

# Inde : un modèle de croissance en transition

Delphine Cavalier

L'accélération de la croissance indienne est lente mais constante depuis son engagement résolu sur la voie de la libéralisation économique dans les années 1980. Prudence et pragmatisme des gouvernements successifs ont été de mise dans le passage d'un modèle de croissance axé sur l'autosuffisance à un modèle d'ouverture sur l'extérieur, compte tenu des dimensions du pays, de son hétérogénéité géographique, sociale et économique, mais aussi de la faible marge de manœuvre financière de l'Etat. Le millénaire débute sous les meilleurs auspices, avec un rythme de croissance du PIB qui se maintient proche de 8%<sup>(1)</sup> depuis 2003/04<sup>(2)</sup> contre 3,5% durant les trois premières décennies post-indépendance. Malgré un déficit chronique d'infrastructures et en dépit des cours élevés du pétrole depuis deux ans, le cycle d'expansion actuel est le plus fort mais aussi le plus long que l'économie indienne ait connu. Repose-t-il uniquement sur un effet de cycle et la vigueur des services ou résulte-t-il de progrès structurels ayant profité à l'ensemble de l'économie ? Quelles causes expliquent le redémarrage de l'investissement dans l'industrie ?

Avec le ralentissement de l'accroissement démographique, l'accélération de la croissance a permis une élévation du niveau de vie moyen par habitant. Cependant, cette accélération résultant essentiellement de gains de productivité, elle n'induit pas de créations d'emplois massives. En outre, la libéralisation économique a débouché sur une accentuation des disparités de revenu, tant entre régions qu'entre catégories sociales. La pauvreté a, certes, reculé en moyenne, mais de grandes inégalités persistent entre les diverses strates de la société, entre les villes et les campagnes et entre Etats, ce qui rend difficile l'élaboration d'un constat d'ensemble. Compte tenu de l'arrivée massive des jeunes générations sur le marché du travail dans les prochaines décennies, le problème majeur qui se dessine est celui de l'emploi avec comme corollaire les migrations urbaines, d'où peuvent découler des risques

de crise sociale. Dans quelle mesure les choix originaux de la "voie indienne" de développement n'ont-ils pas pu permettre d'anticiper une meilleure adéquation de la structure économique à la vitalité démographique, notamment par un développement plus ambitieux des industries de main-d'œuvre ? Le nouveau régime de croissance et les réformes concourent-ils à un rééquilibrage ?

## Une trajectoire de croissance ascendante

### La moisson des réformes structurelles

Les réformes en cours, mises en œuvre il y a vingt-cinq ans et approfondies à la suite de la crise des paiements extérieurs de 1991, ont été décisives dans l'accélération du taux de croissance de l'économie. Alors qu'à l'époque du système de planification et de substitution aux importations, des années 1950 à la fin des années 1970, la croissance moyenne était de 3,5% l'an<sup>(3)</sup>, le PIB a progressé en moyenne de 5,6% l'an entre 1980/81 et 1989/90, puis de 5,8% l'an entre 1990/91 et 1999/00. La croissance moyenne de la décennie actuelle ressort à 6,6% malgré trois années de récoltes médiocres, de 2000/01 à 2002/03 (cf. tableau 1). D'autres mesures sous-jacentes de la croissance témoignent de l'inflexion à la hausse. Ainsi, la croissance moyenne de la productivité du travail par tête a accéléré de 0,7% l'an dans les années 1970 à 3,9% puis 3,3% respectivement au cours des années 1980 et 1990. De même, la croissance de la productivité totale des facteurs s'est accélérée de -0,5% l'an à 2,5% puis 1,6% au cours des mêmes périodes.

C'est le même parti du Congrès, force dominante de la vie politique indienne dès avant l'indépendance et jusqu'au milieu des années 1990 (avec l'entrée dans l'ère des coalitions gouvernementales), qui a été à l'origine à la fois des politiques économiques appliquées dans les trois premières décennies de l'indépendance et des deux vagues de réformes des années 1980 et 1990, dans des contextes différents. Ce cheminement illustre l'évolution profonde des mentalités au sein de ce parti à l'épreuve des difficultés rencontrées.

Au début des années 1980, il s'agissait d'accélérer le faible taux de croissance que l'économie indienne délivrait invariablement depuis l'indépendance. En cherchant à améliorer les conditions de vie de la population face à la détérioration des indicateurs de pauvreté, le Congrès d'Indira Gandhi cherchait aussi à lutter contre l'effritement de son *leadership*. L'état d'urgence en 1976 et les résultats des élections de l'année suivante avaient été, en effet, catastrophiques pour le Congrès. Ils ont marqué la dilution du pouvoir politique entre l'Etat central et les Etats fédérés, soit entre le Congrès et les partis étatiques montants, et amorcé la décentralisation économique.

Par la suite, l'accroissement des déficits public et extérieur a fragilisé le financement de l'économie indienne, qui ne pouvait dès lors absorber le double choc de la chute de l'URSS (alors premier partenaire commercial de l'Inde) et de la guerre du Golfe (choc pétrolier et manque à gagner important en termes de remises des travailleurs étrangers au Moyen-Orient) au début des années 1990. La faiblesse des réserves en devise rendit nécessaire l'adoption d'un plan d'ajustement structurel par le FMI et la Banque mondiale afin d'améliorer l'appareil productif et le taux de croissance, grâce notamment à une plus grande ouverture sur l'extérieur.

### La déréglementation industrielle

Les réformes lancées dans les années 1980 ont porté sur la réglementation de l'environnement opérationnel des entreprises industrielles *via* le démantèlement par étape du License Raj, ou système des autorisations préalables, pour l'investissement, les importations de biens de capital et de biens intermédiaires, et les diversifications d'activité. Ce processus a été accompagné par d'autres mesures et réformes : dévaluation de la roupie ; extension des

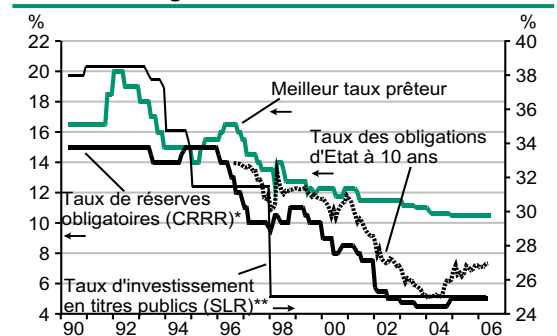
### Croissance du PIB réel (%)

(variation annuelle)	de 1960/61 à 1979/80	de 1980/81 à 1989/90	de 1990/91 à 1999/00	de 2000/01 à 2005/06e
PIB réel	3,5	5,6	5,8	6,6

Tableau 1

Source : IFI

### Baisse structurelle des taux d'intérêt et des ratios réglementaires



Graphique 1

Sources : Ecwin, CEIC

\* CRRR : part des dépôts en monnaie locale que les banques doivent déposer auprès de la Banque centrale.

\*\* SLR : part des dépôts que les banques doivent investir en titres publics courts et long.

incitations fiscales à l'exportation ; accès amélioré au crédit et aux devises étrangères ; libéralisation des prix administrés sur certains entrants clés pour la production industrielle.

### L'ouverture de l'économie

Ces premières réformes ont été poursuivies la décennie suivante avec, notamment, l'abolition totale des autorisations préalables pour l'investissement dans l'industrie. Le contexte financier délicat de la crise de balance des paiements a favorisé une deuxième vague de réformes étendues aux services et visant à l'ouverture progressive de l'économie : restriction du nombre des monopoles publics (processus de désinvestissement de l'Etat à partir de 1994) ; ouverture des services où l'emprise du secteur public était forte comme la banque, l'assurance et les communications ; libéralisation financière (suppression des contrôles sur les émissions de dette privée sur les marchés de capitaux domestiques, assouplissement de l'encadrement du crédit, simplification de la structure des taux d'intérêt et détermination par le

marché, cf. graphique 1 (pour tous les graphiques, l'année fiscale commence le 1<sup>er</sup> avril) ; libéralisation graduelle de l'investissement étranger (direct et de portefeuille) ; libéralisation du commerce extérieur (abolition totale des autorisations préalables à l'importation, abaissement progressif des taxes à l'importation). En outre, la politique industrielle a été sérieusement infléchie par le processus de "dé-réservation" de secteurs de la petite industrie jusque-là protégés et non concurrentiels (cf. encadré 1).

Au total, on conçoit la première vague de réformes comme une période de préparation interne ayant précédé le processus d'ouverture à la compétition internationale. Les conditions initiales ont joué un rôle déterminant. Des facteurs intrinsèques favorables (inflation et ratio de dette publique sur PIB limités, préexistence d'un secteur privé puissant et fonctionnement d'une économie de marché à côté d'un Etat fort, système juridique bien enraciné, stabilité établie des

### **Encadré 1. Le marché de l'emploi en Inde : effets pervers des lois du travail et de la politique industrielle dans la petite industrie**

#### *Un marché du travail dual qui discrimine les entreprises*

*En Inde, la main-d'œuvre est essentiellement concentrée dans le secteur inorganisé (dit "informel" ou encore "non enregistré" (c'est-à-dire sans contrat de travail ni protection sociale dans les entreprises de moins de 10 salariés), et donc non fiscalisé. Pour des raisons qui tiennent à la seule difficulté logistique de mise en œuvre, il n'existe pas de statistique publiée régulièrement pour l'emploi informel. La seule donnée existante provient de l'enquête quinquennale sur les ménages réalisée par la National Sample Survey Organisation du gouvernement indien. D'après cette enquête, il représenterait environ 92% de l'emploi total. Concernant les lois du marché du travail dans le secteur formel (moins de 10% de la main-d'œuvre totale), il est obligatoire pour une entreprise employant au moins 100 salariés de demander une autorisation préalable pour licencier auprès des autorités de son Etat.*

#### *Politique de réservation pour la petite industrie*

*Pour encourager le développement d'un secteur manufacturier intensif en main-d'œuvre, l'Etat a mis en place dans les années 1950 une série d'avantages particuliers pour les entreprises industrielles de petite taille (small-scale industry (SSI)), qui définit les entreprises soit par un nombre maximum d'employés (10), soit par un plafond réduit de capital. Ces avantages consistaient, notamment, en la réservation de secteurs entiers d'activité, des exemptions d'impôt, un accès préférentiel au crédit avec taux d'intérêt subventionnés, et une politique d'achat du secteur public garantissant des débouchés à la production.*

*La petite industrie s'est vue réserver progressivement des secteurs entiers de la production : 837 à son pic en 1983, soit environ 7 500 produits, dont une très large partie du secteur textile, des composants automobiles ou des produits d'alimentation et de soin. La SSI est en fait assez duale elle-même avec une composante traditionnelle de type artisanal, utilisant peu ou pas de machines, et une composante moderne représentant près de 75% de la production mais un tiers de l'emploi seulement. Son développement rapide à l'abri des réservations de produits et des réglementations du travail (justifiant parfois tous les excès) a ainsi conduit à l'émergence de phénomènes d'agglomérations spécialisées. Le pays compterait ainsi plusieurs centaines de clusters de PME modernes, dont une grosse partie sous-traitantes en réalité de la grande industrie qui y trouve un moyen de contourner une législation du travail assez rigide dans le secteur organisé.*

*La libéralisation de l'économie se traduit, toutefois, par la prise de conscience des effets pervers du système de réservation qui, en l'absence d'objectifs de résultat et de concurrence extérieure, a conduit à un sous-optimum de qualité, de conditions de travail et d'économies d'échelle. Un mouvement progressif de dé-réservation a été introduit à partir de 1997, de sorte que le nombre de secteurs réservés est tombé à 605 en octobre 2004<sup>(\*)</sup>. Mais les résistances sociales et politiques sont nombreuses et ne devraient changer le paysage industriel que graduellement.*

Sources : Boillot (2006), CRISIL (2006), FMI (2006b).

(\*) Voir liste des secteurs réservés à l'adresse suivante : [www.smallindustryindia.com/ssiindia/reservitems.html](http://www.smallindustryindia.com/ssiindia/reservitems.html)

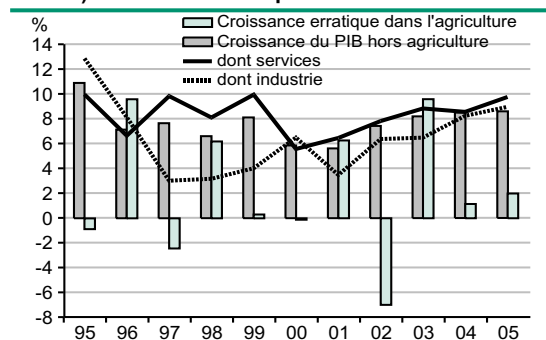
institutions démocratiques, secteur financier assez développé malgré un usage inefficace du capital) ont constitué pour l'Inde un terreau relativement plus propice à une bonne assimilation des changements intervenus par la suite que dans certains pays d'Amérique latine ou d'Europe de l'Est engagés à la même période dans des réformes comparables.

