MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE
*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale
du Trésor

New Delhi, le 25 septembre 2026

Ambassade de France en Inde
Service économique Régional de New Delhi

Affaire suivie par J. Cavenaghi
Revue par F. Mangin et E. Andaloussi

INDE

SITUATION MACRO-FINANCIERE INDIENNE AU T1 FY27 : LA CROISSANCE MALGRE LA CRISE

À 7,8%, la croissance du PIB indien en g.a. a dépassé les estimations sur le T1 2026/2027 malgré la crise énergétique. En ralentissement de 0,8 p.p. par rapport au T4 de 2025/2026, elle surpasse cependant la progression de l'année passée qui s'établissait à 6,9%. Les investissements publics s'envolent tandis que la consommation privée résiste, protégée par un bouclier budgétaire érigé par le gouvernement. Toutefois, le tableau indien n'est pas complètement rose, il subsiste des interrogations sur l'effet d'entrainement des investissements publics sur les investissements privés dont le faible niveau demeure une faiblesse pour l'économie indienne. Par ailleurs, le soutien à la croissance via la dépense publique pourrait, à terme, fragiliser les finances publiques de l'Inde.

I. Les investissements sous dopage public, la consommation sous bouclier budgétaire et des interrogations méthodologiques.

Bien qu'en ralentissement par rapport au T4 FY26 de 0,8 p.p. (alors à 8,6% de croissance), la crise énergétique et les faibles précipitations de la mousson laissaient présager un ralentissement plus marqué de la croissance indienne. **Elle surprend finalement à 7,8% en g.a.** Pour mémoire la RBI avait projeté la croissance à 7% tandis que les analyses les plus optimistes tablaient sur une croissance de 7,5%.

Du côté de la demande, la croissance indienne est avant tout portée par la progression des investissements publics. Les formations brutes de capital fixe (FBCF) connaissent une hausse réelle de 11,9% en g.a. contre 10,5% au Q4 FY26 et 5,8% au Q1 FY26. Plusieurs analyses soulignent la frénésie de CAPEX qui touche le gouvernement central et les entreprises publiques. Les investissements du gouvernement central auraient augmenté de 30%[1] tandis que ceux des entreprises publiques auraient progressé de 28% en g.a.. Cette politique d'investissement en ligne avec les objectifs budgétaires définis pour le budget de l'Union 2026/27[2] viendrait contrebalancer en partie la mauvaise mousson notamment dans les milieux ruraux mais viserait également à stimuler la mobilisation des capitaux privés[3]. **Les échanges extérieurs contribuent positivement à la croissance** grâce à la hausse conjuguée en volume réel des exportations de marchandises à 12%[4] en g.a. et de services à 11% en g.a. tandis que les importations se contractent de 1,1%. Enfin**, la consommation privée résiste à 7,1% en g.a.** notamment grâce aux boucliers fiscaux (cf infra) érigés par le gouvernement indien mais connait un recul relatif de sa part dans le PIB (-0,2 p.p. à 55,6%) face à l'essor de l'investissement (+2,9 p.p. à 34,3%).

En ce qui concerne l'offre, la hausse de la production est portée par la croissance du secteur des services de 10% en g.a., qui représente toujours une majeure partie de la valeur ajoutée brute (VAB) de l'économie du Sous-Continent (55%) particulièrement poussée par une croissance importante du secteur financier et immobilier (+12,1%). L'industrie a également connu une forte croissance de 9,2% en g.a. malgré le renchérissement des matières premières évalué à 25%.

