Rothschild & Co
Asset Management

Analisi 2023 e prospettive 2024 – R-co Valor & R-co Valor Balanced

Yoann Ignatiew
General Partner, Global Equities Portfolio Manager

Charles-Edouard Bilbault
Global Equities Portfolio Manager

Emmanuel Petit
General Partner, Head of Fixed Income

Philippe Lomné
Fixed Income Portfolio Manager
Specialisation: IG Credit IG & Crossover

I mercati hanno chiuso il trimestre in territorio significativamente positivo per le azioni internazionali. L'indice **MSCI World All Country ha registrato un rendimento del +10,7%[1] nel periodo**, sostenuto dalle speranze di un cambiamento significativo delle politiche delle banche centrali. L'Europa e gli Stati Uniti hanno registrato delle buone performance, rispettivamente del +12,4% e del +12,9%[1]. **Tuttavia, comincia a emergere una certa disparità economica tra le due regioni, con il Vecchio Continente in posizione più debole.** Le aspettative di crescita per il 2024 sono del +2,1% per gli Stati Uniti[2] e +0,9% per l'Eurozona[3]. Allo stesso modo, mentre l'inflazione sembra convergere verso il 2% per quest'ultima, negli Stati Uniti è ancora superiore al 3%[1]. **Col passare del tempo, ciò potrebbe creare distorsioni tra le politiche monetarie delle due regioni.** In Cina, il Partito ha ancora difficoltà a convincere la popolazione e gli investitori stranieri della sua capacità di sostenere una dinamica strutturalmente solida. Tuttavia, sembra che qualcosa stia cambiando, con dati di crescita superiori alle aspettative, con un +5,3% nei primi tre mesi dell'anno su base annua[1]. Il settore industriale ha trainato l'attività, con il PMI[4] manifatturiero Caixin che ha raggiunto il 51,1 a marzo, il livello più alto da febbraio 2023. In questo contesto, l'Hang Seng ha subito una correzione del -0,8% nel corso del trimestre[1].

R-co Valor

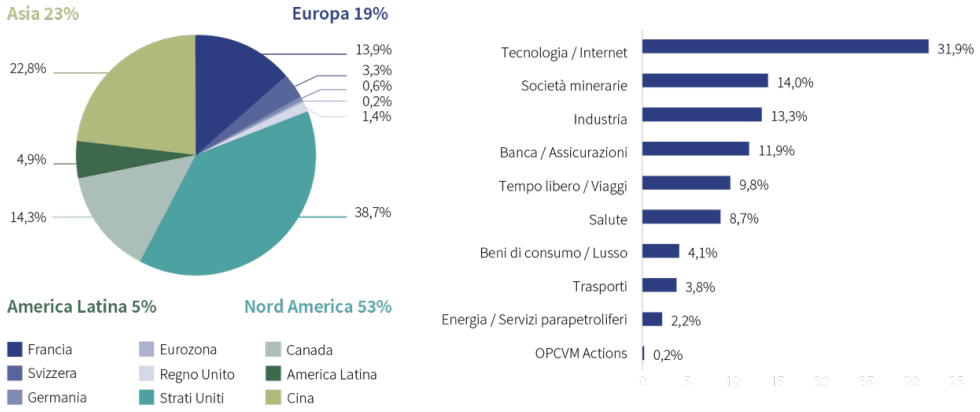
All'interno di R-co Valor, abbiamo mantenuto un'esposizione relativamente stabile alle azioni dall'inizio dell'anno, pari a circa il 68%[5]. Tuttavia, sono state effettuate delle transazioni, sempre con l'obiettivo di **alleggerire la parte più ciclica del portafoglio a favore di società dal profilo più difensivo.** Abbiamo pertanto venduto completamente le nostre posizioni nel gruppo industriale svizzero ABB, nell'assicuratore Manulife e nella società mineraria diversificata Teck Resources. Allo stesso tempo, abbiamo aumentato la nostra esposizione alle società minerarie aurifere con Newmont. La recente impennata dei prezzi dell'oro, che ha raggiunto il massimo storico di oltre 2.300 dollari l'oncia, è in netto contrasto con la deludente performance dei titoli minerari auriferi. Questi ultimi hanno visto aumentare i loro costi di estrazione, in particolare a causa della spesa per risorse quali gasolio, lubrificanti e macchinari, oltre che per l'aumento del costo del lavoro. Questa escalation ha ridotto i margini di profitto dei produttori d'oro. Alcuni di questi movimenti sembrano essersi normalizzati e riteniamo che i nostri titoli auriferi dovrebbero essere in grado di recuperare terreno, in un contesto in cui il sottostante rimane a livelli elevati. Nel settore minerario diversificato, abbiamo aggiunto al nostro portafoglio due nuovi progetti legati al rame, con le società NGEx Minerals e Filo Corp. Anche la parte più difensiva del portafoglio è stata rafforzata con titoli del settore sanitario. Storicamente, i titoli azionari di questo settore tendono a sottoperformare durante i periodi elettorali, quando gli investitori prevedono una riforma, per poi riprendersi una volta attuata la politica. Tuttavia, ad oggi, nei discorsi della campagna elettorale non è stata menzionata alcuna proposta sanitaria di rilievo. Inoltre, nel 2022 il presidente Joe Biden aveva già fatto approvare con successo una legge che consente al governo di negoziare i prezzi di alcuni farmaci nell'ambito di Medicare. Stiamo quindi approfittando dello sconto del settore per rafforzarlo, in un contesto strutturalmente florido con l'invecchiamento della popolazione mondiale (entro il 2050, una persona su sei nel mondo avrà 65 anni o più) e particolarmente innovativo (l'anno scorso la FDA ha approvato un numero record di 73 nuovi farmaci). **Nel settore tecnologico, abbiamo realizzato profitti tagliando le società che si sono apprezzate fortemente di recente, come Facebook e Uber**, per riposizionarci su Match Group. Riteniamo che il mercato delle app di incontri abbia ancora un forte potenziale di crescita, sia in termini di utilizzo che di monetizzazione. Infine, **all'inizio dell'anno abbiamo rafforzato alcune posizioni su titoli cinesi per limitarne la diluizione all'interno del portafoglio.**