Certains domaines de l'économie restent, toutefois, sanctuarisés car leur réforme est politiquement et socialement sensible, comme les lois régissant le marché du travail dans les grandes entreprises – ces lois sont réputées rigides et dès lors désincitatives à l'emploi dans le secteur formel – ou le maintien d'un nombre encore assez élevé de secteurs réservés pour la petite industrie. De plus, le gouvernement Singh a fortement réduit les objectifs de désinvestissements publics depuis deux ans pour se plier au programme commun de la coalition gouvernementale soutenue au parlement par les communistes.

## L'aubaine d'une conjoncture mondiale et domestique favorable

C'est la conjonction favorable de facteurs cycliques domestiques et extérieurs qui semble avoir servi de révélateur à des tendances économiques de fond. Favorisées par les réformes, celles-ci travaillaient déjà au renforcement structurel de l'économie, à la fois du côté de l'offre et de la demande. Au plan interne, la mousson, qui agit comme un input incontournable du produit intérieur brut indien<sup>(4)</sup>, a été exceptionnelle en 2003/04 et a contribué à raffermir la consommation des ménages, base traditionnelle de la croissance en Inde. Celle-ci a entraîné un cercle vertueux demande-production-investissement, à un moment où les entreprises industrielles étaient parvenues au terme de plusieurs années de restructuration. Au plan mondial, le contexte de liquidité surabondante qui prévaut depuis quatre ans a comprimé les primes de risque à des niveaux inédits, poussant les investisseurs internationaux à la recherche de meilleurs rendements dans des pays émergents moins bien notés<sup>(5)</sup>. Dans ces conditions, les afflux considérables de capitaux étrangers vers l'Inde, amplifiés par l'engouement pour

### Croissance du PIB en volume (glissement annuel) : l'industrie rattrape les services



Graphique 2

Source : CSO

les grands émergents, ont participé de façon croissante au financement de l'économie ces dernières années. Il en résulte globalement un régime de croissance amélioré, plus équilibré.

## Un régime de croissance plus équilibré

L'économie indienne reste tirée par les services, mais l'industrie confirme son redécollage depuis trois ans. Au troisième trimestre de 2005/06 (octobre-décembre 2005), le glissement annuel du PIB sous-jacent (i.e. hors agriculture) a dépassé 7,5% pour le neuvième trimestre consécutif, une robustesse sans précédent. La contribution de l'industrie y est encore sensiblement plus faible que celle des services (dans un rapport de 2,7 en 2004/05), mais elle augmente constamment depuis quatre ans. Services et industrie forment ainsi un socle solide de croissance à horizon des prochaines années, à même de réduire la vulnérabilité de l'économie indienne à la volatilité persistante de la production agricole (cf. graphique 2).

### Amélioration structurelle de l'offre...

#### Les services, toujours en tête

L'Inde est une économie de services. Elle tire de ces derniers l'essentiel de son dynamisme depuis les années 1990. En 2000, ceux-ci représentaient 49% du

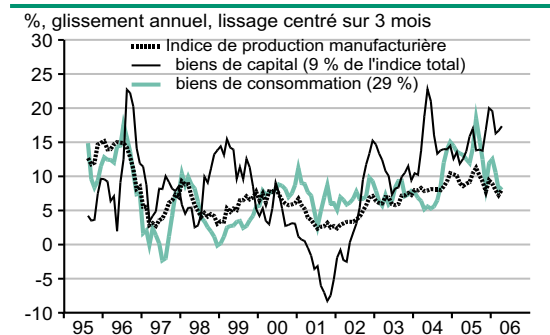
PIB contre 37% en 1980. Leur croissance a dépassé celle de l'industrie dès les années 1980 avec 6,6% par an en moyenne, puis 7,5% au cours de la décennie suivante. Concentrant environ 26% de l'emploi total, les services indiens affichent une performance remarquable en termes de coûts salariaux unitaires. Loin de se limiter aux services informatiques (services IT<sup>(6)</sup>) et aux services aux entreprises (BPO<sup>(7)</sup>) qui représentent 2% du PIB, soit 4% de l'ensemble des services, la vigueur du secteur tertiaire incorpore toute la gamme des "services modernes". Les facteurs de développement sont avant tout internes, à la fois liés aux dotations factorielles de l'Inde (faible qualité des infrastructures physiques publiques et faible accessibilité du capital jusqu'à une période récente, mais excès de main-d'œuvre qualifiée<sup>(8)</sup>) du fait du peu d'emplois créés dans l'industrie) et au mouvement de libéralisation (ouverture de la banque, de l'assurance et des communications au secteur privé). Au plan mondial, la révolution des technologies de l'information a favorisé l'essor de la sous-traitance internationale (*offshore BPO*) qui a bénéficié tout particulièrement à l'Inde grâce à son capital humain.

Ces dernières années, la croissance des services a connu une accélération supplémentaire, ressortant à 8-9% l'an et contribuant pour plus de 65% à l'accroissement du PIB. Deux catégories de services progressent particulièrement vite : les services financiers et ceux liés au commerce, à l'hôtellerie-restauration, aux transports et communications. Les premiers tirent parti de la montée du marché d'actions (ordres de Bourse, conseils en fusions & acquisitions<sup>(9)</sup>, etc.), de l'essor de la banque de détail (crédit à la consommation, crédit voiture, crédit logement) et de la gestion de patrimoine reflétant la montée d'une classe moyenne aisée. La seconde catégorie de services s'appuie sur l'expansion de la vente au détail, du tourisme, et de l'intensification de la concurrence dans le secteur des télécommunications.

### L'industrie s'est remise en selle

Le secteur industriel est étroit pour une économie à ce stade de développement, avec un poids dans le PIB limité à 27%, stable depuis le début des années 1990, et

### Production manufacturière : effet d'entraînement des biens de capital et de consommation



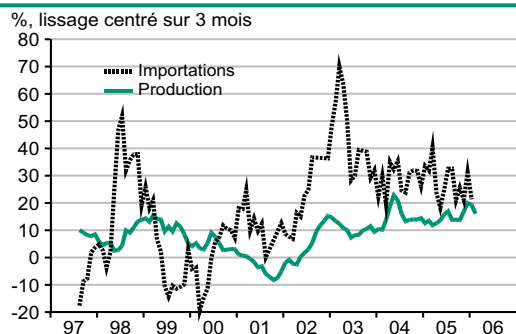
Graphique 3 Source : CEIC

en très légère augmentation par rapport à 1980 (24%). Il est dominé à environ 80% par l'industrie manufacturière, le reste regroupant le secteur minier (10%) et l'électricité (10%). La moitié de la production manufacturière est traditionnellement assurée par six secteurs (chimie, mécanique et équipement hors transport, produits alimentaires, métaux de base et alliages, produits à base de gomme, plastique, pétrole et charbon, textiles en coton), avec une large prédominance de la chimie<sup>(10)</sup> (20% du total). La production industrielle est concentrée dans les produits de base (36%), les biens intermédiaires (27%) et les biens de consommation non durables (23%). Les biens de capital ne représentent que 9,3% de la production totale.

La production manufacturière connaît une réaccélération importante depuis la mi-2001/02. En données annuelles, l'indice a progressé de 8,1% par an entre 2002/03 et 2005/06, après 5,1% entre 1998/99 et 2001/02, principalement grâce aux secteurs de la mécanique et de l'équipement (y compris de transport), des boissons et tabac, de la chimie et des produits textiles (dont prêt-à-porter). La production est ainsi tirée par les biens d'équipement et les biens de consommation (cf. graphique 3). Parmi les industries d'infrastructure, l'acier, les produits pétroliers raffinés et le ciment, partiellement tournés vers l'exportation, sont particulièrement dynamiques, portés par les cours mondiaux. En revanche, la contre-performance chronique du secteur de l'électricité, monopole public, rappelle l'obsolescence des installations par manque d'investissement.

Certes, la performance de la production manufacturière dans le cycle actuel n'atteint pas celle des années 1990 (9,3% l'an en moyenne de 1993/94 à 1997/98), marquées par un boom de l'investissement. Cependant, elle semble plus robuste car elle s'adosse à une demande effective réelle, domestique (consommation finale et investissement) et externe, dont la vigueur nécessite l'extension ou la création de nouvelles capacités de production, comme en atteste la forte augmentation de la production et des importations de biens d'équipement (cf. graphique 4). En revanche, le cycle d'investissement des années 1990 avait tourné court car il reposait sur des anticipations de la demande trop optimistes. La reprise actuelle des dépenses en capital est d'autant plus forte que les entreprises sont sorties renforcées d'une phase de restructurations draconiennes qui leur a permis de

### Production et importations de biens de capital (glissement annuel)



Graphique 4

Source : CEIC

restaurer leur rentabilité et d'améliorer leur compétitivité (cf. encadré 2).

## Encadré 2 : Redressement du secteur manufacturier après le creux du milieu des années 1990

Lorsqu'à la suite de la crise de balance des paiements de 1991/92 l'Etat indien décida de l'ouverture commerciale de l'économie en diminuant, notamment, les taxes à l'importation, la protection du marché intérieur pour les entreprises indiennes s'en trouva soudainement remise en question. Certaines taxes douanières sur les produits importés culminaient à plus de 100% avant le processus d'ouverture, contre une moyenne de 14,5% environ aujourd'hui.

Afin de se prémunir contre la concurrence sur leur propre marché et sûres que la demande intérieure allait augmenter rapidement, les entreprises locales s'embarquèrent dans des dépenses d'investissement considérables pour accroître leurs capacités de production. Cependant, leurs prévisions sur la demande privée se révélèrent irréalistes (il y eut plusieurs récessions dans l'agriculture, en 1991/92, 1995/96, 1997/98). Par ailleurs, la Banque centrale fit l'erreur d'un resserrement monétaire trop sévère et trop rapide pour infléchir l'inflation et la croissance du crédit. La variation annuelle des prix de gros doubla pratiquement de 7% à 12% entre début 1993 et début 1994. Le meilleur taux prêteur des banques commerciales passa de 14% à 16,5% entre janvier 1995 et janvier 1996. En réaction, le crédit et la production manufacturière se retournèrent, plongeant l'industrie indienne dans une atonie d'environ six ans (1996/97-2001/02).

Des restructurations internes furent nécessaires pour absorber l'excès d'investissement. Elles étaient facilitées par la diminution continue des coûts de production liée à l'assouplissement monétaire (reprise à la baisse des taux d'intérêt dès juillet 1996), la déréglementation de l'environnement domestique (coût du capital et des importations moins onéreux) et à la réduction des sureffectifs grâce aux plans de départ volontaire. Les Voluntary Retirement Schemes permirent de contourner la législation du travail qui rend toujours difficiles les licenciements dans les entreprises de plus de 100 employés. Entre 1996 et 2003, l'industrie manufacturière perdit 4 millions d'emplois, soit 20% de ses effectifs.

Les réorganisations internes des équipes de production et de management et la diffusion des technologies de l'information dans les techniques de production et de gestion contribuèrent à élever la productivité. Il en résulta un redressement de la santé financière des entreprises (profitabilité, désendettement) et une amélioration générale de la compétitivité, qui permit aux plus grandes d'entre elles de se tourner davantage vers l'exportation.

## **Volatilité persistante de la production agricole, mais moindre impact sur le reste de l'économie**

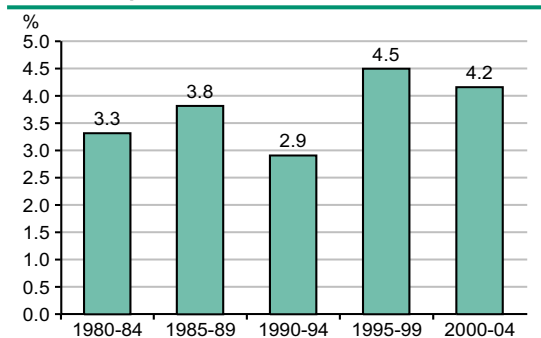
Malgré la réduction de sa part relative dans le PIB (24%), le secteur agricole représente encore plus de la moitié de la main-d'œuvre totale. En 2005/06, le secteur primaire a enregistré sa troisième année consécutive de croissance. La mousson exceptionnelle de 2003/04 avait entraîné une hausse record de 9,6% de la production, la plus forte depuis 1996/97. Celle-ci est revenue depuis à des performances plus modestes, mais néanmoins positives (1,1% en 2004/05 puis 2,5% prévu pour 2005/06). Les récoltes restent très sensibles à la distribution spatiale et temporelle des pluies<sup>(11)</sup> à cause de la faible étendue des surfaces irriguées (40% des terres cultivables), d'autant plus que les infrastructures de stockage sont de mauvaise qualité. La grande sécheresse de 2002/03 avait causé un repli de 7% de la production agricole, se traduisant par un ralentissement de l'ensemble de l'économie, avec une croissance du PIB limitée à 4,1%. Le canal de transmission direct d'une mauvaise mousson au reste de l'économie est la consommation des ménages, mais certaines industries peuvent en souffrir indirectement et de façon décalée dans le temps. Si l'agriculture introduit chaque année un degré d'incertitude non négligeable sur la croissance du PIB, la forte expansion du secteur industriel, par ses nouveaux débouchés sur les marchés domestique et mondial, peut aider à stabiliser l'économie en réduisant la dépendance de la demande interne à la production agricole.

