



29 novembre 2016

Les deux temps de la démonétisation en Inde

La roupie est au plus bas depuis août 2013. Les investisseurs étrangers se retirent. Impact négatif sur le PIB 2016-2017. Les perspectives demeurent cependant favorables à long terme.

Points clés

- Le 8 novembre, le gouvernement annonçait brutalement la démonétisation des billets de 500 et 1000 roupies
- Chute de la roupie indienne (68.7750 le 28.11.16)
- Sorties de fonds de la part des investisseurs étrangers, le rendement des obligations gouvernementales perd en attractivité
- La Banque centrale indienne (RBI) intervient pour diminuer la volatilité et impose un Cash Reserve Ratio incrémental de 100% pour les banques
- Les actions des segments industrie, finance et consommation discrétionnaire corrigent le plus
- Attention à la panique : l'impact sera présent à court terme sur le PIB et l'activité de certains secteurs, mais des effets positifs sont attendus à moyen terme
- Nous préconisons de conserver les positions existantes et de profiter d'éventuels nouveaux reculs pour augmenter l'exposition de manière sélective

Démonétisation brutale des billets de 500 et 1000 roupies (15\$)

Le 8 novembre, alors que le monde était tourné vers l'élection du prochain Président des États-Unis, le Premier ministre Narendra Modi annonçait brutalement la démonétisation des coupures de 500 et 1000 roupies, qui sont les deux plus grandes dénominations en circulation dans le pays et qui représentent 86% des billets en circulation. Les habitants ont donc jusqu'à la fin du mois de décembre pour déposer les billets sur leur compte, ou les échanger contre des coupures valables ou des nouveaux billets de 500 et 2000 roupies.

Modi, qui souhaite par cette action donner un signal fort de son engagement à réduire la

corruption, l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent, a néanmoins initié un vent de panique au sein de la population, dans un pays où l'on estime que près de 98%¹ des dépenses des consommateurs reposent sur des transactions en liquide.

La mesure s'accompagne en effet de limites journalières et hebdomadaires contraignantes (retraits limités à 2'000 roupies par jour dans les distributeurs ; 10'000 roupies par jour et 20'000 par semaine aux guichets). Le quotidien de la population est désormais rythmé par les files d'attente, d'autant plus que la majorité des distributeurs doit encore être réadaptée pour fonctionner avec les nouveaux billets de banque.

Urjit Patel sort de son silence samedi

Après avoir longtemps gardé le silence depuis l'annonce de la démonétisation par le Premier ministre – ce qui lui a valu des critiques parfois acerbes – le gouverneur de la Banque centrale Urjit Patel s'est exprimé le 27 novembre pour tenter de rassurer la population et les investisseurs étrangers.

Il annonçait ainsi que la RBI contrôlait la situation de très près, et cherchait à conclure à sa normalisation au plus vite. Il se faisait ainsi le relais de la Banque centrale et de sa décision de fixer un CRR (Cash Reserve Ratio) incrémental de 100% (contre 4% actuellement). Cette mesure oblige les banques à transférer la totalité des liquidités additionnelles accumulées depuis dimanche à la Banque centrale, afin d'éviter à la RBI d'être confrontée à une pénurie de titres gouvernementaux (en limitant les achats d'obligations domestiques par les banques) et de lui permettre ainsi de guider adroitement ses activités monétaires. Cette mesure vise également à soutenir les rendements des obligations gouvernementales, qui ont perdu en attractivité depuis le 8 novembre. Il précisait

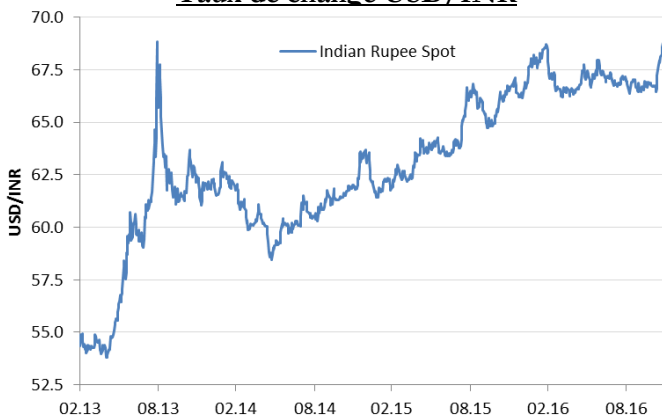
¹ Source : Bloomberg

également que la RBI reverrait cette décision aussitôt que le gouvernement augmenterait le quota d'obligations émises par le Trésor (selon le système du Market Stabilisation Scheme).

