

Lettre n°100

Faut-il investir en Inde, 4^{ème} bourse mondiale ?

« *Un arbre qui tombe cela fait beaucoup de bruit, une forêt qui pousse, personne ne l'entend* » Gandhi.

L'Inde est désormais la 5^{ème} puissance mondiale avec un PIB de 3700 milliards de dollars, deviendra sans doute la 3^{ème} au début des années 2030 mais, telle la forêt dont parlait Gandhi, peu d'observateurs ont eu conscience de ce décollage.

- *Le poids du passé :*

L'Inde, c'était, selon les calculs de Maddison, 22.6% du PIB mondial en 1700 mais seulement 3.8% en 1952. Cette chute fut-elle le résultat de la colonisation comme l'affirment certains ? On peut en douter. Si d'évidence, l'ambition première des Anglais ne fut pas le développement économique, sans les Anglais, l'Inde n'aurait pas alors évité le déclassement, car la révolution industrielle est longtemps restée européenne. A la suite de Subrahmayam, reconnaissons aux Anglais l'apport des institutions libérales, la diffusion d'une culture politique démocratique, l'accès à la langue, l'évitement d'une fragmentation en petits Etats.

- *Le décollage des trente dernières années :*

Certes, l'Inde reste un pays pauvre avec plus de 70% des travailleurs sans aucune couverture sociale, un pays dans la catégorie des économies à revenus intermédiaires inférieurs, avec un PIB par tête de \$2200, loin de la Chine, classée dans les pays à revenus intermédiaires supérieurs, avec un PIB par habitant de \$12500.

Mais, la croissance économique est la plus forte de toutes les grandes puissances, 6.5% en 2024-2025 selon le FMI, 400 millions d'Indiens sont sortis de l'extrême pauvreté en 15 ans, la dynamique démographique est persistante, le marché boursier est en plein essor.

Autant de raisons de s'intéresser, avec cette Lettre n°100, à l'avenir de l'Inde. Dans un souci de mesure, on commencera par rappeler les freins persistants, puis on évaluera l'attraction de l'Inde et on terminera avec une analyse de la Bourse indienne.

Des freins persistants :

Le manque de capitaux :

L'épargne domestique, même avec le substantiel afflux d'argent de la diaspora, \$125 milliards, soit, selon la Banque mondiale, 3.4% du PIB, est insuffisante pour couvrir les investissements et le gouvernement est confronté à un déficit budgétaire à 5.8% du PIB en 2024. Le crédit bancaire aux petites et moyennes entreprises est également insuffisant.

Si le développement de la Chine dans les années 1990 et 2000 a pu être facilité par l'abondance des investissements de l'étranger, quelque 6% du PIB, les investissements directs de l'étranger en Inde ne représentaient pas 1.5% du PIB en 2022, soit \$50 milliards.

Les montants peinent à augmenter car quelques grandes entreprises, Général Motors, Ford, Holcim, Metro, Walmart, Vodafone, ont subi des revers dans leur développement en Inde. Les unes ont été découragées par les freins réglementaires, d'autres par l'insuffisance des infrastructures, d'autres encore par l'inadaptation d'une

main-d'œuvre souvent peu qualifiée. Des 11000 sociétés entrées sur ce marché entre 2014 et 2021, un quart se seraient retirées.

Mais, d'autres, comme Apple, General Electric, Boeing, Harley, ou encore Samsung, renforcent leur présence. Et, ces prochaines années, les Saoudiens pourraient investir \$100 milliards dans les infrastructures et les Emirats, \$70 milliards.

La faiblesse de l'industrie :

L'industrie, différence essentielle avec la Chine, reste contrôlée par quelques grands conglomérats oligopolistiques et familiaux et le poids du secteur public est faible.

En dépit des incantations du gouvernement, le développement de l'industrie reste plus lent qu'au Vietnam ou au Mexique. En cause, les carences de la formation puisque dans les 25-64 ans, 1/3 n'ont pas d'instruction élémentaire et, parmi les autres, 78% n'ont pas dépassé le secondaire.

Deuxième faiblesse, les freins réglementaires à la concentration des entreprises.

Troisième faiblesse, le protectionnisme persistant, l'insuffisante ouverture à l'exportation, un déficit commercial structurel.

Quatrième faiblesse, les dépenses de recherche en pourcentage du PIB n'excèdent pas 0.6% et bénéficient avant tout au spatial et à la défense. Le nombre de chercheurs, en pourcentage de la population est faible, 26/100 000 contre 170 en Chine, 450 aux Etats-Unis.

On assiste à un développement du secteur de la pétrochimie et du secteur de la finance, mais peu de créations d'emplois accompagnent ces développements.

L'industrie manufacturière représente seulement 14% du PIB contre, selon la Banque mondiale, 17% il y a une vingtaine d'années. C'est insuffisant pour absorber les 12 millions de jeunes qui, chaque année, entrent sur le marché du travail et on estime qu'entre 2011 et 2018, avant même les méfaits de la COVID, le secteur manufacturier a détruit 3.5 millions d'emplois et n'emploie que 65 millions de personnes.

Une croissance économique du PIB de 7 à 8% par an, c'est à peu près 6 millions de nouveaux emplois. Aussi, le taux de participation au marché du travail est faible, 41% contre 62% aux Etats-Unis, la main-d'œuvre est excédentaire et la productivité faible.

Une agriculture peu productive :

Elle emploie encore 44% de la main-d'œuvre, 280 millions de personnes mal rémunérées, mais ne réalise que 17% du PIB alors qu'au Nigeria par exemple, pour la même contribution aux PIB, c'est 1/4 de la population active employé dans l'agriculture. Cette abondance de la main-d'œuvre est un frein à la mécanisation et à la concentration des surfaces agricoles.

Un secteur des services peu créateur d'emplois :

En pourcentage du PIB, le secteur des services est plus développé que dans des économies similaires, le solde d'exportations est positif à près de \$30 milliards, mais la création d'emplois qualifiés y est faible.

Un pays attrayant :

De tous les grands pays, l'Inde bénéficie de la plus forte croissance démographique. La population active, d'ici 2030, devrait croître de 80 millions et l'âge médian est 11 ans plus faible qu'en Chine. Cela représente un potentiel de croissance de la consommation incomparable.

Un contrepois politique à la Chine :

L'Inde se veut tout à la fois la voix du « Sud global » et un partenaire des Etats-Unis dans la politique de « containment » de la Chine puisqu'elle participe au Quad aux côtés des Américains, des Japonais et des Australiens et veut contrer le rapprochement de la Chine avec le Pakistan.

L'Inde est solidaire des pays du Sud mais participe depuis plus de cinq ans aux G7.

L'Inde, depuis la visite de Nehru à Moscou en 1955 et le Traité de paix et de coopération de 1971, a des relations avec la Russie dans la défense et le spatial mais, ces dernières années, même si l'Inde n'a pas condamné l'agression russe en Ukraine, même si la Russie reste le premier fournisseur militaire, l'Inde diversifie et achète davantage aux Américains et aux Français.

Les relations politiques avec la Chine n'ont jamais été simples mais en 2013, 2014, 2017 et en 2020 à Gaiwan, des incidents armés sont intervenus le long des 3500 kilomètres de ligne de démarcation, non de frontière, entre les deux pays et l'Inde a perdu un peu de territoire. Elle marque un peu des distances avec l'OCS, Organisation de Shanghai dominée par la Chine, elle refuse de participer aux Routes de la soie et, si elle critique la prééminence du \$, elle ne veut pas lui substituer le Yuan.

Notons, néanmoins, l'importance des relations commerciales entre les deux pays, puisque la Chine est le deuxième partenaire, clairement à l'avantage des Chinois, car si les échanges sont de \$115 milliards, le déficit commercial indien dépasse \$80 milliards.

Un potentiel relais de croissance à l'heure du ralentissement chinois :

- 3 améliorations notables :

Les infrastructures étaient lacunaires, sans rapport avec celles de la Chine, mais le gouvernement de Monsieur Modi a fait adopter pour la période 2020 à 2025 un plan d'investissement de \$1400 milliards, équivalent à 7 à 8% du PIB et a ouvert par exemple plus de 70 aéroports. Cette année, le pays devrait consacrer plus de \$130 milliards au développement des infrastructures.

Modi a su améliorer le climat des affaires car, selon le World Economic Forum, le pays est passé de la 142^{ème} place en 2014 à la 40^{ème}. Le taux d'impôt sur les sociétés est modéré à 25% et même 17% pour les sociétés manufacturières. S'il est toujours difficile de commencer une affaire, des grands progrès ont été réalisés pour l'obtention des permis de construire, l'obtention des crédits et la procédure de faillite. L'accès à l'électricité était problématique, il est nettement amélioré.

Le gouvernement multiplie les actions pour promouvoir le développement du numérique dans les paiements et dans l'industrie, le pays mise sur les secteurs de l'électronique, de l'équipement médical, des télécommunications et le solaire.

- Une croissance forte :

En 2000, le PIB nominal était de moins de \$500 milliards, aujourd'hui il est de \$3700 milliards. Hormis la Chine, peu de pays ont une telle performance. Depuis 2004, le pourcentage de pauvres est tombé de 40% de la population à 12%. Le PIB est au niveau de celui de la Chine en 2007 mais, dans les dix ans, pourrait plus que doubler.

La croissance du PIB a été de 8.4% au 4^{ème} trimestre malgré une faiblesse relative de la consommation privée à 3% et des investissements publics à 3% et malgré la contraction du secteur agricole de 0.8% au 4^{ème} trimestre à cause de la sécheresse. En revanche, on observe une forte croissance de l'investissement privé et du crédit. En 2024, la croissance pourrait atteindre 7.6%.

Les Etats-Unis, désormais 1^{er} partenaire commercial de l'Inde, développent leurs relations bilatérales avec plus de \$200 milliards d'échanges.

- Une situation financière satisfaisante :

A \$620 milliards, les réserves de change représentent 11 mois d'importations et équivalent au montant de la dette extérieure.

Si, cette année, le \$ s'est apprécié contre la majorité des devises, la Roupie indienne est stable par rapport au \$.

Le déficit courant est limité, à peine supérieur à 1% du PIB.

Le taux d'inflation, 5%, 3.6% pour l'inflation « core », n'a rien d'excessif au regard de la forte croissance économique. Le taux d'intérêt à 10 ans, 7.1% et le taux officiel à 6.5% sont raisonnables.

La situation des banques est solide. Il y a eu à la fois diminution des créances douteuses et hausse de la rentabilité.

Un marché boursier en plein développement mais cher :

La capitalisation du marché :

L'Inde a désormais une capitalisation supérieure à \$4600 milliards, infiniment supérieure aux moins de \$200 milliards de l'an 2000, sensiblement plus élevée que le marché de Hong Kong. L'Inde, c'est 4000 sociétés dont environ 250 avec une capitalisation supérieure à \$1 milliard, 17% de l'indice MSCI Emerging derrière la Chine + HK à 25%.

A titre de comparaison, la capitalisation du marché américain dépasse \$50000 milliards, celle du marché chinois atteint \$11500 milliards, le Japon est à \$6700 milliards, la France à \$3300 milliards et les autres marchés sont sensiblement plus petits.

Ces cinq dernières années, la performance du marché indien a été de 50%, quand celle de la Chine a reculé de plus de 20%.

L'appréciation du marché :

Ces trente dernières années, l'appréciation annuelle moyenne de l'indice Sensex a approché 12%, soit 8% après prise en compte de la dépréciation de la devise contre \$. Dans les classements entre grands marchés, l'Inde figure ainsi au deuxième rang après les Etats-Unis.

Ces cinq dernières années, l'appréciation du marché a profité d'abord à l'immobilier, un secteur faiblement représenté, puis, sans surprise à la tech, devant les industrielles et la santé.

L'appréciation de ces dernières années est portée à la fois par des investisseurs internationaux déçus de la Chine et des investisseurs domestiques plus nombreux. Il y a dix ans, les étrangers représentaient 60% du marché, aujourd'hui, c'est 40%.

L'attractivité du marché indien a été portée par un désendettement des entreprises ces dernières années, des marges souvent élevées grâce au protectionnisme (des taxes à l'import proches de 20%) et un développement de la consommation.

La valorisation du marché :

En termes de valorisation, le marché indien, plus de 21x les bénéfices attendus pour le Nifty50, est aujourd'hui plus cher que sa moyenne des dix dernières années, plus cher que le marché américain et, a fortiori, le marché chinois à 9x les bénéfices à cause des aléas politiques bien connus. Mais la croissance des bénéfices, +15%, est supérieure à celle de ces différents marchés et supérieure à la moyenne des trente dernières années, 12%.

Aux côtés des grandes capitalisations, Tata, \$360 milliards..., on constate une floraison de startups. 180 sociétés sur 2800 ont désormais une capitalisation supérieure à \$1 milliard, un chiffre plus élevé que dans les autres pays.

Le marché indien, c'est pour près de 24% des valeurs financières, un pourcentage comparable à celui du Brésil, mais supérieur au poids de la finance dans les pays développés.

Les valeurs de la tech représentent 12% de la capitalisation, un pourcentage double de celui de la Chine, mais évidemment très inférieur à ce qu'il peut représenter dans des plus petits pays comme Taiwan ou la Corée du Sud.

Ensuite, viennent les valeurs de consommation discrétionnaire, 13%, et les services de communication pour 8.5%.

En revanche, les valeurs de matériaux, les valeurs industrielles, les valeurs énergétiques sont peu représentées, respectivement 7.5%, 6.5%, 5.5%.

Il en est de même pour les consumer staples, 5.5%, et les valeurs de santé, 3.6%,

Autre raison d'une valorisation élevée, le faible flottant des entreprises car celles-ci, souvent familiales, sont détenues par un noyau stable à plus de 50%.

Conclusion : « *Qu'importe que nous emprunions des itinéraires différents pourvu que nous arrivions au même but* » Gandhi.

Ce propos de Gandhi sur les religions s'applique à l'économie. Assurément, la voie choisie par l'Inde pour assurer son décollage diffère de celle de la Chine, mais l'Inde est entrée dans une phase de rattrapage et les investisseurs ne peuvent l'ignorer.

- ***Une croissance forte mais une économie à 2 vitesses*** : indubitablement, depuis son arrivée au pouvoir en 2014, Modi s'est efforcé de stimuler le développement de l'économie et l'Inde est une économie en phase de décollage même si elle reste une économie à 2 vitesses.

Avec une faible mobilité géographique entre les cinq Etats du Sud qui, avec 20% de la population, réalisent 30% du PIB, reçoivent 35% des investissements internationaux, réalisent les deux tiers des exportations technologiques du pays et les Etats pauvres du nord comme le Rajasthan ou le Bihar.

Une faible mobilité sociale, des inégalités sociales très élevées puisque 1% de la population détient 40% de la richesse nationale, une concentration plus élevée qu'aux Etats-Unis ou au Brésil.

Les classes défavorisées profitent peu du décollage économique. 10% de la population ont moins de \$2.1/jour, 90% de la population disposent de moins de \$3500/an pour vivre et ainsi, globalement, la consommation privée ne devrait croître que de 4.4%. Mais, conséquence des inégalités, certains secteurs continueront à enregistrer de fortes croissances. Les ventes de voitures devraient atteindre 4.1 millions cette année, un record malgré une hausse des prix de 50% depuis 2019. Le marché du luxe est en croissance d'environ 20% et cela devrait persister.

- ***Des défis environnementaux*** : le pays est confronté à un défi dans l'environnement, car il compte 40 des 50 villes les plus polluées de la planète et a des problèmes de ressources en eau.
- ***Une démocratie de plus en plus illibérale*** : on ne peut ignorer le recul de la démocratie, le contrôle des médias, la répression des minorités religieuses au profit des nationalistes hindous.
- ***Une bourse dans une phase de consolidation*** : Modi, 73 ans, est donné gagnant aux élections qui débutent le 19 avril avec 970 millions d'électeurs et dont on connaîtra le résultat le 1^{er} juin. Le marché devrait consolider jusqu'à cette date mais, au-delà, offrira du potentiel.

Genève, le 17 avril 2024

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

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

SingAlliance (Switzerland) SA

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

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

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

SingAlliance Pte Ltd

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



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.