### ...et de la demande interne et externe

#### **Hausse structurelle de la consommation des ménages**

Compte tenu de la taille du marché domestique, la demande des ménages est le principal contributeur à la croissance du PIB. La hausse phénoménale des importations non pétrolières de 2002/03 à la fin de 2004/05 (jusqu'à un pic à 70% en glissement annuel en mars 2005) et l'accélération de la production des biens de consommation durables et non durables depuis 2003/04 suggèrent un régime supérieur de croissance de

#### **Taux de croissance moyen du PIB réel par habitant**



Graphique 5

Source : IFI

la consommation finale, en dépit du léger ralentissement intervenu à la fin de 2005/06. Le renforcement en tendance de la demande des ménages repose sur des changements structurels de grande ampleur qui tendent à réduire sa dépendance aux revenus agricoles : émergence d'une classe moyenne – résultat de la forte progression du revenu par habitant depuis dix ans – et augmentation de la part de la population en âge de travailler dans la population totale. En outre, la baisse structurelle des taux d'intérêt et l'accès élargi au crédit bancaire ont amélioré l'accessibilité des ménages à la consommation de masse. Effet revenu, consumérisme et tendances démographiques se conjuguent pour renforcer la consommation des ménages tout en modifiant le contenu.

#### *Hausse du revenu par habitant*

Les indicateurs de pauvreté se sont améliorés ces dix dernières années, mais l'Inde n'en reste pas moins un pays très pauvre. La population vivant sous le seuil national de pauvreté était estimée à 29% en 1999/00 contre 36% en 1993/94. En outre, les disparités de revenu se sont accentuées avec les réformes de libéralisation<sup>(12)</sup>. Néanmoins, une croissance économique plus forte et un ralentissement de l'accroissement démographique (de 2,1% par an au début des années 1990 à environ 1,7% actuellement) ont permis une augmentation sans précédent du PIB par habitant. A 635 dollars en 2004/05, le PIB réel par tête a augmenté de près de 80% en dix ans (cf. graphique 5).

## Transition démographique

L'Inde est un pays jeune, avec un âge moyen de la population estimé à 24 ans contre 32 en Chine ou 34 en Corée. La transition démographique indienne est décalée de plusieurs décennies par rapport au reste du continent asiatique. L'Inde est entrée depuis le début des années 1990 dans une période de montée rapide du ratio de la population en âge de travailler (classe des 15-64 ans, conçue comme la main-d'œuvre potentielle) sur la population totale, abaissant mécaniquement les taux de dépendance des jeunes et des plus de 65 ans aux actifs. La croissance indienne bénéficie ainsi d'une sorte de "dividende démographique". Le nombre de personnes en âge de travailler est estimé à 690 millions en 2005. Il pourrait atteindre 760 en 2010, soit un accroissement annuel de 14 millions. Il devrait continuer à augmenter jusque vers 2045, faisant monter la part relative des 15-64 ans dans la population totale de 63% aujourd'hui à 68%. La pression démographique est, jusqu'à présent, gérée par la hausse contrôlée du taux de participation de la main-d'œuvre (population active sur population en âge de travailler), en limitant notamment l'expansion du travail des femmes. Mais ce taux devrait, néanmoins, continuer à croître.

La démographie et les migrations intérieures des campagnes vers les villes devraient également modifier profondément la géographie économique de l'Inde dans les vingt prochaines années. La part de la population rurale dans le total est encore supérieure à 65%, mais les Nations unies estiment que la population urbaine devrait représenter plus de la moitié de la population totale vers 2025-2030. A cet horizon, la population dans les principales mégapoles augmenterait significativement : Delhi (40 millions d'habitants), Mumbai (30-35), Kolatta (20-25), Bangalore, Surat, Hyderabad, Chennai, Puna, Ahmedabad (10-15 chacune), Jaipur (7), Lucknow (5). Les infrastructures urbaines actuelles ne sont pas préparées à un tel choc.

### Réalité de la classe moyenne indienne

La progression des revenus et l'élargissement de la classe moyenne contribuent à élever le pouvoir d'achat. Il existe des définitions plus ou moins étendues de la

### Distribution du revenu annuel des ménages (roupies)

	1995/96	2001/02	2009/10p
Moins de 90 000	131 176	135 378	114 395
90 000 – 200 000	28 901	41 262	75 304
200 000 – 500 000	3 881	9 034	22 268
500 000 – 1 million	651	1 712	6 173
1 – 2 millions	189	546	2 373
2 – 5 millions	63	201	1 037
5 – 10 millions	11	40	255
Plus de 10 millions	5	20	141
Nombre de ménages (millions)	165	188	222
Part des ménages dans la classe moyenne	2,7 %	5,7 %	12,8 %

Tableau 2

Sources : NCAER, JP Morgan

classe moyenne indienne. Nous retenons celle du NCAER (*National Council for Applied Economic Research*, centre de recherche local), qui comptabilise les ménages gagnant annuellement entre 200 000 et 1 million de roupies (soit 4 000-23 000 dollars). En 2001/02, 11 millions de ménages (ou 57 millions d'individus), soit 6% des ménages indiens, appartenait à cette classe. Ce ratio, multiplié par deux en six ans, devrait atteindre 13% à horizon 2009/10 (28 millions de ménages ou 160 millions d'individus) (cf. tableau 2). Néanmoins, certaines entreprises spécialisées dans les biens de consommation ciblent une population plus ou moins large en fonction des produits. Ainsi, sachant qu'avec un revenu annuel de 3 000 dollars il est possible de s'acheter une voiture, la classe moyenne au sens large se rapproche plutôt de 300 millions d'individus, soit un peu plus de la population des Etats-Unis.

L'effet revenu se double d'un effet richesse tiré d'une détention plus importante d'actions (la part de l'épargne des ménages détenue en actions est estimée à 20%) dans un contexte de hausse sensible de la Bourse (+74% sur un an en mars 2006 pour la place de Mumbai). En outre, l'essor du crédit aux particuliers favorise le sentiment d'une meilleure accessibilité à la consommation de masse. D'après l'agence de rating Fitch, le crédit à la consommation a augmenté en moyenne de 40% par an entre 2000 et 2005. Il représente 24% de l'encours total des prêts du système bancaire contre 11% en 1999/00, mais encore seulement 10% du PIB.



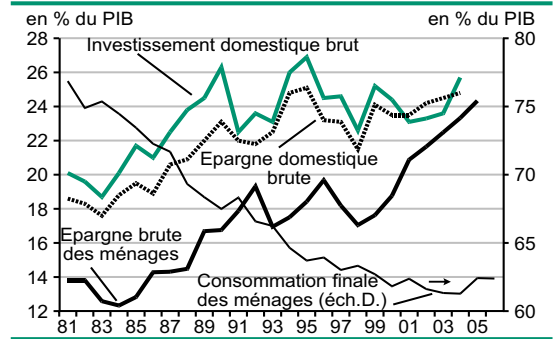
## Boom du commerce de détail en perspective

Par conséquent, des évolutions considérables sont à venir dans le commerce de détail, qui devrait voir l'augmentation de la part de marché des centres commerciaux aux dépens des petits commerces traditionnels et donc de l'emploi. Le secteur de la vente au détail (10% du PIB) est en effet le deuxième pilier de l'économie indienne en termes d'emplois (21 millions) derrière le secteur agricole. Très peu organisé, ce secteur est constitué d'une multitude de petites échoppes traditionnelles (*mom-and-pop corner stores*). Celles-ci tiennent l'essentiel du marché grâce à leur proximité inégalée avec des populations très variées d'une zone à une autre, aux demandes desquelles ces boutiques sont les plus à même de répondre. Cependant, alors que les jeunes Indiens deviennent réceptifs à de nouveaux formats de consommation, demandeurs de produits plus élaborés et de meilleure qualité, ce mode de distribution peut devenir insatisfaisant. La part de marché des centres commerciaux spécialisés et des franchises progresse ainsi rapidement. En dépit de la résistance farouche du commerce traditionnel contre cette concurrence, le gouvernement a autorisé au début de 2005 l'investissement étranger à hauteur de 51% dans des enseignes unimarkes.

## Impact du "dividende démographique" sur la dynamique d'épargne

L'accroissement de la population active a un impact macroéconomique sur la dynamique d'épargne. La population active a une plus grande propension à épargner que les populations dépendantes, celles âgées de moins de 15 ans comme celles de plus de 65 ans. Partant, la hausse du taux d'épargne (épargne/PIB) autorise celle du taux d'investissement (FBCF/PIB), ce qui favorise l'apparition d'un cercle vertueux de croissance (cf. graphique 6). Au début des années 1980, le taux d'épargne brute de l'ensemble de l'économie indienne était de 20% environ. Excepté la période de recul observée dans la deuxième moitié des années 1990, ce taux a monté constamment pour atteindre 28% en 2003/04, d'après les statistiques de la

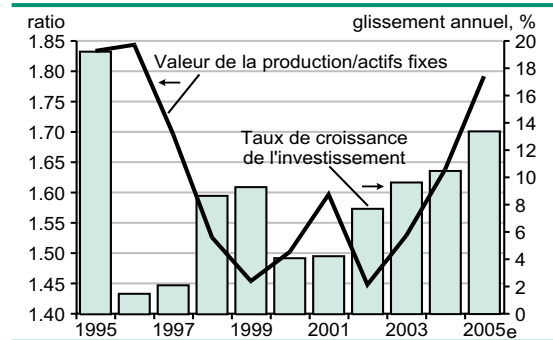
## Consommation des ménages, épargne et investissement



Graphique 6

Sources : IFI, RBI, CSO

## Taux d'utilisation des capacités de production et croissance de l'investissement



Graphique 7

Sources : CMIE (manufacture), UBS

Banque centrale. La composition de cette épargne a changé. Le repli de l'épargne publique a été compensé par un accroissement de la part de l'épargne des ménages et des entreprises privées. L'épargne des ménages dans le total est montée de 74% en moyenne dans les années 1980 à 83% des années 1990 à 2003/04. Pour les entreprises privées, cette part est passée de 9% à 16%. La part de l'épargne publique a régressé de 17% à 1%. Le secteur public enregistre même un taux d'épargne négatif depuis 1998/99.

## Un cycle d'investissement fermement engagé

Un cycle d'investissement plus vigoureux que le précédent (1993/94-1995/96) s'est amorcé en 2001/02. D'après les comptes nationaux, la croissance de la formation brute de capital fixe en volume des entreprises

a accéléré constamment entre 2001/02 et 2004/05, portant de 24% à 26% l'investissement productif privé dans le PIB (cf. graphique 7). Différentes enquêtes dans l'industrie (NCAER, Confédération de l'industrie indienne, Dun & Bradstreet) rendent compte de la saturation rapide des capacités de production sous l'effet de la forte hausse de la demande interne, comme on l'a vu plus haut, mais surtout externe, comme en témoigne le décollage des exportations de produits manufacturés depuis le début de 2002/03.

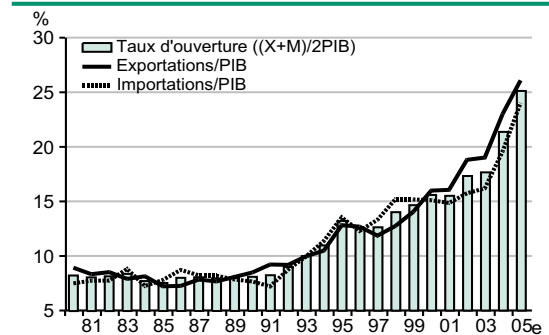
Le redémarrage de l'investissement se fait sans accélération notable de l'investissement direct étranger (IDE), à la différence de nombreuses économies asiatiques au cours de leur phase d'industrialisation et de décollage économique. Les flux annuels d'IDE vers l'Inde restent limités à moins de 1% du PIB, même si depuis le début des années 2000 ils augmentent légèrement plus rapidement (6,5 milliards de dollars l'an à fin 2005/06 contre 3 milliards en moyenne avant 1999/2000). Cette tendance correspond aux assouplissements réguliers des restrictions sectorielles à l'IDE apportés à petite dose par le gouvernement. L'essentiel des dépenses en capital réalisées dans le cycle actuel relève donc, en grande partie, d'entreprises locales devenues plus compétitives et capables d'affronter la concurrence sur les marchés extérieurs (cf. tableau 3).

