

Shânti India

www.shanti-am.com

31 octobre 2008

Objectif

Shânti India investit essentiellement en actions indiennes et de manière complémentaire en obligations convertibles ou sur d'autres produits de taux.

C'est un fonds qui vise la performance du marché à long terme en amortissant les chocs. Sa gestion fondamentale s'appuie sur notre bureau de recherche partenaire à Mumbai.

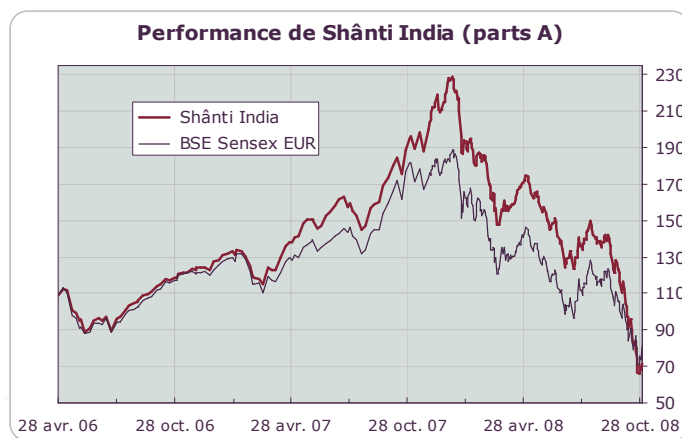
Performances & Marché

Encore un mois difficile pour les marchés en général et pour l'Inde en particulier. L'indice Sensex baisse de 19,4% en euro et 23,8% en roupie. Dans ce contexte tendu, Shânti India perd 37,59%.

La différence s'explique en partie par notre couverture du dollar qui « coûte » 4% et surtout par « l'implosion » de l'univers des obligations convertibles. En effet, la crise de liquidité du début du mois dont nous reparlons ci-dessous a créé un vide total sur ce marché. **Les rendements annualisés des papiers que nous détenons sont tout simplement stupéfiants** à cause de la liquidation forcée des hedge funds : 28% pour l'emblématique Tata Motors, 55% pour la pharmaceutique Aurobindo dont les résultats progressent de 31% ! La situation a commencé à se détendre dans les derniers jours d'octobre et nous attendons beaucoup de cette partie du portefeuille. Elle nous a coûté ces dernières semaines mais nous continuons à croire que c'est une bonne stratégie. Même sans rebond boursier important, les obligations convertibles repartiront et feront beaucoup de chemin. Nous espérons donc

performer même si le marché ne faisait que se stabiliser (ce qui n'est pas notre scénario central).

Les niveaux de valorisation actuels sont les plus bas de l'histoire du Sensex, alors que l'économie et le système bancaire n'ont rien à voir avec les nôtres (voir ci-dessous). Si nous comprenons les craintes des investisseurs, il nous semble que si l'on n'investit pas au moins un peu sur ce marché maintenant, alors on ne le fera jamais.



	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juillet	août	sept.	oct.	nov.	déc.	total
2005											-0.01%	1.27%	
2006	2.89%	1.98%	5.04%	-2.35%	-12.59%	1.30%	-0.31%	9.54%	7.64%	4.73%	3.62%	3.55%	25.87%
2007	2.92%	-9.16%	3.08%	12.36%	8.95%	3.00%	2.76%	-1.58%	10.50%	12.36%	2.67%	12.77%	76.64%
2008	-16.47%	-3.68%	-14.19%	10.47%	-8.49%	-17.47%	5.89%	0.31%	-17.13%	-37.59%			-68.35%

Le fonds a obtenu l'agrément de la SEBI indienne en mars 2006 et a été pleinement investi fin avril 2006.

Société & Economie

Les marchés sont fous ; gagner ou perdre 10% dans une journée devient la norme. Que faire ?

D'abord rester calme et reprendre son souffle, puis revenir aux fondamentaux. Pour ce faire, nous avons décidé de changer le format de ce paragraphe pour parler de l'économie indienne dans son ensemble et de la bourse.

Qu'en est-il de la croissance indienne ?

Un effet direct de la crise du crédit ?

L'Inde est une économie sans « leverage » : la totalité des crédits rapportés au PIB représente 4 fois moins que dans nos pays. De plus, les normes prudentielles et le contrôle de la banque centrale sont parmi les plus stricts au monde.

