

CROISSANCE CONTRAINTE À COURT ET MOYEN TERME

La croissance économique reste vulnérable à une nouvelle vague épidémique alors que moins de 50% de la population indienne est vaccinée. Déjà en perte de vitesse au mois de décembre, l'activité pourrait être à nouveau freinée par la vague qui touche le pays depuis janvier, alors même que les conditions sur le marché de l'emploi restent dégradées. L'inflation constitue un autre risque pour la reprise. En plus de réduire le pouvoir d'achat des ménages, elle pourrait contraindre les autorités monétaires à relever leurs taux d'intérêt. Les entreprises, déjà réticentes à accroître leurs investissements en raison de l'incertitude qui prévaut, retarderaient alors encore davantage leurs projets, même si leur situation financière s'est sensiblement améliorée et que les banques sont en capacité d'accroître leur offre de crédit. À plus long terme, l'abandon de la réforme agricole et les effets de la crise en termes de développement humain sont autant de facteurs qui pèseront sur la croissance potentielle.

INFLATION ET FRAGILITÉ DE L'EMPLOI PÈSENT SUR LA REPRISE

Au T3 2021, le PIB réel indien affichait un niveau supérieur à celui qui prévalait au T3 2019. Néanmoins, après avoir fortement rebondi après la deuxième vague épidémique, la reprise semble avoir marqué le pas à partir du mois de novembre. La demande d'électricité, les ventes de tracteurs et d'automobiles, et la production des industries de base ont ralenti par rapport aux mois de septembre et octobre. Ce ralentissement s'est traduit par une hausse du taux de chômage de 0,9 point de pourcentage (pp) à 7,9% en décembre 2021.

En outre, les données d'emploi sont préoccupantes. Depuis la fin de la deuxième vague épidémique, le taux d'emploi est resté relativement stable en dépit du rebond de croissance. Il n'était que de 37,3% en novembre, soit un niveau inférieur de 2,5 pp au niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19. Par ailleurs, bien que le taux de chômage a diminué au cours des derniers mois, les créations d'emplois ont principalement été enregistrées dans le secteur rural où les salaires sont inférieurs à ceux des emplois urbains.

Le début de l'année 2022 devrait être marqué par une nouvelle décélération de la croissance, en particulier dans les services, dans un contexte de reprise de l'épidémie. Le gouvernement a déjà annoncé l'adoption de nouvelles mesures pour limiter la propagation du virus, seulement 44% de la population étant entièrement vaccinée fin décembre 2021. Hormis l'épidémie, l'autre risque qui pèse sur la croissance est l'inflation qui a de nouveau accéléré à partir d'octobre 2021 pour s'élever à 5,6% en décembre. Bien que le rythme de croissance des prix reste inférieur à la cible d'inflation fixée par les autorités monétaires (4% +/- 2pp), la banque centrale pourrait augmenter ses taux directeurs dans le courant de l'année 2022 conjointement au durcissement monétaire américain. Cela pourrait, une fois encore, peser sur la reprise des investissements privés. Le FMI a révisé à la baisse ses prévisions de croissance à moyen terme de 7,3 à 6%. La pandémie devrait avoir affecté durablement le capital disponible (baisse des investissements privés) ainsi que le volume et la qualité de l'emploi (hausse de la pauvreté, baisse du niveau d'éducation, sortie du marché du travail par de nombreux actifs). Par ailleurs, l'organisme international redoute que le secteur bancaire et financier ne soit pas en mesure de soutenir la reprise. Néanmoins, la bonne résistance des banques (y compris des banques publiques) à la crise est rassurante. En revanche, la situation de certaines sociétés financières non bancaires est plus préoccupante.

LES GRANDES ENTREPRISES PLUS SOLIDES QU'AVANT-CRISE

En dépit de la récession, les entreprises indiennes ont consolidé leur situation financière. En 2020, elles ont bénéficié d'une forte baisse des coûts salariaux. Les profits des entreprises cotées ont atteint des