#### Noms de l'industrie indienne : globalement compétitifs, globalement reconnus

<b>Hero Honda</b>	1 <sup>er</sup> constructeur mondial de motos
<b>Moser Baer</b>	3 <sup>ème</sup> constructeur mondial de supports de numérique (CD, DVD...)
<b>Hero Cycles</b>	1 <sup>er</sup> constructeur mondial de bicyclettes
<b>Bharat Forge</b>	Parmi les 3 premiers constructeurs mondiaux de forges
<b>UB Group</b>	2 <sup>ème</sup> fabricant mondial de boissons alcoolisées
<b>Apollo Hospitals</b>	Plus importante chaîne d'hôpitaux en Asie du Sud
<b>Reliance industries</b>	1 <sup>er</sup> fabricant mondial de PTA*
<b>Aravind Eye Hospital</b>	Plus grand pratiquant mondial de chirurgie de l'oeil
<b>Mahindra &amp; Mahindra</b>	Parmi les 3 premiers constructeurs mondiaux de tracteurs
<b>Telco</b>	Parmi les 3 premiers constructeurs mondiaux de camions
<b>Welspun</b>	1 <sup>er</sup> fabricant mondial de serviettes-éponge
<b>Gujrat Ambuja</b>	Parmi les 5 premiers producteurs mondiaux de ciment

Tableau 3 Source : Confédération de l'Industrie Indienne (CII)  
 (\*) PTA : composant chimique utilisé dans la fabrication textile.

#### Taux d'ouverture de l'économie indienne



Graphique 8

Source : CEIC

## Une intégration plus rapide dans la mondialisation

### Intensification des échanges commerciaux...

#### De meilleures performances à l'exportation...

Le taux d'ouverture<sup>(13)</sup> de l'économie indienne a atteint 25% en 2005/06 contre 8% en 1990/91. L'augmentation a été particulièrement rapide depuis le milieu des années 1990 (cf. graphique 8). L'Inde demeure, toutefois, une économie plus fermée que ses voisins asiatiques avec des barrières tarifaires qui restent élevées. La dynamique des exportations s'explique avant tout par l'essor des exportations de

services depuis le milieu des années 1990 (passées de 1,7% du PIB en 1990/91 à 6,6% en 2005/06), mais elle est renforcée depuis le début de la décennie par le décollage des exportations de marchandises, notamment de produits manufacturés (73% des exportations totales de marchandises), même si les exportations de services (en particulier services informatiques et services aux entreprises dans le cadre de la sous-traitance internationale) restent plus vigoureuses en tendance (cf. graphique 9, page 26).

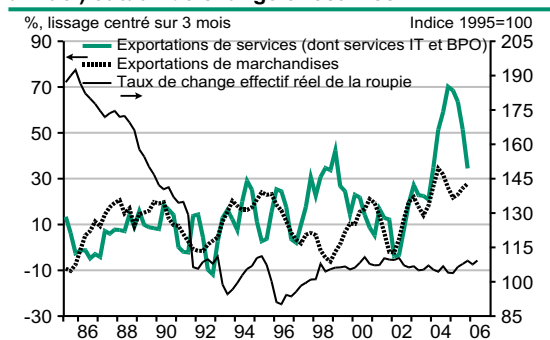
Une étude récente du FMI (2006a) montre que l'évolution du taux de change effectif réel n'explique pas à elle seule l'amélioration de la compétitivité extérieure de l'Inde, puisque l'on relève tout aussi bien des périodes de dépréciation au cours desquelles les exportations augmentent et des périodes de dépréciation pendant lesquelles les exportations ralentissent, voire baissent.

Une première cause de la performance des exportations réside dans la diversification des produits, avec le développement de spécialisations dans certains segments les plus dynamiques de la demande mondiale. Ainsi, les exportations de produits pétroliers, de chimie organique et d'équipement électrique, qui représentent une part croissante des exportations indiennes, ont crû plus vite que la moyenne mondiale. En second lieu, il y a eu amélioration de la compétitivité hors prix des entreprises exportatrices de produits manufacturés, (qualité et image des produits, contenu en innovation, ergonomie-design, délais de livraison, conseil commercial, service client), liée aux restructurations internes que les entreprises industrielles ont traversées dans les années 1990, ce qui permet à certaines d'entre elles de se classer dans les palmarès mondiaux. Troisièmement, les exportations indiennes s'orientent davantage vers des zones géographiques à forte croissance (principaux pays de l'OPEP et de l'Asie émergente) au détriment de l'Union européenne. La Chine, Hong Kong et les Emirats Arabes Unis s'imposent depuis peu comme les premiers clients de l'Inde.

### ... mais encore bien en deçà de leur potentiel

La marge de progression des exportations de marchandises indiennes reste substantielle. Celles-ci ne représentent encore que 8% du PIB (contre 30% en Chine) et 0,8% du commerce mondial (6,4% pour la Chine). Pour encourageantes qu'elles soient, les tendances récentes des exportations indiennes sont

### Exportations de biens et services (glissement annuel) et taux de change effectif réel



Graphique 9

Source : CEIC

moins bonnes que celles d'autres pays asiatiques, ce qui est surprenant compte tenu de coûts salariaux compétitifs et d'une productivité élevée (cf. tableau 4). Si les salaires dans certains secteurs, comme les services, ont connu de fortes augmentations (de l'ordre de 20% par an depuis 2000), l'existence d'un large secteur inorganisé et une offre abondante de travail sont des facteurs susceptibles d'avoir maintenu une pression sur les niveaux de rémunération d'ensemble. Ce serait donc la faiblesse des infrastructures et le degré de réglementation encore élevé de l'économie qui expliqueraient la faible percée de l'Inde sur les marchés mondiaux. Par exemple, la mauvaise qualité du réseau routier et des aéroports implique des délais plus longs et des coûts de transport plus élevés que dans d'autres pays, sans parler du problème d'alimentation en électricité, ou des délais liés aux formalités douanières.

### Salaires ou compensations mensuels dans l'industrie manufacturière (en dollars US)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Inde	1/	33,6	31,3	29,4	36,0	28,5	40,5	23,8
Philippines	1/	260,0	247,1	189,1	213,5	Na	189,1	na
Malaisie	1/	443,2	430,1	na	na	365,3	402,9	na
Chine, Rép. Pop.	1/	56,6	59,6	71,1	78,5	88,1	98,4	110,8
Hong Kong RAS	3/	1 334,8	1 463,6	1 512,1	1 527,9	1 523,5	1 555,8	1 532,4
Brésil	1/	1 289,6	1 275,3	618,1	414,5	417,0	358,2	308,8
Mexique	1/	182,8	206,5	228,8	250,2	307,8	360,5	366,4
Indonésie	2/	77,0	72,0	25,6	38,3	46,5	50,4	na
Thaïlande	3/	217,1	189,2	154,5	156,2	na	na	na

Tableau 4

Sources : FMI (2006a), Organisation Internationale du Travail

1/ Salaire mensuel

2/ Compensation mensuelle

3/ D'après une enquête conduite par le ministère de l'Agriculture

De même, les barrières tarifaires à l'importation découragent les exportations. En dépit de leur réduction sensible (de plus de 40% en 1997 à 14,5% en 2005 pour le tarif moyen hors produits agricoles), les taxes à l'importation en Inde sont encore deux fois plus élevées en moyenne que dans les pays de l'ASEAN. En plus de rendre les inputs importés plus chers, elles obligent à baisser le prix des produits exportés par rapport à celui auquel ils seraient vendus sur le marché intérieur. Le FMI (2006a) estime ainsi qu'une élimination complète des taxes à l'importation augmenterait la valeur des exportations de 45%. Le cas du textile offre un bon exemple de ces distorsions. Alors que depuis l'abolition des quotas mondiaux en janvier 2005 les exportations textiles chinoises vers les Etats-Unis ont progressé de 200% et vers l'Europe de 80%, celles de l'Inde vers ces mêmes destinations n'ont crû que de 20%. L'Inde était pourtant donnée gagnante par l'OMC en termes de parts de marché après la fin du régime des quotas, mais il n'en a rien été jusqu'à présent.

### ... et des liens financiers internationaux

L'intégration de l'Inde dans la mondialisation se fait aussi *via* l'intensification de ses liens financiers avec le reste du monde. Mais son mode de financiarisation extérieure tranche avec celui qui a présidé au décollage économique des NPI d'Asie et des principaux pays de l'ASEAN, caractérisé par un afflux massif d'investissements directs étrangers dans les secteurs exportateurs. L'intégration de l'Inde dans la globalisation financière est dominée jusqu'ici par une importation substantielle de capitaux volatils, investissements de portefeuille en tête (+35% depuis 2003/04), attirés par les profits croissants des entreprises indiennes sur fond de perspectives favorables à moyen terme. L'excédent du compte de capital de la balance des paiements a triplé (de 6 à 18,6 milliards de dollars l'an) entre mars 2004 et décembre 2005.

Bien qu'en lente progression, les entrées nettes d'IDE restent limitées à moins de 1% du PIB (6,5 milliards de dollars l'an en décembre 2005) et se destinent en majeure partie vers des secteurs orientés vers le marché local. Le lobbying actif du secteur privé – acteur

### Restrictions sectorielles à l'investissement direct étranger

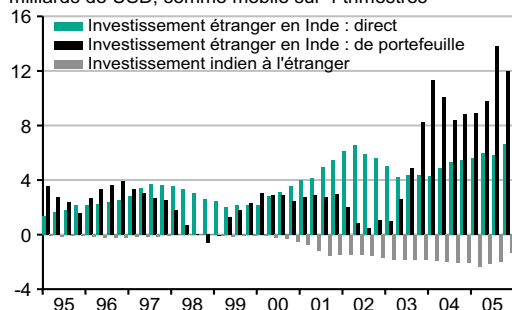
- Les IDE sont virtuellement bienvenus dans tous les secteurs
- Limites actuelles par secteurs :

Défense	jusqu'à 26 %
Aviation civile	jusqu'à 49 %
Assurance	jusqu'à 49 %
Télécoms	jusqu'à 74 %
Construction	jusqu'à 100 %
Vente au détail	jusqu'à 51 % pour les magasins unimarques
Développement de l'urbanisme	Jusqu'à 100 %
➤ A venir :	banque en 2009 (5% actuellement)

Tableau 5 Source : Confédération de l'Industrie Indienne (CII)

### Intégration financière à double sens

milliards de USD, somme mobile sur 4 trimestres



Graphique 10

Source : RBI

historique de l'économie indienne, dominé par de grands groupes fondés avant l'indépendance – pour la protection de leur marché naturel<sup>(14)</sup>, et le fait que l'Inde se soit développée jusqu'à présent surtout par les services, moins gourmands en capital, sont les deux principales explications de la faiblesse des IDE. En vertu des réformes de libéralisation, ceux-ci sont en principe bienvenus dans tous les secteurs, mais plafonnés (cf. tableau 5). A long terme, la poursuite des dérégulations et du développement d'un secteur industriel exportateur ouvre la voie à leur accroissement.

L'intégration financière de l'Inde s'opère aussi par la poussée d'investissements directs d'entreprises indiennes à l'étranger. Ceux-ci atteignent un rythme annuel de 2 milliards de dollars environ contre moins de 500 millions en 2000/01 et ciblent principalement les petits pays du sous-continent pour profiter de plus bas coûts de production<sup>(15)</sup> (cf. graphique 10).

## A court-moyen terme, des risques financiers liés à la croissance forte

Alors que la croissance indienne tourne au-dessus de son potentiel (taux d'utilisation élevé des capacités de production), l'emballement de la croissance du crédit commercial (*nonfood credit*) fait planer le risque de détérioration de la qualité des actifs du système bancaire et naître des tensions sur la liquidité domestique. Par ailleurs, l'évolution des prix dans l'économie (mesurée imparfaitement par les prix de gros) reste contenue, mais on observe une inflation du prix des actifs boursiers et immobiliers. En outre, l'Inde voit sa vulnérabilité extérieure s'accroître à mesure que les importations creusent un déficit courant dont le financement est dominé par des capitaux de court terme.

Pour préserver la croissance et éviter de renouveler l'erreur de 1995/96 d'une montée des taux d'intérêt trop hâtive, la *Reserve Bank of India* (RBI), la Banque centrale indienne, a entamé en octobre 2004 un resserrement graduel de sa politique monétaire (+100 points de base au total). La dernière hausse de janvier 2006 a porté le principal taux de refinancement (*reverse repo rate*) à 5,5%. La RBI resserre aussi qualitativement sa politique monétaire en durcissant certaines normes prudentielles (augmentation de la pondération des actifs risqués (immobilier commercial et résidentiel, crédits personnels et cartes de crédit) dans le calcul du ratio de capitalisation). D'autres mesures contracycliques consistent en l'élévation des taux de provisionnement sur ces mêmes lignes d'actifs. Cependant, le crédit ne donne pas encore de signes de fléchissement. Après un ralentissement temporaire de 38% à 31% en glissement annuel entre septembre et novembre 2005, il a réaccélééré légèrement au dernier point connu de janvier 2006. Le crédit commercial est structuré en trois catégories principales : le crédit aux secteurs prioritaires (agriculture et petite industrie) pour 37% du total, le crédit aux moyennes et grandes entreprises (31%), et le crédit aux particuliers (23%). C'est cette dernière catégorie qui a vu sa part augmenter le plus vite au cours des dernières années.