La croissance de la valeur ajoutée brute réelle progresse plus vite que le PIB et s'établit à 8,2%[5] au T1 en g.a. La collecte de taxe sur produit se serait rétractée de 7% en g.a. face à la baisse de la fiscalité sur le pétrole (-22,4% de la Union Excise en g.a qui inclut le carburant) et le ralentissement de la collecte de la TVA qui fait suite à la baisse des taux en septembre 2025. La progression des droits de douanes de près de 36,1% en g.a. ne compense pas ces baisses et ne fait que confirmer le renchérissement des importations. Enfin, les subventions bondissent de 36% en g.a. notamment sur les postes pétroliers, alimentaires et sur les engrais (+57,6% en g.a. sur ce dernier poste). **La hausse plus importante de la VAB montre ainsi l'étendue du bouclier fiscal déployé par le gouvernement central.**

Depuis février 2026, le MOSPI indien a revu sa méthodologie de calcul de la croissance notamment son année de base avec une revue du PIB pour l'année 2024/2025 à la baisse de près de 12,7 lakh crore (environ 130 M USD) en soulignant que celle-ci, plus exhaustive, prenait en compte davantage d'indicateurs et améliorait la couverture du secteur informel[6]. **Par ailleurs, la croissance nominale atteint les 10,3% en g.a. Le déflateur s'établit donc à 2,3% alors même que l'indice des prix à la production (IPP) progresse de 9,2% et que celui des prix à la consommation (IPC) de 3,9%**. Ce déflateur est même négatif à -1,4% pour le secteur manufacturier qui a fait l'objet d'une double déflation[7]. Ce niveau relativement bas du déflateur pose la question d'une surestimation de la croissance réelle. Le groupe financier Systematix considère le niveau du déflateur sous-évalué d'environ 4 p.p.[8].

Malgré les débats en cours sur la scène politique et économique indienne, le FMI a salué le 10 septembre[9] les efforts de modernisation méthodologique lancés par l'Inde tout en soulignant que la croissance avait dépassé ses propres projections. Par ailleurs, les économistes rencontrés par le SER ne se sont pas montrés alarmistes vis-à-vis des chiffres présentés. Ils soulignent unanimement la modernisation de la méthodologie et sa précision accrue.

II. Le déficit public contenu, le renchérissement des importations et la croissance ouvrent la voie à la RBI.

Le premier trimestre a vu une hausse importante des dépenses publiques de 11% en g.a qui s'établissent à 13,6 lakh crore (140 Mds USD environ) **poussées par les subventions (+37,4%) et les investissements publics[10]**. Malgré tout, le déficit demeure contenu à 3,08 lakh crore (3 Mds USD environ) dans la ligne prévisionnel de 16,96 lakh crore (178 Mds USD) ou 4,3% du PIB sur l'année (contre 4,4% l'année passée) grâce à la progression des recettes fiscales principalement portée par les recettes fiscales directes en hausse de 18,5% en g.a. (l'impôt sur les sociétés progresse notamment de 20% en g.a.) tandis que celles indirectes ralentissent (cf supra). Les recettes non-fiscales sont stables. Les transferts de fonds aux Etats fédérés sont en baisse de 19% en g.a du fait du report d'une partie des versements sur le reste de l'année[11], ce report explique en partie le faible déficit.

Le déficit commercial nominal des biens se creuse fortement[12] et atteint 86,1 Mds contre 68,9 Mds un an auparavant. Il est particulièrement touché par le renchérissement des importations de pétrole, qui représentent 50 Mds USD d'importations sur le premier trimestre soit environ 40% du montant importé en 2025/26, et par l'échec du gouvernement indien à freiner l'appétit de la population indienne pour les importations d'or qui s'établissent à 16,8 Mds USD sur le trimestre. Parallèlement l'excédent de services progresse de 3,7 Mds USD en g.a. pour atteindre 51,6 Mds mais ne peut compenser le déficit des biens. Le déficit s'établit donc à 34,5 Mds. **Les IDE progressent de 17,3% en g.a. et atteignent 6,1 Mds USD mais les flux de portefeuille connaissent des sorties nettes de 9,6 Mds USD. Les transferts de fonds atteignent 42,9 Mds en progression de 29,2% en g.a.** Le déficit du compte courant indien s'accroit et atteint les 4,2 Mds USD (soit 0,5% du PIB) contre 3,4 Mds USD (0,4%) un an auparavant.