PRÉVISIONS

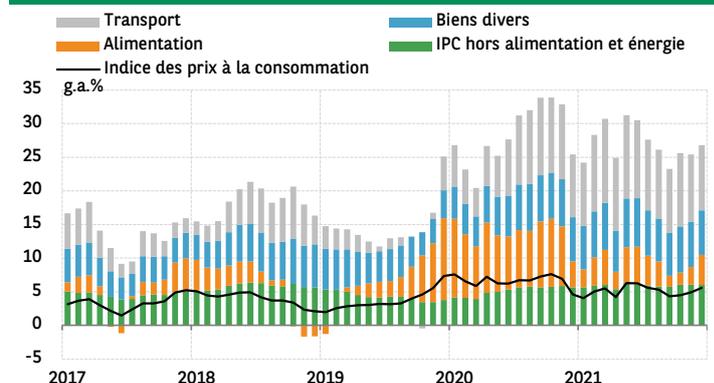
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-7.2	8.9	8.7	6.0
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	6.1	5.4	5.7	5.0
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-7.3	-13.7	-10.6	-9.0	-8.5
Dette du gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	73.7	84.2	83.9	81.9	81.8
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.9	-1.8	-2.7	-1.3
Dette extérieure(1) / PIB (%)	19.9	21.6	20.0	20.4	20.6
Réserves de change, mds USD	457	580	633	670	695
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	9.2	9.0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE
(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

niveaux inédits depuis l'année budgétaire 2015. Dans un contexte économique peu porteur marqué par une très forte incertitude, elles ont accéléré leur processus de désendettement engagé depuis 2018. Au T3 2021, leurs profits avant impôts couvraient 5,3 fois leurs charges d'intérêts, un ratio qui n'avait pas été atteint depuis 2010. Néanmoins, en dépit de conditions monétaires favorables (les taux d'intérêt moyen sur les crédits nouvellement accordés ont baissé de plus de 120 points de base entre fin 2019 et fin 2021), les entreprises sont réticentes à investir. Les taux d'utilisation des capacités de production restent encore inférieurs à leur moyenne de long terme.

SECTEUR BANCAIRE : LES RISQUES DE CRÉDIT SEMBLENT MAÎTRISÉS

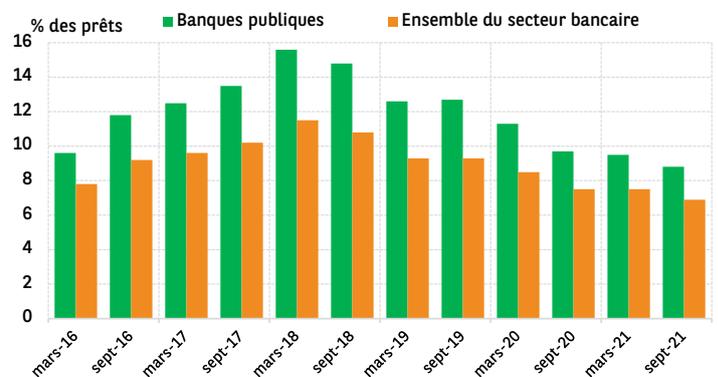
Dans son dernier rapport sur la stabilité financière publié fin décembre 2021, la banque centrale (RBI) a confirmé la consolidation du secteur bancaire entre mars et septembre 2021. Même si l'analyse faite est encore biaisée par les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises les plus fragiles, adoptées depuis mars 2020 et en vigueur jusqu'en mars 2022, le secteur bancaire devrait être en mesure de faire face à une hausse attendue des risques de crédit lorsque les agents économiques ne bénéficieront plus des prêts garantis par l'État. Globalement, la qualité des actifs, la solvabilité, et la profitabilité des banques (y compris des banques publiques considérées comme étant les plus fragiles) se sont améliorées depuis 2018 et la crise de la Covid-19 n'a pas altéré cette consolidation. En septembre 2021, le ratio des créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire s'élevait à 6,9% (vs. 8,5% en mars 2020). En outre, bien que la qualité des actifs des banques publiques reste beaucoup plus fragile que celle des banques privées, elle s'est améliorée. En effet, la part des créances douteuses dans le total des crédits s'est réduite de 11,3% en mars 2020 à 8,8% en septembre 2021.

La qualité des actifs dans le secteur de la construction reste médiocre, bien qu'en légère amélioration depuis mars 2020. La banque centrale estimait qu'environ 20% des crédits étaient douteux. En revanche, la situation s'est consolidée dans l'industrie et les services ; elle est restée relativement stable dans l'agriculture alors que la qualité des prêts aux ménages s'est dégradée (la part des créances douteuses a augmenté de 0,4 pp entre mars et septembre 2021 pour atteindre 2,5%). Les crédits aux ménages les plus risqués sont les prêts automobiles et immobiliers. L'impact sur le secteur bancaire dans son ensemble reste néanmoins modeste car les crédits aux ménages ne constituent que 10,5% de l'ensemble des prêts du secteur bancaire.