## Système bancaire : crédit et qualité des actifs

Comme c'est le cas dans de nombreux pays d'Asie, les banques en Inde ont développé le crédit à la consommation et au logement depuis quelques années, alors que le financement d'entreprises stagne. Cette évolution s'est effectuée à l'aune des difficultés rencontrées par le secteur industriel dans les années 1990 et des restructurations qui s'ensuivirent, mais aussi de la décision de la Banque centrale en 2000/01 de réduire de 100% à 50% la pondération du risque affectée au financement du logement résidentiel. La montée d'une classe moyenne qui accroît la demande solvable, l'augmentation de la population active, la baisse structurelle des taux d'intérêt domestiques amplifiée par la concurrence accrue entre banques et instituts de crédit<sup>(16)</sup>, ainsi que les incitations fiscales à l'achat du logement ont fini de créer pour les banques un cadre d'activité attractif pour le développement d'une gamme complète de crédit aux particuliers (prêts personnels, voiture, cartes de crédit, logement). Notons, simultanément, la tendance à la désintermédiation du financement des entreprises indiennes. Celles-ci s'adressent davantage aux marchés de capitaux locaux (voire internationaux pour les grands groupes), sur lesquels l'effet liquidité mondiale a entraîné une baisse sensible du loyer de l'argent ces dernières années.

Les prêts aux particuliers tous produits confondus représentaient, à la fin mars 2005, 24% des encours de crédit des banques commerciales contre 11% en 1999/00, soit un taux de croissance annuel moyen de 35%. Les crédits logement ont progressé le plus vigoureusement (12% du portefeuille de crédit aux particuliers contre 7% pour les crédits à la consommation). Le nombre de cartes de crédit s'élèverait à 15 millions en mars 2005, avec un encours de l'ordre de 1% du portefeuille de crédits. Le risque de détérioration de la qualité des actifs n'est pas matérialisé – les prêts non performants liés à la banque de détail représentent une portion marginale du total –, mais il existe bel et bien. Il devrait augmenter dans les prochaines années, compte tenu des taux de progression actuels et du fait que les banques indiennes ont une expertise trop récente sur ce segment pour avoir développé une infrastructure *ad hoc* de gestion du risque. La marge de

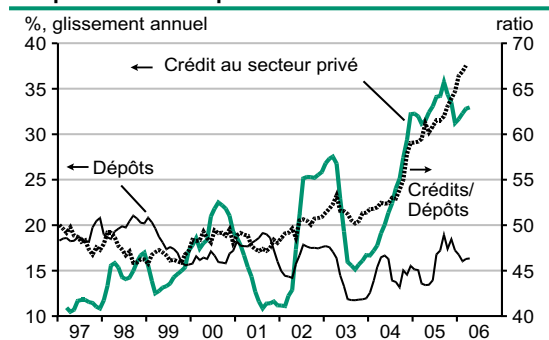
rattrapage de l'Inde pour le crédit aux ménages (10% du PIB) est pourtant importante comparée aux autres pays asiatiques.

### Tensions sur la liquidité domestique

Si la qualité du crédit n'est pas affectée jusqu'ici, son dynamisme fait peser un risque autrement plus tangible sur la liquidité domestique (cf. graphique 11). Le ratio de liquidité dans les banques commerciales (dépôts sur crédits) est encore confortable à 150% en février 2006, mais il a chuté sensiblement depuis son point haut à 230% en juin 2001, au commencement du boom du crédit. A ce rythme, le surplus de liquidité dans le système bancaire serait épuisé à horizon 2008/09. En fait, ces tensions sont en germe depuis au moins une dizaine d'années si l'on considère la tendance à l'accélération de la croissance du crédit commercial au secteur privé et le ralentissement du rythme de collecte des dépôts bancaires. Ces tensions sont renforcées par l'accumulation moins rapide des réserves officielles de changes depuis deux ans à cause de la réapparition d'un déficit courant. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt et la hausse boursière ont poussé les ménages à réallouer leurs dépôts au profit de placements financiers plus rémunérateurs auprès d'institutions financières non bancaires (fonds mutuels notamment). Pour aider les banques à capter plus de dépôts, la Banque centrale vient de relever les taux rémunérant les dépôts des non-résidents, bien que ceux-ci jouent un rôle moins important dans la liquidité domestique qu'il y a quinze ans. Entre 1990/91 et 2004/05, leur encours est passé de 13% à 8% de l'ensemble des dépôts bancaires.

Ces tensions sur la liquidité domestique servent indirectement les desseins de la Banque centrale<sup>(17)</sup> en lui permettant de ne pas augmenter "tout de go" ses taux directeurs. En laissant les taux courts se tendre au-delà du couloir formé par le taux directeur auquel la RBI absorbe de la liquidité dans le système bancaire (*reverse repo rate*, à 5,5%) et celui auquel elle en injecte (*repo rate*, à 6,5%), les banques sont forcées de remonter leurs meilleurs taux prêteurs. Il reste à savoir jusqu'à quel point cette méthode "furtive" peut se substituer à un resserrement explicite qui agisse plus directement sur l'offre de crédit.

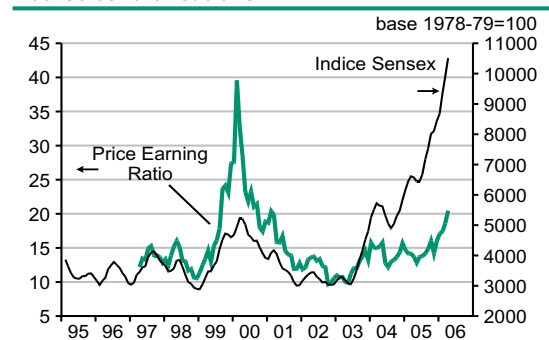
### Croissance du crédit et évolution de la liquidité domestique



Graphique 11

Source : RBI

### Bourse et valorisations



Graphique 12

Source : CEIC

### Y a-t-il surévaluation boursière ?

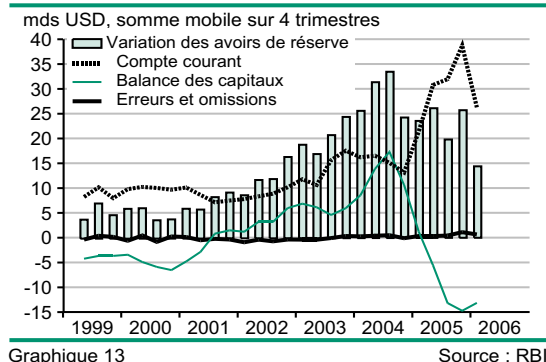
L'indice phare Sensex de la place de Mumbai ressort en hausse d'environ 280% depuis la fin 2002/03. Simultanément, la capitalisation boursière est montée de 30% à 90% du PIB. De 2002/03 à 2004/05, la hausse des cours a reflété la croissance des profits, les nombreuses introductions en Bourse et opérations de fusions-acquisitions enregistrées dans tous les secteurs, aussi bien traditionnels, comme le ciment ou l'acier, que de la "nouvelle économie", de sorte que les *price earning ratios* (PER, rapports cours sur bénéfice) ont peu varié (autour de 15). L'envolée boursière se poursuit depuis 2005/06 mais en s'accompagnant d'une élévation des valorisations, passées à 20 en quelques mois (cf. graphique 12), ce qui pose la question de la juste appréciation des performances des entreprises. La hausse s'explique, au moins en partie, par un effet de rattrapage après les performances

médiocres des années antérieures. Mais la vitalité du marché d'actions illustre aussi la réalité de la diversité et le nouveau dynamisme du secteur productif, qui offre une gamme étendue d'opportunités d'investissement pour les résidents et les non-résidents. Les secteurs *leaders* appartiennent à la "nouvelle économie" (surtout *outsourcing*) et aux biotechnologies (pharmacie), qui supportent des valorisations plus élevées. Ce sont aussi des secteurs industriels tournés autant vers l'exportation (textile, pièces détachées automobiles) que le marché domestique (infrastructure, construction résidentielle). Un tiers de l'économie indienne bénéficierait de la hausse des cours mondiaux des matières premières brutes ou manufacturées (pétrole, minerais de fer, métaux ferreux et non ferreux, métaux précieux, produits agricoles, sucre, ciment). D'autres secteurs tels que le commerce de détail, la presse et la publicité profitent de l'essor du consumérisme. Au total, à la question de savoir si une bulle spéculative s'est formée, la réponse n'est donc pas tranchée.

### Quel poids des investissements de portefeuille sur la Bourse indienne ?

La Bourse de Mumbai a aussi considérablement monté sous l'effet des entrées massives d'investissements de portefeuille en actions. En mars 2006, ceux-ci ne représentaient, toutefois, que 15% de la capitalisation boursière contre 11% un an auparavant, ce qui module les craintes quant à l'inversion possible des flux en cas de retour de l'aversion au risque. En outre, la typologie des investisseurs internationaux sur les marchés émergents a évolué depuis la crise asiatique de 1997. Ce sont davantage des fonds de pension à la recherche de placements à long terme sur des marchés à fort potentiel. Parmi ceux-ci, l'Inde présente l'avantage supplémentaire d'un cadre institutionnel et démocratique stable. Le marché boursier local reste donc principalement détenu par les résidents, dont de plus en plus de ménages (réductions fiscales, meilleure sélectivité des produits d'épargne), dans un contexte où les actions sont une classe d'actifs encore sous-représentée dans les portefeuilles des fonds d'investissement indiens (moins de 5%).

### Contributions aux variations des réserves de changes



### Une vulnérabilité extérieure accrue mais maîtrisée

Demande domestique forte et prix du pétrole élevé d'un côté, globalisation financière de l'autre modifient en profondeur le profil de la balance des paiements. Si celle-ci continue de dégager des excédents annuels, le rythme d'accumulation des réserves de changes s'est ralenti à cause d'un plus large déficit commercial en même temps que leur fongibilité s'est accrue avec l'afflux de capitaux réputés instables (cf. graphique 13).

Le déficit commercial chronique s'est subitement élargi depuis le début 2004/05 à hauteur de 52 milliards de dollars l'an (6% du PIB) sous l'effet de la hausse significative de la facture énergétique (+32% sur un an en décembre 2005 à 36 milliards de dollars l'an), faisant du pétrole le premier poste d'importation du pays. Les importations non pétrolières ont progressé encore plus rapidement (+45% à 114 milliards de dollars l'an), tirées par les importations de biens d'équipement et de biens intermédiaires. Un déficit commercial de cette ampleur n'est pas considéré comme une menace tant que le déficit courant (13 milliards de dollars l'an, soit 2,5% du PIB) reste limité grâce au large excédent de la balance des services et financé par les entrées de capitaux. A terme, il posera toutefois problème, car la dépendance énergétique de l'Inde devrait continuer de s'accroître (le pays importe aujourd'hui 70% de ses besoins en pétrole) (cf. graphique 14).

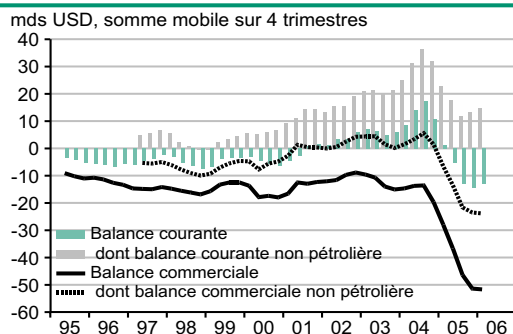
Le financement du déficit courant est sur-couvert par le compte de capital, mais il s'est en quelque sorte précarisé ces dernières années. La montée en flèche de

l'excédent de la balance des capitaux (27 milliards de dollars l'an en décembre 2005, soit 3,5% du PIB) s'explique avant tout par un afflux massif de capitaux volatils (investissements de portefeuille) ou aisément rétractables : dette commerciale, dont surtout *external commercial borrowings* (ECBs) – principalement sous la forme d'obligations en devise convertibles en actions (*foreign-currency convertible bonds* ou FCCBs) émises par les entreprises cotées<sup>(18)</sup> – et prêts à court terme. Sur les neuf premiers mois de 2005/06, ces flux s'élevaient respectivement à 13, 11, et 2,5 milliards de dollars l'an, en hausse respectivement de 35%, 62% et 25% sur un an (cf. graphique 15). Le stock des réserves officielles de changes, à 137 milliards de dollars en février 2006, est considérable – il correspond à un peu plus d'un an d'importations de biens et services (cf. graphique 16) –, mais il n'est pas beaucoup plus élevé que le stock de *hot money* (somme des investissements de portefeuille et de dette à court terme) dans l'économie estimé à 102 milliards de dollars en 2005/06.

Au total, il existe un risque de couverture du déséquilibre de la balance des paiements, celle-ci restant dépendante de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux. Néanmoins, la prépondérance des capitaux volatils ou rapidement rétractables correspond aussi à une manière pour les investisseurs étrangers de se positionner en Inde dans un contexte où l'investissement direct est encore peu attractif. Non seulement le climat des affaires reste affecté par les infrastructures de base de mauvaise qualité et la bureaucratie pesante, mais les restrictions sectorielles demeurent importantes. Les perspectives allant toutefois dans le sens d'un plus grand assouplissement dans ce domaine, les flux de capitaux vers l'Inde devraient à terme se rééquilibrer vers des financements plus stables.