Il fondo ha guadagnato il 7,6% nei primi tre mesi dell'anno[5] (Quota C). Il settore sanitario è stato il peggior contributore nel periodo, per le ragioni sopra indicate. La tecnologia, principale settore del fondo, ha offerto il miglior contributo, guidato da Meta, che ha registrato una performance del +37% a febbraio[1]. La maggior parte del movimento al rialzo si è verificata il 2 febbraio, all'indomani della pubblicazione dei risultati e dell'annuncio di un utile netto di 39 miliardi di dollari nel 2023, accompagnato dall'introduzione di un dividendo per la prima volta. Uber, il secondo maggior contributore, ha registrato un utile netto di 1,9 miliardi di dollari lo scorso anno, dimostrando la capacità del gruppo di continuare a generare una crescita forte e redditizia.

La nostra esposizione azionaria del 68% è storicamente bassa; negli ultimi 10 anni è

stata in media dell'83%[5]. La concentrazione dei flussi in alcune aree/settori, le tensioni geopolitiche ed elettorali, la diminuzione della liquidità derivante dal ridimensionamento dei bilanci delle banche centrali, il crescente indebitamento degli Stati… sono tutti fattori che ci spingono ad adottare un approccio relativamente prudente. Rimaniamo disciplinati nella nostra gestione e approfittiamo di questo momento di calma per realizzare profitti e costituire "riserve". Inoltre, **la parte del fondo "Mercato monetario e assimilati" non deve essere vista come una scelta predefinita.** I titoli di Stato francesi con scadenza inferiore a 1 anno offrono rendimenti medi del 3,75% dopo un decennio in territorio negativo e la natura flessibile del fondo ci consente di posizionarci su tale classe di attivi, in attesa di opportunità per ricollocarci sulle azioni.

