

## Lettre n°84

### Où en est l'Inde ?

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

Le ralentissement chinois, l'inquiétude ainsi suscitée sur la croissance mondiale, incite à porter les projecteurs sur l'Inde.

L'Inde peut s'enorgueillir d'une population aujourd'hui supérieure à celle de la Chine et d'être la plus grande démocratie du monde.

Mais, sous l'angle politique, la démocratie indienne est de moins en moins un modèle et, sous l'angle économique, si l'Inde, par le montant du PIB, produit intérieur brut, vient de dépasser la Grande-Bretagne et la France, elle reste un pays pauvre.

Afin de dresser un état de la situation en Inde, on analysera successivement le cadre politique, les difficultés à tirer profit de l'avantage démographique et enfin, les nombreux freins au développement.

#### **Le cadre politique :**

Modi, 73 ans, a été réélu en 2019 et il dispose d'un contrôle des deux Chambres. De nouvelles élections auront lieu en 2024 et il est pour l'heure le favori. Si la Cour suprême a récemment invalidé la mise à l'écart du descendant Gandhi dans la course à l'élection, l'opposition est divisée et Modi contrôle les médias. Selon le classement de Reporters sans frontières, le pays, en 2023, ne se classe qu'au 161<sup>ème</sup> rang mondial /180 de la liberté de la presse (la Chine est au 179<sup>ème</sup>).

Modi au pouvoir depuis 2014 mène une politique aux accents populistes, nationalistes et autoritaires. Un populisme visant à répondre à la frustration d'une partie de la population car le décollage économique n'a pas permis un développement suffisant de la classe moyenne.

Premières cibles de Modi, les minorités religieuses, musulmane et chrétienne. Les musulmans représentent 15% de la population mais ne disposent que de 5% des sièges au Parlement. Dans un premier temps, en août 2019, Modi a supprimé l'autonomie du Cachemire et de ses 7.5 millions d'habitants à majorité musulmane. Ensuite, avec la décision de la Cour suprême de donner aux hindous le droit de prendre le contrôle du site d'Ayodhia, Modi a fait détruire la mosquée pour la remplacer par un temple hindou. Enfin, avec la loi sur la nationalité imposée par Modi, destinée à bloquer la naturalisation des musulmans, plus de 2 millions de musulmans ont perdu la nationalité indienne.

#### **Les difficultés de l'Inde à exploiter son avantage démographique :**

Principal avantage de l'Inde, surtout si l'on mène une comparaison avec la Chine, l'expansion démographique. Mais, le pays ne parvient pas à en tirer tous les bénéfices.

#### ***L'expansion démographique :***

- La population totale :

En 1845, avant que la Reine Victoria ne devienne en 1876 impératrice des Indes, l'Inde ne comptait que 130 millions d'habitants. Aujourd'hui, elle en dénombre 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, avec un nombre moyen d'enfants/femme de 2,8, est un des pays les plus jeunes de la planète. En 2050, la population indienne dépassera de 350 millions celle de la Chine et en 2100, de 650 millions.

Cette dynamique démographique retentit sur l'âge médian. L'Inde n'est qu'à 28 ans quand la Russie est à 39 ans et la Chine à 37 ans, avec un vieillissement rapide.

- La population active :

Si la population active chinoise décline, celle de l'Inde, près de 870 millions en 2019, croit et va atteindre 1 milliard en 2050.

#### ***Les 4 défis difficiles à surmonter :***

- Défi de financement de l'éducation :

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 est médiocre, l'absentéisme des instituteurs est élevé, celui des enfants également et tout ceci risque de gâcher l'atout démographique du pays. Le taux d'alphabétisation des femmes, selon l'ONU, reste faible à 70%.

- Défi de gérer la transition de la population active :

Le secteur agricole, peu productif, seulement 15% du PIB, emploie toujours plus de 50% de la population. L'exode rural est important et nécessaire mais le pays peine à créer des emplois dans l'industrie et les services.

