



Carnet de voyage



Inde



Ludovic Vauthier
Gérant principal du fonds.
Gérant marchés émergents

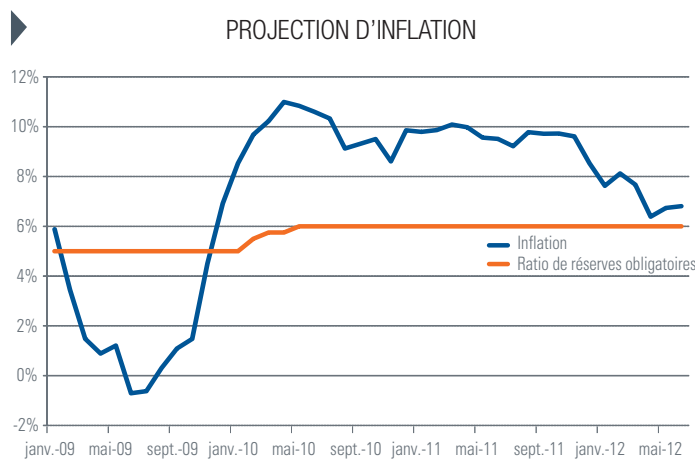
Suite à son récent voyage en Inde, Ludovic Vauthier, gérant du fonds Edmond de Rothschild India, nous fait part de son analyse et met en lumière 6 facteurs-clés illustrant la réalité du marché indien.

Les perspectives d'inflation

Un des Gouverneurs adjoints de la Reserve Bank of India affirme ne pas s'attendre à voir l'inflation sur les denrées alimentaires baisser, les travailleurs à faibles revenus ayant connu une hausse importante de leur rémunération, qu'on peut estimer à environ 20%. Cette évolution a permis à des millions de citoyens d'avoir accès à des denrées alimentaires dotées de plus de protéines, et cette tendance n'est pas prête de s'inverser.

Parmi les moyens envisagés pour lutter contre l'inflation alimentaire, nous pouvons citer :

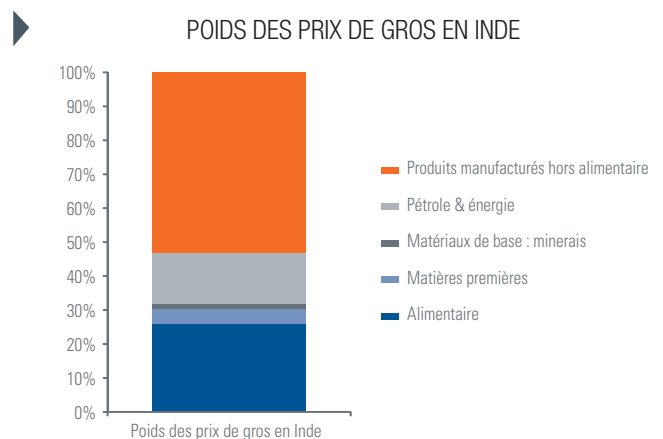
- L'ouverture de la grande distribution aux investisseurs étrangers, une option annoncée par le Gouvernement. En effet, le Gouvernement a donné son feu vert pour l'ouverture des investissements étrangers au secteur de la grande distribution. La participation des investisseurs pourra être de 100% pour la distribution mono marque et de 51% pour la distribution multimarques.



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild Asset Management

- L'amélioration de la productivité des terres agricoles par regroupement et mécanisation ;
- L'amélioration du niveau d'éducation : malgré une population active de 500 millions d'habitants, l'Inde manque de personnel qualifié.

Les denrées alimentaires représentent environ 27% du WPI ; l'inflation devrait donc rester relativement élevée dans les prochains mois.



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild Asset Management

Globalement, nous pouvons nous attendre à une inflation qui devrait rester au-dessus des 8% jusqu'en février.

Les retards dans les projets d'infrastructure

Larsen & Toubro, IDFC, Mundra Port

Les projets d'infrastructure ont été retardés sur les 12 derniers mois pour deux raisons majeures :

- Une hausse significative des taux d'intérêt : depuis janvier 2011, le taux de financement a été augmenté de 225 pbs, faisant baisser significativement la rentabilité des projets d'infrastructure ;
- Une paralysie politique suite au scandale de l'allocation de la licence 2G. Les régulateurs ne mettaient plus aucun projet sous enchères.



Plus spécifiquement, dans la génération électrique, outre la hausse des taux, les opérateurs ont souffert :

- Du manque de charbon : le niveau de stock de charbon en Inde est estimé à environ 1 semaine et Coal India, qui fournit 80% des besoins du marché domestique, ne tient pas ses objectifs de croissance de production ;
- De la faillite technique de certains State Electricity Boards (SEB) qui n'ont pas pu acheter l'électricité produite par les opérateurs privés aux tarifs attendus (3,5 Rs/Kwh).

IDFC : une société de financement de projets en infrastructure

Selon IDFC, le manque de charbon est un vrai souci pour le futur. Les parlements des états seront tenus d'augmenter les tarifs des SEB, ce qui devrait leur éviter la faillite et leur permettre à nouveau d'acheter de l'électricité aux opérateurs privés.

Larsen & Toubro : la plus grande société de construction du pays

Devant la situation désespérée de certains opérateurs routiers, Larsen & Toubro a noté des offres irrationnelles de certains petits opérateurs pour obtenir des concessions. La société revoit à la baisse ses prévisions de croissance de son carnet de commandes de 15% cette année à 5%.

Mundra Port : le plus large port privé d'Inde

La visite sur site de Mundra Port a renforcé notre confiance dans notre investissement dans le titre. Grâce à un fort investissement en capacité de déchargement des navires (automatisation de l'évacuation avec des convoyeurs, ligne de chemin de fer de container), la durée moyenne d'attente des navires est d'environ 24 heures contre 72 heures pour les ports concurrents.

Une inflation élevée combinée au manque de charbon nous conduisent à rester prudents sur le secteur.

L'évolution de la qualité des actifs des banques

HDFC Bank, Axis Bank, ICICI Bank

Les difficultés du secteur de la génération électrique, précédemment décrites, constituent la principale source d'inquiétude (légitime) des investisseurs sur la qualité des actifs des



Crédits photo : Ludovic Vauthier



Crédits photo : Ludovic Vauthier

banques. Dans l'ensemble, les banques anticipent des retards de paiement entre 6 et 12 mois mais ne craignent pas un risque systémique car elles peuvent être remboursées dès lors qu'un opérateur bénéficie d'un taux d'utilisation de 60%. Il convient de souligner que le taux brut de créances douteuses des banques privées indiennes reste très bas, inférieur à 3%.

La dérégulation de la rémunération des dépôts ne devrait pas modifier l'environnement compétitif sauf si une grande banque venait à augmenter son taux de dépôt, ce qui n'est pas le cas actuellement.

Les banques tablent sur un ralentissement de la croissance des crédits, sur les 12 prochains mois, qui s'établirait à environ 16-17% contre 20% cette année.

Même si un risque systémique ne semble effectivement pas d'actualité, la détérioration des actifs et une croissance plus faible nous incitent à la prudence sur le secteur.

L'activité des SSII

Tata Consultancy, HCL Technologies

Malgré une détérioration de l'environnement macroéconomique, les SSII indiennes ne voient pas, à ce jour, une détérioration significative de la demande. Dans le secteur financier, les changements de réglementation obligent les institutions financières à continuer à investir dans l'informatique. Seul le secteur des télécoms voit un ralentissement significatif, selon Tata Consultancy. Le ton général reste donc prudemment optimiste à ce jour. Les deux prochains trimestres vont être cruciaux pour déterminer la tendance des 12 prochains mois. Signalons que, à qualification égale, un ingénieur informatique indien coûte 5 fois moins cher qu'un ingénieur occidental.

Malgré une détérioration de la macroéconomie mondiale, les SSII indiennes devraient continuer à bénéficier de leurs avantages de coûts. Seules les dépenses discrétionnaires pourraient être affectées mais la principale source de revenus de ces SSII reste la maintenance. Nous restons investis dans le secteur.

L'évolution de la demande pour les sociétés de consommation

Asian Paints, VIP Industries, Lovable Lingerie

Ces sociétés n'ont pas pu répercuter entièrement l'augmentation significative des prix des matières premières, ce qui explique la

pression sur les marges. VIP (bagage) va cependant augmenter ses prix de 6% sur les bagages en toile, en novembre. La croissance des volumes devrait ralentir pour passer d'environ 20% à 15%. Tel est le cas également pour Titan (chaîne de bijoux) qui refuse cependant de donner des prévisions.

Après la forte surperformance du secteur, nous avons partiellement pris nos profits sur ces sociétés.