R-co Valor: ripartizione geografica e tematica del portafoglio

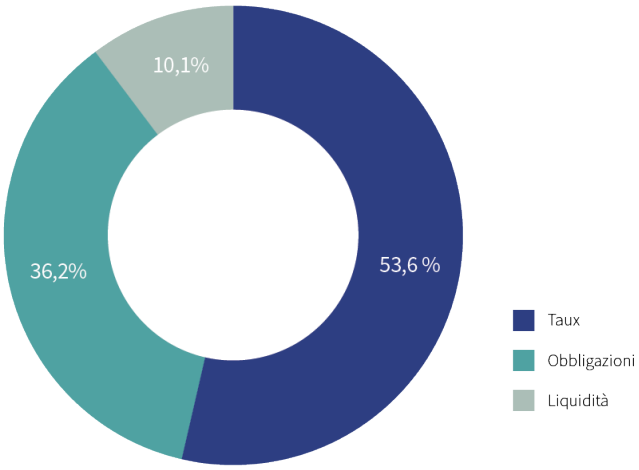


Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

R-co Valor Balanced

A fine marzo, **R-co Valor Balanced aveva un'esposizione azionaria del 37%, mentre la componente obbligazionaria rappresentava il 54%.** Il resto era investito in prodotti del mercato monetario e assimilati[5]. **Il fondo ha guadagnato il 4,5% nel trimestre[5].** In termini di contributo, la componente azionaria è quella che ha contribuito maggiormente alla performance, trainata in particolare dai titoli tecnologici. Anche la componente obbligazionaria ha contribuito positivamente a margine, nonostante l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni Investment Grade[6] dall'inizio dell'anno.

R-co Valor Balanced: ripartizione per classe di attività

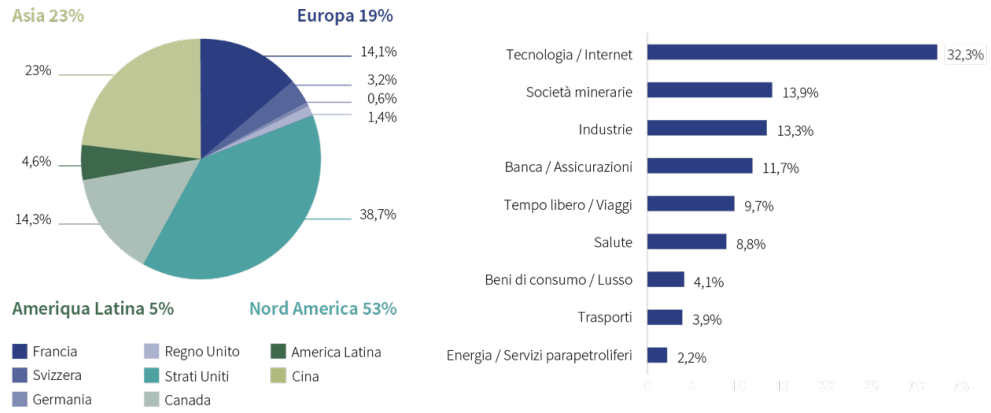


Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

Componente azionaria

La componente azionaria di R-co Valor Balanced replica quella di R-co Valor. I movimenti effettuati e il posizionamento sono i medesimi.

R-co Valor Balanced: ripartizione geografica e tematica della parte azionaria



Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

Componente obbligazionaria

A fine marzo, **R-co Valor Balanced aveva un'esposizione azionaria del 37%, mentre la componente obbligazionaria rappresentava il 54%.** Il resto era investito in prodotti del mercato monetario e assimilati5. **Il fondo ha guadagnato il 4,5% nel trimestre[5].** In termini di contributo, la componente azionaria è quella che ha contribuito maggiormente alla performance, trainata in particolare dai titoli tecnologici. Anche la componente

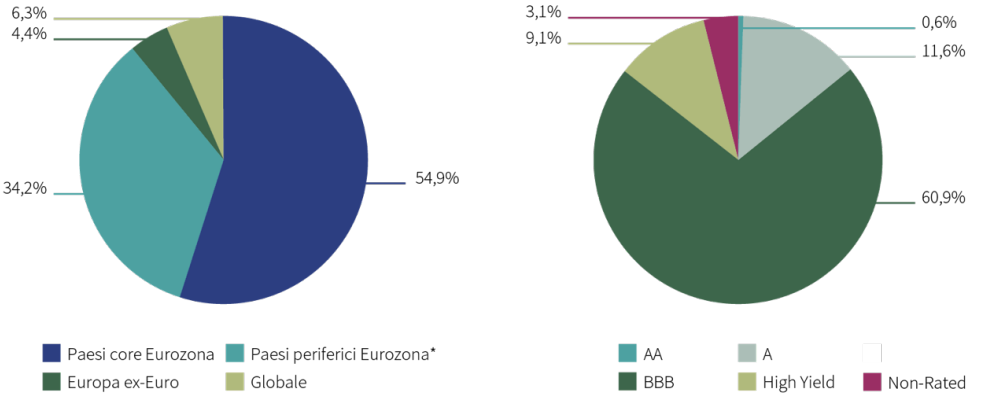
obbligazionaria ha contribuito positivamente a margine, nonostante l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni Investment Grade[6] dall'inizio dell'anno.

