



R-co Club, un positionnement pour profiter d'un scénario alternatif

L'actualité, notamment politique, particulièrement dense au cours des derniers mois aura eu pour conséquence d'animer et d'accroître la volatilité des marchés financiers durant l'ensemble de la période estivale. Dans ce contexte, Didier Bouvignies et Ludivine de Quincerot nous exposent la stratégie mise en œuvre au sein de R-co Club.



Didier Bouvignies

Associé-Gérant
Responsable de la Gestion
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Aux niveaux politique et géopolitique, l'escalade de la guerre commerciale sino-américaine a continué de susciter de fortes inquiétudes chez les investisseurs tout au long de l'été, renforcées par le discours du nouveau Premier ministre britannique Boris Johnson et la probabilité croissante d'un "Brexit" dur. Une situation à laquelle s'ajoute les événements survenus à Hong Kong et en Amérique latine, notamment en Argentine. Sur le plan économique, les États-Unis, qui affichaient jusqu'à présent une certaine résistance face au ralentissement mondial, ont finalement publié des indicateurs en contraction avec un indice Markit PMI manufacturier en dessous de 50 et un début de contagion au secteur des services.



Ludivine de Quincerot

Co-gestionnaire du fonds
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Dans cet environnement mouvementé, les investisseurs se sont orientés massivement vers les actifs les plus "sûrs", au premier rang desquels les obligations d'États dont les taux ont affiché une baisse vertigineuse (de l'ordre de 50 points de base sur le Bund et les T-Bills à 10 ans), entraînant les emprunts allemands à 30 ans en territoire négatif et provoquant une inversion de la courbe des taux américaine, accentuant ainsi la probabilité d'une récession à environ 30% selon le modèle prédictif de la Fed. Aussi, l'or, l'actif le plus symptomatique en période de tension, s'est apprécié de près de 20% et les minières aurifères de 40% depuis le début de l'année.

L'apparente résistance des marchés d'actions sur la période cache une forte divergence entre les secteurs. Les plus défensifs (santé, services aux collectivités, biens de consommation non durables) ont vu leurs valorisations s'apprécier suite au mouvement de baisse des taux et grâce à la régularité de leurs résultats ; alors que d'autres, dont les résultats à moyen terme se révèlent beaucoup plus exposées au cycle et aux niveaux de taux (biens industriels, construction, banques) ou dont le *business model* pourrait être remis en cause en cas de ralentissement économique marqué (automobile, médias), ont été fortement affectés.

"L'escalade de la guerre commerciale sino-américaine a continué de susciter de fortes inquiétudes chez les investisseurs tout au long de l'été..."

R-co Club

Fonds d'allocation diversifiée flexible sans contrainte géographique investi en produits d'actions et de taux, R-co Club adopte une gestion de conviction fondamentale visant à générer une performance à moyen terme en captant les primes de risque et le potentiel d'appréciation des grandes classes d'actifs.

La sélection de titres, au sein de la poche action, favorise les valeurs affichant des valorisations attrayantes au regard de leur perspective de rentabilité. La poche taux se veut diversifiée dans le choix des émetteurs et flexible en termes de sensibilité et d'allocation.

Sa philosophie de gestion repose sur des décisions d'investissement marquées, s'affranchissant des effets de mode, parfois à contre-courant du consensus.

Dans ce contexte, la performance de R-co Club a souffert d'un positionnement caractérisé par une faible sensibilité obligataire. Sa surexposition aux obligations périphériques, notamment italiennes dont le parcours fut exceptionnel avec une baisse -160 points de base en trois mois, ainsi que l'exposition aux obligations espagnoles, ont porté sur des maturités trop courtes pour compenser l'impact négatif de sa sensibilité négative aux obligations allemandes. La surpondération aux actions n'a que faiblement joué son rôle dans la mesure où nos investissements concernaient essentiellement des titres aux valorisations peu élevées qui n'ont pas profité, au même titre que les valeurs de croissance, de la baisse des taux.

