

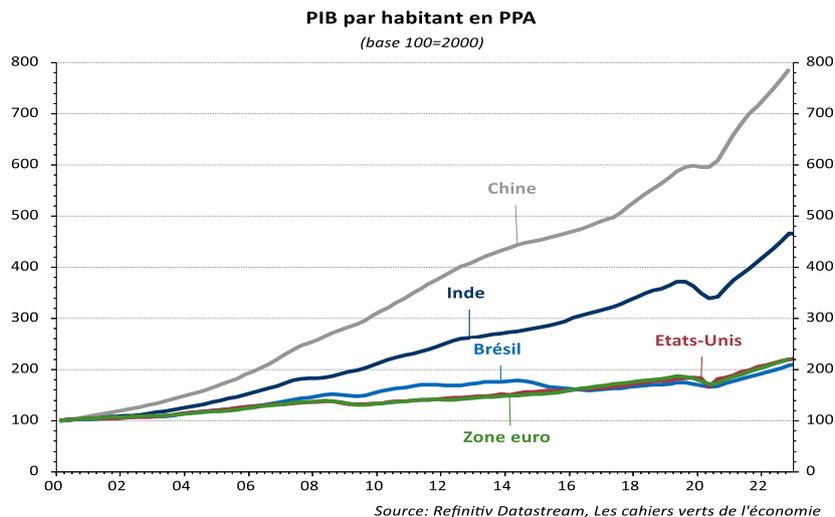


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
31 août 2023

Investisseur européen, ne néglige pas l'Inde !

La croissance indienne a progressé significativement au fil des décennies. L'Inde est désormais la 5^{ème} puissance mondiale en dollars courants. Pour rappel, elle se situait au 14^{ème} rang en 1995. La croissance s'est établie en moyenne à 6,6 % sur la décennie 2010 (hors Covid), après 6,3 % sur la décennie 2000, 5,7 % dans les années 80 et 90 et 3,6 % entre les années 50 et les années 70. Et en termes de PIB par habitant (en PPA), il a été multiplié par presque 5 depuis 2000 (vs. X 8 en Chine mais seulement X 2 au Brésil) ; cf. graphique ci-dessous.



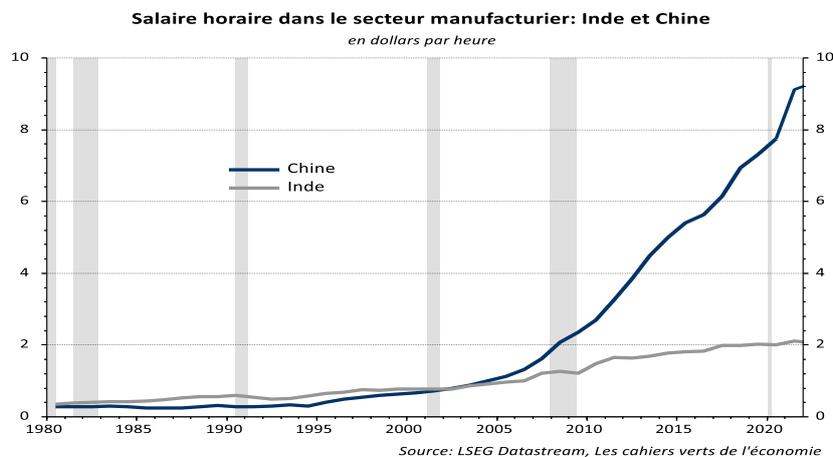
Cela alors que l'Inde n'a pas été épargnée au cours des dernières années (covid particulièrement meurtrier avec à la clé un confinement et une migration de population la plus massive depuis 1947 ; aléas climatiques puissants ; choc pétrolier ; tensions religieuses ; erreur de politique économique fin 2016¹ qui a mis à genou le système de shadow banking...).

Les 2 dernières années ont été satisfaisantes. Après 8,9% en 2021 et 6,7% en 2022, la croissance du PIB devrait se situer autour de 6,5% en 2023 (année calendaire). Au-delà, le gouvernement estime qu'un taux de croissance tendanciel de 6,5% est réaliste pour les prochaines années. Notons que l'effort d'investissement a aussi considérablement progressé depuis une dizaine d'années.

