



La croissance en Inde pourrait dépasser celle de la Chine en 2015

L'Inde profite de la chute des cours du brut ; la croissance pourrait atteindre +7.5% en 2015. La baisse de l'inflation autorise une politique monétaire favorable aux actions indiennes.

Points clés

- Croissance du PIB indien de +7.5% en 2015-2016
- Renforcement des PMI et de la production industrielle (+5%) au cours des neuf derniers mois
- Inflation maîtrisée grâce à la chute du pétrole
- Politique monétaire à nouveau accommodante
- Poursuite de la baisse des taux en 2015
- L'Inde dispose de la plus forte marge de baisse de taux des marchés asiatiques
- Amélioration rapide des comptes courants
- Dépendance au financement externe en baisse
- Appréciation possible de la Roupie
- Croissance supérieure des bénéfices des sociétés
- ROE historiquement élevé, attractif à 15%
- PE à nouveau séduisant en comparaison mondiale
- Perspectives positives pour le marché actions

réformes visibles ont provoqué une correction de -10% des actions indiennes.

La reprise économique en Inde n'en est certes qu'à ses débuts et il nous semble compréhensible qu'à ce stade, un certain scepticisme soit de mise. Après tout, malgré l'amélioration précitée de la production industrielle et une hausse très nette des indicateurs avancés (PMI), l'économie indienne n'a de loin pas retrouvé sa dynamique de 2006 et 2007 lorsque sa croissance dépassait largement le niveau de +10%/an.

Mais la situation s'améliore indéniablement selon nous sur plusieurs plans, ce qui laisse prévoir une probable accélération de la conjoncture en Inde.

La performance de l'économie indienne pourrait bien dépasser celle de la Chine en 2015, en enregistrant une croissance annuelle de +7.5% de son PIB.

Entre temps, la production industrielle indienne flirte avec les +5% et bénéficiera ensuite de plusieurs facteurs fondamentaux à nouveau très positifs pour l'Inde.

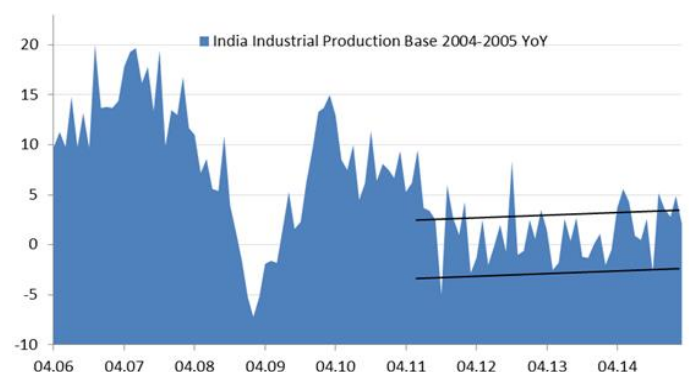
La production industrielle indienne se renforce après le creux d'octobre 2014

A l'exception du creux conjoncturel du mois d'octobre, la production industrielle indienne a retrouvé depuis avril 2014 un rythme de croissance plus soutenu. La volatilité des statistiques de l'année 2013 autour de zéro a fait place à un renforcement de la tendance. Au cours des douze derniers mois, la production industrielle en rythme annuel s'est stabilisée entre 2% et 5%.

Depuis les élections de mai 2014, le nouveau gouvernement de Narendra Modi semble avoir restauré la confiance. Les actions indiennes ont d'ailleurs réagi positivement en 2014 à ce changement.

Mais au cours des derniers mois, une certaine impatience et des doutes liés à l'absence de vraies

Production industrielle indienne



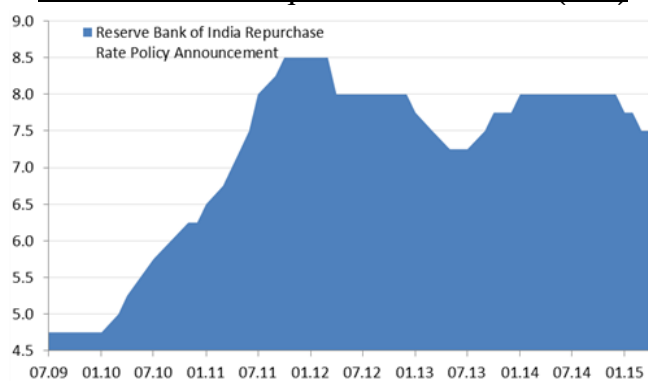
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Parmi les facteurs fondamentaux principaux permettant de soutenir ces prévisions de croissance, il faut relever un facteur essentiel : le changement de politique monétaire désormais rendu possible par la très nette baisse de l'inflation.