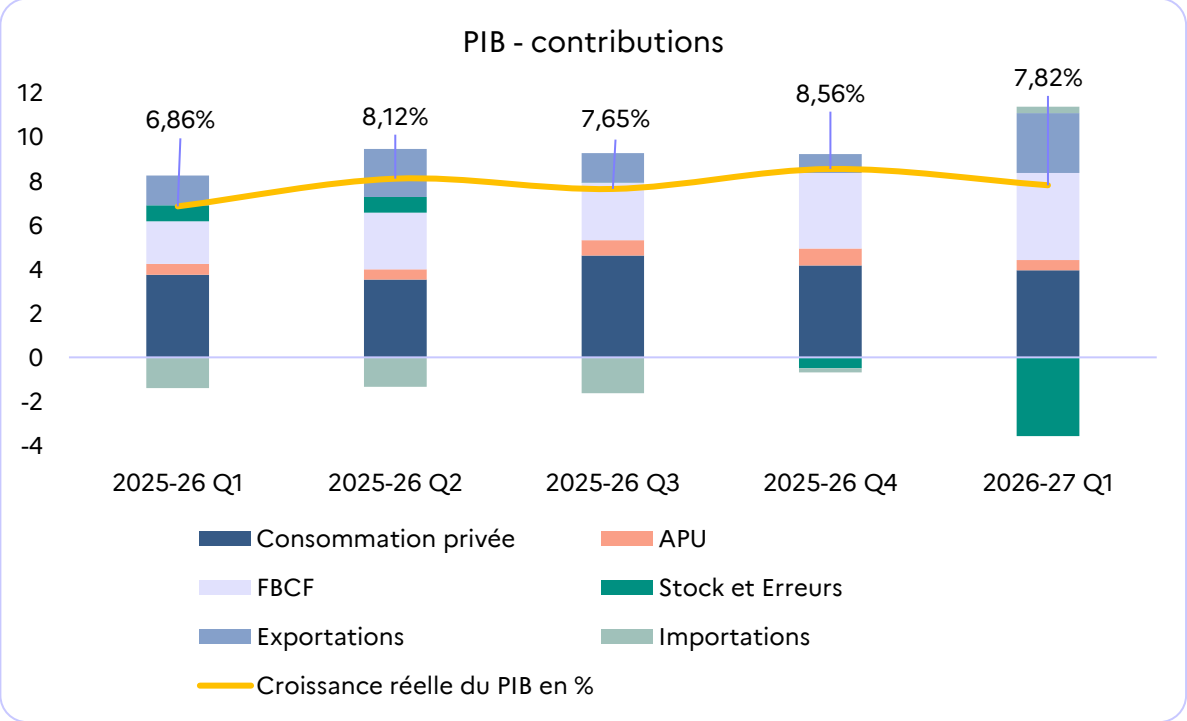
Les réserves de change sont maintenues à un niveau important de 688 Mds au début du T1 avant de s'éroder graduellement pour atteindre 667 Mds USD en juin. Le niveau des réserves de change se maintient à un niveau satisfaisant de 7,5 mois d'importations[13] en juin. Grâce à l'intervention de la RBI sur les marchés, la roupie s'est stabilisée par rapport au dollar (pic à 96,8 INR/USD en mai puis se maintient autour de 95 INR). Sur le T1 2026/27, la banque centrale aurait ainsi vendu jusqu'à 1 Md USD par jour sur les marchés pour soutenir sa monnaie. Elle lance pour reconstituer ses réserves le programme FNCR(B) début juin 2026 mais ses résultats ne seront perceptibles que sur le T2 2026/27. Les actions de la RBI pourraient éroder le résultat de la banque pour l'année prochaine alors que la part des transferts de la banque centrale représente environ la moitié des revenus non fiscaux indiens. L'année 2026/27 verra par ailleurs un versement de la banque centrale au budget record de 2,87 lakh crore (30 Mds USD).

