compétitivité hors prix. Jusqu'à la crise financière de 2008-2009, il ressortait des études économétriques une faible élasticité-prix des exportations. Depuis la crise, l'élasticité s'est encore affaiblie, la dépréciation du taux de change réel (graphique 7) n'ayant pas permis d'améliorer les parts de marché à l'exportation.

Une étude récente du FMI montre que la prise en compte de facteurs de compétitivité hors prix (diversification des produits, contraintes matérielles comme la pénurie d'électricité ou les journées de grève) permet d'expliquer en partie l'inélasticité des exportations à l'évolution du taux de change réel⁷.

Taux de change effectifs réels



Facteurs internes du ralentissement de la croissance

L'analyse des facteurs internes de la croissance donne un éclairage complémentaire à l'analyse précédente des facteurs externes. La décomposition en termes d'offre de la croissance⁸ montre que l'accumulation du capital a continué d'être un facteur de soutien mais que, malgré cela, l'économie sud-Africaine est devenue moins productive.

⁶ Botswana, Lesotho, Namibie, Swaziland

⁷ Rahul Anand, Roberto Perrelli and Boyang Zhang «South Africa's export performance: any role for structural factor's» IMF Working Paper 16/24.

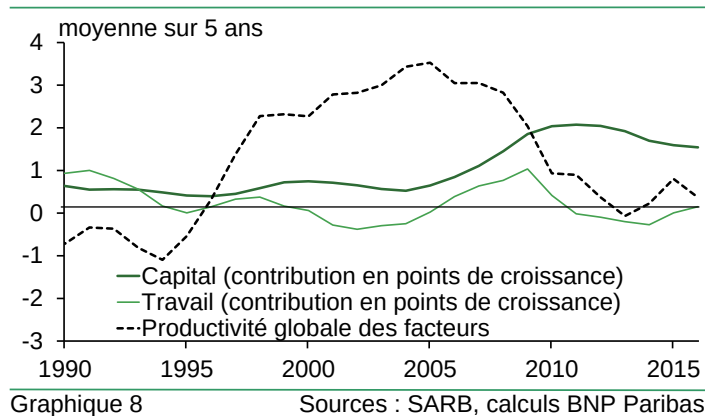
⁸ Décomposition selon une approche en termes de fonction de production

Le ralentissement de la productivité

Avec la fin de l'apartheid (1991), l'économie Sud-Africaine a connu une forte accélération de la croissance du secteur privé non agricole grâce à 1/ une plus forte accumulation du capital et une contribution positive de l'emploi sur la deuxième partie des années 2000, et 2/ une accélération de la productivité globale des facteurs (PGF), commencée dès la seconde moitié des années 1990 et qui a atteint jusqu'à 3% par an sur la décennie 2000 (graphique 8)⁹.

La crise financière de 2008 est venue enrayer cette dynamique positive. La PGF a très fortement ralenti et l'emploi s'est contracté. Si la croissance est restée positive, ce n'est que grâce à l'investissement. De fait, le taux d'investissement global est resté stable autour de 20% du PIB.

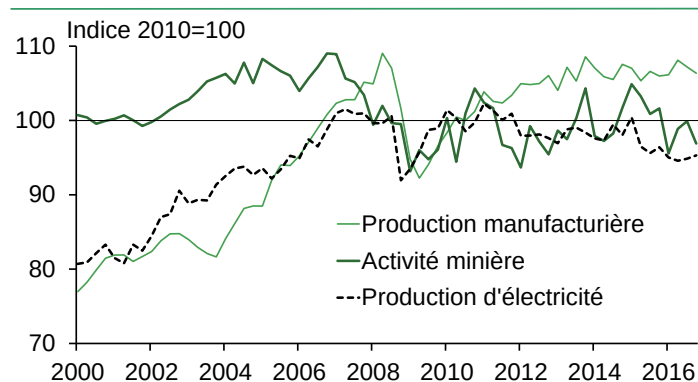
Décomposition de la croissance en termes d'offre



Un ralentissement de la PGF est souvent assimilé à un renforcement des contraintes affaiblissant le potentiel de croissance. La PGF agrège, en effet, tous les facteurs autres que l'accumulation du capital, non seulement les gains (ou les pertes) de productivité liés au progrès technique non incorporé au capital et à la rationalisation des procédés de production, mais également ceux résultant des effets de structure comme la réallocation des facteurs de production vers des secteurs ayant une productivité plus élevée que l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, la PGF intègre aussi, par son mode de calcul, les ruptures de production liées à des facteurs exogènes (conditions climatiques, pénurie d'énergie, mouvements politiques et sociaux qui paralysent l'activité).

⁹ La PGF est mesurée par la différence entre la croissance du PIB et celle des facteurs de production (stock de capital et emploi), ces derniers étant pondérés par la part des profits et la part de la masse salariale dans la production.

Production d'électricité et activité dans l'industrie



Dans le cas de l'Afrique du Sud, le ralentissement de la PGF trouve trois explications clairement identifiées.

Premièrement, l'activité dans l'industrie a souffert de pénuries importantes d'électricité (graphique 9).

Deuxièmement, le stock de capital dans les secteurs à fort contenu en capital (secteur minier, énergie, transport) a très fortement progressé sur les années récentes¹⁰. Or, ces secteurs sont caractérisés par une productivité du capital plus faible que les autres secteurs comme l'industrie manufacturière, la construction ou même l'agriculture. Selon les calculs de la Banque mondiale, cette « réallocation sectorielle du capital » aurait occasionné des pertes de croissance d'environ 0,3 point de PIB par an sur la période 2012-2015 (avec un maximum de 0,5 en 2015) alors qu'elle avait au contraire généré des gains de l'ordre de 0,5 point de PIB sur la décennie 2000. Cet effet de structure représente donc à lui-seul environ un tiers du ralentissement de la PGF¹¹.

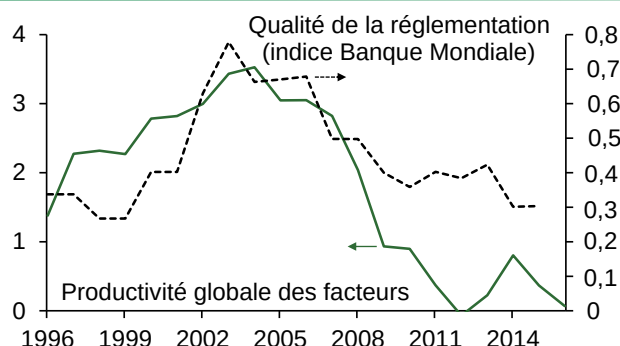
Troisièmement, la baisse de la PGF est allée de pair avec la détérioration du climat des affaires au sens large (montée des risques politiques et sociaux, incertitudes sur la conduite de la politique économique, dégradation de la compétitivité). On observe en effet une dégradation des indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale relatifs à la stabilité politique et à la qualité de la réglementation (graphique 10). De même, le dernier rapport du FMI met en avant l'incertitude de la politique économique comme frein à la croissance.

¹⁰ Entre 2011 et 2016, le stock de capital a augmenté de 67% dans le secteur de l'énergie, de 22% dans celui des transports et de 20% dans le secteur minier.

¹¹ « Private Investment for Jobs » South Africa Economic Update – Banque Mondiale – Janvier 2017



Productivité globale des facteurs et environnement des affaires



Graphique 10

Sources : SARB, calculs BNP Paribas

Renforcement des contraintes financières sur l'investissement des entreprises et des ménages

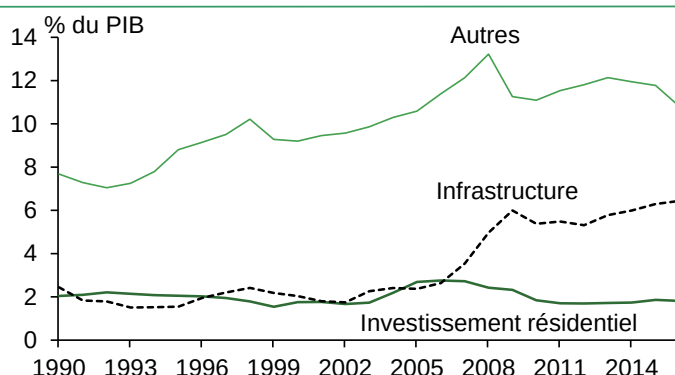
Si l'investissement a été le principal soutien à la croissance ces dernières années, c'est pour l'essentiel en raison des dépenses en infrastructures (graphique 11A).

A l'inverse, l'investissement des entreprises privées non financières s'est affaibli (graphique 11B), notamment dans le secteur manufacturier¹². Cette faiblesse de l'investissement des entreprises privées reflète probablement la révision en baisse des anticipations de croissance. Mais elle répond également à la détérioration de leur solvabilité.

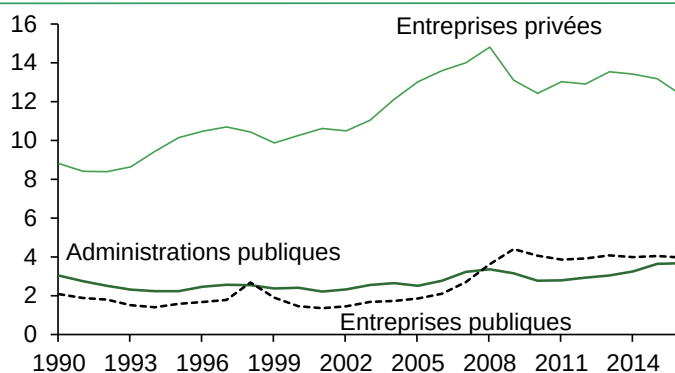
En effet, le ratio de couverture de la charge d'intérêts par l'excédent brut d'exploitation, qui était proche de 4 en 2011, n'était plus que de 2,5 en 2016. Dans le secteur des services de transport et celui des services aux entreprises, le seuil d'alerte de 2 a été franchi en 2016. D'une part, malgré l'ajustement des effectifs, les salaires réels ont progressé bien plus vite que la productivité. (+50% contre 9% dans le secteur manufacturier – cf graphique 12). Rapporté à la valeur ajoutée, le taux d'excédent brut d'exploitation des entreprises non financières s'est érodé de 52% à 45% entre 2011 et 2016. Parallèlement, le taux d'endettement (mesuré par le crédit domestique rapporté à la valeur ajoutée) a nettement augmenté passant de 62% à 74%. Il n'est pas étonnant que, confrontées à cette détérioration de leur solvabilité, les entreprises se soient montrées plus réticentes à investir.

¹² Dans ce secteur, le taux d'investissement est passé de 29% de la valeur ajoutée en 2008 à 20% en 2016.

Taux d'investissement



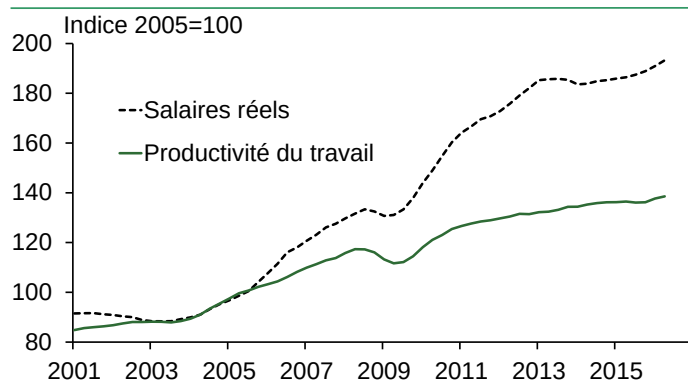
Graphique 11A



Graphique 11B

Sources : SARB, BNP Paribas

Salaires réels versus productivité dans le secteur manufacturier



Graphique 12

Sources : Stats SA, SARB, BNP Paribas

Le taux d'investissement des ménages s'est également érodé. Contrairement aux entreprises, les ménages se sont désendettés ; rapportée au revenu disponible brut, la dette des ménages est passée de 85% en 2008 à 75% en 2016. Cependant, depuis 2013, la charge de la dette s'est alourdie avec la remontée des taux d'intérêt (la dette des ménages est largement à taux variable) et les flux de nouveaux crédits accordés par les banques aux ménages plafonnent.

Insuffisance du capital humain

L'insuffisance du capital humain explique aussi dans une large mesure la faiblesse de la productivité. La pauvreté reste endémique et le taux de prévalence du SIDA est parmi les plus élevés au monde. En dépit de certaines avancées significatives depuis 1994, l'Afrique du Sud continue d'occuper la 123^{ème} place sur 138 dans le rapport sur la compétitivité mondiale réalisé par le Forum économique mondial en 2016-2017 (derrière le Bangladesh, le Burundi et, même, le Zimbabwe) au regard de critères tels que la santé et l'enseignement primaire. Le taux de réussite dans l'enseignement secondaire et supérieur reste faible, entraînant des problèmes d'inadéquation des formations et limitant le développement d'activités à plus forte valeur ajoutée.

Rigidités du marché de l'emploi et relations de travail conflictuelles

Les mouvements de grève prolongés ont directement pesé sur la productivité totale des facteurs. Les augmentations de salaire bien supérieures au taux de productivité qui ont été négociées par les syndicats, les coûts de licenciement élevés et les problèmes d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail créent une forte dynamique *insider-outsider* (titulaires d'un emploi/travailleurs inemployés). Un chômage élevé et un taux d'activité faible constituent, dans ces conditions, des problèmes structurels, comme le montre une réactivité limitée face aux rebonds de la croissance¹³. Chaque ralentissement cyclique accroît le taux de chômage structurel et, à défaut d'une réforme en profondeur du processus de négociations salariales et de la structure du marché du travail, il est à craindre que la contribution de la population active à la croissance potentielle ne continue à baisser.

Conclusion

Les perspectives de croissance à court et moyen terme de l'économie sud-africaine restent très incertaines. Les facteurs externes qui ont concouru au ralentissement des dernières années devraient être plus favorables, la croissance chinoise se stabilise et les prix des matières premières se redressent. En revanche, les facteurs internes vont jouer globalement négativement sur la productivité globale de l'économie et la capacité des entreprises et des ménages à investir. Les investissements en infrastructure des années récentes devraient normalement permettre d'élever le potentiel de croissance. Cependant, malgré la dépréciation du change, la compétitivité à l'exportation se dégrade et la hausse des taux d'intérêt fragilise la situation financière des entreprises et surtout des ménages. Enfin, l'insuffisance du capital humain, les rigidités du marché du travail, la détérioration du climat des affaires et les tensions politiques altèrent l'image du pays aux yeux des investisseurs étrangers.

Achevé de rédiger le 21 avril 2017
francois.faure@bnpparibas.com

¹³ Voir Rapport des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV – Juillet 2016



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**
Japon, Irlande - Projets

+33.(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOULET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Asie, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**
Chili, Uruguay, Paraguay

+33.(0)1.42 98 74 26

alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

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 détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées 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 loi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou 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 rémunérée 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 engagé 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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est 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

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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
Achevé de rédiger : Avril 2017



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change