La politique monétaire de la RBI à nouveau accommodante en 2015

Entre 2009 et 2011, la politique monétaire menée par la banque centrale indienne était clairement restrictive. Cette politique visant à contrer la hausse de l'inflation a eu pour effet une remontée des taux directeurs de 4.75% à 8.5%.

Taux directeur Banque centrale indienne (RBI)



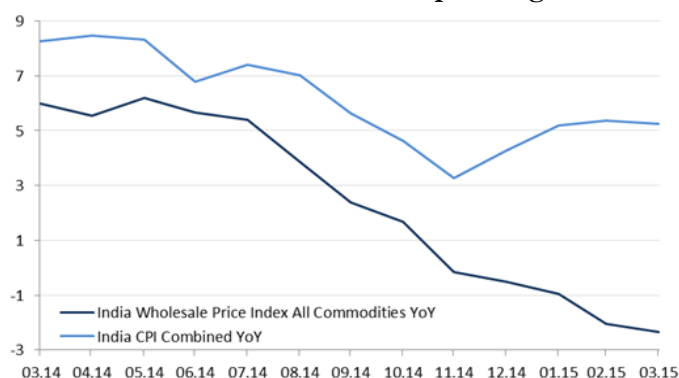
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais depuis quelques mois, les mesures de l'inflation montrent régulièrement une amélioration de la situation. En avril, le ministère du commerce indiquait que l'indice des prix à la consommation glissait à nouveau de 5.37% à 5.17% sur un an et que l'indice des prix de gros déclinait également de -2.3%. **L'inflation semble bien avoir été freinée ces derniers mois à un rythme désormais acceptable.**

Le gouverneur de la banque centrale M. Raghuram Rajan a laissé son taux directeur inchangé à 7.5%, en attendant des signes encore plus nets de baisse de l'inflation. D'ici le prochain meeting de politique monétaire le 2 juin, les chiffres d'inflation devraient selon nous s'être encore un peu améliorés, ce qui donnera certainement un peu plus de raisons à la banque centrale indienne d'abaisser une nouvelle fois ses taux directeurs.

Le gouverneur de la banque centrale estime qu'un rendement réel de 1.5% à 2% est raisonnable pour le pays, une baisse de l'inflation proche de 5% impliquerait ainsi certainement une réduction des taux directeurs de 25 points de base, à moins que celui-ci ne décide d'une mesure plus importante encore.

Prix à la consommation et prix de gros



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

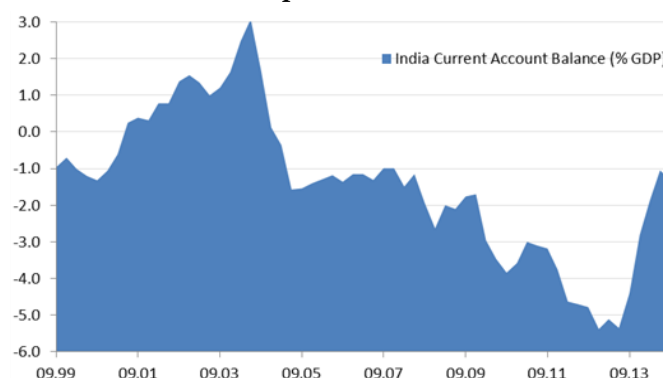
La forte baisse des cours du brut et des produits agricoles de ces derniers mois concourt à l'amélioration des chiffres de l'inflation. La tendance actuelle nous semble pouvoir se poursuivre en 2015 et diminuer ainsi les risques de surchauffe de l'économie indienne.

En comparaison des autres marchés asiatiques, l'Inde dispose certainement du plus important potentiel de baisse de taux directeurs et de taux d'intérêt à long terme.

Amélioration rapide des comptes courants et du déficit indien favorable à la roupie

Le ralentissement économique de l'Inde aura permis une amélioration extrêmement rapide de la balance des comptes courants indiens en pourcentage du PIB. Alors qu'elle s'enfonçait depuis près de dix ans pour atteindre 5.38% du PIB, la tendance s'est inversée en 2013 et en seulement sept trimestres, la balance des comptes courants est presque redevenue positive. Le solde budgétaire s'est aussi amélioré depuis 2011, le déficit indien en % du PIB est ainsi passé de 7% à 4.5% et devrait aussi soutenir les conditions d'une croissance plus forte dans le pays au cours des prochaines années.