La roupie atteint son niveau le plus bas depuis le mois d'août 2013

Les conséquences de la démonétisation furent à la fois rapides et importantes. À commencer par la valeur de la roupie, qui clôturait ainsi le 28 novembre au niveau record de 68.7750 USD.

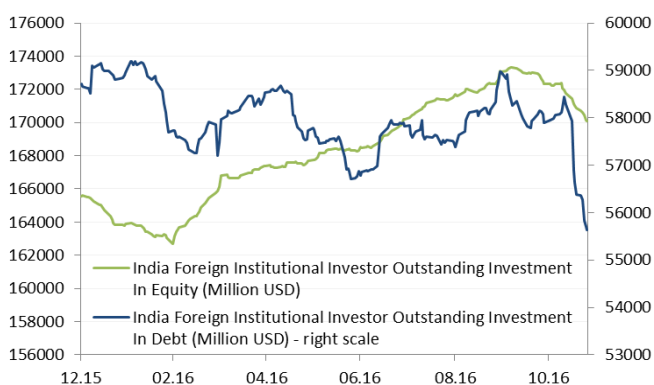
Taux de change USD/INR



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

Le niveau de l'été 2013, qui avait été marqué par l'annonce par la Fed de la fin de son programme d'achats de titres (« tapering ») – suscitant des craintes quant à la liquidité mondiale et impactant particulièrement les devises émergentes – a ainsi été dépassé.

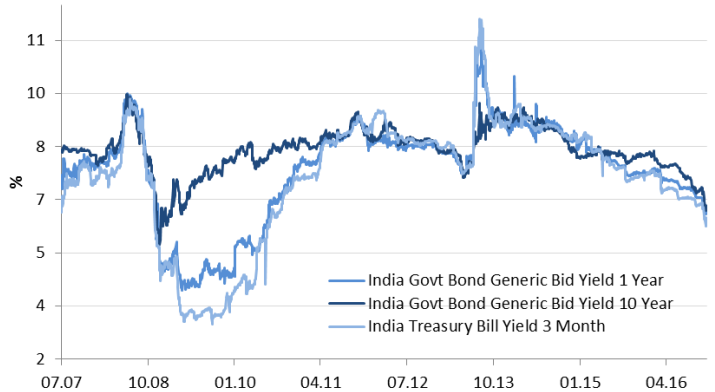
Investissements institutionnels étrangers dans les marchés actions et la dette indienne



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

Les retraits observés de la part des investisseurs étrangers, aussi expliqués par la force du dollar, ont été massifs au cours des dernières semaines alors que les rendements des obligations gouvernementales devenaient moins attractifs. Autant d'éléments qui ont forcément négativement impacté la roupie indienne.

Rendement des obligations gouvernementales (%)



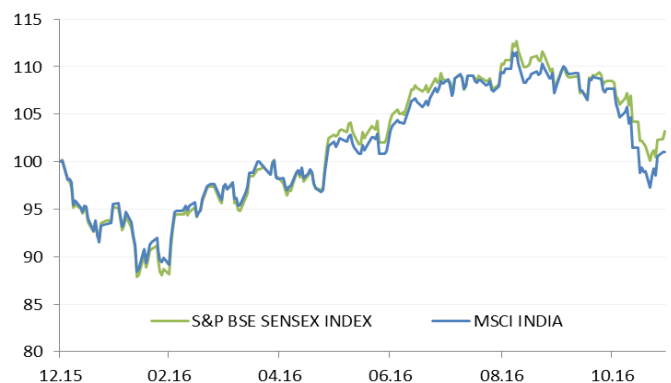
Source : Bloomberg, BBGI Group SA

Le rendement des obligations à 10 ans est ainsi passé de 6.794 à la fin du mois d'octobre à 6.187 le 24 novembre, avant que celui-ci ne reprenne quelques couleurs (6.327 le 28 novembre). A priori, la Banque centrale n'est pas restée inactive, comme en témoigne la légère diminution des réserves de change depuis la fin du mois de septembre (de 372 à 365 milliards de dollars).

Le marché actions est lui aussi impacté

Le marché actions a lui aussi corrigé en novembre. Les secteurs de la consommation discrétionnaire (-13.17%), de l'industrie (-9.67%), et de la finance (-7.32%) sont par ailleurs les plus touchés depuis l'annonce de la démonétisation.

MSCI India et S&P BSE SENSEX Index



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

Quel impact peut-on attendre de la démonétisation sur le PIB ?