Dans ce contexte financier, les autorités indiennes ouvrent avec prudence le compte de capital. Alors que la convertibilité de la roupie au titre des transactions commerciales est effective depuis 1994, le gouvernement continue de se montrer réticent pour ce qui est des opérations financières, la crise asiatique de 1997 l'ayant conforté dans ses vues. Les restrictions dans les deux sens sont encore multiples et le processus de libéralisation procède par petites touches, souvent à des fins utilitaristes<sup>(19)</sup>. D'autres conditions préalables à l'ouverture

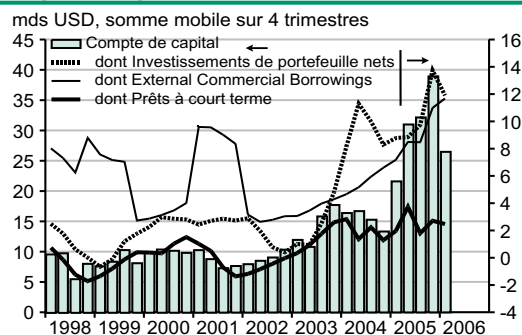
### Balance des paiements : compte courant pétrolier et non pétrolier



Graphique 14

Source : RBI

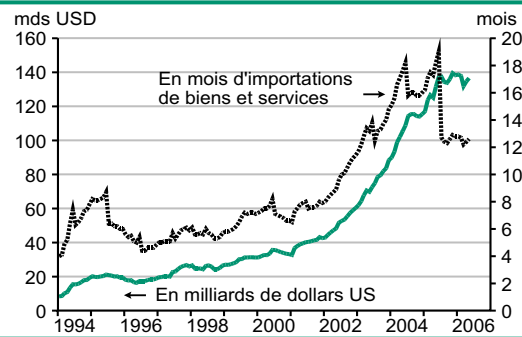
### Balances des paiements : compte de capital



Graphique 15

Source : RBI

### Liquidité extérieure : réserves officielles de change



Graphique 16

Source : RBI



totale du compte de capital ne sont pas non plus réunies. En premier lieu, la situation des finances publiques reste dégradée en dépit d'une amorce de consolidation, ce qui incite à exclure la détention par l'étranger d'une partie de la dette publique. Ensuite, le système bancaire est sous-dimensionné en termes de total d'actifs en regard des besoins de financement de l'économie<sup>(20)</sup> – bien que certaines banques procèdent à des augmentations de capital, notamment dans le cadre de la réforme Bâle II – et encore largement protégé de la concurrence étrangère jusqu'en 2009. Enfin, la sphère économique réelle reste insuffisamment libéralisée, risquant d'être déstabilisée par un afflux massif de capitaux étrangers.

## A long terme, une adaptation nécessaire de la “voie indienne”

A côté des risques financiers inhérents à une croissance plus forte, d'autres tendances plus inquiétantes liées à une croissance pauvre en emploi se confirment depuis les années 1990. Les caractéristiques du modèle de développement forgé dans les années 1950-1980 (cf. encadré 3, page 34) avaient favorisé une croissance créatrice d'emplois, même si ceux-ci se concentraient essentiellement dans le vaste secteur inorganisé. Dans les années 1990, non seulement l'élasticité de l'emploi à la croissance dans le secteur organisé est devenue quasiment nulle<sup>(21)</sup>, mais en plus la croissance de l'emploi dans le secteur inorganisé a marqué le pas. Les réformes auraient ainsi modifié la relation entre croissance et emploi, dans le secteur inorganisé comme dans le secteur organisé.

D'une part, le secteur inorganisé (92% de la main-d'œuvre totale) a cessé de créer des emplois. Alors que, au début des années 1980, l'agriculture (secteur essentiellement inorganisé) représentait encore une part importante du PIB (40%) et de l'emploi (70%), les limites de la Révolution Verte ont conduit à un ralentissement de la production agricole de 3% en tendance dans les années 1980 à 1% dans la décennie suivante et à une stagnation de l'emploi. La baisse de la part relative de l'emploi du secteur primaire dans l'emploi total a correspondu à un déplacement d'ouvriers agricoles vers des emplois de subsistance dans le secteur des services inorganisé.

D'autre part, à partir de la deuxième moitié des années 1990, le faible dynamisme industriel public et privé a entraîné le recul de l'emploi dans le secteur organisé : les destructions d'effectifs dans le secteur public dus aux désinvestissements se sont accompagnées de suppressions d'emplois dans le secteur privé dans le contexte des restructurations induites par le choc de l'ouverture sur l'extérieur. Dans le secteur industriel organisé, la baisse de l'emploi public n'a donc pas pu être compensée par la hausse de l'emploi privé. En outre, sur fond de démantèlement partiel de la politique de réservation, le maintien d'un marché du travail dual formel/informel induit par les lois sur la sécurité de l'emploi a poussé les entreprises industrielles du secteur organisé à se spécialiser dans des activités à plus forte intensité capitalistique (d'un poids plus important dans la valeur ajoutée industrielle totale) ou à haute productivité (disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée). La petite industrie dans les secteurs encore protégés, large pourvoyeuse d'emplois dans le secteur inorganisé, est devenue leur sous-traitante<sup>(22)</sup>.

Au total, ces phénomènes aident à comprendre dans quelle mesure l'évolution de la répartition de l'emploi n'a pas suivi celle de la structure du PIB. La réduction relative du poids de l'agriculture dans la valeur ajoutée (de 58% à 24% du PIB entre 1950 et 2000) s'est effectuée pratiquement au seul avantage des services (de 28% à 49% du PIB), la part de l'industrie stagnant à 27% du PIB à partir des années 1990 (environ 20% pour l'industrie manufacturière). L'agriculture concentre encore environ 60% de la main-d'œuvre et fait vivre plus de 800 millions de ruraux aux conditions d'existence précaires, alors que la part de l'emploi n'augmente que faiblement dans les services (26%) du fait d'une plus forte productivité<sup>(23)</sup>, et dans l'industrie (18%) (cf. tableaux 6 et 7). Cette dernière reste dominée par le secteur informel avec une atomisation du tissu des entreprises voulue par la politique de réservation pour la petite industrie, alors que l'emploi dans le secteur formel est resté restreint à cause des lois du travail visant les grandes entreprises.

Finalement, contrairement aux objectifs initiaux, l'évolution de la structure de l'économie et de l'emploi n'a donc pas donné naissance à une large industrie de main-d'œuvre dans le secteur organisé à même de pouvoir absorber l'accroissement de la population active. Alors

## Composition du PIB et de l'emploi par grands secteurs

		PIB			Emploi		
		Primaire	Secondaire	Tertiaire	Primaire	Secondaire	Tertiaire
1950	100	58	14	28	72	11	17
1960	100	53	18	29	72	12	16
1970	100	46	22	32	72	11	17
1980	100	40	24	37	69	14	18
1990	100	32	27	41	67	13	21
2000	100	24	27	49	57	18	26
2005 <sup>e</sup>	100	24	27	49	52	19	28

Tableau 6

Sources : CSO et Economic Survey 2004-2005, Government of India, in Boillot (2006)

## Evolution de l'emploi par secteurs

	Millions			%		
	1983	1993	1999	1983	1993	1999
<b>Agriculture</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	<b>191</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>57</b>
<b>Industrie et bâtiment</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
Industrie manufacturière	28	35	41	12	11	12
Construction	7	11	15	3	3	4
<b>Services</b>	<b>51</b>	<b>75</b>	<b>87</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
Commerce, hôtel, restaurant	18	27	38	8	9	11
Transport et communications	7	10	14	3	3	4
Finance	2	3	5	1	1	1
Services sociaux et personnels	24	35	31	10	11	9
<b>Total</b>	<b>240</b>	<b>316</b>	<b>337</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Dont hors agriculture	88	125	146	37	40	43

Tableau 7

Source : Planning Commission 2002, in Boillot (2006)

qu'il faudrait créer près de 10 millions d'emplois par an (abstraction faite de l'émigration) pour absorber les jeunes générations sur le marché du travail, l'ouverture de l'économie et les restructurations industrielles ont pesé sur les créations d'emplois depuis les années 1990 : il se crée environ 4 millions de postes par an contre 8 millions dans les années 1980. Dans ces conditions, la divergence entre croissance de la population en âge de travailler et croissance de l'emploi annonce un problème social et économique majeur.

### Risques de rupture en travail qualifié

L'expansion d'un secteur manufacturier de masse est d'autant plus souhaitable que les secteurs de pointe pourraient se trouver confrontés dans un avenir proche à une pénurie de l'offre de travail qualifié. L'Inde "produit" chaque année 2,5 millions de diplômés de

l'enseignement supérieur, anglophones, mais seulement 350 000 d'entre eux sont des ingénieurs qui se destinent à des emplois dans les secteurs de la nouvelle économie. Grâce à ses prestigieux instituts de technologie et de gestion, l'Inde doit probablement détenir le plus grand bassin d'emploi qualifié parmi les pays émergents à bas coûts de production. Mais la spécialisation de certains secteurs en niches technologiques est telle que seulement un quart de ces 350 000 ingénieurs est directement opérationnel, les autres devant suivre une formation interne supplémentaire.

Dans ce contexte, le marché du travail qualifié en Inde est très tendu, alors que de nombreuses entreprises étrangères viennent s'implanter et accentuent la concurrence. Un rapport conjoint de la NASSCOM (*National Association of Software and Services Companies*) et du consultant McKinsey (2005) prédit un

### Encadré 3 : Spécificités du modèle de développement indien des années 1950 à 1980

La voie indienne de développement est difficilement comparable avec l'expérience des autres pays asiatiques y compris la Chine. Elle s'est construite sur un modèle de croissance autocentré, organisé autour d'un vaste secteur public, imprimant un dirigisme extrême à un secteur privé déjà relativement puissant au moment de l'indépendance. De manière simplifiée, les différents aspects de ce modèle forgé par les options de politiques économiques jusqu'au début des années 1980 sont les suivants:

- Substitution aux importations :
  - réduction de la dépendance aux importations via des restrictions commerciales contraignantes ;
  - création de monopoles publics dans les industries d'infrastructure(\*) ;
  - proscription de l'investissement direct étranger.
- Canalisation des ressources disponibles vers des secteurs industriels désignés comme prioritaires, certains d'entre eux étant réservés au secteur public ; existence de partenariats public-privé – avec participation limitée du secteur privé – en raison d'un faible taux d'épargne domestique.
- Existence d'un large secteur privé, à la différence de nombreux pays émergents, mais soumis à un système sévère de réglementations administratives (régime des autorisations préalables, ou License Raj) – propice à la corruption – pour l'investissement, les importations de biens d'équipement et de biens intermédiaires, l'accès aux marchés de change, contrôle de l'allocation du crédit bancaire et des prix, autant pour contrôler la concentration du pouvoir économique (limitation de la taille des grandes entreprises et des groupes industriels) que dans un souci d'économie de capital pour le secteur public. Menace constante de nationalisations (cas des banques en 1969).
- Lois contraignantes pour la protection du travail, spécialement pour les grandes entreprises. En 1976, il est devenu obligatoire pour une société de 300 employés ou plus de demander une autorisation préalable de licenciement. En 1982, le seuil de 300 employés a été réduit à 100.
- Politique de réservation pour la petite industrie (encadré 1). Mais en l'absence d'objectifs de résultat et de concurrence extérieure, cette politique de réservation de pans entiers de la production industrielle a créé de fait une économie de rente sous-optimale, favorisant de surcroît l'apparition de groupes opposés à la libéralisation et à l'ouverture.

Sources : Boillot (2006), FMI (2006b).

(\*) Pratiquement inexistant à l'indépendance, le secteur public industriel a contrôlé jusqu'à 25% de la valeur ajoutée, mais il est très concentré (moins de 5% du nombre des entreprises pour plus de 30% du capital).

déficit de professionnels de 500 000 par an d'ici à 2010, alors qu'il estime à 2,3 millions le nombre d'ingénieurs spécialisés nécessaires pour que les compagnies indiennes conservent leur *leadership* mondial dans les services IT (65% des parts de marché mondial) et l'*outsourcing* (46%).

### Peut-on être optimiste pour l'Inde ? Oui, mais...

La croissance du PIB devrait rester soutenue dans les prochaines années, mais il n'est pas acquis qu'elle se maintienne à sa cadence actuelle à long terme sans une

augmentation massive de l'investissement public dans les infrastructures physiques. Pour y parvenir, plusieurs moyens devront être mis en œuvre : meilleure adéquation de la fiscalité à la structure économique, partenariats public-privé, recours à l'endettement extérieur.

### Réformes : le plus gros reste à faire

La dynamique des réformes n'est pas remise en cause, un large consensus de la classe politique s'étant formé au fil du temps sur leurs bénéfices sur l'économie. Mais leur rythme est fluctuant, conditionné par les contraintes culturelles, sociales et politiques.