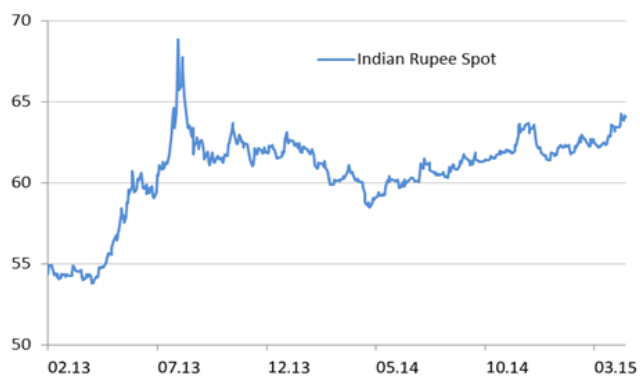
Balance des comptes courants en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette diminution de la dépendance de l'économie indienne au financement international est un élément favorable pour la Roupie indienne, mais aussi longtemps que l'inflation restera élevée, les pressions sur la devise devraient se maintenir.

Roupie indienne /USD



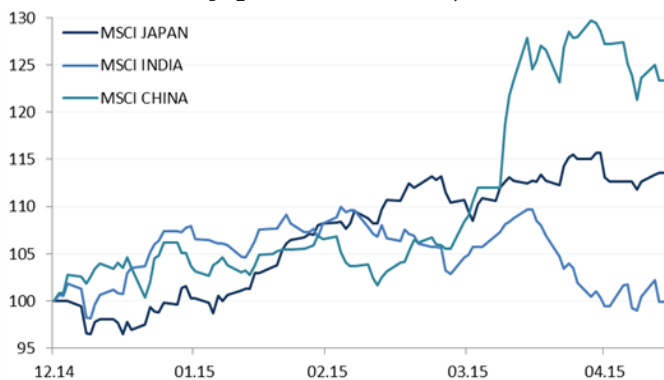
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cela dit, l'essentiel de la hausse du dollar semble déjà être réalisé pour l'année 2015. Nous ne voyons pas de risque de faiblesse majeure de la Roupie au-delà de 66. Celle-ci pourrait cependant s'apprécier et revenir vers le bas d'une « trading range » comprise entre 61 et 64.

Perspectives favorables pour les actions indiennes après une correction à court terme

Le marché indien était l'un des meilleurs performeurs en janvier avant de devenir l'un des moins bons marchés actions en Asie. Depuis le début de l'année, l'indice Sensex 30 et l'indice CNX Nifty sont tous les deux en légère baisse de -2% en monnaie locale. Des performances qui sont très loin derrière les indices japonais en hausse de +13% et les indices chinois en progression d'environ +36% pour les indices CSI 300 et Shanghai comp.

Performance des indices MSCI (Japan, India, China)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En comparaison avec les autres marchés asiatiques, l'écart de performance n'est en fait pas si important. La Thaïlande et l'Indonésie sont encore en performance négative (-1%), Singapour et la Malaisie ne sont en hausse que de +2% et la Corée de +9%.

Les actions indiennes ont certes subi quelques prises de profits après la bonne performance de 2014 et des ventes de lassitude face à l'absence de résultats concrets et rapides sur le plan économique, mais aussi sur le fonds des réformes attendues après la nomination du nouveau gouvernement.

Réformes en cours et reprise des investissements

Depuis le mois de décembre, les bénéfices attendus des sociétés indiennes ont subi quelques révisions à la baisse, mais ce phénomène ne nous semble pas concerner exclusivement le marché indien et n'explique pas sa récente contre-performance. Il est aussi vrai qu'après quelques réformes, le premier ministre Modi fait désormais face à la difficulté d'affronter les critiques de la chambre haute du parlement qu'il ne contrôle pas et qui l'empêche de mettre en œuvre certaines autres réformes plus importantes comme l'introduction d'une taxe sur les biens et services à l'échelle nationale (GST), qui demande une modification de la constitution, ou d'autres réformes (Labour reforms, Land reforms...) plus favorables au développement économique du pays. Plus de clarté et de visibilité sur le processus en cours seraient positifs pour l'appréciation des changements structurels pouvant affecter à long terme la compétitivité et les perspectives de développement de l'économie indienne.