Selon différentes estimations, les événements récents pourraient coûter à l'Inde sa position en tête des chiffres de croissance parmi les principales économies mondiales, raflée à la Chine cette année. Les estimations varient entre 1% et 3% d'impact négatif sur la croissance (qui est actuellement de +7.1% en

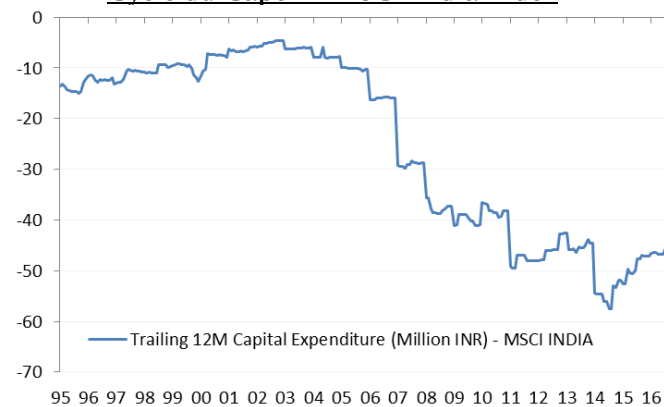
glissement annuel au second trimestre) pour l'année fiscale en cours. Plus mesurée, l'agence de notation ICRA prévoit un impact négatif de 40 points de base sur la croissance pour l'année fiscale 2016-2017 (désormais estimée à +7.5%). Certains secteurs seront davantage touchés, comme les ventes de détail, la construction et l'immobilier, qui contribuent à hauteur de 30% au PIB, car ils reposent en effet pour beaucoup sur des transactions en liquide, selon l'Institute of International Finance. Dans une recherche récente, Nomura avançait ainsi que les secteurs de la construction et de l'immobilier, déjà touchés par une offre élevée dans les grandes villes comme Mumbai et Delhi, souffriraient encore un peu plus des événements actuels. L'économie dans les zones rurales, qui dépendent fortement des transactions en liquide, sera également à surveiller.

Faut-il pour autant s'inquiéter ?

À moyen terme, la décision du gouvernement pourrait néanmoins révéler ses effets positifs sur l'économie indienne.

La hausse des recettes fiscales – avec le retour d'une partie des transactions dans le viseur du gouvernement – pourrait conduire à de nouvelles dépenses publiques dans des projets d'infrastructure, qui soutiendraient à plus long terme les entreprises actives sur le segment de la construction. Aussi, comme les transactions non déclarées ont tendance à aller de pair avec une plus forte inflation, et étant donné qu'une diminution de l'inflation permettrait de nouvelles baisses de taux d'intérêt, les sociétés devraient voir leurs dépenses d'endettement diminuer. Une évolution favorable pour les entreprises du segment infrastructure, dont les activités sont particulièrement intensives en capital. La demande pourrait également reprendre plus rapidement puisqu'un environnement de taux plus bas faciliterait la relance du cycle du Capex dans le secteur privé.

Cycle du Capex – MSCI India Index



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

En ce qui concerne le secteur de la finance, les analystes s'avèrent également assez confiants quant à une normalisation prochaine des revenus, même si la démonétisation pourrait impacter à court terme les résultats des sociétés du secteur. JP Morgan prévoit ainsi un retour progressif à la normale en 2017, soulignant que les craintes actuelles autour de certaines banques de détail sont exagérées et assurent qu'ils profiteront de la prochaine baisse sur les titres HDFCB, IIB, et YES pour augmenter leur exposition et bénéficier d'une future revalorisation des attentes des analystes.

À court terme, le secteur de la consommation de base résistera davantage que la consommation discrétionnaire, qui a par ailleurs plus souffert depuis l'annonce du 8 novembre et qui devrait être plus longtemps impactée par le report dans le temps par les consommateurs des achats de plus grande valeur.

D'une manière générale, les observateurs, s'ils remettent en question la communication autour de la décision du gouvernement, restent plutôt confiants quant à l'orientation future de l'économie indienne et soulignent les effets potentiels positifs de la décision du 8 novembre. Ils sont également nombreux à s'attendre à un stimulus monétaire et budgétaire une fois la situation apaisée.