Dès lors, en cette rentrée, deux questions se posent à l'allocataire d'actifs. Sur le plan macroéconomique, peut-on éviter la récession ? Du point de vue de la gestion, quel actif recèle encore un potentiel de gain significatif compte tenu des niveaux de valorisation actuels ?

Actuellement, il s'avère beaucoup plus difficile de trouver des arguments pour étayer la thèse selon laquelle un retournement d'activité à l'échelle mondiale pourrait être évité.

Sans ignorer les signaux d'alerte exposés précédemment, on peut mettre en évidence certains éléments qui autorisent à penser qu'il existe une voie, au-delà du contexte politique (un élément néanmoins important), permettant le maintien d'une croissance modérée, et par la même, d'une normalisation de la valorisation des différentes classes d'actifs.

Premièrement, observons le message envoyé par le mouvement de la courbe des taux. Effectivement, historiquement, avec une prédictibilité de 7 fois sur 10, cette inversion s'est révélée annonciatrice d'une récession. Néanmoins, dans la configuration actuelle, cette inversion s'est opérée en l'absence de forte hausse des taux directeurs qui n'ont donc pas pesé significativement sur la capacité de remboursement des ménages, d'investissement des entreprises ou encore sur le secteur de la construction... Elle s'est réalisée en raison la baisse des taux longs et ne présente donc pas un caractère récessif à l'image de ce qui a pu se produire par le passé. Elle n'a pas non plus engendré les conséquences sur le secteur immobilier que l'on avait pu observer lors des précédentes périodes de resserrement monétaire ayant conduit à ces inversions de courbes de taux.

Deuxièmement, bien que la quasi-intégralité des indices de confiance des chefs d'entreprise dans le secteur industriel soient en situation de contraction, on constate que le secteur des services fait preuve d'une résilience durable, particulièrement en Europe, retardant le phénomène de contagion. Ensuite, les ménages

bénéficient d'une dynamique de pouvoir d'achat positive liée aux baisses de prix des matières premières, à la poursuite des créations d'emplois et à l'augmentation des salaires. Ce pouvoir d'achat n'a pas été intégralement consommé et a occasionné une hausse des taux d'épargne dans plusieurs grands pays (8,5% de revenu disponible aux États-Unis, 18% en Allemagne et 14% en France), contrairement à ce qui avait pu être observé lors des précédentes fins de cycles.

Troisièmement, concernant les tensions sino-américaines, même si les deux camps semblent arc-boutés sur leurs positions, n'oublions pas qu'il est de rigueur lors d'une négociation de "montrer les crocs" avant de faire des concessions. D'autre part, si Donald Trump dispose d'un atout non-négligeable avec une balance commerciale très déficitaire avec la Chine, les chinois disposent du facteur temps, à la faveur du mandat "à vie" de Xi Jinping alors que l'actuel Président américain entrera en campagne électorale dès 2020.

“Les ménages bénéficient d'une dynamique de pouvoir d'achat positive liée aux baisses de prix des matières premières, à la poursuite des créations d'emplois et à l'augmentation des salaires ...”



Enfin, la politique ultra-accommodante des Banques centrales réduit inévitablement le coût des dettes, tant pour les ménages que pour les États. Les dépenses publiques ont d'ores et déjà une contribution positive à la croissance, un phénomène qui tend à se renforcer au bénéfice de taux négatifs, incitant à reconsidérer les critères de Maastricht. Ainsi, l'Allemagne, actuellement confrontée à une récession technique en grande partie liée à son exposition à la dynamique du commerce mondial et aux difficultés rencontrées par le secteur automobile, pourrait envisager l'instauration de mesures de relance.

Dans cet environnement, la recherche de l'actif adapté se révèle un exercice complexe. Traditionnellement en période d'inversion de courbe des taux, l'obligataire revêt le plus de potentiel, les exemples de 2007, 2001 ou encore 1993 le démontrent. Cependant, pour l'heure, les obligations allemandes affichent un taux nominal de -0,7% et un taux réel -1,6%, contre un taux nominal de l'ordre de 4,5% en 2007 et de 5% en 2001.

Sur les marchés d'actions, les primes de risque ont cru à la mesure de la baisse des taux et l'excès de rendement au dividende par rapport à la rémunération des obligations allemandes à 10 ans approche les 4,5%. Ce phénomène se manifeste de manière encore plus flagrante au sein même des marchés d'actions, avec des sociétés offrant des rendements au dividende supérieurs à 7%, mais dont la visibilité sur leur récurrence s'avère

néanmoins relativement faible en raison, soit de leur forte exposition au cycle, soit d'incertitudes sur la pérennité de leur *business models*.

Enfin, l'investisseur doit en général se montrer prudent face à des mouvements de flux significatifs. Or, on constate que depuis le début de l'année, les fonds obligataires et les ETF ont collecté 330 milliards de dollars à travers le monde lorsque les fonds en actions décollectaient 200 milliards⁽¹⁾ sur la même période, alors même que 30% de la dette mondiale et 60% de la dette de la Zone euro traitent à des taux négatifs.

En période de fortes incertitudes, il demeure toujours tentant de réduire son niveau d'exposition. Toutefois, ce serait oublier qu'au cours du cycle actuel, les phases d'inquiétudes ont été nombreuses et céder à la panique en vendant s'est révélé généralement assez coûteux. Encore une fois, même si les récentes publications ont accru l'hypothèse d'une récession, souvenons-nous qu'au cours des dernières années, et notamment en 2016, la crainte d'un arrêt de ce cycle de croissance mondiale débuté en 2009 a été évoquée à maintes reprises.

“Il nous semble prématuré d'adopter un positionnement plus défensif ...”

(1) Source : Bank of America Merrill Lynch, données au 29/08/2019



Aussi, il nous semble prématuré d'adopter un positionnement plus défensif, qui, au regard des valorisations actuelles de l'ensemble des actifs, reviendrait à augmenter la part de monétaire au sein du portefeuille.

Si, contrairement aux obligations, cette classe d'actifs ne comporte pas de risque de baisse en cas d'amélioration du scénario, elle s'avère pénalisée par un rendement courant négatif et subit la comparaison avec des actions européennes dont le PER de 13 fois permet de dégager un dividende proche de 4% (en prenant en compte les rachats d'actions) sans distribution excessive, en complément d'un fort potentiel dans un contexte où les craintes viendraient à s'apaiser. Gardons également à l'esprit que les marchés d'actions européens ont quasiment stagné en quatre ans, en dépit de la croissance observée, de la baisse du taux de chômage et des baisses de taux directeurs.

En conclusion, ces arguments, certes contrariants dans le pessimisme ambiant, laissent augurer que la valorisation particulièrement élevée des actifs obligataires et faible dans le cas de valeurs affectées par les craintes sur le cycle et la baisse des taux, se révèle porteuse de performance dans un scénario d'apaisement des craintes sur le conflit commercial sino-américain, d'initiatives de relance budgétaire, et plus généralement, dans un contexte où le consommateur a les moyens de redonner le moral à l'industriel.

En conséquence, R-co Club avec son positionnement marqué par une exposition aux actions élevée et le maintien d'une faible sensibilité au risque de taux, tant au sein de sa poche obligataire qu'actions, adopte un scénario alternatif selon lequel le pire serait évité, face à un consensus qui semble avoir déjà

“Nous privilégions les actifs européens en préconisant une sélection de titres de grande capitalisation aux valorisations peu onéreuses...”

capitulé vis-à-vis de l'idée que les taux ne remonteront plus. Rappelons-nous qu'entre juin 2016 et mars 2017 ces derniers étaient montés de 50 points de base et les valeurs affichant des valorisations modestes avaient enregistré une hausse de 26% en six mois.

Au sein de la poche actions, nous privilégions les actifs européens en préconisant une sélection de titres de grande capitalisation aux valorisations peu onéreuses. Ces valorisations nous paraissent attrayantes, en historique comme en relatif par rapport aux autres classes d'actifs, à plus forte raison dans un environnement au sein duquel il n'existe plus véritablement de valeurs refuge.