La RBI a maintenu son taux repo constant à 5,25%. Cependant face au risque de voir les importations peser sur l'inflation et aux bons chiffres de la croissance, plusieurs économistes s'attendent à ce qu'elle modifie son approche lors du Monetary Policy Committee du 7 octobre 2026 et augmente son taux directeur de 25 bps[14].

La dynamique insufflée par le gouvernement vers les investissements apparaît comme cruciale dans une économie encore tirée par sa consommation et les services. Les chiffres de la croissance se doublent de l'amélioration de la balance commerciale réelle mais également de son creusement nominal. Il conviendra de suivre attentivement l'évolution des marges de manœuvre budgétaire sur le plus long terme pour le gouvernement, alors qu'il protège en grande partie son économie de la volatilité des marchés de l'énergie. Par ailleurs, l'évolution des investissements privés, véritable talon d'Achille du développement indien, demeure encore floue.

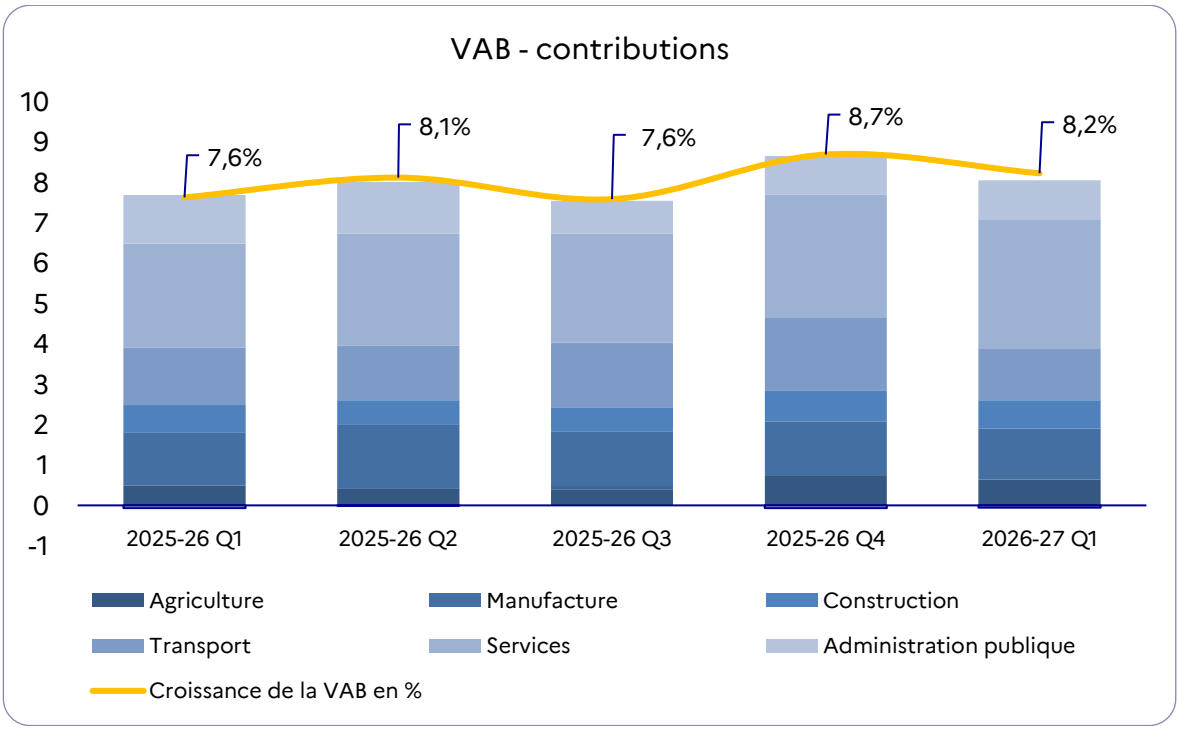
Annexes

Annexe 1 : Croissance du PIB réel (en g.a.) et contributions à la croissance (en p.p.) – Année de base 2022-23