¹ Démonétisation des billets de banque de 500 et 1 000 roupies

A un moment où la croissance chinoise ralentit et va encore ralentir (excès de capacités, difficultés du secteur immobilier, niveau élevé de dette, baisse de la population en âge de travailler, productivité atone, fin du potentiel de progression rapide des exportations, accès aux ressources et contraintes environnementales,...) et que la Chine subit un risque géopolitique particulier (Taïwan, restriction sur les exportations américaines dans le domaine technologique), l'Inde est de plus en plus perçue par les décideurs occidentaux comme une alternative crédible à la Chine.

Les dernières décisions de l'Administration Biden visant à nouveau à restreindre les investisseurs américains dans certains secteurs clés de l'économie chinoise (tech, IA, ordinateur quantique, semi-conducteurs) va dans ce sens. Ce d'autant que les coûts salariaux indiens restent largement inférieurs à ceux pratiqués en Chine (cf. graphique ci-dessous). Et les dernières décisions ou orientations de grands groupes valident cette évolution (Foxconn, Micron, Applied Materials, Apple, AMD, ...).

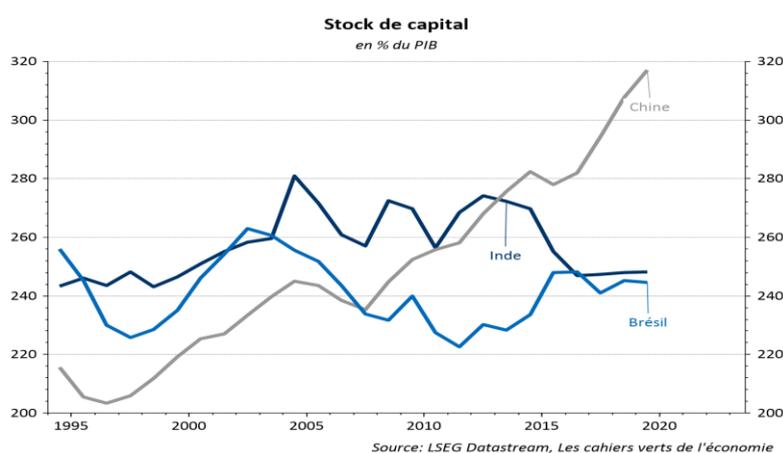
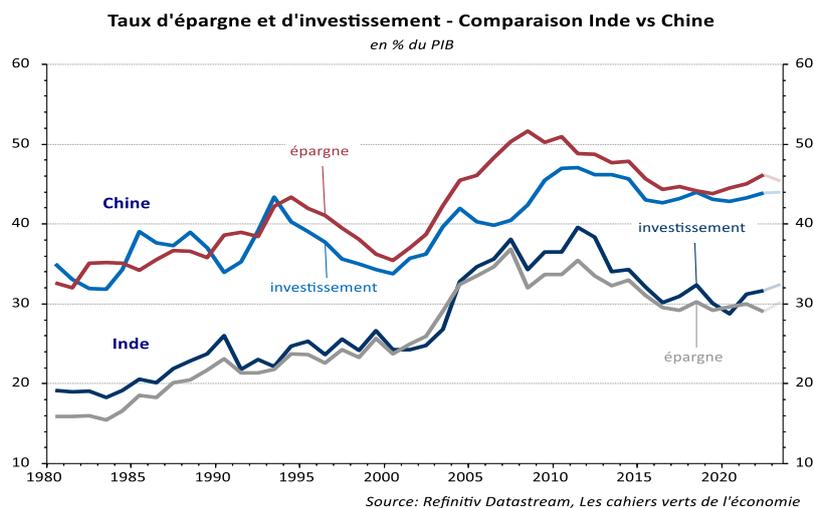


Ici, l'idée n'est pas véritablement de savoir si l'Inde pourrait connaître à l'identique le type de développement que celui que la Chine a entamé depuis une quarantaine d'années².

D'abord parce que l'Inde a tout de même déjà entamé un processus de développement significatif depuis une trentaine d'années.