Les défis du secteur des télécoms

Bharti

Depuis le 21 juillet, Bharti a augmenté ses tarifs de 3%. Cependant, la société a déçu en termes de marges lors de la publication de ses résultats, et ce, pour 2 raisons :

- Cette augmentation des tarifs ne se fera sentir que lorsque tous les abonnés auront basculé sur cette nouvelle tarification, lors du renouvellement de leur contrat. Quinze millions d'abonnés par mois basculent actuellement sur cette nouvelle tarification (Bharti compte 175 millions d'abonnés).
- La hausse du prix du diesel a fait augmenter le coût opérationnel des tours de relais de 500 M USD. Bharti va tenter de se connecter directement au réseau électrique afin de diminuer sa consommation de diesel.

La société pense que les marges opérationnelles africaines (21%) devraient être en ligne, à terme, avec les marges indiennes (36%) : selon elle, les marges opérationnelles sur les nouveaux abonnements sont de 50%.

La qualité de la direction de cette entreprise ainsi que son profil défensif nous incitent à conserver la position.

Conclusion

Avec une inflation qui devrait rester élevée sur les 6 prochains mois et une diminution de la demande domestique, nous pensons que les résultats devraient continuer d'être revus à la baisse. Cependant, après la hausse significative des taux d'intérêt sur les 2 dernières années (le taux de financement a été augmenté de 375 pbs), nous pensons que la Reserve Bank of India aura suffisamment de latitude pour couper les taux et stimuler la demande et l'infrastructure. Nous restons donc prudents à court terme mais confiants à moyen terme. Avec un PE de 13,5x, sous la moyenne du PE moyen à 10 ans de 15x, les investisseurs ont déjà bien intégré ce ralentissement passager. Il faut souligner que parmi les marchés émergents, l'Inde est le marché le plus avide de capitaux, donc le plus sensible à des fluctuations de taux.

RISQUES PRINCIPAUX D'INVESTISSEMENT DU FONDS

Risque de perte en capital, risque de liquidité, risque actions, risque d'effet de levier, risque de marché, risque lié à l'investissement dans le sous-continent indien, risque de change et risque de taux et de crédit.

EDMOND DE ROTHSCHILD INDIA (EX SAINT-HONORÉ INDE)

Forme juridique

Fonds Commun de Placement

Date de création

04/12/1998

Codes ISIN

Part A : FR0010479931

Part I : FR0010614602

Frais de gestion réels

Part A : 2,0% TTC

Part I : 1,0% TTC

Frais de gestion variables

+15% de la performance au-delà de l'indicateur de référence

Montant minimum de la souscription initiale

Part A : 1 part

Part I : 500 000 €

Droits d'entrée

5,0% maximum

Droits de sortie

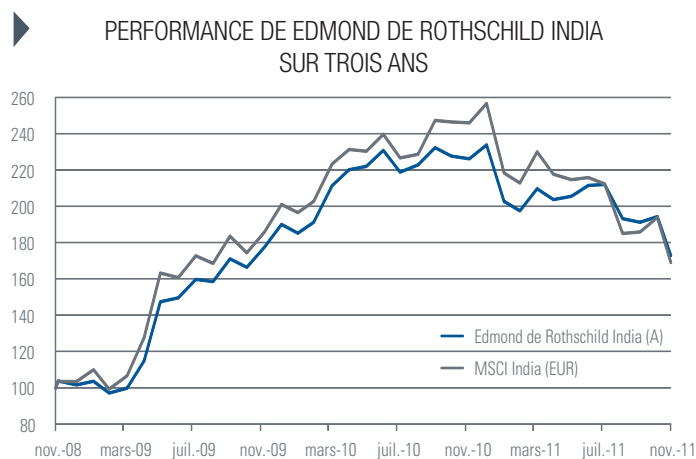
Néant

Indicateur de référence

MSCI India (EUR)

Durée de placement recommandée

Supérieure à 5 ans



Source : Edmond de Rothschild Asset Management du 24/11/2008 au 24/11/2011. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Achévé de rédiger le 25/11/2011. Document non contractuel.

Avertissement : L'OPCVM cité dans ce document est distribué par l'intermédiaire d'institutionnels ou de conseillers en investissements financiers. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances sont réalisées sur la base de performances cumulées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document non contractuel sont communiqués à titre indicatif et ne constitue pas une offre de services d'investissement. Le groupe Edmond de Rothschild décline toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourra être faite des présentes informations générales. Tout investisseur potentiel est invité à se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié visé par l'Autorité des Marchés Financiers de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur le site « www.edram.fr » ou sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

47, rue du Faubourg Saint-Honoré
75401 Paris Cedex 08
Société par actions simplifiée.
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris