



## **R-co Valor, un bilan 2019 positif en dépit d'un contexte difficile à appréhender**

2019 aura indubitablement été une bonne année en termes de performance, tant pour les indices actions que pour R-co Valor. Toutefois, concevoir ces résultats sans prendre en compte ceux de 2018 n'aurait pas de sens, car les marchés ne raisonnent pas en année calendaire.



**Yoann Ignatiew**

Co-gestionnaire du fonds  
Rothschild & Co  
Asset Management Europe



**Charles-Edouard Bilbault**

Co-gestionnaire du fonds  
Rothschild & Co  
Asset Management Europe

## Une économie au ralenti mais des marchés au plus haut

L'année écoulée aura fait transparaître un ralentissement économique prononcé avec une croissance mondiale s'établissant à 2,9%, contre 3,7% l'année précédente, soit un niveau d'équilibre tiré essentiellement par la dynamique asiatique. Le risque de récession semble s'éloigner alors que les indicateurs macroéconomiques se stabilisent, annonçant une possible reprise. Néanmoins, l'aspect psychologique reste essentiel dans ce rebond de l'activité économique. En cela, les dernières avancées sur la question de la guerre commerciale devraient offrir une bouffée d'air aux investisseurs et permettre d'amorcer un rebond plus soutenu, notamment par une reprise des investissements. Aussi, il convient de mettre 2019 en perspective car elle illustre une situation diamétralement opposée à 2018 pour les actifs risqués. En effet, les indices boursiers ont enregistré une forte hausse associée à une expansion des multiples de valorisation en dépit d'une stagnation des bénéfices, à l'inverse de l'année précédente.

Ce renversement de tendance s'est produit concomitamment au revirement des Banques centrales dans la conduite de leurs politiques monétaires avec l'annonce de nouvelles baisses de taux. Les soubresauts de la guerre commerciale ont également continué d'animer les marchés d'actions aux mois de mai et d'août. Néanmoins, l'envergure bien plus mesurée des mouvements observés ne peut être comparée au quatrième trimestre 2018. L'interventionnisme des Banques centrales et le sous-investissement en actifs risqués depuis deux ans ont permis une hausse des valorisations tout au long de l'année. Aussi, le conflit commercial sino-américain semble enfin trouver une issue, les deux partis ayant annoncé dernièrement être parvenus à une première étape, la "phase one" d'un accord plus global. Cette avancée significative a entraîné l'annulation des nouvelles hausses douanières initialement prévues pour le 15 décembre dernier, une issue que les marchés avaient cependant déjà partiellement anticipée.

***“Les dernières avancées sur la question de la guerre commerciale devraient offrir une bouffée d'air aux investisseurs...”***

## R-co Valor

Profitant d'une allocation diversifiée en gestion "Carte Blanche", R-co Valor propose une exposition flexible sur l'ensemble des classes d'actifs, sans biais sectoriel ou de style et sans contrainte géographique ou référence à un indice. Ce fonds offre un accès sélectif à des thèmes d'investissement innovants et transversaux au travers de choix d'investissement marqués. Le cœur du portefeuille se compose de thèmes structurels de long terme autour desquels s'articule une sélection de titres plus opportuniste. En combinant approche "top down" et "bottom up", ses gérants construisent un portefeuille concentré doté d'un couple rendement-risque optimisé.

## Un nouveau souffle pour les marchés en 2020 ?

Alors que la progression des bénéfices sur 2019 reste complexe à appréhender, le comparable 2019-2020 devrait être plus aisé et les analystes tablent sur une progression de +8% à +9%. À l'inverse, il paraît difficile de concevoir que 2020 sera aussi porteuse pour les indices que 2019. En revanche, de légères progressions peuvent être envisagées tant en Europe qu'aux États-Unis. Une nouvelle fois, nous observerons avec attention les niveaux de taux, de même que l'inflation. Enfin, les modalités de l'accord entre la Chine et les États-Unis demeurent le facteur essentiel.

Notons qu'aux États-Unis, 2020 sera une année particulière car fortement conditionnée par le déroulement de la campagne présidentielle. En conséquence, la Fed observera la neutralité et, sauf évènement exceptionnel, ne fera pas varier ses taux d'intérêt. Le premier rendez-vous est fixé au 3 mars 2020, date du "Super Tuesday", à l'issue duquel nous devrions obtenir un aperçu assez net du prochain candidat démocrate. Par la suite, les sondages entre le Président sortant et son adversaire désigné mèneront la danse. Comme la guerre commerciale, cette situation singulière risque de générer de la volatilité sur les marchés en fonction des candidats, de leurs annonces et de l'impact de celles-ci sur certains secteurs (santé, énergie, finance, technologie), notamment sur des questions réglementaires.



## La technologie surperforme avec des fortes disparités

Le secteur de la technologie a enregistré une très bonne performance au cours de l'année. Cette progression a néanmoins fait poindre une décorrélation entre les indices américains et chinois. Ces derniers ont affiché une sous-performance notable avec de fortes divergences en fonction des sous-secteurs.

Les titres les plus exposés à la guerre commerciale ou à des changements structurels ont particulièrement souffert. À l'inverse, les valeurs que nous avons sélectionnées, notamment liées au e-commerce, ont bien progressées, soutenues par une bonne dynamique de la demande intérieure et par leur fort potentiel de croissance.