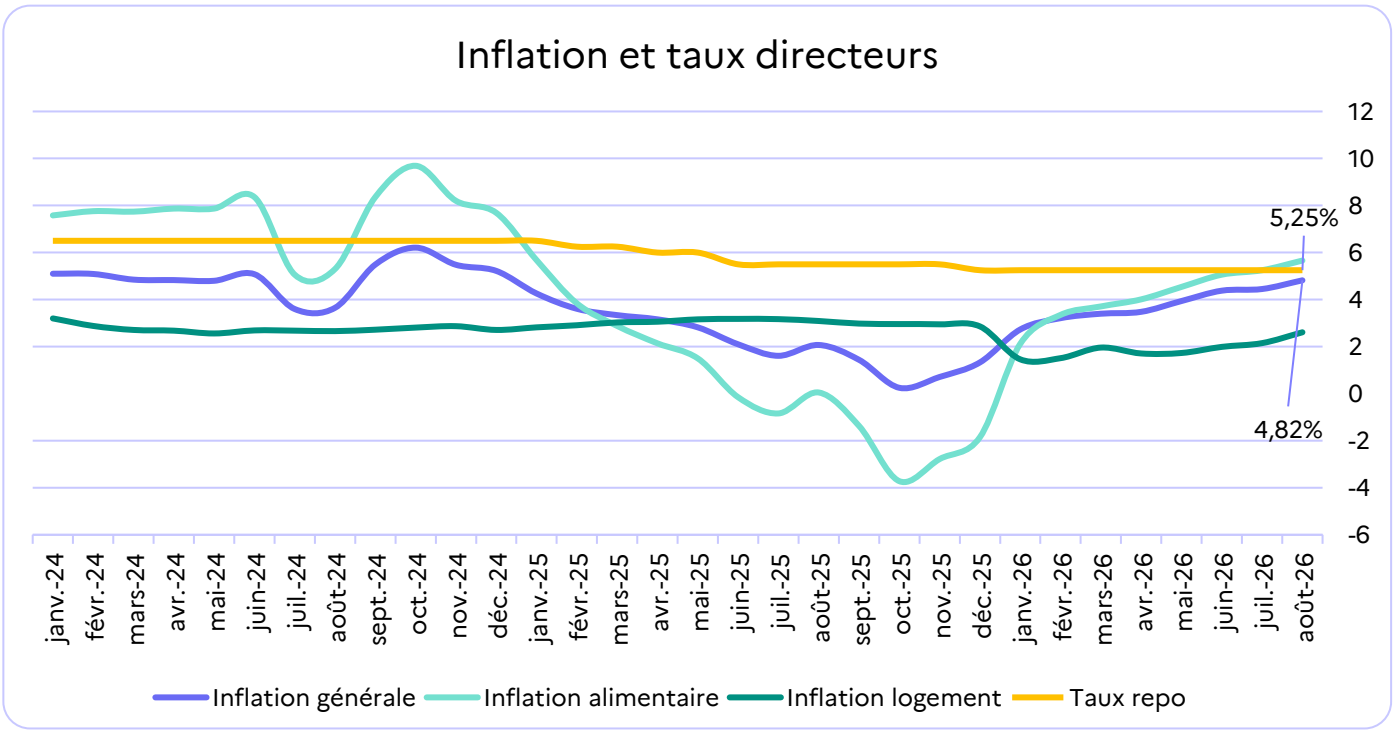
Source: RBI – DBIE

Annexe 2: Croissance de la VAB (en g.a.) et contributions à la croissance (en p.p.) – Année de base 2022-2023



