

Lettre 33

Inde, une puissance entravée mais courtisée.

« *Le monde flatte l'éléphant et piétine la fourmi* » *Proverbe indien.*

Selon **Maddison**, l'Inde réalisait 22.6% du PIB mondial en 1700, seulement 3.8% en 1952. Aujourd'hui, l'Inde présente une apparence contrastée, celle d'un pays pauvre, entravé dans son développement, celle d'un acteur incontournable, courtisé par les grandes puissances occidentales.

Pays pauvre, c'est indubitable car l'Inde affiche, selon le FMI, un PIB annuel/habitant de \$2000 en 2020, le 148^{ème} rang dans le monde, à comparer avec \$10000 pour la Chine au 72^{ème} rang et \$62600 pour les Etats-Unis. En termes de PIB annuel/habitant sur la base de la parité de pouvoir d'achat, l'Inde est au 126^{ème} rang mondial avec \$5000, la Chine au 82^{ème} rang avec \$16000 et les Etats-Unis ont \$59000.

Acteur incontournable, sous l'angle politique, car l'Inde est au 7^{ème} rang mondial en termes de PIB, derrière la Grande Bretagne et la France. Acteur incontournable, sous l'angle démographique, car, en 2025 selon l'ONU, la population indienne, 1,44 milliard, dépassera celle de la Chine et déjà, depuis quelques années, les 20-24 ans sont plus nombreux que leurs homologues chinois, 116 millions contre 98 millions en 2013.

Sous l'angle politique, le BJP, parti dirigé par Monsieur Modi a été au pouvoir de 1998 à 2004 et il l'est à nouveau depuis 2014. Modi, favorisé par les divisions de l'opposition et la faiblesse du parti du Congrès, a été réélu aisément en 2019 et poursuit une politique populiste et nationaliste, en lutte contre les élites et contre les musulmans.

Sous l'angle économique, depuis le début des années 90, le poids de l'Inde dans le PIB mondial mesuré en termes de parité de pouvoir d'achat est passé d'un peu plus de 3% à 7%, d'un montant de PIB de \$300 milliards en 1990 à \$2600 milliards en 2020. Monsieur Modi voudrait accroître l'attractivité du pays mais ne peut gouverner l'Inde, Etat fédéral, comme il régenta, entre 2001 et 2014, le Gujarat, petite entité fédérée de 60 millions d'habitants. Il rencontre des difficultés pour réformer les impôts, faciliter le remembrement des terres, assouplir le marché du travail, réduire les subventions improductives, restructurer les entreprises publiques, les privatiser et surmonter les problèmes de pollution. Comme le note **Subrahmanyam dans Leçons indiennes** : « Bangalore, cité idyllique, est devenue une poubelle écologique ».

Si la croissance annuelle moyenne a été de près de 7% au cours des deux dernières décennies, ce taux flatteur est néanmoins inférieur à celui de la Chine. Il a même baissé ces dernières années et a été probablement gonflé, manifestement plus proche avant la Covid de 3.5% à 5.5%.

Sous l'angle sanitaire, la mauvaise gestion de la Covid pénalise gravement le pays et nous incite à faire un point sur les atouts et faiblesses du pays. Rappelons le propos tenu en mars 2020 par la romancière indienne **Arundhati Roy** « *Qu'en est-il de mon pays, mon pays riche et pauvre, l'Inde, suspendu quelque part entre le féodalisme et le fondamentalisme religieux, la caste et le capitalisme, gouverné par des nationalistes hindous d'extrême droite?* ». Modi, comme beaucoup de leaders populistes, a géré la crise par le déni, multipliant les rassemblements politiques, se présentant comme un gourou, estampillant les certificats vaccinaux de son portrait, affirmant encore début mars 2021 que le pays était sorti de cette crise. Il refusa alors un nouveau confinement mais, depuis lors, en cinq semaines, le nombre de cas a été multiplié par dix.

Avant d'examiner la conjoncture du pays, on analysera la démographie indienne et on présentera les handicaps du pays.

I. La croissance démographique comme atout et source de défis :

En 1845, avant que la Reine Victoria ne devienne impératrice des Indes (1876), l'Inde ne comptait que 130 millions d'habitants. Aujourd'hui, elle en dénombre entre dix et onze fois plus. Cette explosion démographique est récente puisqu'en 1950, le recensement indiquait moins de 380 millions d'habitants. Cette expansion, grande différence avec la Chine, va se poursuivre au rythme de 1.2%/an et ainsi, l'Inde est un des pays les plus jeunes de la planète, avec un nombre moyen d'enfants/femme encore de 2,8. La comparaison de l'âge médian avec la Russie et la Chine est éclairante. L'Inde n'est qu'à 28 ans, la Russie à 39 ans, la Chine à 37 ans, avec un vieillissement rapide. Si la population active chinoise décline, celle de l'Inde, près de 870 millions en 2019, croit et va atteindre 1 milliard en 2050.