La situation des **banques** est aussi très rassurante. Comparées à leurs consœurs occidentales :

- elles sont beaucoup mieux capitalisées, avec un ratio « tier 1 » de 13,8% au 31 mars 2008 ;

- les provisions pour risque représenteront beaucoup moins, entre 1% et 1,5% de leur bilan. Rappelons que les banques indiennes n'ont pas participé à la bulle des dérivés de crédit. Leurs taux de créances douteuses sont extrêmement bas et ces provisions semblent adéquates ;
- elles n'ont pas besoin d'être recapitalisées.

Les **consommateurs** sont très peu endettés (le crédit immobilier totalise 4% du PIB, contre 64% aux Etats-Unis ou en Angleterre). Seuls les crédits pour les biens de consommation durables pouvaient être un problème, mais ils ont déjà été fortement réduits depuis le début de l'année du fait de la hausse des taux. C'est notamment le cas pour les deux-roues dont les ventes ont souffert.

En revanche, les fermiers ont bénéficié d'un moratoire sur leur dette et les fonctionnaires viennent de recevoir leur augmentation de salaire décennale et rétroactive !

La consommation domestique continuera donc de croître.

Les **entreprises** sont endettées dans certains secteurs (le transport aérien par exemple) mais la situation reste globalement très saine.

Il faut néanmoins reconnaître que les grandes exportatrices qui empruntaient en dollar pour leurs activités à l'étranger doivent maintenant utiliser leurs lignes de crédit auprès des banques domestiques. Le coût est bien entendu plus élevé, ce qui affaiblira la croissance de leur résultat. Mais surtout, cela crée une tension sur le marché de l'emprunt, les banques n'ayant pas prévu que toutes les lignes offertes soient utilisées en même temps. Le taux interbancaire « over night » est monté à 20,30% en trois jours fin octobre, pour revenir à 7,05% le lendemain après l'intervention de la Reserve Bank of India... Les crédits restent ouverts : en octobre, ils sont en hausse de 29%.

La banque centrale – RBI – a une certaine marge de manœuvre :

- la politique monétaire très dure mise en place ces deux dernières années pour lutter contre la surchauffe a commencé à être relâchée, comme partout dans le monde. Le taux directeur (reverse repo rate ou RRR) a baissé de 1,5% et les réserves obligatoires (cash reserve ratio ou CRR) de 3,5%. Le coût du crédit semble se normaliser ;
- elle dispose d'environ 35 Mds de dollars provenant des opérations passées de stérilisation (market stabilization scheme ou MSS). La RBI a annoncé vouloir réinjecter une partie au moins de cette somme dans le système ;
- elle peut également jouer sur le taux « SLR » qui correspond au minimum d'obligations d'Etat que les banques doivent détenir. A 24% aujourd'hui, on estime que chaque 1% de baisse peut libérer 8 Mds de dollars.

Au total, on estime que les entreprises auront environ 45 Mds de dollars à refinancer d'ici fin

2009. Même si les banques étrangères ne voulaient pas y contribuer, on voit que la capacité de financement nationale est suffisante.

Rappelons par ailleurs que l'Inde épargne environ 400 Mds de dollars par an, c'est l'un des taux d'épargne les plus élevés du monde. Cela n'est pas d'une grande aide dans l'immédiat, mais permettra d'absorber rapidement les besoins éventuels.

La balance des paiements :

Le sujet suivant est très logiquement celui de la **balance des paiements**. On entend beaucoup parler des problèmes de financement des pays émergents ; le FMI doit aider la Hongrie, l'Islande, le Pakistan... Mais l'Inde n'est pas dans cette problématique.

La **balance commerciale** est en amélioration grâce à la chute des matières premières. Le pays importe aujourd'hui 75% de ses besoins en pétrole. La baisse du brut apporte donc un bénéfice immédiat : 1 \$ de moins par baril, c'est 600 Mn d'économies... De plus, d'énormes capacités domestiques vont arriver sur le marché (Reliance Industries ajoutera l'année prochaine 35% de la production actuelle et Cairn India encore quelques pourcents...). CLSA estime que la balance commerciale sera à l'équilibre d'ici 2010.