En mai 2006, le gouvernement de Manmohan Singh aura achevé sa deuxième année de mandat. La coalition de l'UPA (*United Progressive Alliance*), menée par le parti du Congrès et soutenue au parlement par le parti communiste indien (CPI), est arrivée au pouvoir après la défaite surprise du gouvernement précédent à dominante hindouiste et nationaliste. Passées les premières craintes sur l'avenir des réformes, le gouvernement a rapidement donné des gages de la poursuite de la libéralisation de l'économie. Les réformes accomplies depuis 2004 ont été l'abolition de la taxe sur les plus-values financières, la baisse du taux d'imposition sur les sociétés, la refonte des tranches pour le calcul de l'impôt sur le revenu, l'introduction d'une taxe sur la valeur ajoutée, la réduction supplémentaire des taxes douanières à l'importation, la poursuite de la libéralisation de l'investissement direct étranger, ainsi que la reprise du plan d'ajustement budgétaire en 2005/06 mis en veille l'année précédente.

Les accomplissements auraient, toutefois, pu être plus importants, compte tenu du haut niveau de technicité de l'équipe gouvernementale, mais aussi parce que M. Singh n'est autre que l'architecte des réformes lancées après la crise des paiements de 1991. Le ralentissement des réformes résulte principalement de la méthode des compromis au sein d'une coalition hétéroclite sans laquelle l'Inde reviendrait à une période d'instabilité gouvernementale qui serait encore plus néfaste à l'économie. Mais la forte croissance favorise aussi l'autocomplaisance et l'immobilisme. Ainsi les réformes principales (voir le survol ci-dessous) se font-elles encore attendre.

□ Infrastructures physiques (congestion du réseau routier, des ports, des aéroports, voirie, qualité médiocre des services publics). Elles restent un obstacle considérable à une croissance économique plus forte et soutenable à moyen terme. L'investissement public en infrastructure est insignifiant (2% du PIB) en regard des besoins. D'où le développement croissant des partenariats public-privé pour alléger les pressions sur le budget de l'Etat (exemple récent du lancement de la modernisation des aéroports de Mumbai et de Delhi au début de 2006).

□ Secteur de l'électricité. Le problème principal est celui des ruptures chroniques de l'alimentation en électricité en dépit d'une faible consommation par tête.

□ Lois du travail. La présentation récente par le Congrès d'un projet de loi au parlement pour la couverture sociale des employés dans le secteur informel devrait aider le passage d'un autre projet de loi pour faire remonter de 100 à 300 employés le seuil à partir duquel les entreprises doivent demander une autorisation de licenciement.

□ Reprise des désinvestissements publics. L'opposition des communistes a gelé les désinvestissements dans les entreprises publiques du fer de lance indien<sup>(24)</sup>, mais les ventes de parts minoritaires d'autres entreprises publiques profitables restent autorisées. L'objectif est de lever annuellement 50 milliards de roupies (1 milliard de dollars). La participation étrangère au capital de banques privées profitables reste restreinte à 5% jusqu'en 2009, 26% pour les compagnies d'assurance. Le contrôle minimal du capital des banques publiques par l'Etat reste fixé à 51%.

□ Modernisation de l'agriculture, secteur subventionné mais négligé par les deux vagues de réformes, ce qui a abouti à entretenir l'exode rural.

□ Bureaucratie. D'après l'enquête *Doing Business* de la Banque mondiale, il faut 22 jours pour lancer une affaire en Corée, 41 en Chine et 89 en Inde. Malgré un système juridique plus fiable qu'en Chine, il est plus difficile de faire respecter un contrat en Inde.

### Le besoin d'assainissement des finances publiques reste élevé

Dans ce contexte, la nouvelle impulsion attendue des réformes repose aussi en partie sur l'engagement de l'Etat à poursuivre la consolidation de ses finances publiques, qui demeurent le problème central de l'économie malgré la forte croissance nominale du PIB. Le déficit budgétaire consolidé de l'Etat central et des Etats fédérés est structurellement élevé au-dessus de 7% du

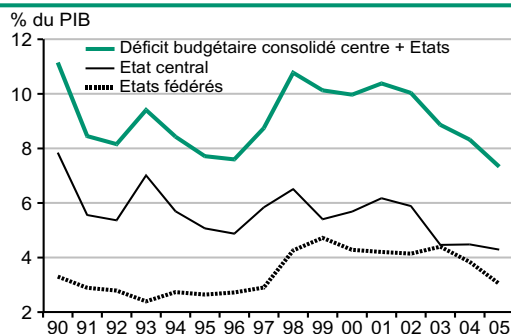
PIB (cf. graphique 17). La pression fiscale est faible, le taux de recettes fiscales sur PIB s'élevant à 16%. La TVA introduite en avril 2005 et la rationalisation de l'impôt sur le revenu intervenue l'année dernière ont constitué des avancées significatives. Un réaménagement plus profond serait nécessaire pour adapter le système fiscal à l'évolution de la structure de l'économie. L'agriculture et les services échappent largement à l'impôt. Les taxes sur les services représentent juste 0,3% du PIB alors que ce secteur crée la moitié de la valeur ajoutée. Par ailleurs, les nombreuses exemptions et autres niches fiscales permettent de contourner l'impôt sur les sociétés.

En 2005/06, le gouvernement central a réussi à réduire son déficit budgétaire de 4,3% à 4,1% du PIB (soit la quatrième année de baisse consécutive), en large partie grâce à la croissance qui a stimulé les recettes fiscales mais aussi à la TVA, en dépit de dépenses plus importantes pour les infrastructures et les programmes sociaux de lutte contre la pauvreté (mise en oeuvre du programme social pour l'emploi rural, le *National Rural Employment Guarantee*<sup>(25)</sup>). L'exercice 2006/07 sera marqué par la reprise du plan d'ajustement des finances publiques (*Fiscal Responsibility and Budget Management Act*) suspendu en 2005/06. Le déficit budgétaire est projeté à 3,8% du PIB, cet objectif devant être atteint sans nouvelle réforme, seulement par l'effet de la croissance sur les recettes fiscales.

Pour une réduction supplémentaire et pérenne du déficit budgétaire, mais aussi pour restaurer une marge de manoeuvre très faible, il manque encore une réforme du volet dépenses. Actuellement, au niveau de l'Etat central, 75% des recettes sont affectées directement à des dépenses improductives (paiements d'intérêt, défense, subventions) (cf. graphique 18). Au niveau des Etats, ce ratio est de 44% (salaires et retraites des fonctionnaires, intérêts dus au gouvernement central). Or, il est crucial pour les Etats de regagner une certaine marge d'action, étant donné que de nombreux domaines liés à la croissance future relèvent de leur champ de compétence (énergie, irrigation, éducation, transport, santé, etc.).

En mars 2006, la dette des administrations était estimée à 84% du PIB, comprenant la dette du gouvernement central (67% du PIB) et la dette des Etats fédérés nette des prêts intergouvernementaux (17% du

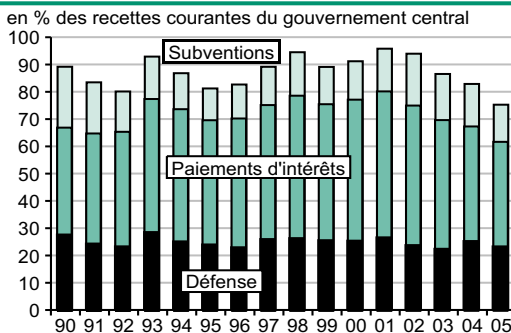
### Déficit budgétaire de l'Etat central et des Etats fédérés



Graphique 17

Source : RBI

### Part des dépenses improductives dans les dépenses budgétaires



Graphique 18

Source : RBI

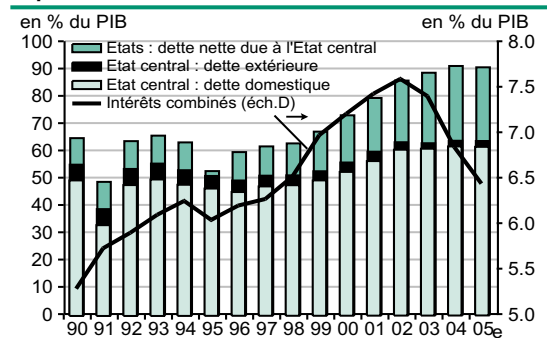
PIB) (cf. graphique 19 et tableau 8). La dette garantie, qui constitue un engagement contingent, est de 3% du PIB pour le centre, et de 7% pour les Etats. La dette publique indienne est essentiellement libellée en roupie à taux fixe, et majoritairement détenue par les résidents. Sa trajectoire n'est pas explosive, mais le ratio de dette sur PIB a continué d'augmenter régulièrement dans les années 1990 malgré une croissance nominale plus forte. Il ne s'est stabilisé que récemment. De même, c'est la baisse des taux d'intérêt domestiques qui a permis de réduire la charge d'intérêt de 7,6% du PIB en 2002/03 à 6,5% en 2005/06.

Avec l'Inde et la Chine, l'Asie émergente abrite à présent deux pôles de croissance majeurs. L'accélération récente de la vitesse de croissance de l'économie indienne à environ 8% semble correspondre à un processus de rattrapage accéléré orchestré par le secteur industriel. Celui-ci, sorti d'une phase de restructurations bénéfiques, doit en effet répondre à une nouvelle dynamique de la demande interne et surtout externe. Cet accroissement est avant tout structurel. Il est rendu possible par une plus grande flexibilité du marché domestique, une plus large ouverture sur l'extérieur et une meilleure compétitivité des entreprises, ce dont au total le cycle d'investissement tire toute sa robustesse.

Cependant, la perversité de certains choix de politique économique entre 1950 et 1980 a introduit des distorsions dans l'évolution de la structure économique et la spécialisation des entreprises qui a pesé sur la concentration de l'emploi dans le secteur inorganisé. Par la suite, le comportement des entreprises industrielles et de services sous l'effet des réformes n'a pas permis de redresser les tendances de l'emploi. L'Inde se singularise des autres pays émergents par la part relative encore importante de la main-d'œuvre dans le secteur agricole. Ce trait s'explique par le développement d'un secteur tertiaire à haute productivité et un secteur industriel étroit longtemps resté contre-performant, entre politique de réservation pour les petites entreprises et lois du travail contraignantes pour les grandes. Ces politiques ont échoué, à l'inverse de la Chine, dans le projet de création d'une industrie manufacturière organisée intensive en travail. Les entreprises se sont plutôt spécialisées dans des secteurs à forte intensité capitaliste ou sur des niches technologiques, mettant à profit une main-d'œuvre qualifiée. La capacité technologique impressionnante de l'Inde (nucléaire, informatique, industrie spatiale) résulte partiellement de phénomènes d'apprentissage induits par la substitution aux importations.

Le secteur manufacturier restant tendu dans son effort de rationalisation pour absorber le choc de l'ouverture, la dynamique de l'emploi industriel risque de rester faible dans les prochaines années. La structure industrielle ne peut évoluer que lentement, même en supposant l'abolition totale des secteurs réservés et une protection du travail moins élevée. L'Inde laissera-t-elle

### Décomposition de la dette publique et paiements d'intérêts



Graphique 19

Source : RBI

### Finances publiques : dette consolidée des administrations publiques (en trillions de roupies et en % du PIB)

	AF2002	AF2003	AF2004	AF2005
Gouvernement général	21,1	23,8	26,9	29,7
% du PIB	85,5	86,1	86,5	84,3
Etat central	17,0	18,7	21,2	23,7
% du PIB	68,8	67,9	68,3	67,3
- Domestique	15,0	16,9	19,3	21,7
- Extérieure	2,0	1,8	1,9	2,0
Etats fédérés	4,1	5,0	5,6	6,0
% du PIB	16,7	18,2	18,2	17,0

Tableau 8

Sources : IFI, Reserve Bank of India

se matérialiser le risque d'une crise sociale portée en germe par l'écart de croissance entre l'économie et l'emploi ? On peut rappeler opportunément que les deux vagues de réformes des années 1980 et 1990 ont été déclenchées à la suite de crises : crise du pouvoir politique pour la première (et constat d'échec de réduction de la pauvreté), crise financière pour la seconde (et constat d'échec du modèle d'autosuffisance). Sentant la menace, le gouvernement a remis l'accent sur les programmes sociaux et subventionne certains secteurs intensifs en travail (tourisme, travaux publics avec, notamment, la modernisation du réseau autoroutier), mais cela ne constitue pas une réponse de long terme.

Indépendamment de son contenu en emploi, une croissance économique de 8% ou plus, entraînée par le nouveau modèle de consommation et le cycle de l'investissement productif, ne semble soutenable à

moyen terme qu'avec la levée au moins partielle des goulets d'étranglement existants ou à venir, en particulier dans le domaine des infrastructures physiques et du travail qualifié. Compte tenu de la lente consolidation des finances publiques qui passe par l'adaptation du système fiscal à la nouvelle donne économique de l'Inde, les moyens d'action pour accroître l'investissement public devront s'élargir à des modes de financement alternatifs à long terme, tels que les partenariats public-privé ou l'appel à des participations extérieures.