Selon les prévisions de la banque centrale, la qualité des actifs devrait se dégrader entre mars et septembre 2022. La part des créances douteuses pourrait augmenter de 1,2 pp à 8,1% (+1,7 pp pour les banques publiques). Celles-ci restent insuffisamment provisionnées. Le ratio des provisions rapportées aux actifs risqués ne s'élevait qu'à 68,1% en septembre 2021 dans l'ensemble du secteur bancaire et à 66,5% pour les banques publiques. Les ratios de solvabilité se sont améliorés entre mars et septembre 2021, conjointement à la recapitalisation de banques publiques les plus fragiles par le gouvernement et aux augmentations de capital par les banques privées mais aussi par les banques publiques les plus solides. Dans l'ensemble du secteur bancaire, le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) s'élevait à 16,6% en septembre 2021 (vs. 16,3% en mars 2021). En outre, même si la RBI prévoit une légère diminution du ratio à 15,4% d'ici septembre 2022, toutes les banques devraient être en mesure de respecter le ratio réglementaire de 9%, même dans le cas d'un choc particulièrement sévère, ce qui n'était pas le cas il y a un an. Finalement, la profitabilité des banques s'est sensiblement améliorée, même si elle reste modeste.

En septembre 2021, le rendement par actif (*Return on Assets*) et la rentabilité des capitaux propres (*Return on Equity*) s'élevaient à 0,8% et 9,2% respectivement. Les banques publiques qui ne parvenaient pas à dégager de profits en mars 2020 affichaient, pour leur part un ROA et un ROE de 0,5% et 7,7% en septembre 2021. Un rebond du crédit bancaire a été enregistré depuis le mois de juillet. Le rythme de croissance des prêts a renoué avec des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis la mi-2019, bien qu'ils restent encore extrêmement modestes (+3,5% en moyenne sur les trois derniers mois dans l'industrie).

CRÉANCES DOUTEUSES DANS LE SECTEUR BANCAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCE: RBI

Ce rebond est particulièrement marqué pour le crédit aux très petites et petites entreprises depuis le mois de juillet.

SOCIÉTÉS FINANCIÈRES NON BANCAIRES : GRANDES DISPARITÉS

La situation financière des sociétés financières non bancaires (NBFC) reste fragile. Globalement, elle s'est légèrement améliorée depuis mars 2020 mais les disparités entre institutions restent importantes.

Selon la RBI, les crédits octroyés par les NBFC équivalaient à 12,6% du PIB en septembre 2021 (vs. 76,3% du PIB pour le crédit bancaire). La qualité des actifs bancaires des NBFC s'est légèrement dégradée entre mars et septembre 2021 même si elle est plus solide qu'en mars 2020. En septembre 2021, le ratio de créances douteuses s'élevait à 6,5% des prêts totaux (+0,1 pp par rapport à mars 2021). Les créances douteuses atteignaient 11,5% des prêts dans l'agriculture, 11% dans les services et 7,9% dans l'industrie (40% des crédits octroyés par les NBFC). Globalement, les ratios de solvabilité restaient confortables. Le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) s'élevait en moyenne à 26,3% en septembre 2021 (vs. 23,7% en mars 2020). Mais dix institutions (dont les actifs représentent 4,6% des actifs totaux des NBFC) sur les 191 analysées par la RBI ne respectaient pas le ratio réglementaire fixé à 15%, soit trois organismes de plus qu'en mars 2021.

ABANDON DE LA RÉFORME AGRICOLE

À l'automne 2020, le gouvernement de Narendra Modi avait adopté plusieurs réformes majeures pour stimuler la croissance à moyen terme. Parmi elles, celle sur l'agriculture. Cette réforme avait pour but d'augmenter la productivité du secteur, lequel emploie une part importante de la population active. Or, en novembre dernier, le gouvernement a finalement décidé de retirer cette réforme tant décriée par les agriculteurs. Un tel abandon pourrait permettre au parti de Narendra Modi de remporter davantage de sièges lors des élections régionales dans l'Uttar Pradesh prévues en début d'année. Mais cela jette un doute la capacité du gouvernement à mettre en place des réformes pourtant indispensables.

Achevé de rédiger le 12 janvier 2022

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde qui
change