Il faut ensuite ajouter les **invisibles**. Les deux grandes catégories sont l'argent renvoyé par la diaspora indienne et l'exportation de services informatiques. Cela représente environ 20 Mds de dollars par trimestre.

Au total, la balance des paiements devrait être négative cette année et positive l'année prochaine.

Dans ce contexte, les **réserves de change**, d'environ 275 Mds de dollars sont très amplement suffisantes.

Ajoutons, même si c'est d'un impact très marginal, que la Reserve Bank of India a aussi allégé les restrictions d'investissement vis-à-vis des investisseurs étrangers. C'est un changement de politique bienvenu par rapport à l'année dernière.

Pour résumer, le credit crunch mondial va avoir un impact direct faible sur le pays.

Les effets indirects du ralentissement :

Le premier est la baisse des **exportations** liée à la situation des pays développés. Mais de ce point de vue encore, le pays est en bonne position puisque c'est probablement la grande économie la moins dépendante de la consommation occidentale : les exportations brutes représentent 19% du PIB et presque rien si l'on retranche les importations. On l'a vu, la croissance de la consommation domestique tiendra.

Du côté de **l'investissement**, les projets d'infrastructure sont financés et n'attendent pas, car ils sont rentables. La rentabilité de l'investissement reste un élément central en faveur de la croissance indienne : il n'y a jamais eu

d'excès d'infrastructure, bien au contraire ! Seul l'immobilier, dans certaines catégories et dans certaines zones (Bombay), subira un coup de frein. D'ailleurs, les résultats de sociétés du secteur continueront à progresser.

Enfin, **le budget de l'Etat**, mérite une analyse à part. Avec une dette égale à 41,7% du PIB, le bilan est solide. La question est de savoir si le déficit est dans les normes. Cette année, il sera aux alentours de 6 à 7% du PIB, bien plus que l'année dernière. Le prix du pétrole est subventionné et le début de l'année a coûté cher... Mais le baril a baissé et le déficit prévu pour l'année prochaine est d'environ 3%, bien plus proche des moyennes. Avec une croissance au moins deux fois supérieure, il ne nous semble pas y avoir de problème grave de ce côté là.

Pour conclure, la croissance tiendra. Elle ralentira de 7,9% au dernier trimestre vers les 7%, voire 6%... Mais elle restera à un niveau acceptable, proche du niveau de croissance structurelle que nous estimons aux alentours de 7%.

Il y a un sujet dont nous n'avons pas parlé alors qu'il est central. Nos lecteurs réguliers savent que nous sommes obnubilés par l'inflation. Mais comme prévu, elle s'assagit. Elle est passée de 12,91% le 2 août dernier à 10,68% aujourd'hui. Ce mouvement devrait continuer, voir s'accélérer, en particulier avec le reflux des prix des matières premières. Chaque point gagné sur l'inflation donne un peu plus de marge de manœuvre à la banque centrale...

La bourse :

Malheureusement, la performance de la bourse indienne ne reflète pas notre optimisme fondamental. Aux craintes inflationnistes qui ont fait souffrir le marché depuis le début de l'année s'ajoute aujourd'hui la peur sur la croissance. L'indice Sensex a perdu 60% depuis le point haut de janvier dernier. Mais s'il paraissait cher à 20 000 points, il paraît maintenant très bon marché à moins 10 000 points...

Le ratio prix sur bénéfices est maintenant proche de 10x et le ratio prix sur actif net est de 1,9x. **Ces ratios ont touché leurs plus bas historiques,**

Investissement & Opérations

Beaucoup d'opérations sur les actions ce mois-ci :

D'un côté, nous avons allégé les lignes moins liquides, notamment dans l'ingénierie et celles qui avaient fortement surperformé comme les plantations de thé **McLeod Russel**.

A l'achat, nous sommes revenus sur **Unitech**, développeur immobilier qui détient une licence de téléphone mobile dont la valeur devient comparable à sa capitalisation boursière. La société a par ailleurs annoncé avoir vendu 60% de cette filiale telecom via une augmentation de capital.

inférieurs aux niveaux atteints après la crise asiatique de 1997 et en 2003, alors que la croissance est très supérieure à ce qu'elle était en 1997. De plus, les estimations de croissance des bénéficiaires des entreprises sont revues à la baisse mais encore positives de 10% environ.