I rendimenti del decennale americano e tedesco sono aumentati rispettivamente di 27 punti base (al 4,2%) e di 23 punti base (al 2,3%)[1]. Le banche centrali, e in particolare la Fed, hanno ribadito la volontà di non accelerare l'allentamento delle condizioni di finanziamento, alla luce degli ultimi dati sull'inflazione. Per quanto riguarda le obbligazioni corporate, l'Investment Grade ha registrato una performance trimestrale del +0,4%, mentre l'High Yield[7] è salito dell'1,7%[1]. **Il primo trimestre è stato attivo sul mercato primario, con gli emittenti che hanno colto l'opportunità offerta dal calo dei tassi alla fine del 2023 per rifinanziare il proprio debito, mentre gli investitori hanno mostrato un marcato appetito,** confermando la presenza di una considerevole liquidità pronta ad essere impiegata sul mercato. Nel segmento Investment Grade, gli investitori mostrano un marcato appetito, schiacciando i premi di emissione, spinti anche dalla mancanza di opportunità sul mercato secondario.

Nella componente azionaria del fondo, i movimenti effettuati sono gli stessi del fondo R-co Valor (descritti in precedenza nel documento). All'interno della componente obbligazionaria del fondo, abbiamo realizzato profitti su obbligazioni con beta elevato, ibride e AT1. Sul fronte degli acquisti, abbiamo partecipato a emissioni sul mercato primario, principalmente Investment Grade. In generale, **continuiamo a privilegiare le società con bassi livelli di indebitamento e la capacità di mantenere un elevato cash-flow. Restiamo cauti sulle obbligazioni corporate con rating più basso.** Inoltre, manteniamo la nostra copertura attraverso CDS[8] sul Main (iTraxx Europe Index) per circa il 20% del nostro comparto obbligazionario[5].

La modified duration della componente obbligazionaria a fine marzo era pari a 3,7; il rendimento a scadenza era del 4,5%[1].

R-co Valor Balanced: ripartizione geografica e per rating della parte obbligazionaria



Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
*Altra zona euro, Italia e Spagna.

ISIN : FR0011253624

Risultati	YTD	2023	2022	2021	2020	5 anni	Volatilità 1 anno
R-co Valor C EUR	7,5%	13,0%	-8,1%	12,7%	6,7%	46,7%	9,4%

Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
Le cifre citate si riferiscono agli anni passati. La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura e non è costante nel tempo.
Essi tengono conto della totalità delle spese applicabili a livello del fondo (ad es. commissione di gestione) ma non di quelle applicabili a livello del cliente (supplemento di emissione, spese di deposito, ecc.).

ISIN : FR0013367265

Risultati	YTD	2023	2022	2021	2020	5 anni	Volatilità 1 anno
R-co Valor Balanced C EUR	4,5%	11,3%	-11,8%	6,7%	5,0%	22,0%	5,7%

Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
Le cifre citate si riferiscono agli anni passati. La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura e non è costante nel tempo.
Essi tengono conto della totalità delle spese applicabili a livello del fondo (ad es. commissione di gestione) ma non di quelle applicabili a livello del cliente (supplemento di emissione, spese di deposito, ecc.).

Ulteriori informazioni sui fondi

R-co Valor

R-co Valor Balanced

Consulta questo documento sul nostro sito web

(1) Fonte: Bloomberg, Eurostoxx et S&P500 28/03/2024
(2) Fonte: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, marzo 2024
(3) Indice dei responsabili degli acquisti, indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.
(4) Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024 I dati riportati si riferiscono agli ultimi mesi. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri e non sono costanti nel tempo. Il team di gestione è soggetto a cambiamenti. Le caratteristiche/obiettivi/strategie sopra menzionate sono indicative e soggette a modifiche senza preavviso. L'analisi è valida solo al momento della stesura del presente documento. Le allocazioni e le distribuzioni geografiche e settoriali non sono fisse e possono cambiare nel tempo entro i limiti del prospetto del fondo SICAV.
(5) Titoli di debito emessi da società o governi con rating compreso tra AAA e BBB- sulla scala Standard & Poor's
(6) Le obbligazioni "High Yield" (ad alto rendimento) sono emesse da società o governi con un elevato rischio di credito. Il loro rating finanziario è inferiore a BBB- sulla scala Standard & Poor's.
(7) Un Credit Default Swap (CDS) è un prodotto derivato che permette di assicurarsi contro il rischio di mancato pagamento di un debito emesso da uno Stato o una società. Questa copertura si applica alla parte crossover del portafoglio, ossia ai titoli con rating compreso tra BB e BBB sulla scala Standard & Poor's.
(8) Investment Grade Index

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italia

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31