## Le secteur financier se ressaisit

Le secteur financier, particulièrement impacté par les niveaux de taux d'intérêt, a profité de leur faible remontée pour enclencher une dynamique positive et effectuer un rattrapage conséquent depuis le début de l'été. L'ampleur des programmes de rachat d'actions au sein du secteur, associé à la redistribution d'une part significative de leurs bénéfices aux investisseurs, créer une situation particulièrement relative pour les actionnaires qui conservent leurs positions.

***“Même s’il nous paraît encore prématuré d’évoquer une véritable inflexion, il nous semble que cette période de ralentissement économique prononcé tend à s’achever...”***

## L'industrie recèle encore du potentiel

Nous avons légèrement renforcé le secteur industriel dans une volonté de consolider la partie cyclique du portefeuille. Dans le même esprit, après les avoir fortement allégés durant la période estivale, nous avons accru quelque peu notre exposition aux chemins de fer. Des mouvements motivés par notre analyse de la dynamique macroéconomique au niveau mondial, qui, si elle n'accélère pas, en est au point de se stabiliser. Même s'il nous paraît encore prématuré d'évoquer une véritable inflexion, il nous semble que cette période de ralentissement prononcé tend à s'achever et nous profitons de valorisations attrayantes pour nous réexposer quelque peu à ce secteur.

## Les matières premières restent corrélées à la dynamique chinoise

Les matières premières constituent un secteur au sein duquel nous n'avons pas encore véritablement observé de retournement, ou même de réel changement au cours du cycle. Son évolution reste fortement dépendante de la dynamique de la croissance chinoise qui subit actuellement un ralentissement structurel. Toutefois, dans l'environnement politico-économique actuel, ce secteur devrait être amené à rebondir fortement en cas de reprise cyclique et en fonction des débouchés de l'accord commercial entre la Chine et les États-Unis.

## Des prises de bénéfices sur les aurifères

Concernant les mines aurifères, partie très défensive du portefeuille, nous avons été particulièrement actifs en août. Nous avons allégé assez fortement le secteur pour prendre des bénéfices conséquents. Nous avons néanmoins décidé de conserver nos positions sur certaines valeurs dans une vision à plus long terme. Il s'agit en effet d'un actif décorrélé, disposant d'un équilibre offre-demande particulièrement favorable. Ces titres peuvent donc constituer une forme de sécurité. Aussi, en cas d'opportunité nous pourrions être amenés à les renforcer.

## La santé, une thématique défensive de long terme

Toujours sur la partie défensive de notre allocation, nous avons conservé une exposition stable au secteur de la santé en dépit de quelques mouvements intra-sectoriels. Nous sommes conscients que cette poche est susceptible d'être mise sous pression dans le contexte électoral américain. Cependant, nous envisageons cette thématique dans une optique de long terme, portée notamment par l'innovation, la dynamique d'approbation de la FDA, ou encore la problématique du vieillissement de la population...

***“Dans cet environnement, les actions restent la classe d'actifs que nous privilégions...”***

## Un niveau d'investissement mesuré pour limiter le risque et saisir les opportunités

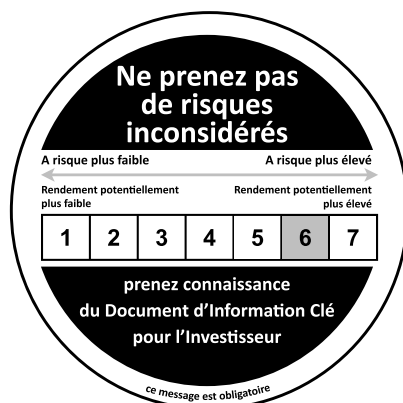
Suite à l'ensemble de ces mouvements, le Canada constitue désormais notre première exposition géographique, soit environ 30% de la poche actions, au coude à coude avec les États-Unis. L'Europe et la Chine pèsent toutes deux aux alentours de 20%. Dans l'environnement actuel, la flexibilité offerte par R-co Valor constitue un atout non négligeable pour appréhender au mieux les *timings* de marchés au sein desquels les valorisations ne s'avèrent pas particulièrement attrayantes. Il convient néanmoins de distinguer quelques disparités en fonction des secteurs. Cette situation légitime notre niveau d'investissement actuel, aux alentours de 70% de l'actifs net du fonds, son niveau le plus bas sur les dix dernières années.

Pour autant, dans cet environnement, les actions restent la classe d'actifs que nous privilégions. Tant que les taux restent sur ces niveaux, des corrections du marché d'actions créeront des opportunités et nous disposons dans notre arsenal défensif d'un niveau important de liquidité que nous pourrions, le cas échéant, être amené à investir. Néanmoins, compte tenu des niveaux de marché, il semble relativement problématique d'acheter massivement des actions, surtout après la performance réalisée cette année. Nous nous trouvons donc actuellement dans une situation “d'entre-deux” et préférons nous montrer patients. ■

**Achévé de rédiger le 17 décembre 2019**

| Performances     | 2019   | 2018    | 2017  | 2016   | 2015  | 2014   | 5 ans  | volatilité<br>1an |
|------------------|--------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|-------------------|
| R-co Valor C EUR | 28,63% | -13,17% | 9,54% | 19,92% | 4,55% | 15,68% | 53,40% | 11,60%            |

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/12/2019



#### Durée de placement recommandée : 5 ans

Le niveau de risque de cet OPCVM est de 6 (volatilité comprise entre 15% et 25%) 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](http://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](http://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 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](http://www.am.eu.rothschildandco.com)