- Défi de réduction du taux de chômage :

Approximativement un jeune sur cinq de moins de 25 ans dans le monde est indien. On dénombre 900 millions en âge de travailler mais seulement la moitié font partie de la population active et le nombre d'emplois formels n'excède pas 60 millions !

Pour absorber la jeunesse entrant sur le marché, il serait nécessaire de plus que doubler les créations annuelles d'emplois, de les porter à 10-12 millions. C'est du jamais vu et les taux d'activité restent très faibles. C'est spécialement vrai pour le taux d'activité des femmes, à 24% en 2022 contre 60% en Chine, 57% aux Etats-Unis et 47% en moyenne mondiale.

Le taux de chômage est au plus haut des 45 dernières années et le gouvernement n'a pas trouvé la voie d'une croissance plus inclusive en emplois. Si le tertiaire représente plus de 50% du PIB, il ne fournit que 28% des emplois. Les services informatiques procurent 40% des recettes d'exportation, soit \$200 milliards, mais n'emploient que 5 millions de salariés.

- Défi, enfin, d'aménagement des villes :

Le taux d'urbanisation n'est encore que de 40 à 50% et, selon l'ONU, près de la moitié de la population urbaine en 2020 vivait dans des bidonvilles. Un défi, parce que, selon le gouvernement, le taux d'urbanisation devrait atteindre 73% en 2036 et le développement des classes moyennes va avoir un effet redoutable sur la pollution. Or, en 2022, l'Inde comptait déjà 16 des 22 villes les plus polluées de la planète (étude IQ Air). Comme le note *Subrahmayan dans Leçons indiennes* : « Bangalore, cité idyllique, est devenue une poubelle écologique ».

Autre exemple des défis liés à l'urbanisation, 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. La multiplication inévitable du nombre de voitures avivera les problèmes.

Bilan provisoire de ce décollage économique porté par l'expansion démographique, le taux de pauvreté a été réduit de 48% en 1993 à 13% en 2015 (rapport Banque mondiale) et le PIB/habitant a été multiplié par 4 depuis le début de libéralisation de l'économie en 1991 et, selon les données de la Banque mondiale pour 2020, en parité de pouvoir d'achat, il atteint \$6500 mais ce chiffre demeure néanmoins inférieur à la moyenne mondiale.

### **La persistance de nombreux freins au développement :**

Au pouvoir depuis 2014, Modi est confronté à 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.

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.

Pour mieux appréhender les freins au développement, on examinera d'abord les insuffisances globales du pays, puis les insuffisances du secteur privé -entreprises et secteur financier- et enfin les insuffisances de l'agriculture.

#### ***Les insuffisances globales : 4 ressortent particulièrement.***

- La difficile situation des finances publiques et l'insuffisance d'épargne :

Les finances publiques offrent peu de marge de manœuvre même si la dette extérieure est faible et si les réserves de change approchent \$600 milliards. La note du pays accordée par Fitch est BBB-. Plus de \$25 milliards de recettes de privatisations ont été projetées mais on peut douter du résultat.

Le pays est endetté et enregistre d'importants déficits budgétaires, supérieurs à 5% du PIB ces dernières années. Pour accroître les recettes, Modi a procédé à différentes réformes :

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

Dans le but d'augmenter les recettes, il y a eu également, 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.

Il y a eu aussi le retrait de près de 80% des billets de banque pour réduire l'évasion fiscale 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 temporairement pénalisée.

- La faiblesse des infrastructures :

Indéniablement, Modi, ces dernières années, a stimulé l'investissement public dans les infrastructures portuaires, routières et ferroviaires et il a beaucoup construit de routes. Cette année, il souhaite allouer 3.3% du PIB à divers projets mais le niveau d'endettement élevé du pays est un obstacle à la réalisation des investissements et, par rapport à la Chine, l'Inde, en pourcentage, dépense moins de la moitié.

La réduction des subventions au prix de l'essence a permis à l'Etat de dégager des capacités d'investissement dans les infrastructures.

Les infrastructures de transport et d'électricité sont déficientes et cela constitue des freins au développement et à la productivité des firmes. 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.

Beaucoup de sociétés d'électricité ne sont pas profitables car elles offrent encore l'électricité gratuitement, ou presque, aux paysans.

1/4 de la population n'a pas accès à l'électricité. Pour pallier cette carence, il faudrait construire de nombreuses centrales nucléaires mais le pays manque de capitaux.

- La persistance des freins administratifs :

Aux divers classements sur l'environnement des affaires, l'Inde ressort toujours avec des notes faibles, surtout un 85ème rang pour l'indice de perception de la corruption liée à l'activité de construction.

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.

Globalement, néanmoins, selon le classement de la Banque mondiale pour la plus ou moins grande facilité à faire des affaires, le pays est passé de la 142ème place en 2015 à la 77ème en 2020.

- 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.

L'exemple de la crise de la Covid a été topique : avec le Serum Institute of India, le pays possède le premier fabricant de vaccins au monde mais durant la Covid, il a été impuissant à soigner sa population.

***Les insuffisances dans le secteur privé : on peut en faire ressortir 4 principales.***

- Le difficile développement de l'industrie :

En 1750, l'Inde réalisait entre un cinquième et un quart de la production industrielle mondiale. A 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 (activité manufacturière + construction + utilities + mines) est insuffisamment développée et ne représente que 27% du PIB contre 59% pour les services et 14% pour l'agriculture. Au sein de l'industrie, l'activité manufacturière est tombée à 13% du PIB, le niveau le plus bas depuis la fin des années 1960.

En 2019, Modi a abaissé le taux d'impôt sur les sociétés de 30% à 22% avec l'espoir de relancer l'investissement. En vain. Il a également subventionné l'industrie à hauteur de \$27 milliards pour renforcer l'indépendance du pays mais cela n'a pas empêché récemment une stagnation de l'investissement privé.

Le faible taux d'utilisation des capacités, un peu plus de 70%, n'incite pas les entreprises à investir. Les entreprises supportent une dette élevée et doivent parfois donner la priorité au désendettement par rapport à l'investissement.

- La faiblesse des dépenses de recherche :

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, l'Inde n'est pas, contrairement à la Chine, parvenue à faire une véritable révolution industrielle.

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'insuffisante concentration :

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.

Les pôles de développement bien connus du pays sont paradoxalement modestement représentés en Bourse, qu'il s'agisse du secteur IT (« information technology »), moins de 20% de la capitalisation ou de la pharmacie qui ne pèse que 5% de l'indice. L'industrie (autos, ciment), 10%, est faible. Une telle photo devrait évoluer ces prochaines années avec la multiplication des introductions en Bourse.

Globalement, la capitalisation du marché ne représente qu'un sixième de celle de la Chine.

- La faible ouverture sur l'extérieur :

Monsieur Modi, fervent supporter du « Make in India », désireux de réduire la dépendance aux importations, a porté les tarifs douaniers, véritable barrière protectionniste, à 18% et n'est guère parvenu à corriger la relative faiblesse des exportations, à réduire le déficit commercial structurellement élevé.

L'Inde reste peu ouverte sur l'extérieur, n'exporte que \$450 milliards (Chine \$3360 milliards), ne réalise que 2% du commerce mondial et un peu plus de 3% du commerce des services.

Si elle affiche un déficit des paiements courants moindre que les 5% enregistrés en 2012, il est néanmoins proche de 2% du PIB. Parmi les causes de ce déficit récurrent, l'importation de 80% du pétrole consommé, celle du coke de bonne qualité et des denrées alimentaires.

L'ouverture à des intérêts étrangers, jusqu'à 49% du capital des sociétés d'assurances, des infrastructures ferroviaires ou des réseaux de câbles, a eu pour but d'attirer des investisseurs internationaux mais reste pour l'heure suivie de peu d'effets. Les firmes multinationales ne réalisent pas plus de \$250 milliards de chiffre d'affaires en Inde.

Depuis 2020, seulement ¼ des demandes d'investissements étrangers en Inde ont obtenu les nécessaires autorisations administratives. Symptomatique, est la décision récente de Foxconn d'abandonner un projet de \$19 milliards pour la fabrication de semi-conducteurs en Inde.