Cette jeunesse est un atout qui doit surmonter 4 défis :

- Défi de financement de l'éducation car le pays recense encore 30% d'analphabètes contre 5% en Chine et ne consacre que 2.7% de son PIB à l'éducation. Le pourcentage d'enfants non scolarisés est certes tombé de 50% à 10% depuis 1980 mais, hormis pour l'élite, la qualité de l'enseignement et des enseignants sont médiocres, l'absentéisme des instituteurs est élevé, celui des enfants également et tout ceci risque de gâcher l'atout démographique du pays.
- Défi de gérer la transition de la population active de l'agriculture vers l'industrie et les services car le secteur agricole, peu productif, emploie toujours plus de 50% de la population mais ne réalise pas 15% du PIB. En d'autres termes, de nombreuses restructurations doivent être assumées.
- Défi de réduction du taux de chômage, au plus haut des 45 dernières années. Pour absorber la jeunesse entrant sur le marché, il serait nécessaire de plus que doubler les créations annuelles d'emplois, les porter à 10-12 millions. C'est du jamais vu et les taux d'activité, spécialement ceux des femmes, restent très faibles. Il faut trouver la voie d'une croissance plus inclusive en emplois car si le tertiaire représente plus de 50% du PIB, il ne fournit que 28% des emplois.
- Défi, enfin, d'aménagement des villes car le taux d'urbanisation n'est encore que de 35 à 40%. Un défi, parce que le développement des classes moyennes, déjà 680 millions, va avoir un effet redoutable sur la pollution. Un exemple, l'automobile. Le taux de pénétration en Inde n'est qu'à 2% contre 12% en Chine, 56% dans l'Union Européenne et 79% aux Etats-Unis.

II. Cinq handicaps structurels : le développement de l'agriculture, la faiblesse de l'industrie, des infrastructures, la situation financière des entreprises et les freins administratifs.

1. Le développement agricole :

Après les Etats-Unis, l'Inde est le pays qui possède le plus d'hectares cultivés mais, les moussons sont chaque année plus tardives et moins porteuses d'eau. Beaucoup de ces terres sont soit dans des zones semi arides qui manquent d'eau, où il est impossible de mettre des semences à haut rendement, soit dans des zones fréquemment inondées. Le modèle de la révolution verte montre ses limites car il requiert des subventions, des engrais, des pesticides et des machines agricoles. Autant de coûts qui pour être amortis supposent des surfaces étendues et telle n'est pas la photographie présentée par l'agriculture indienne. A prime abord, les rendements ont beaucoup augmenté, l'Inde produit de plus en plus, exporte du riz et du sucre mais, en termes réels le revenu net des agriculteurs n'augmente guère depuis 20 ans. Avec le remembrement ou les difficultés d'accès au crédit, il y a eu expropriation de petits paysans et ils ont des difficultés à trouver du travail. Aujourd'hui, Modi souhaite supprimer les intermédiaires entre producteurs agricoles et consommateurs mais la réforme est mal acceptée. La malnutrition concerne

2

encore un Indien sur 2 et un tiers des enfants sous-alimentés dans le monde vivent en Inde. Comme le montre **Joseph Boillot** dans un livre récent « *Utopies made in monde* », la terre est appauvrie par l'exploitation, les nappes phréatiques sont asséchées, les cancers augmentent avec la généralisation des pesticides, certains produits alimentaires ne peuvent plus être exportés car trop détériorés par les engrais.

2. L'industrie et le tourisme :

En 1750, l'Inde réalisait un quart de la production industrielle mondiale, à la veille de la guerre de 1914, 1.3%. Dans le même temps, la puissance coloniale, l'Angleterre avait vu sa part passer de 2% à 13%.

Aujourd'hui, l'industrie est insuffisamment développée et ne représente que 27% du PIB contre 59% pour les services et 14% pour l'agriculture. Le pays manque de main d'œuvre qualifiée et, si on peut citer quelques réussites notoires dans l'automobile, l'acier, la pétrochimie, les génériques pharmaceutiques, il n'est pas, contrairement à la Chine, parvenu à faire une véritable révolution industrielle. L'exemple récent des vaccins est topique : avec le Serum Institute of India, le pays possède le premier fabricant de vaccins au monde mais est impuissant à soigner sa population.