Ensuite, parce que la réussite de la Chine depuis 45 ans a été due à la conjonction de plusieurs facteurs spécifiques. Au risque de la simplification abusive, on mentionnera un régime autoritaire et centralisé, qui a su impulser des réformes dès la fin des années 70 (10 ans avant l'Inde qui a connu un processus de réformes moins ambitieux et plus irrégulier). Un Etat qui a su bénéficier de la bienveillance de l'Occident, avec beaucoup d'investissements étrangers et une dynamique exportatrice exceptionnelle (basée sur une industrialisation massive et l'entrée dans l'OMC en 2001 ainsi qu' une explosion de l'exode rural), une diaspora importante, la maîtrise de la fécondité (dans un 1^{er} temps), un effort public substantiel sur l'éducation primaire et secondaire ainsi que sur les infrastructures. Enfin, la Chine a pu bénéficier, contrairement à l'Inde, d'une épargne des ménages importante qui est venue soutenir l'effet d'investissement dans les capacités de production industrielle (cf. graphiques ci-dessous).

²Rappelons que le PIB par habitant (en dollars courants) était à peu près au même niveau en Inde et en Chine à la mort de Mao Zedong en 1976 (environ 500 dollars). Aujourd'hui (2022), les mêmes données sont de 2 300 dollars en Inde et 11 600 dollars en Chine (respectivement 7 100 et 18 200 dollars en PPA).

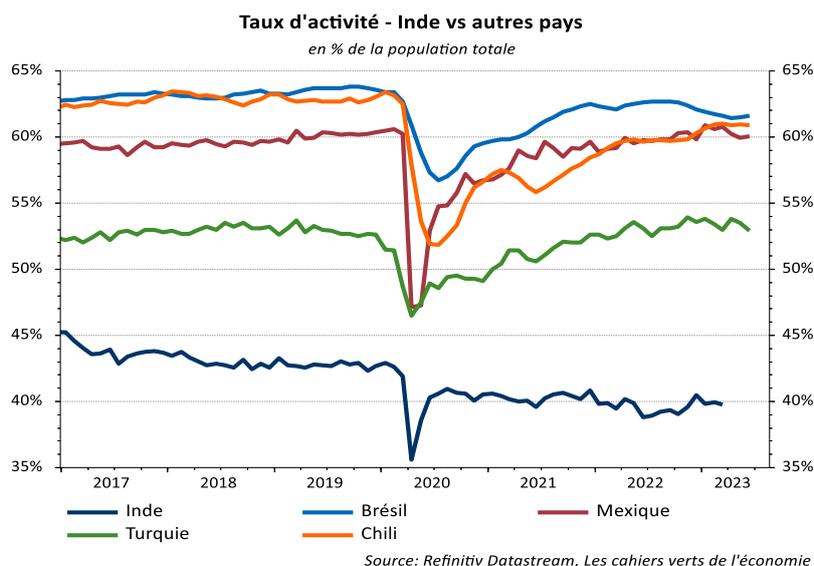


Il est clair que l'Inde doit surmonter des handicaps spécifiques assez importants.

D'abord les défaillances du réseau d'infrastructures (malgré les améliorations récentes, cf. infra), en particulier dans les transports et l'énergie. L'Inde a ainsi 46 kms de voies ferrées pour 1000 habitants et 20 passagers transportés en avion pour 100 personnes, soit environ 50% du niveau chinois. La production d'électricité par habitant est de son côté 5 fois plus faible qu'en Chine. Le gouvernement a toutefois fait du développement des infrastructures de transport une de ses priorités : il compte en effet sur leur amélioration pour accroître la productivité et attirer les investisseurs étrangers.