*Achévé de rédiger le 3 mai 2006*

*delphine.cavalier@bnpparibas.com*

## **ELEMENTS DE BIBLIOGRAPHIE**

CRISIL, juin 2003 : "Employment Patterns in the 1990s".

CRISIL, février 2006 : "Employment in Organised Manufacturing: Rising Concerns".

Deutsche Bank, novembre 2004 : "India's Changing Households".

Diana Hochraich (DGTPE), 2006 : "Note de conjoncture sur l'Inde".

Financial Times, 26 janvier 2006, étude spéciale sur l'Inde à l'occasion du forum économique de Davos.

FitchRatings, mars 2006 : "Managing growth – The Challenge of Consumer Lending in Asia".

FMI, janvier 2006 : "India: Selected Issues – Assessing India's External Competitiveness".

FMI, janvier 2006 : "India's Pattern of Development: What Happened, What Follows", K. Kochhar et alii. Working Paper WP/06/22.

Jean-Joseph Boillot (2006) : "L'économie de l'Inde", Repères, La Découverte.

Joël Ruet (LSE, CERNA), novembre 2005 : "Modèle indien de capitalisme".

Nasscom et McKinsey (étude commune), décembre 2005 : "Extending India's Leadership in the Global IT and BPO Industries".

Rapport du Sénat sur l'Inde, juin 1999 (rapporteur J. Chaumont).

## NOTES DE FIN DE DOCUMENT

(1) Avec une croissance pour 2005/06 estimée entre 7,5% et 8%, le taux de croissance moyen entre 2003/04 et 2005/06 est compris entre 7,6% et 7,8%. Pour 2006/07, la croissance devrait se maintenir à environ 7%.

(2) La référence temporelle est l'année fiscale N/N+1, qui court du 1<sup>er</sup> avril N au 31 mars N+1.

(3) Ce taux moyen de 3,5% a été appelé "taux de croissance hindou" en référence à la période post-indépendance de système socialiste hautement régulé et planifié (1950-1980) au cours de laquelle l'économie indienne ne fut capable que de délivrer une croissance faible.

(4) Même avec une décroissance de sa part relative dans l'économie, l'agriculture représente encore 24% du PIB et continue de jouer un rôle central dans l'économie indienne par la proportion importante de la population active qui vit directement des revenus du secteur.

(5) L'Inde est notée BB+ par Standard & Poors et Baa3 par Moody's, soit à cheval entre la catégorie speculative grade et la catégorie investment grade qui départage les signatures risquées et moins risquées. Parmi les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), l'Inde est la deuxième économie la moins bien notée avec le Brésil. La Chine et la Russie sont toutes deux en investment grade.

(6) Services IT : services des technologies de l'information.

(7) BPO : business process outsourcing (traitement externalisé d'activités ou sous-traitance).

(8) Il y a 2,5 millions de nouveaux diplômés de l'enseignement supérieur issus des universités et instituts de management et de technologie chaque année. De manière historique, l'Inde a accordé une grande importance à l'enseignement supérieur. En dollar à parité de pouvoir d'achat, le pays a dépensé beaucoup plus par étudiant dans le cycle supérieur que tout autre pays émergent d'Asie. En 2000, l'Inde dépensait l'équivalent de 86% du PIB par tête pour chaque étudiant dans le supérieur contre 14% pour chaque élève dans le primaire. En Chine, ces chiffres étaient respectivement de 11% et 12%. Source : FMI (2006b).

(9) A côté des fusions-acquisitions, les scissions d'entreprises sont un autre phénomène qui prend de l'ampleur (Bajaj Auto, Sun Pharma, etc.) car elles permettent, dans certains cas, de conclure plus facilement des joint-ventures, d'avoir un meilleur accès à la coopération technique avec son partenaire ou encore de lever plus aisément des fonds.

(10) Chimie de base et produits chimiques hors produits du pétrole et du charbon.

(11) C'est la mousson du Sud-Ouest qui est la plus déterminante. Elle se déplace de la mer vers les terres. Elle touche les côtes occidentales de l'Inde habituellement au début du mois de juin et balaie toute l'Asie du Sud jusqu'en septembre. A cause de l'importance critique des précipitations qu'elle amène pour la production agricole, les prévisions de la date d'arrivée de la mousson sont regardées attentivement par les pouvoirs publics et les agronomes pour en tirer la date optimale d'ensemencement.

(12) On peut démontrer le creusement des inégalités en comparant par exemple le revenu moyen d'un habitant de Delhi avec celui d'un habitant du Bihar (l'Etat indien le plus pauvre). En 1994, le premier gagnait six fois plus que le second. En 2002, le rapport était de huit. Source : Deutsche Bank (2004).

(13) Taux d'ouverture : rapport de la moyenne des exportations et des importations de biens et services en volume au PIB.

(14) L'intégration internationale et la montée en puissance technologique des entreprises indiennes passe par des partenariats avec d'autres groupes multinationaux dont elles se veulent les points d'entrée du marché indien en monnayant leur double rente : une rente de situation sur leur propre marché, marché milliardaire qu'elles dominent, doublée d'une rente monétaire tirée à la fois de leur forte croissance organique, de l'acquisition de technologie (achats de brevets) et de financement de la croissance sur d'autres marchés émergents via des acquisitions à l'étranger. Source : Ruet (2005).

(15) Les entreprises des pays industrialisés deviennent aussi des cibles pour les entreprises indiennes (exemple de la plus grosse acquisition indienne à l'étranger dans le secteur IT réalisée par une PME de Bangalore, Subex Systems, qui vient d'acheter une société britannique, Azur Solutions, pour 140 millions de dollars).

(16) Les nouveaux entrants sont particulièrement agressifs sur le créneau du crédit à la consommation.

(17) Politique monétaire de la RBI : objectif explicite de stabilité des prix mais aussi objectif implicite de maintien de la croissance.

(18) Les émissions de titre de dette commerciale en devise convertibles en actions (FCCBs) comportent un risque financier pour les entreprises indiennes, mais ces émissions font l'objet de normes prudentielles édictées par les autorités de régulation. Un tel support offre aux investisseurs l'option de convertir une obligation d'entreprise en actions de même société avant l'échéance, le prix de la conversion étant déterminé par le prix de l'action au moment de l'opération majoré d'une prime. Les FCCBs sont attractifs en période de hausse boursière, mais génèrent de la dette en cas de baisse forte ou continue. En l'absence de conversion (marché baissier), les entreprises indiennes ne devraient, toutefois, pas se retrouver surendettées, sachant qu'elles ont mis à profit les restructurations de la fin des années 1990 pour réduire leur dette. D'après une étude de la Banque centrale, le ratio de dette sur capitaux propres d'un panel de sociétés privées non financières s'est réduit de 37% en 2001/02 à 26% en 2003/04. Source : "Finances of private limited companies: 2003/04", Bulletin mensuel de la RBI, janvier 2006 (article basé sur les comptes annuels audités d'une sélection de 1 365 sociétés, soit 10% des entreprises privées non financières, ce qui illustre que finalement peu de compagnies indiennes publient leurs résultats).



(19) En 2004, pour limiter l'appréciation de la roupie, l'accès à la devise a été assoupli pour les résidents (relèvement de la limite autorisée des transferts à l'étranger) et pour les fonds d'investissements locaux qui peuvent investir dans certaines limites dans des parts de sociétés étrangères notées. Deux ans plus tôt, tous les types de dépôts des Indiens non résidents ont été rendus convertibles. En revanche, les résidents n'ont toujours pas le droit de posséder des actifs à l'étranger, sauf pour les entreprises au titre de l'investissement direct. A l'inverse, l'accès des étrangers aux marchés financiers indiens (actions et dette dont obligations d'Etat) fait encore l'objet d'une lourde réglementation.

(20) Le secteur bancaire indien est encore largement dominé par les banques publiques, mais il est profitable et correctement capitalisé. Le ratio Cooke est à 12,8% en 2005/06, mais il s'inscrit en baisse pour la première fois depuis 2000/01 à cause de l'augmentation des actifs risqués par rapport au capital, mais aussi de la hausse des pondérations affectées aux crédits logement. Toutefois, le ratio de capital Tier-I est à 8,5% car certaines banques ont déjà procédé à des augmentations de capital dans le cadre de la migration vers les nouvelles normes de Bâle II.

(21) L'emploi dans le secteur formel n'a augmenté que de 1% par an entre 1993/94 et 1999/00 (deux dernières dates auxquelles a été réalisée l'enquête quinquennale sur les ménages du National Sample Survey Organisation du gouvernement indien) contre une progression du PIB réel de 6,5%.

(22) La part de la petite industrie dans la valeur ajoutée a diminué, mais sa part dans l'emploi (66% en 2001) reste plus importante que celle des grandes entreprises. Source : Hochraich (2006).

(23) En particulier, l'emploi dans les secteurs des hautes technologies ne rassemble qu'un million de personnes.

(24) Les neuf "joyaux" (navaratna) du secteur industriel public indien dans lesquels les ventes de parts de l'Etat (chiffres entre parenthèses) sont gelées : Bharat Heavy Electrical (67,7%), Bharat Petroleum Corp. (66,2%), Hindustan Petroleum Corp. (51%), Indian Oil Corp. (82%), National Thermal Power Corp. (89,5%), Oil and Natural Gas Corp. (74,1%), Steel Authority of India (85,8%), Mahanagar Telephone Nigam (56,3%), Gas Authority of India (57,3%).

(25) Ce plan garantit 100 jours de travail par an.

<b>Philippe d'ARVISENET</b> Chef Economiste	01.43.16.95.58	<a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>
<b><u>ECONOMIES OCDE</u></b>		
<b>Philippe d'ARVISENET</b>	01.43.16.95.58	<a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>
<b>Eric VERGNAUD</b> Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	<a href="mailto:eric.vergnaud@bnpparibas.com">eric.vergnaud@bnpparibas.com</a>
<b>Caroline NEWHOUSE-COHEN</b> Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ETATS-UNIS, CANADA</b> Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	<a href="mailto:jean-marc.lucas@bnpparibas.com">jean-marc.lucas@bnpparibas.com</a>
<b>JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE</b> Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ZONE EURO, FINANCES PUBLIQUES</b> Florence BARJOU	01.42.98.27.62	<a href="mailto:florence.barjou@bnpparibas.com">florence.barjou@bnpparibas.com</a>
<b>FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO</b> Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	<a href="mailto:mathieu.kaiser@bnpparibas.com">mathieu.kaiser@bnpparibas.com</a>
<b>ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE</b> Zoubir BENHAMOUCHE	01.42.98.43.86	<a href="mailto:zoubir.benhamouche@bnpparibas.com">zoubir.benhamouche@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE</b> Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	<a href="mailto:marion.girard-vasseur@bnpparibas.com">marion.girard-vasseur@bnpparibas.com</a>
<b>ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME</b> Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	<a href="mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com">raymond.vanderputten@bnpparibas.com</a>
<b><u>ECONOMIE BANCAIRE</u></b>		
<b>Van NGUYEN THE</b> Responsable	01.43.16.95.54	<a href="mailto:van.nguyenthe@bnpparibas.com">van.nguyenthe@bnpparibas.com</a>
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	<a href="mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com">laurent.quignon@bnpparibas.com</a>
<b><u>RISQUES PAYS</u></b>		
<b>Guy LONGUEVILLE</b> Responsable	01.43.16.95.40	<a href="mailto:guy.longueville@bnpparibas.com">guy.longueville@bnpparibas.com</a>
<b>ASIE</b> Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	<a href="mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com">delphine.cavalier@bnpparibas.com</a>
Nhu-Nguyen NGO	01.43.16.95.44	<a href="mailto:nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com">nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com</a>
<b>AMERIQUE LATINE</b> Christine PELTIER	01.42.98.26.77	<a href="mailto:christine.peltier@bnpparibas.com">christine.peltier@bnpparibas.com</a>
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	<a href="mailto:berenice.picciotto@bnpparibas.com">berenice.picciotto@bnpparibas.com</a>
<b>AFRIQUE</b> Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	<a href="mailto:stephane.alby@bnpparibas.com">stephane.alby@bnpparibas.com</a>
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	<a href="mailto:gaelle.letilly@bnpparibas.com">gaelle.letilly@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DE L'EST – FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS</b> François FAURE	01.42.98.79.82	<a href="mailto:francois.faure@bnpparibas.com">francois.faure@bnpparibas.com</a>
<b>RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES</b> Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	<a href="mailto:tatiana.esanu@bnpparibas.com">tatiana.esanu@bnpparibas.com</a>
<b>MOYEN-ORIENT – SCORING</b> Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	<a href="mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com">pascal.devaux@bnpparibas.com</a>

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **Finances publiques dans la zone euro.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :  
Chantal CAZES : +33 (0)1 42 98 58 91 - chantal.cazes@bnpparibas.com

*La revue Conjoncture reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.*

*Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.*

*Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche 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 rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véacité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) et des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.*

**Etats-Unis** : ce document est distribué aux investisseurs américains 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 à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.

**Royaume-Uni** : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

**Japon** : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

**Hong Kong** : ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

**Singapour** : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). 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.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Mai 2006

ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