Les dépenses de recherche et développement n'excèdent pas 1% du PIB, pas même la moitié du pourcentage de la Chine, le quart de la Corée du Sud et, sans surprise l'Inde n'enregistre même pas 1% des brevets internationaux, très loin des 5% de la Chine.

L'industrie indienne souffre de la petitesse des entreprises. Alors qu'en Chine, la moitié des entreprises ont plus de 200 salariés, en Inde, seulement 10%. Une étude de McKinsey estime que seules 270 sociétés ont un chiffre d'affaires supérieur à \$125 millions quand il en existe près de 7700 en Chine, près de 3500 en Russie et 1300 au Brésil.

L'Inde reste peu ouverte sur l'extérieur, n'exporte que 20% de son PIB, ne réalise que 2% du commerce mondial et un peu plus de 3% du commerce des services et si elle affiche un déficit des paiements courants, moindre que les 5% d'il y a quelques années, il est néanmoins proche de 2% du PIB. Parmi les causes de ce déficit récurrent, l'importation de 80% du pétrole consommé et celle du coke de bonne qualité.

Le tourisme, avec moins de 10 millions de visiteurs chaque année, le tiers de la Chine, le quart même pour les recettes, est encore trop faiblement développé.

3. Les infrastructures :

Le budget consacré par l'Etat aux infrastructures reste désespérément faible autour de 4% du PIB, moins de la moitié de celui dépensé par la Chine. Le taux d'investissement n'est que de 28% alors que les pays émergents consacrent généralement plus de 35% de leur PIB. En cause, une insuffisance d'épargne locale, environ 30% du PIB contre 45% en Chine, des difficultés à attirer des investisseurs étrangers, \$57 milliards en 2020, l'équivalent de 2% du PIB, 6% des flux internationaux en 2020. Les stocks d'investissements étrangers en pourcentage du PIB ne représentent que 13% du PIB soit, en moyenne, la moitié des autres pays émergents.

Les infrastructures de transport et d'électricité sont déficientes et cela constitue des freins au développement : premièrement, les sociétés de transport ferroviaire investissent insuffisamment car elles maintiennent des tarifs trop bas et, en essayant de compenser par une majoration du fret, elles détournent le trafic vers la route et saturent le réseau.

Ensuite, le pays produit moins d'électricité que la France alors que son territoire est 6x plus grand et sa population presque 20x supérieure ! Beaucoup de sociétés d'électricité ne sont pas profitables car elles offrent encore l'électricité gratuitement, ou presque, aux paysans. Un quart de la population n'a pas

l'accès à électricité. Il faudrait investir dans le nucléaire mais ce développement ne peut se faire sans capitaux extérieurs.

4. La situation financière des entreprises :

La situation financière des entreprises et celle des banques constituent deux autres handicaps. Les premières supportent une dette élevée, allouent plus d'un tiers de leur résultat d'exploitation aux frais financiers et doivent parfois donner la priorité au désendettement par rapport à l'investissement.

Les secondes supportent des créances douteuses, évaluées entre 10% et 15% du total des prêts, un pourcentage très supérieur pour les crédits à des entreprises locales.

Le gouvernement a voulu recapitaliser les banques publiques car d'elles dépendent 70% des prêts bancaires et a souhaité une fusion de 10 banques publiques pour n'en garder que quatre mais cela nécessite du temps.

5. La persistance des freins administratifs :

Aux divers classements sur l'environnement des affaires, l'Inde ressort toujours avec des notes faibles, surtout un 185ème rang pour le niveau de corruption liée à l'activité de construction même si globalement, selon le classement de la Banque mondiale, le pays est passé de la 130ème place en 2016 à la 63ème en 2020 pour la plus ou moins grande facilité à faire des affaires !

Beaucoup de projets d'infrastructures sont bloqués par de difficiles expropriations et la réglementation du travail entrave les licenciements. Ces deux réformes figuraient dans le programme de Monsieur Modi mais n'ont pas été finalisées. Autres freins au développement, les rigidités sociales avec toujours 16% d'« Intouchables », les agressions contre les minorités religieuses, trop fréquentes et un système sanitaire lamentable. Les dépenses de santé publique ne représentent qu'1% du PIB, l'essentiel des dépenses sont privées, le marché noir pour obtenir de l'oxygène aggrave les inégalités.