L'un des principaux facteurs pour une reprise économique solide en Inde est l'investissement industriel et d'infrastructures. Depuis juin 2014, on observe une sensible reprise de l'investissement public qui laisse espérer également une relance de l'investissement du secteur privé. On peut attribuer ce début de reprise à une amélioration de la confiance des investisseurs et à un renforcement de la volonté du gouvernement d'améliorer l'efficacité de son administration en matière d'approbation de projets. Les importations de biens d'investissement ont également progressé de +10% en mars, en comparaison annuelle.

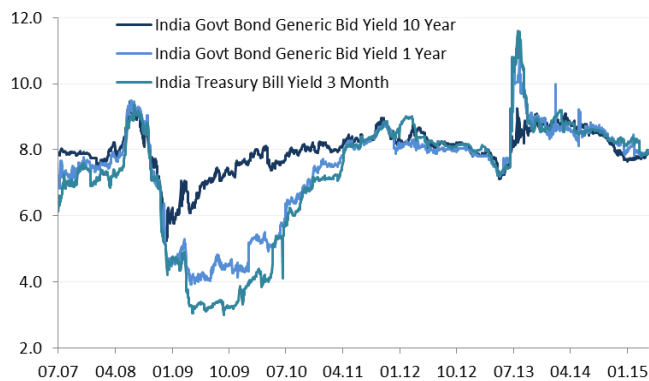
Fort potentiel de baisse de taux sur toute la « yield curve »

Les taux d'intérêt à dix ans du gouvernement indien sont restés relativement stables - autour de 8% - au cours des cinq dernières années, en raison notamment du contexte haussier de l'inflation et des besoins croissants de financement externe du pays mis en évidence par le

creusement du déficit de la balance des comptes courants. La hausse des taux courts décidée par la banque centrale indienne (RBI) en 2013 avait porté les taux courts à plus de 11% avant que les effets de cette politique restrictive ne puissent se faire sentir en 2014. Désormais, les taux à 3 mois ont rejoint les rendements à 10 ans grâce à l'effondrement de l'inflation et des prix importés (essentiellement des cours du brut). Cet élément est très positif et devrait permettre une baisse générale des taux indiens.

Nous estimons que les taux courts peuvent très sensiblement glisser en-dessous des taux longs en Inde, ce qui constitue un élément particulièrement positif pour les perspectives de croissance en 2015 et 2016.

Taux d'intérêt du gouvernement indien (3 mois – 1 an – 10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Potentiel haussier du marché actions

Au cours de 15 dernières années, l'indice Sensex a réalisé une performance de +14.2%/an en roupies et +11.4% en dollars US, un résultat nettement supérieur à celui de l'indice MSCI World (+3.7%). Au sein des principaux pays émergents, l'Inde a sous-performé le Brésil et la Russie en phase haussière du cycle des matières premières et surperformé ces deux marchés le reste du temps. Nous pensons que le renforcement du cycle des matières premières en 2015 et 2016 n'affectera cependant pas le potentiel de surperformance de l'Inde.

Le marché indien se traite aujourd'hui encore avec une prime par rapport à d'autres marchés émergents. Mais cette prime de valorisation n'est pas un phénomène récent et trouve sa justification dans des facteurs fondamentaux propres au marché indien.

Le ROE du marché indien est historiquement supérieur à ceux des marchés développés, des marchés émergents et des marchés asiatiques. Le ROE actuel de 15% est ainsi plus élevé que le ROE des marchés Asie-Pacifique (10%) et des marchés émergents (environ 12%).

La croissance des profits des sociétés indiennes (EPS 3.2x) a également été supérieure au cours des dix dernières années à celle des marchés émergents (EPS 2.1x). La valorisation actuelle exprimée en PER du Sensex est de 12.7x les bénéfices 2016 et semble ainsi relativement bon marché en comparaison internationale (Chine 15x, Australie 16x, Japon 17x, Europe 14x, USA 16x, Suisse 16.5x).

Sensex index



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

L'économie indienne pourrait enregistrer une croissance de +7.5% en 2015 et 2016 en bénéficiant d'une politique monétaire à nouveau plus accommodante. La baisse des taux profitera également au marché actions, dont les perspectives de hausse des bénéfices et le niveau de valorisation relatif nous semblent attrayants.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch