



R-co Conviction Equity Value Euro : un fonds positionné pour profiter du rebond de la *value*

La semaine dernière, nous avons assisté à un fort rebond des marchés en Europe avec une surperformance marquée du style *value*. Pourquoi ce rebond ? Est-il pérenne ?

Quelques éléments de réponse.



Anthony Bailly
Co-gestionnaire du fonds
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Une sous-performance massive de la *value* depuis plusieurs années encore accentuée en 2020

Dans un contexte de faible croissance et de taux bas, voire même négatif, depuis plusieurs années, les investisseurs ont privilégié les valeurs dites de croissance offrant une certaine visibilité sur leurs résultats et un rendement préservé.

L'écart de performance entre les styles "croissance" et "*value*", déjà important en début d'année (avec une sous-performance de 13,5% en 2019), s'est encore amplifié en Zone euro pour atteindre 16% depuis le début de l'année (à fin mai). En effet, lors de la crise sanitaire mondiale, les cours des valeurs cycliques et financières ont affiché des reculs allant jusqu'à 60%, intégrant un scénario de récession marqué, alors que les valeurs de croissance défensives, déjà richement valorisées, ont bien résisté.

Fin mai, les écarts de valorisation et de performance entre ces deux styles étaient à leur paroxysme, bien au-delà des niveaux observés lors des crises précédentes (bulle TMT ou grande crise financière de 2008). Le mouvement violent enregistré ces derniers jours vient donc corriger en partie les excès observés au cours des mois précédents, mais est encore très loin de compenser la sous-performance accumulée.

Ce mouvement a été aidé par plusieurs facteurs:

- Des éléments de politiques budgétaires (le niveau des stimulus fiscaux est sans précédent) et monétaires (les conditions de financement n'ont jamais été aussi favorables).
- La proposition de plan de relance franco-allemand financé par une dette commune qui a réduit les craintes "d'Ital-exit" et montré une volonté de renforcer la cohésion européenne.
- Un rebond des indicateurs avancés (après avoir touché un point bas historique).
- Un élément technique, le fait que seulement 9% des fonds européens aient surperformé depuis le 25 mai montre que les investisseurs sont encore largement sous-pondérés sur la thématique *value*.

Les leçons du passé : quand la thématique *value* rebondit-elle ?

Si la sous-performance s'explique par une période de faible croissance et de taux d'intérêt particulièrement bas, le scénario qui se met en place explique le rebond actuel :

- Les mesures de soutien initiées vont permettre un rebond de la croissance prolongée après la forte correction du premier semestre. Ceci se matérialise déjà via la hausse des PMI qui favorise les valeurs cycliques : le marché anticipe une forte croissance des bénéfices par action de ces valeurs en 2021 et n'attend pas les bases de comparaison favorables pour l'acter. La hausse des cours sur ces valeurs se fait d'abord par une progression des multiples de valorisation en amont de celle des bénéfices par action, comme c'était le cas en mars 2009, par exemple, mais avec un point de départ encore plus bas aujourd'hui.
- La bonne tenue des taux d'intérêt : dans le contexte de crise sanitaire mondial nous aurions pu imaginer que le Bund allait jouer son rôle de valeur refuge. Il n'en a rien été. La BCE a maintenu ses taux courts négatifs mais les perspectives de hausse des niveaux de dettes (même monétisées par la Banque centrale) a maintenu le taux allemand 10 ans autour de -30 points de base. Or, la corrélation entre la performance du segment *value* et le niveau des taux d'intérêt est forte et nous avons assisté à un écartement inhabituel.



Pourquoi ce mouvement pourrait durer ?

Outre ce rebond récent, qui vient surtout corriger en partie l'excès de sous-performance des valeurs cycliques et financières depuis le début de la crise sanitaire, plusieurs éléments, historiquement en faveur de la *value*, plaident pour une poursuite de ce mouvement :

- La poursuite du rebond des données macroéconomiques évoqué précédemment, matérialisant une repise en "V" sera le premier élément permettant la poursuite de la rotation qui s'est enclenchée.
- Le deuxième élément concerne évidemment les perspectives de taux et de pentification durable de la courbe des taux qui viendront également aider cette rotation et qui bénéficiera principalement aux valeurs financières.
 - La politique monétaire est probablement appelée à rester ultra-accommodante ce qui va contribuer à maintenir les taux courts à un niveau faible, mais les politiques budgétaires très expansionnistes vont augmenter les taux d'endettement publics à des niveaux élevés, ce qui va entraîner une dégradation du niveau de la qualité de crédit et pourrait pousser les taux longs à la hausse.
 - Par ailleurs, d'autres éléments plus fondamentaux militent également pour une remontée des coûts salariaux et de l'inflation. D'une part la fin des baisses d'impôts et la remontée des prix des matières premières vont peser sur les marges et les entreprises devront probablement répercuter ces éléments dans les prix pour préserver leurs marges. D'autre part, la volonté de relocalisation des chaînes de production, liée à la fragilité du modèle d'approvisionnement qui a été mis en avant durant la crise sanitaire, est par nature inflationniste.

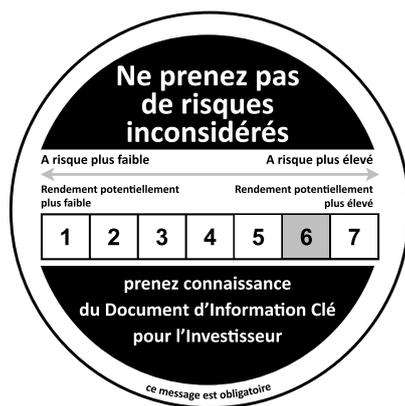
Les épisodes de pentification de la courbe des taux sont en règle générale associés à une surperformance de la *value*. Tout ceci devrait favoriser une normalisation des taux et soutenir le mouvement qui débute.

Nous pouvons néanmoins mentionner quelques éléments qui pourraient venir perturber ce mouvement : une résurgence de l'épidémie de COVID-19, un échec lors des discussions européennes autour du plan de relance franco-allemand, ou un retour des tensions sino-américaines se matérialisant par la restauration de taxes douanières (même si cela paraît peu probable à quelques mois de l'élection présidentielle américaine).

R-co Conviction Equity Value Euro profite pleinement de son positionnement dans ce contexte

- Le fonds profite pleinement de son positionnement sur cette thématique.
- Depuis le début du mois de juin, le fonds a surperformé son indice de référence de 6,4% , progressant de 15,3% contre 8,9% pour l'Euro Stoxx dividendes réinvestis.
- Il a profité de la surperformance des secteurs cycliques et financiers, en particulier *via* les titres dotés de bilans sains que nous avons renforcé durant la baisse et qui intégraient, selon nous, un scénario bien trop négatif. Ces valeurs ont enregistré des rebonds spectaculaires depuis le début du mois : à titre d'exemple, Airbus a rebondi de 44%, Société Générale de 34%, BNP Paribas et PSA Groupe de 22%.
- Même s'il s'avère difficile d'identifier des indicateurs de valorisation pertinents sur la base des résultats 2020 qui seront affectés par la crise, sur la base des résultats attendus en 2021, les ratios de valorisation du fonds restent très attractifs : le P/E 2021 ressort à 10,2x et le ratio de capitalisation boursière/actif net à 0,8x.
- La sous-performance reste importante, mais le rebond est violent, et le point de départ particulièrement bas laisse encore un potentiel de rattrapage significatif.
- Le fonds conserve un positionnement résolument *value* avec une surpondération marquée sur les secteurs cycliques (automobile, construction) et financiers (banques) ainsi qu'une sous-pondération aux secteurs de croissance. Il est donc positionné pour profiter de la rotation qui se met en place.

Achévé de rédiger le 9 juin 2020



Durée de placement recommandée : 5 ans

Le niveau de risque de ce compartiment est de 6 (volatilité comprise entre 15% et 25%) et reflète principalement son positionnement sur le marché des actions de la zone Euro. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment 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. Le compartiment n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière

adéquate par l'indicateur : Impact des techniques telles que des produits dérivés : L'utilisation des produits dérivés peut amplifier l'impact des effets de mouvement de marché du portefeuille. Risque de liquidité (Actions) : Risque découlant d'une absence ou d'un faible volume d'échange sur le marché pouvant impacter négativement les actifs en portefeuille et réduire la capacité de l'OPC à honorer ses demandes de rachat. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. 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 Rothschild & Co Asset Management Europe

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'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. 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