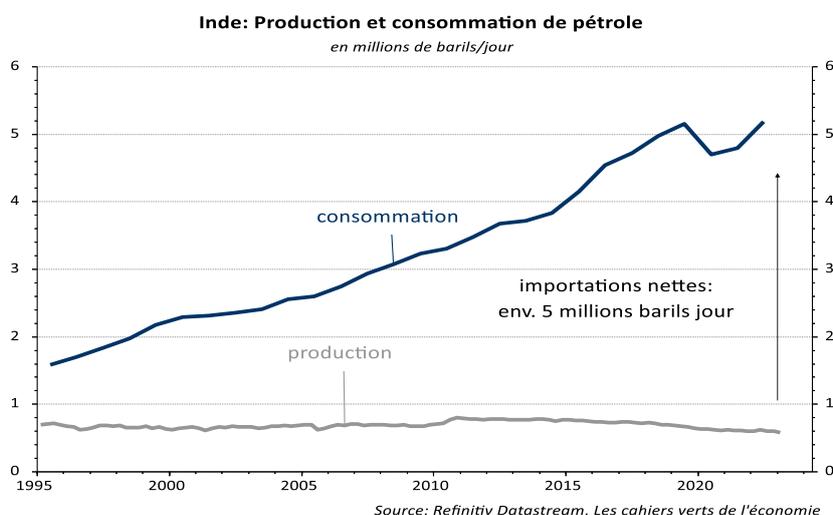
Soulignons aussi le faible niveau d'instruction et de formation (35% de la population a un niveau d'éducation inférieur au primaire en 2020), d'où un faible taux de participation, en particulier des femmes. La faiblesse du taux de participation est un problème central. L'Inde a une population en âge de travailler de 930 millions de personnes, mais seulement 420 millions d'entre elles sont officiellement actives. Il est donc crucial d'améliorer le niveau d'éducation de la population. Si celui-ci progresse³, cela est clairement insuffisant (cf. graphique ci-dessous).

³ Par exemple, la proportion de la population ayant un niveau d'éducation inférieur au primaire était de 48% en 2012 vs 35% aujourd'hui.



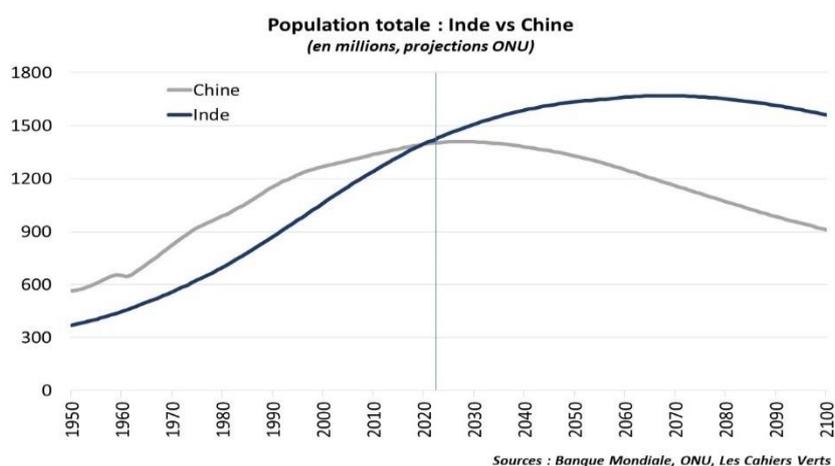
Ajoutons une forte complexité administrative, un marché intérieur encore morcelé et la faiblesse de l'Etat central. Par ailleurs, en dépit de la volonté affichée par le gouvernement de lutter contre la corruption, celle-ci reste toujours pesante, comme en témoigne le déclasserment de l'Inde de la 80e place en 2019 à la 85e place en 2022 par Transparency International.

Enfin, l'Inde reste l'un des principaux pays importateurs de pétrole, cela en dépit d'une intensité pétrolière de la croissance 20% plus faible qu'il y a 10 ans (cf. graphique ci-dessous). Une hausse du prix du baril de pétrole de 10 dollars sur un an se traduit ainsi par une détérioration du solde courant d'environ 15 mds (soit 0,5% du PIB) et du solde budgétaire de 0,3 à 0,4 point de PIB, en raison notamment des subventions accordées par l'Etat. Cependant, les choses bougent aussi ici avec un programme substantiel d'investissement dans les énergies renouvelables pour réduire la dépendance au charbon et au pétrole (objectif zéro carbone en 2070). Le développement de l'énergie solaire est très rapide (3ème rang mondial en termes d'installations) et une filière « hydrogène vert » nationale a été créée.



Cela étant, l'Inde dispose aussi de plusieurs atouts.

Et d'abord l'atout démographique (cf. graphique ci-dessous). L'Inde a dépassé (en avril dernier) la Chine en tant que pays le plus peuplé de la planète. Si on extrapole les tendances récentes, la population totale indienne passera, entre 2022 et 2050, de 1 417 millions à près de 1 700 millions (1 300 millions en Chine). L'Inde est l'un des rares blocs macro dominants (USA, Europe, Japon, Chine) où la croissance de la population en âge de travailler progressera encore substantiellement au cours des prochaines décennies. Et le ratio de dépendance (part des moins de 15 et de plus de 64 ans par rapport à la population en âge de travailler) va continuer de diminuer jusqu'à vers 2030.



L'autre atout est son positionnement géopolitique, face aux « menaces chinoises ». L'Inde a elle-même plusieurs contentieux vis-à-vis de la Chine dont elle se méfie. Même si elle n'a pas condamné l'invasion de l'Ukraine, rappelons qu'elle fait partie depuis 2020 du groupe de dialogue quadrilatéral pour la sécurité (Quadrilateral Security Dialog, QUAD) avec les États-Unis, le Japon et l'Australie et que l'Occident cherche à trouver un relais à la Chine.

En outre, il faut aussi noter que les deux mandats de Narendra Modi (2014 et 2019) se sont traduits par des réformes substantielles qui ont porté leurs fruits dans un certain nombre de domaines. Nous n'avons pas la place dans le cadre de cette chronique de dresser une liste exhaustive des mesures, d'autant que leur mise en œuvre n'a pas toujours été complète. Citons néanmoins :

- La réforme fiscale mise en place en 2017 (impôt national unique sur les biens et services qui remplace des dizaines de taxes locales) : elle se traduit par une hausse des recettes fiscales via la réduction de l'économie informelle et la réduction de l'évasion fiscale. De façon incidente, cette unification fiscale a abouti à une unification du marché intérieur qui facilite la concurrence et les concentrations ; elle devrait permettre d'accroître la productivité à terme.
- La réforme du code des faillites : réduction du nombre de firmes « zombies », créations d'entreprises rendues plus faciles, solidité accrue du système bancaire (hausse des ratios de solvabilité et baisse des créances douteuses, bien qu'il persiste une situation hétérogène entre banques privées et banques publiques).

- Par ailleurs, l'Inde a engagé une transition numérique domestique avec le déploiement d'une infrastructure technologique destinée à simplifier la vie de tous les Indiens (notamment des pauvres) et à améliorer l'efficacité de la redistribution (Aadhar : système d'identité biométrique ; compte bancaire pour tous ; UPI : système de paiement national ; système de virement électronique, collecte de l'impôt et transferts sociaux en ligne...).

Les décisions sur l'offre ont été significatives. L'Inde est ainsi passée de la 142^{ème} place (sur 190) en 2014 à la 62^{ème} place en 2022 dans le célèbre classement de la Banque Mondiale « *ease of doing business* ». Mentionnons ainsi la baisse du taux d'impôt sur les sociétés en 2019 et l'adoption, à partir de 2020, de programmes de subventions doté de USD 26 mds sur 5 ans et destiné à 14 secteurs (PLI, *Production Linked Incentive, Make in India*), qui concerne aussi bien les acteurs locaux qu'étrangers afin de favoriser la production locale et les investissements étrangers.

L'Inde a par ailleurs multiplié les accords commerciaux en Asie en 2022 et elle a repris ses négociations commerciales avec l'Union européenne l'an dernier. Le gouvernement a aussi sensiblement accru les investissements en infrastructures. Ainsi, le nombre de kilomètres d'autoroutes et la capacité de production électrique ont augmenté de respectivement 27% et 22% en 5 ans, même si le niveau reste faible comme on l'a évoqué plus haut. La digitalisation de l'économie s'est par ailleurs fortement développée. En 2021, plus de 46% de la population avait accès à internet, soit près de 17 points de plus qu'avant l'épidémie de Covid. Dans le même temps, les contraintes administratives qui pesaient sur les entreprises ont été allégées. Bien que toujours importants, les délais pour démarrer une affaire, réaliser une construction immobilière ou encore les coûts induits par les procédures administratives ont diminué.

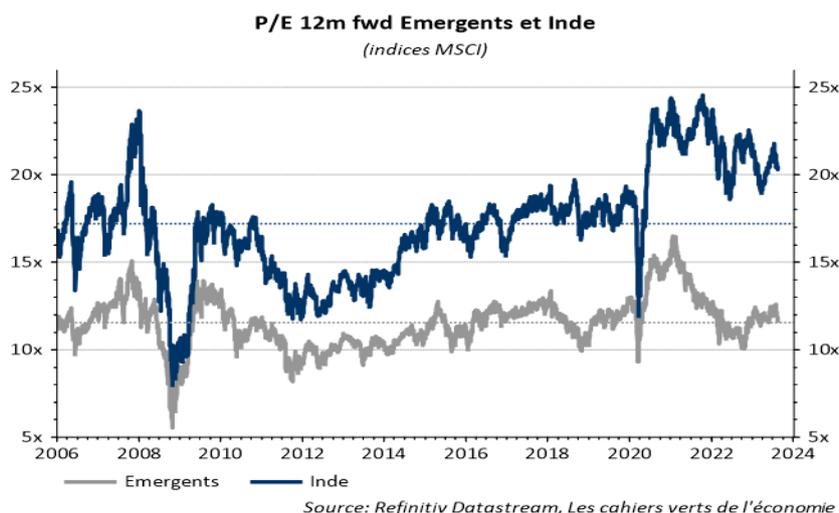
Au total, sur la base d'une augmentation du taux de participation et d'une légère accélération de la productivité, on peut envisager une croissance réelle de l'ordre de 6,5-7% sur les 10 prochaines années⁴.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout cela pour le moyen et long terme ?

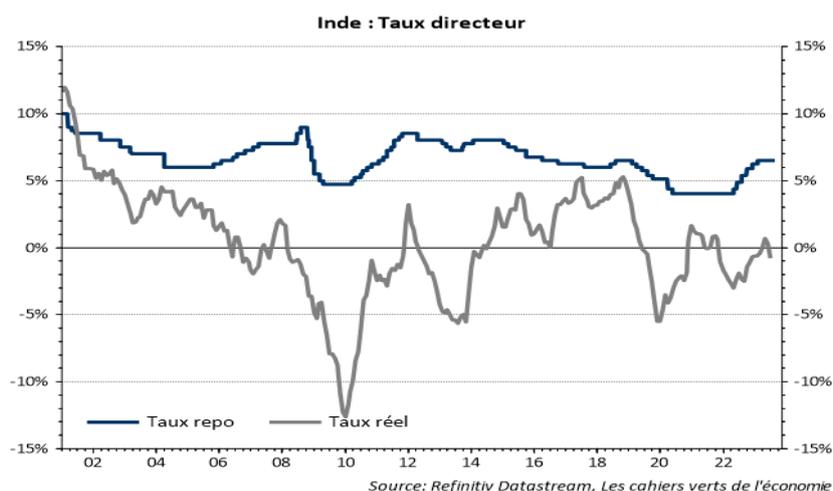
Rappelons que l'Inde représente 15% du MSCI EM, avec une surpondération des Financières, de la Consommation de base et de l'énergie et une sous pondération forte sur la tech au sens large (IT et communication).

Concernant le marché actions indien, nous ne sommes pas globalement « emballés » à horizon 6 mois. Le marché est très cher : le MSCI India se négocie 20,3x les résultats attendus à 12 mois (cf. graphique ci-dessous), soit nettement au-dessus de la moyenne des autres pays émergents (11,8x - en ligne avec la moyenne des 10 dernières années). La prime en termes de PE12m fwd du MSCI India par rapport à son historique propre (moyenne 10 ans) atteint désormais près de 25%, ce qui est élevé même si les perspectives de croissance de long terme sont plus élevées.

⁴ Pour information, la croissance chinoise des années 80 aux années 2000 a été de 10,5% en termes réels.