Les IDE, Investissements directs de l'étranger, ont augmenté ces dernières années mais ne représentent, selon la CNUCED que \$44 milliards, et selon la Banque centrale indienne, \$56 milliards.

### ***Les insuffisances du secteur financier :***

Les banques 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 il a souhaité une fusion de 10 banques publiques pour n'en garder que quatre mais cela nécessite du temps.

Comparé aux grandes économies, le secteur financier est sur-représenté en Bourse parmi les 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.

### ***La faible productivité dans l'agriculture :***

L'agriculture en Inde, c'est 50% de la population active mais seulement 15% du PIB.

Après les Etats-Unis, l'Inde est le pays qui possède le plus d'hectares cultivés mais 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. De surcroît, les moussons sont chaque année plus tardives et moins porteuses d'eau.

Comme le montre **Joseph Boillot** dans un livre récent « *Utopies made in monde* », la terre est appauvrie par l'exploitation intensive des nappes phréatiques, les cancers augmentent avec la généralisation des pesticides, certains produits alimentaires ne peuvent plus être exportés car trop détériorés par les engrais.

Le modèle de la révolution verte a montré 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. Modi souhaite supprimer les intermédiaires entre producteurs agricoles et consommateurs mais la réforme est mal acceptée.

De petits paysans confrontés au remembrement, aux difficultés d'accès au crédit, aux expropriations ont quitté la terre mais ils rencontrent des difficultés à trouver du travail.

La malnutrition concerne encore un Indien sur deux et un tiers des enfants sous-alimentés dans le monde vivent en Inde.

**Conclusion :** « *Il dépend de nous que le présent délivre sa promesse d'avenir* » Kant.

Ce propos de Kant, c'est l'ambition de Modi pour son pays depuis sa nomination en 2014 mais le rattrapage est lent et le bilan de Modi est en demi-teinte :

- ***La lenteur du rattrapage indien :***

Malgré la croissance enviable de ces dernières années, le PIB/habitant indien, \$2250, au 165<sup>ème</sup> rang mondial en 2021 selon la Banque mondiale, ne représente guère plus du cinquième du PIB/habitant chinois, \$12550, au 79<sup>ème</sup> rang mondial.

Le taux d'investissement est inférieur à 30% alors que les pays émergents consacrent généralement plus de 35% de leur PIB et que la Chine a longtemps investi 45% de son PIB.

En cause, l'insuffisance d'épargne locale, environ 30% du PIB contre 45% en Chine.

Egalement, à retenir, les difficultés à attirer des investisseurs étrangers, 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.

Conséquence du faible taux d'investissement, le taux de chômage, autour de 30%, est très élevé, un pourcentage sous-estimé car l'économie informelle touche 90% de la population et le taux de pauvreté remonte vers 50%.

- ***Un bilan de Modi en demi-teinte :***

Certes le pays enregistre aujourd'hui l'une des croissances les plus élevées du monde, 6% en 2023<sup>e</sup>, mais 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 et les affres de l'urbanisation. Difficile donc d'être très positif sur le marché boursier, cher à 22x les bénéfices.

Genève, le 22 août 2023

*Bruno Desgardins*

**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland



**SingAlliance Pte Ltd**

20 McCallum Street  
#18-01 Tokio Marine Centre  
Singapore 069046  
T: +65 6303 5050  
E: [info@singalliance.com](mailto:info@singalliance.com)

**SingAlliance (Switzerland) SA**

16bis rue de Lausanne  
1201 Geneve  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@singalliance.com](mailto:info.switzerland@singalliance.com)

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre  
248 Queen's Road East  
Wanchai, Hong Kong  
T: +852 2639 3659  
E: [info.hongkong@singalliance.com](mailto:info.hongkong@singalliance.com)

**SingAlliance Pte Ltd  
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC  
PO Box 121208 Dubai, UAE  
T: +971 (0) 4 401 9158  
E: [info.dubai@singalliance.com](mailto:info.dubai@singalliance.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.