III. Des réformes ambitieuses mais une conjoncture moins favorable :

- Les réformes :

Le gouvernement de Monsieur Modi a incontestablement effectué des réformes bénéfiques à l'économie pour réduire les goulots d'étranglement. La réduction des subventions au prix de l'essence a permis à l'Etat de dégager des capacités d'investissement dans les infrastructures. L'ouverture à des intérêts étrangers, jusqu'à 49% du capital des sociétés d'assurances, des infrastructures ferroviaires ou des réseaux de câbles, devrait attirer des investisseurs. La volonté d'accroître le nombre de contribuables assujettis à l'impôt sur le revenu, hier 1%, et d'élargir l'assiette de l'impôt qui représente à peine 15% du PIB, soit un pourcentage inférieur à la moyenne des pays émergents et parmi les plus faibles au monde, devrait procurer des recettes.

Il y a eu également le retrait de près de 80% des billets de banques mais, dans un pays où près de 60% des ménages n'avaient pas de compte bancaire et où l'économie souterraine est estimée à plus de 20% du PIB, la croissance a été pénalisée.

Il y a eu aussi l'introduction en juillet 2017 de la TVA, une réforme fiscale clé mais la mise en œuvre a néanmoins été un peu compliquée avec quatre taux entre 5 et 28%, une douzaine d'exemptions et une abondance de formulaires à remplir.

Enfin, fin 2019, Modi a abaissé le taux d'impôt sur les sociétés de 30% à 22% avec l'espoir de relancer l'investissement.

- **Les difficultés conjoncturelles :**

Mais, au-delà des réformes mentionnées, Monsieur Modi n'est guère parvenu à corriger la relative faiblesse des exportations, 18% du PIB, à réduire le déficit commercial structurellement élevé, à combler les faiblesses de l'épargne pour réduire les insuffisances d'investissement dans les infrastructures. Le facteur clé de la croissance demeure la consommation, élevée en pourcentage du PIB, 64%, un niveau proche des 70% observés aux Etats-Unis, supérieur aux 57% du Japon, 54% de l'Union européenne et 38% en Chine mais, avec la crise, elle a baissé de plus de 10%. On pourrait évoquer comme cause le taux de chômage autour de 30% mais dans un pays où l'économie informelle touche 90% de la population, ce pourcentage n'a pas grande signification.

La stimulation de l'investissement public dans les infrastructures portuaires, routières et ferroviaires, la volonté de Modi de subventionner l'industrie à hauteur de \$27 milliards pour renforcer l'indépendance du pays n'ont pas empêché récemment une stagnation de l'investissement privé. Le faible taux d'utilisation des capacités, 63%, n'incite pas les entreprises à investir.

Selon la durée de la pandémie, la croissance du PIB devrait être à nouveau négative cette année mais il sera malaisé pour la Banque centrale d'abaisser les taux en dessous de 4% car le taux d'inflation est à 5% et il sera délicat pour l'Etat de recourir au déficit budgétaire car il a déjà atteint 9.5% l'an dernier. L'endettement public, avant la crise, excédait 70% du PIB et Moody's, dès l'été dernier avait abaissé la note du pays à Baa3.

Les finances publiques offrent peu de marge de manœuvre avec un déficit budgétaire et une dette publique élevés. Plus de \$25 milliards de recettes de privatisations ont été projetées mais on peut douter du résultat.

- **Un marché boursier qui ne reflète pas l'économie :**

Comparé aux grandes économies, le secteur financier est sur-représenté avec plus d'un quart du total et cinq des dix premières capitalisations alors que le crédit à la consommation est encore peu développé, à peine plus de 10% du PIB contre près de 60% en Chine, 35% en Afrique du Sud et 30% au Brésil et alors que les hypothèques, également, ne représentent que 10% du PIB contre 18% en Chine, 44% à Singapour, 52% aux Etats-Unis. Les pôles de développement bien connus du pays sont paradoxalement modestement représentés, qu'il s'agisse du secteur IT (« information technology »), 18% de la capitalisation ou de la pharmacie qui ne pèse que 5% de l'indice. L'industrie (autos, ciment), 10%, est faible et cela reflète une économie encore agricole et positionnée sur le tertiaire. Une telle photo devrait évoluer ces prochaines années avec la multiplication des introductions en Bourse. Pour l'heure, le marché capitalise plus de 22x les résultats, une valorisation supérieure à la moyenne des 15 dernières années à 15.5x.