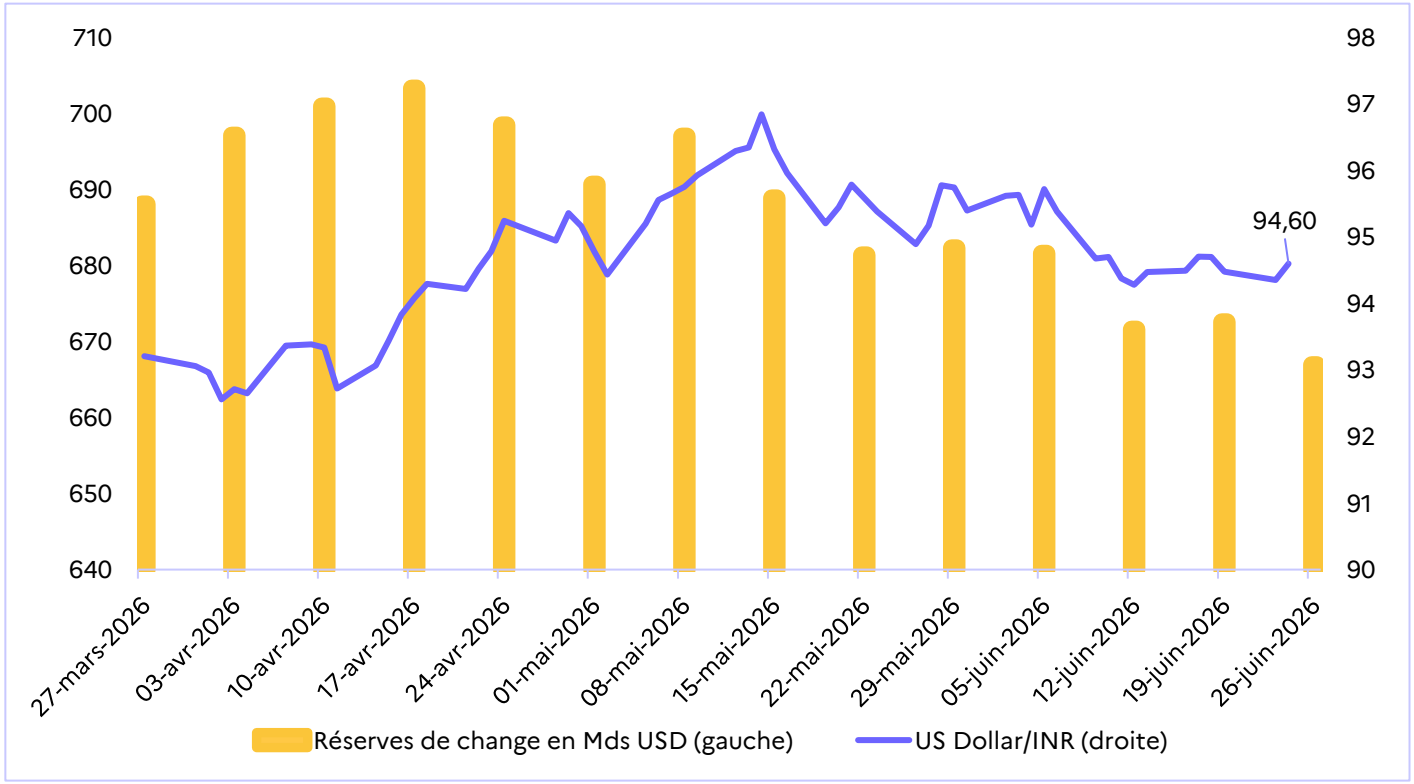
Source: RBI - DBIE

Annexe 3 : Inflation et politique monétaire en Inde



Source : CPI Data – MoSPI

Annexe 4 : Taux de change et réserves (en Mds USD et USD/INR sur le T1 FY27)



Source : RBI - DBIE

NOTES DE FIN

[1] https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/finance/indias-fiscal-deficit-reaches-rs-3-1-lakh-crore-in-q1-fy27-at-18-2-of-full-year-target/articleshow/132765087.cms?from=mdr

[2] La hausse des investissements publics correspond à une priorité gouvernementale. Le budget fédéral indien prévoyait une hausse de 11% des investissements publics notamment dans les infrastructures.
Cf « Les grandes lignes du budget 2026/27 de l'Union Indienne » – SER New Delhi – 2 février 2026