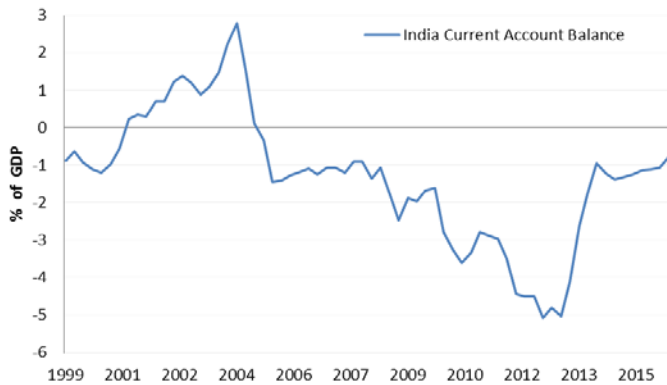
La roupie pourrait bientôt reprendre des couleurs

S'il est un consensus plutôt fort en cette période agitée pour l'économie indienne, c'est que la situation pour la roupie est aujourd'hui bien différente de celle qui prévalait en 2013, où la monnaie avait perdu -9.08% en l'espace de mois d'août, sur fond de « tapering » par la Fed.

Cette fois, parmi les différentes devises émergentes, les analystes s'attendent à ce que la roupie indienne résiste mieux que les devises de ses voisins à la hausse des taux d'intérêts aux États-Unis et la mise en place d'une politique plus protectionniste par le nouveau Président des États-Unis, Donald Trump. L'Inde n'est en effet pas un pays de production et bénéficie d'un marché intérieur important. Notons que la correction récente de la roupie est aussi surtout liée à la force du dollar observée depuis quelques semaines.

La situation s'est aussi largement améliorée depuis 2013. Entre-temps, et notamment sous la direction de l'ancien gouverneur de la Banque centrale Raghuram Rajan, la croissance indienne s'est affirmée, le déficit des comptes courants a été maîtrisé (de -5.03% du PIB en juin 2013 à -0.77% trois ans plus tard) tout comme l'inflation. Si ces indicateurs ont profité de la baisse des cours du brut, le renforcement de la situation économique du pays est aussi lié à l'amélioration des conditions structurelles.

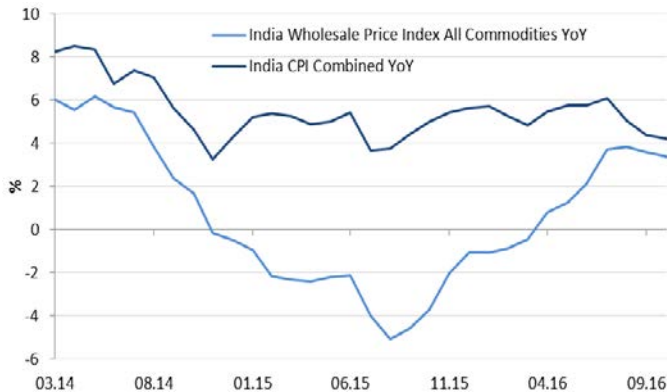
Déficit courant



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation est ainsi passée de plus de 11% lors de son plus haut de novembre 2013 à 4.2% en octobre 2016, soit au plus bas depuis 14 mois, et la démonétisation devrait également contribuer à un ralentissement de l'inflation.

Inflation - CPI (%)



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

L'évolution de l'inflation pourrait permettre à la RBI de procéder à de nouvelles baisses de taux d'intérêt. Urjit Patel avait déjà procédé à une baisse de 25 points de base du taux repo à 6.25% le mois dernier (il était encore de 8% au 31 décembre 2014), et pourrait encore procéder à une diminution au cours de la prochaine réunion de la Banque centrale en décembre.

Toutefois, la baisse des taux d'intérêt par la RBI ne s'est pas encore véritablement reportée sur les taux d'intérêt pratiqués par les banques, ce qui explique en partie pourquoi la dynamique de la production industrielle demeure plutôt molle, même si les dernières données du mois de septembre étaient plus réjouissantes avec +0.7% sur un an (soit une donnée légèrement supérieure aux attentes de +0.5%). La production industrielle devrait être encore négativement impactée quelques mois par le processus de démonétisation en cours.

Conclusion

La démonétisation a surpris les observateurs et créé un mouvement de panique au sein de la population, mais aussi chez les investisseurs étrangers, qui ont assez massivement quitté le marché au cours des dernières semaines.

À court terme, les secteurs qui reposent fortement sur les transactions en liquide pourraient être négativement impactés : la construction, l'immobilier, ou encore la consommation discrétionnaire devraient marquer le pas. Le secteur de la finance pourrait aussi connaître un impact négatif sur ses résultats.

Nous pensons qu'il n'y a toutefois pas lieu de liquider les positions détenues. Le gouvernement reste déterminé à préserver la croissance et la démonétisation pourrait bien dans un deuxième temps révéler ses effets positifs pour l'économie indienne.

Nous conseillons de conserver les positions détenues. Toute nouvelle baisse des cours pourrait susciter des opportunités intéressantes en créant des points d'entrée plus attractifs sur le marché.

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