Conclusion :

Marché indien ou chinois : équivalents par la démographie, opposés dans le sempiternel conflit frontalier du Cachemire, Inde et Chine diffèrent profondément. *Sous l'angle économique*, les deux pays étaient inexistant dans l'économie mondiale au tournant des années 50 mais aujourd'hui le PIB chinois est approximativement 5x supérieur à celui de l'Inde. La Chine est désormais le premier partenaire économique de l'Inde mais les échanges sont déséquilibrés, avec un déficit commercial bilatéral supérieur à \$50 milliards, des exportations indiennes de coton et de minerai de fer, des importations de produits manufacturés. *Sous l'angle monétaire*, les seules réserves de change chinoises, \$3100 milliards, excèdent le PIB indien alors que les réserves de change indiennes s'élèvent à \$580 milliards. *Sous l'angle politique*, les relations avec le Pakistan demeurent handicapées par un soutien chinois de près de \$60 milliards apportés au Pakistan pour la réalisation d'un corridor sur la Route de la Soie mais le PIB

indien est près de dix fois supérieur à celui du Pakistan. *Sous l'angle commercial*, Inde et Chine rivalisent en Afrique. A la différence de la Chine qui envoie des entreprises publiques mener à bien des projets dans les infrastructures, l'agriculture et l'extraction de matières premières, la présence indienne est avant tout celle des entreprises privées. L'implantation indienne, forte de diasporas installées anciennement en Afrique du Sud ou au Kenya, est manifeste dans l'automobile, l'informatique, le diamant, les produits pharmaceutiques et des investissements principalement dans trois pays, l'Egypte, l'Afrique du Sud et le Mozambique. *Sous l'angle boursier*, étonnement, la performance du marché indien ces douze derniers mois a été supérieure à celle de la Chine, 62% contre 51% mais la capitalisation du marché indien, \$2700 milliards, est très inférieure à celle du marché chinois, \$11100 milliards et son marché est aujourd'hui moins attractif.

Politiquement, le populisme au pouvoir traduit la frustration d'une partie de la population car le décollage économique n'a pas permis un développement suffisant de la classe moyenne. Modi, 72 ans, a ainsi été réélu en 2019 et il dispose d'un contrôle des deux Chambres mais son parti, le BJP, vient de perdre les élections au Bengale occidental et il est très attaqué pour son incurie dans la gestion de la crise de la Covid. Cela ne préjuge néanmoins en rien de son avenir politique mais, sur la scène internationale, l'embarras occidental est ostensible. Beaucoup de pays, les Etats-Unis, l'Europe, le Japon, ont joué la carte indienne comme alternative politique et économique de poids à la Chine, comme un moyen de contourner les Routes de la Soie mais déplorent en silence la dérive nationaliste et l'hubris de Modi. Chacun se souvient des déclarations de Modi en visioconférence au Forum de Davos quand, le 28 janvier, il déclarait que l'Inde avait terrassé la pandémie et allait sauver des vies dans le monde en produisant des vaccins !

Economiquement, le bilan de Modi est handicapé par l'absence de libéralisation du marché du travail, l'incapacité à développer l'industrie manufacturière, la difficulté à attirer les investissements étrangers indispensables au développement des infrastructures, l'insuffisance des dépenses dans la santé et dans l'éducation, les affres de l'urbanisation, seulement 33% de la population contre 57% en Chine, qui va être le défi de ces prochaines années.

Les problèmes conjoncturels résultent de la mauvaise gestion de la crise de la Covid par le gouvernement. Au 31 mars 2021, le PIB sur un an avait régressé officiellement de 7.7%, mais probablement de 10 à 15% et, cette année, loin des estimations du FMI publiées avant la recrudescence de la Covid, un recul similaire est à redouter. En d'autres termes, sur deux ans, la crise indienne est à comparer avec celle de certains pays en 1929 et, dans un pays où plus de 90% de la population ne sont pas salariés, le taux de pauvreté remonte vers 50%. Le pays a dépensé 30% de son PIB depuis le début de la crise, mais, seulement 2% de la population sont vaccinés, seulement 150 millions, soit 11%, ont reçu une dose. Le nombre de morts atteint officiellement 3500/jour mais il est peut-être cinq à dix fois supérieur. A titre de comparaison, 64% des Britanniques, 44% des Américains, plus d'un quart des Européens ont reçu une dose. La gravité de cette crise illustre les limites de la puissance indienne et de la spécialisation pharmaceutique du pays même si le pays a exporté 66 millions de doses de vaccins.

Genève, le 10 mai 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.