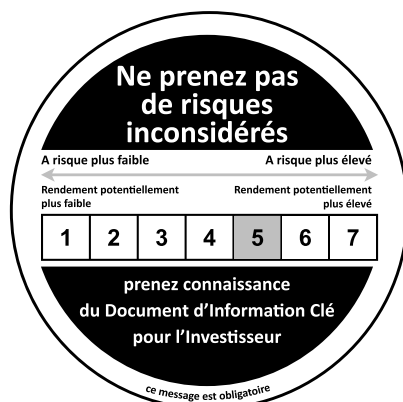
Néanmoins, compte tenu de l'avancée du cycle économique, les nouvelles positions intégrées au portefeuille en 2019 en conservant un potentiel de restructuration conséquent, se trouvent moins exposées au cycle économique que celles sur lesquelles nous nous étions positionnés entre 2012 et 2017. En effet, l'amélioration de leurs résultats résultera davantage de l'évolution de leur positionnement concurrentiel et d'une meilleure efficacité opérationnelle, que de l'accélération de la croissance de leurs marchés finaux. ■

Achévé de rédiger le 2 septembre 2019

Performances	2019	2018	2017	2016	2015	2014	5 ans	volatilité 1an
R-co Club	4,0%	-12,7%	10,3%	-0,6%	8,1%	2,6%	7,4%	11,9%
40% Euro EMTS Global + 30% Euro Stoxx [®] Dividendes Réinvestis ^(C) + 20% MSCI Daily Total Return Net World Ex EMU \$ converti en € + 10% EONIA	12,8%	-4,1%	5,3%	5,1%	6,2%	10,8%	30,5%	7,2%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/08/2019

Les chiffres cités ont trait aux mois et aux années écoulés. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



Durée de placement recommandée : 5 ans

Le niveau de risque de cet OPCVM est de 5 (volatilité comprise entre 10% et 15%) et reflète principalement une politique de gestion discrétionnaire sur les marchés actions et produits de taux. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur de l'OPCVM. La catégorie de risque associée à l'OPCVM n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse.

La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque. L'OPCVM n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de crédit, risque de liquidité, impact des techniques telles que des produits dérivés. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative de l'OPC. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus

Avertissements

Les commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne constituent ni une recommandation d'investissement ni un conseil. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux (reproduction totale ou partielle interdite sauf accord préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe). Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management Europe, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La responsabilité de Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations.

L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'OPC pouvant être enregistré à l'étranger en vue de sa commercialisation active, il appartient à chaque investisseur de s'assurer des juridictions dans lesquelles l'OPC est effectivement enregistré. Pour chaque juridiction concernée, l'investisseur est invité à se référer aux spécificités propres à chaque pays, indiquées dans la section "caractéristiques administratives". L'émetteur de ce document est Rothschild & Co Asset Management Europe, qui est une société de gestion de portefeuille agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) sous le numéro GP-17000014. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination de ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont et ne seront pas enregistrés aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié (ci-après le "Securities Act") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Les parts ou actions dudit OPC ne doivent être ni offertes, ni vendues, ni transférées aux États-Unis, y compris dans ses territoires et possessions, ni bénéficier, de façon directe et indirecte à une "U.S. Person", au sens du règlement S du Securities Act, et assimilées, telles que visées par la loi américaine dite "HIRE" du 18 mars 2010 et dans le dispositif FATCA. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, une recommandation d'investissement ou un conseil fiscal. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC qui y est présenté aux besoins, au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. En cas de doutes quant aux informations présentées ou à l'adéquation de l'OPC quant aux besoins personnels, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant toute souscription dans un OPC, veuillez lire attentivement le prospectus, et plus particulièrement sa section relative aux risques, et le document d'information clé pour l'investisseur (DICI). La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur le site internet www.am.eu.rothschildandco.com

Veuillez noter que les performances passées de l'OPC présenté dans ce document ne préjugent pas des performances futures. Ces performances ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris, Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

À propos de la division Asset Management du groupe Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion et de conseil en investissement à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'expertises complémentaires en gestion active et de conviction, ainsi qu'en architecture ouverte. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com