L'explication ne peut donc venir que des flux. Les investisseurs étrangers ont vendu pour 12 Mds de dollars depuis le début de l'année, versus des achats pour 17 Mds en 2007. Le mouvement de défiance a été brutal et historique par son ampleur. Les baisses les plus importantes dans le passé ont été de 57% entre 1999 et 2001, 56% entre 1992 et 1993 et 41% entre 1986 et 1988. **Avec une chute de 64% entre le 10 janvier et le 27 octobre, le prix actuel semble déjà prendre en compte le pire.**

Ceci nous ramène aux obligations convertibles. **Avec l'épicentre de la crise sur le crédit, ce marché a été pulvérisé et présente une opportunité rare.** Le taux moyen offert est proche de 30% annualisé, en dollars ! Nous estimons que notre portefeuille de convertibles a un potentiel d'appréciation d'au moins 200% sur moins de quatre ans, et ce, même si le marché action ne bouge plus ; cette hausse viendra simplement des remboursements par les entreprises. La situation bilantielle des sociétés étant globalement saine, nous l'avons vu, il ne devrait y avoir que très peu de défauts.

De plus, ces papiers rebondiront dès que la situation de liquidité mondiale se détendra un peu ; sans doute même plus que les actions.

Enfin, l'Inde a fêté fin octobre Diwali. C'est le nouvel an du Nord de l'Inde, mais aussi la fête de Lakshmi, la déesse de l'argent et de la prospérité. On dit que le marché indique ce jour là la tendance de l'année à venir... l'année dernière a été négative, nous aurions dû écouter Lakshmi. Cette année, le marché est monté de près de 6% pour Diwali...

Au-delà du folklore, rappelons que l'Inde est un marché sur lequel on investit pour le long terme. Nous sommes positifs depuis plusieurs semaines déjà. C'était peut-être trop tôt, mais nous persistons car **la valeur que nous voyons dans ce marché est énorme et il serait dommage de ne pas saisir cette opportunité rare.**

Nous avons également réduit notre sous pondération au secteur pétrolier et à **Reliance Industries** en particulier.

Sur les obligations convertibles, nous avons allégé quelques lignes qui nous semblaient les moins intéressantes (voir ci-dessus) : **Reliance Communications** ou **Sakthi Sugars** entrent dans cette catégorie.

Finalement, nous n'avons plus de positions Futures, la volatilité du marché rendant difficile la gestion du cash avec les appels de marges.

Date de création	18 novembre 2005
Performance depuis la création	-28,75%*
Performance depuis le 31 déc. 2007	-68,35%*
Actifs sous gestion	45 486 245 €
VL parts A au 31 octobre 2008	71,25 €
VL parts B au 31 octobre 2008	44,72 €
VL au 31 décembre 2007	225,15 €
Code ISIN parts A	FR0010232660
Code ISIN parts B	FR0010606186
Code Bloomberg parts A	SHANIND FP
Code Bloomberg parts B	SHANINB FP

* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

	Shânti India	Sensex
PER à un an	8.2	10.1
PER large caps (> 80 Mds INR)	10.5	N.A.
PER smid caps (< 80 Mds INR)	5.2	N.A.
δ moyen	0.18	N.A.
Volatilité (sur un an)	39.9	40.3
Semivariance (sur un an)	43.7	40.7

Sources Bloomberg - Shânti

Obligations Convertibles

Tata Motors CB 0% - 07/12/12	4.35%
Rolta India CB 0% - 06/29/12	4.19%
Assam CB 0% - 11/30/11	4.18%
Jubilant Organosys CB 0% - 20/05/11	2.90%
Educomp CB 0% - 07/26/12	2.72%

Petites & Moyennes Capitalisations

Cairn Energy	3.91%
M & M Financial Services	2.91%
Rolta India	2.28%
Unitech	1.72%
Financial Technologies	1.43%

Principales Expositions

ICICI Bank	8.76%
Reliance Industries	7.16%
Axis Bank	4.92%
Oil & Natural Gas Corp	4.76%
Infosys Technologies	4.63%
Wipro Ltd	4.09%
Cairn Energy	3.91%
Larsen & Toubro	3.53%
M & M Financial Services	2.91%
Bharat Heavy Electricals	2.84%

Incluant l'exposition implicite des obligations convertibles