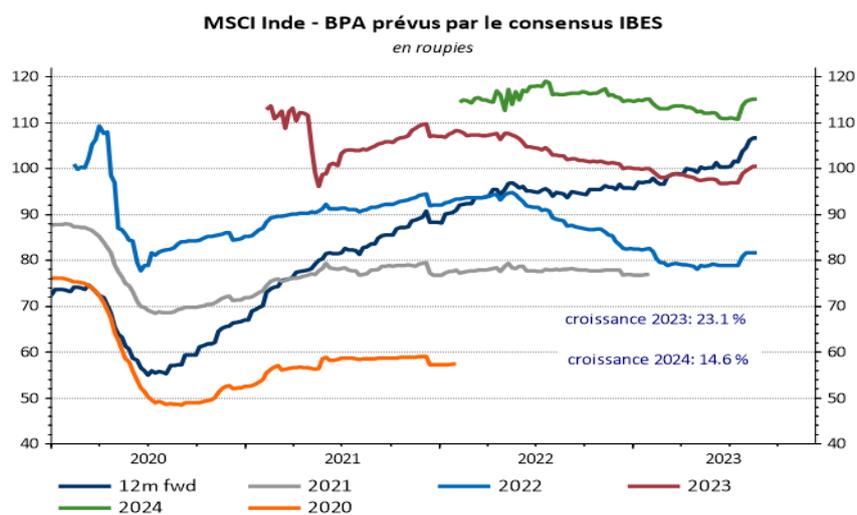


Cela alors que les chances de voir un desserrement monétaire à court terme sont minces. En effet, les taux réels sont encore légèrement négatifs (cf. graphique ci-dessous), alors que la RBI vise à une politique monétaire légèrement restrictive et que le potentiel supplémentaire de désinflation est limité⁵.



Par ailleurs, les anticipations de BPA sont très élevées (+15% pour 2024 après +23% pour 2023, cf. graphique ci-dessous), d'où un risque non négligeable de déception, même si la croissance nominale devrait tourner autour de 10-12% l'an prochain.

⁵ Nous tablons sur une inflation générale entre 4 et 5% au cours des 6 prochains mois (reprise de la hausse des prix de l'énergie, effet El Nino sur les prix alimentaires, stabilisation précaire de la roupie, sachant que cette dernière a été obtenue au prix d'interventions massives de la RBI).



Mais essayons de nous situer à plus longue échéance. Même si l'Inde ne se développe pas aussi rapidement que la Chine dans la prochaine décennie, on peut néanmoins se baser sur l'expérience chinoise pour avoir une idée du potentiel indien dans le développement des entreprises européennes.

Ainsi les exportations européennes à destination de la Chine ont progressé de 7 % par an depuis 25 ans au point de représenter 8,9 % du total (contre 2 % il y a 25 ans). L'Inde (en dépit de son adhésion à l'OMC dès 1995) ne représente que 1,8% du total en 2022 vs (1% il y a 25 ans).

La part de l'UE dans les flux d'investissements étrangers en Inde a de son côté plus que doublé, passant de 8% à 18% au cours de la dernière décennie, faisant de l'UE le premier investisseur étranger en Inde. Cependant, le stock d'investissements directs étrangers de l'UE en Inde ne s'élevait qu'à 75,8 milliards d'euros en 2019, ce qui est significatif mais bien en deçà des stocks d'investissements étrangers de l'UE en Chine (198,7 milliards d'euros).

En termes boursiers, l'exposition boursière européenne est de l'ordre de 9% pour la Chine et de moins de 2% pour l'Inde. Sachant qu'il faudrait ajouter (pour la Chine) le poids des ventes réalisées localement (automobile) ou en duty free (luxe).

Parmi les principales firmes européennes exposées boursièrement à l'Inde⁶, citons Diageo (12% du CA), Clariant (10%), Unilever (9%), Anglo American (8%), Nokia (5%), Atlas Copco (3,5%), AP Moeller (2,5%) ou encore ThyssenKrupp (2%).

Mais il y a évidemment un potentiel énorme dans d'autres secteurs, en particulier dans des domaines clés du nucléaire civil, du transport aérien (Airbus), de la gestion de villes propres et intelligentes (la population urbaine progressera de 410 millions à 815 millions d'ici à 2050), du numérique, de l'armement, de l'espace et de l'intelligence artificielle.

D'une manière plus générale, le sous-investissement en Inde depuis une vingtaine d'années se traduit par un stock de capital relativement faible. Cela signifie que le rendement moyen et marginal du

⁶ Screening non exhaustif réalisé sous Bloomberg

capital est élevé, ce qui est encourageant pour les actions. Il s'agit de la situation inverse de la Chine (cf. graphiques ci-dessous).