[3] Explained: India's weak monsoon, El Niño, and the risks ahead

[4] Les exportations de produits pétroliers auraient progressé& de 27% en g.a., il s'agit en majeure partie de pétrole brut russe, raffiné puis exporté. Cette hausse fait suite à la suspension des sanctions américaines sur le pétrole russe, décision prise le 17 avril. Par ailleurs, les attaques récentes ukrainiennes sur le complexe de raffineries russes entrainent une dépendance accrue de la Russie au raffinage indien (4ème complexe de raffineries mondial) avant son réacheminement en Russie. Ces faits font relativiser la dépendance relative indienne aux importations de pétrole brut russe, une partie de ces flux étant destinés à l'export.
https://data.rbi.org.in/BOE/OpenDocument/2409211437/OpenDocument/opendoc/openDocument.jsp?logonSuccessful=true&shareId=1 - RBI
India's surging refined product exports ease Asia fuel crisis | Reuters
Decoding Russia's reliance on Indian petroleum products - The Hindu

[5] La valeur ajoutée brute tient compte de la production avant tout effet fiscal :

$$\Delta VAB = \Delta PIB - \Delta Impôts\ sur\ les\ produits + \Delta Subventions\ sur\ les\ produits$$

Ainsi si la VAB progresse plus vite que le PIB cela signifie que les impôts ont progressé moins vite que les subventions ou que ceux-ci se sont rétractés. Ici, à la progression des subventions correspond à une rétractation des impôts sur les produits.

[6] L'ancien secrétaire aux Finances Subhash Chandra Garg souligne que la meilleure couverture aurait dû au contraire augmenter l'estimation du PIB. Il avance que cette révision à la baisse correspond surtout à la suppression d'erreurs de comptabilité et doublons. L'ancien ministre pose également la question de la mise en place de la double déflation qui, bien qu'acceptée comme standard international, pourrait s'être heurtée au manque ou à l'insuffisance des données du MOSPI. Selon lui, la croissance nominale du PIB pour le T1 aurait été en réalité de 2,6% et la croissance réelle, quasiment nulle. Cette hypothèse nous parait peu crédible.

https://www.thehindu.com/business/there-is-a-large-inconsistency-between-gdp-and-other-data-series-former-finance-secretary-subhash-chandra-garg/article71438281.ece

[7] La double déflation consiste à déflater les intrants en plus de la production. Un déflateur négatif signifie que la production réelle est supérieure que la production nominale. L'impact de ce déflateur négatif est important étant donné l'importance du secteur manufacturier (environ 15% de la VAB) dans l'économie indienne.

[8] Ce qui ramènerait la croissance à 4% environ.
https://www.deccanchronicle.com/business/economics/q1-fy27-gdp-growth-overstated-growth-could-be-5-55-1984476

[9] Conférence de presse de Julie Kozack, Directrice du Département de la Communication du FMI – 10 septembre 2026
https://www.imf.org/en/news/articles/2026/09/10/tr-09102026-imf-press-briefing-transcript-september-10-2026

[10] Controller General of Accounts (CGA), Ministry of Finance, Government of India
Monthly Report : CGA

[11] Il est prévu 14 versements annuels du gouvernement central vers les Etats fédérés, le gouvernement dispose d'un choix discrétionnaire quant au mois qui donneront lieux à 2 versements.

[12] Il peut sembler paradoxal de prime abord que le commerce, malgré un déficit commercial croissant, contribue positivement à la croissance (cf supra). En réalité, le déflateur des importations étant de 32% et celui des exportations de 12% en g.a., il apparait que le volume des exportations progresse tandis que celui des importations baisse.

[13] 9,4 mois pour les importations de biens.

[14] Les constats varient légèrement d'un économiste à l'autre. Certains d'entre eux considèrent que la banque centrale ne pourra pas relever ses taux avant les fêtes de Diwali sans heurter sensiblement la demande. Aussi ils soulignent le caractère plus probable d'une hausse courant décembre.