



Point de gestion

R-co Conviction Equity Value Euro



Anthony Bailly
Gestionnaire actions européennes

Évolution du marché sur le mois

Après un premier semestre en repli marqué, les marchés occidentaux ont repris des couleurs sur le mois de juillet, à l'image de l'Eurostoxx dividendes réinvestis qui progressait de +7,3%⁽¹⁾ (plus forte hausse mensuelle depuis novembre 2020), du S&P 500 (+9,2%⁽¹⁾ en USD), ou encore du Nasdaq (+12,4%⁽¹⁾ en USD). Malgré un niveau d'incertitudes qui reste élevé, une inflation qui peine à atteindre son pic et des données macroéconomiques dégradées, les investisseurs, aidés par une saison de publication du deuxième trimestre (T2) meilleure qu'attendue, ont, semble-t-il, anticipé le fait que les banques centrales ne pourraient tenir longtemps leurs politiques monétaires restrictives, et devraient laisser respirer l'économie.

S'agissant de la Zone euro, le PIB du T2 affichait une hausse de +0,7%⁽¹⁾, au-dessus des attentes à +0,2%⁽¹⁾. Cependant, les PMI⁽²⁾ ont surpris de façon négative, avec une baisse généralisée entre les pays et les secteurs, alors que l'indice de confiance des consommateurs est, quant à lui, tombé à son niveau le plus bas depuis 2009 (-27⁽¹⁾ pour le mois de juillet). Descendus sous le niveau des 50 (49,4⁽¹⁾ pour le PMI composite), ces PMI confirment la possibilité d'une récession alors que l'inflation a continué de battre des records historiques avec un chiffre de +8,9%⁽¹⁾ en juillet (contre +8,3%⁽¹⁾ en juin). C'est d'ailleurs ce dernier chiffre qui a poussé la BCE à augmenter ses taux directeurs de 50 points de base⁽³⁾ (pdb) alors qu'une hausse de seulement 25 pdb avait été pré-annoncée le mois précédent. En parallèle, l'outil anti-fragmentation, nommé TPI⁽⁴⁾, a été divulgué.

Le PIB chinois a naturellement marqué le pas au T2 (+0,4% contre +4,8% au T1)⁽¹⁾. La réouverture de l'économie s'est néanmoins traduite par une progression de la production industrielle et des ventes aux détails en juillet. Cependant, les PMI s'approchent du niveau de 50 (50,4 en juillet contre 51,7 en juin)⁽¹⁾, reflétant les incertitudes qu'engendre le maintien de la politique "zéro-Covid", et ce malgré un nouveau stimulus budgétaire via l'émission d'obligations spéciales d'une valeur de 200 Mds\$.

Les États-Unis sont entrés en récession technique avec un deuxième trimestre de baisse consécutif du PIB (-0,9%⁽¹⁾ au T2 t/t annualisé après -1,6%⁽¹⁾ pour le T1), et les signes de ralentissement de l'économie se sont multipliés (baisse des indices ISM pour les entreprises et de la confiance des ménages, nouvel affaiblissement des données sur le marché de l'immobilier). L'inflation a battu un nouveau record depuis 41 ans à +9,1%⁽¹⁾, ce qui a poussé la Fed à procéder à une seconde hausse de 75 pdb⁽⁵⁾ après celle de juin, portant le taux Fed Fund à 2,25-2,5%⁽⁵⁾.



Vincent Iméneuraët
Gestionnaire actions européennes

(1) Source : Bloomberg, 31/07/2022.

(2) PMI : Le PMI (Purchasing Manager's Index), encore appelé indice des directeurs d'achat, est un indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction. L'indice composite regroupe les secteurs manufacturiers et les secteurs des services.

(3) Source : Banque Centrale Européenne – réunion du 21/07/2022.

(4) TPI : La TPI (Transmission Protection Instrument) est un instrument qui permettra, sous conditions, à la BCE d'acheter des titres financiers, notamment des obligations publiques et privées, émis dans les pays connaissant une détérioration de leurs conditions de financement.

(5) Source : Fed, 27/07/2022.

Les chiffres cités ont trait aux mois écoulés. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.

Performances calculées en euros et nettes dividendes réinvestis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.



D'un point de vue obligataire, nous avons assisté à un repli des taux longs : le taux 10 ans États-Unis a baissé de 3,01% à 2,65%⁽⁶⁾ et le Bund allemand est passé de 1,33% à 0,81%⁽⁶⁾. Ceci a logiquement favorisé la surperformance des secteurs à durée longue sur le mois (technologie +14,1%⁽⁶⁾, biens de consommation +13,9%⁽⁶⁾), et pénalisé les secteurs financiers (banques +0%⁽⁶⁾, assurances -0,3%⁽⁶⁾). Cet environnement de taux a donc largement bénéficié au style Croissance⁽⁷⁾, qui progressait de +13,3%⁽⁶⁾ sur le mois (contre +3,0%⁽⁶⁾ pour le style Value⁽⁸⁾), ce qui ramène la surperformance depuis le début de l'année de la Value sur la Croissance à +3,1%⁽⁶⁾.

Sur le plan microéconomique, la saison de publication des résultats du deuxième trimestre des entreprises du Stoxx 600 s'est avérée meilleure qu'attendue, avec des Chiffres d'Affaires (CA) supérieurs de +4,0%⁽⁸⁾ au consensus, et des Bénéfices Par Actions (BPA) supérieurs de +2,6%⁽⁹⁾, validant l'érosion des marges attendue depuis plusieurs mois. Le ton était par ailleurs moins optimiste sur les *guidances*⁽¹⁰⁾, avec un niveau d'incertitudes élevé qui limite la visibilité, et un ralentissement économique de plus en plus mentionné⁽¹⁰⁾. La révision à la baisse des BPA tarde à se matérialiser avec une progression toujours attendue à +16,3% pour 2022 (+4,2% ex *commodities*) et +3,9% pour 2024 (+10,8% ex *commodities*)⁽¹¹⁾.

Performance & positionnement du fonds

R-co Conviction Equity Value Euro C EUR a progressé de +3,8%⁽¹²⁾ en juillet, sous-performant son indice de référence (Euro Stoxx[®] NR) de -3,5%⁽⁶⁾ sur le mois (-0,4%⁽⁶⁾) depuis le début de l'année). Cette sous-performance s'explique aux deux tiers par l'effet d'allocation, le fonds souffrant à la fois du fort rebond des secteurs de Croissance (technologie et biens de consommation), et de la sous-performance de nos plus fortes pondérations (banques et énergie). Le reste s'explique par le repli sur le mois de titres qui se sont particulièrement distingués depuis le début de l'année, notamment CaixaBank (+27,3%⁽⁶⁾) et Orange (+9,9%⁽⁶⁾).

Le rebond des marchés s'est accéléré suite à la dernière réunion de la Fed : Jerome Powell a en effet suscité l'espoir d'un fléchissement de politique monétaire de la part de la banque centrale américaine, en précisant (tout comme l'avaient fait Christine Lagarde de la BCE et Andrew Bailey de la BoE – Banque of England - avant lui) que les hausses futures de taux n'étaient pas prédéterminées, et dépendraient des données économiques le moment venu. Cela a été interprété comme le signal de pivot attendu par les marchés, et s'est traduit par la baisse des taux longs évoquée précédemment.

Cette vision sur le fléchissement des politiques monétaires nous semble prématurée pour plusieurs raisons : i/ le discours de fond des banques centrales est resté le même, à savoir que la priorité est de réduire l'inflation même si la croissance doit en subir les conséquences. ii/ le recul des prix de l'énergie (à l'exception du gaz en Europe, ce qui est loin d'être négligeable) et des matières premières agricoles⁽⁶⁾ devrait logiquement aider l'inflation à refluer prochainement, mais le niveau historiquement élevé de cette dernière devrait laisser les banques centrales bellicistes pour un certain temps avant de pouvoir se rapprocher de leurs objectifs de +2%. iii/ les données de l'emploi restent très solides que ce soit en Europe ou aux États-Unis, ce qui conforte les banques centrales dans la capacité de l'économie à pouvoir encaisser les hausses de taux. iv/ le niveau d'incertitudes reste très élevé et s'est accru sur le mois, notamment en Europe, où Vladimir Poutine a démontré, *via* le pipeline Nord Stream⁽¹³⁾, que les leviers de négociation étaient en sa faveur pour les mois à venir, laissant ainsi planer la menace d'une récession européenne.

Par ailleurs, la révision à la baisse de BPA, quasi inéluctable, tarde encore à se matérialiser. Nous sommes dubitatifs sur la capacité du marché à transformer à ce stade le *rally*⁽¹⁴⁾ de juillet en un vrai cycle haussier, avant même que ces révisions n'aient pu être entamées.

Nous n'avons pas modifié le positionnement de notre portefeuille, dont le pilier défensif avait été renforcé de façon significative le mois précédent (de 18% à 28% pour rappel)⁽¹²⁾. La valorisation relative des secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs étant sur un point bas historique, nous ne souhaitons pas aller plus loin dans la réduction de la cyclicité du portefeuille.

(6) Source : Bloomberg, 31/07/2022.

(7) Style croissance : L'investisseur privilégiant le style « Croissance » se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéfices des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché.

(8) Stratégie Value : On parle de stratégie "Value" lorsque celle-ci recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.

(9) Source : Exane, 01/08/2022.

(10) Source : Barclays - Equity Market Review - Rally kept in check, 05/08/2022.

(11) Source : Goldman Sachs - European Weekly Kickstart, 29/07/2022.

(12) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/07/2022.

(13) Le Nord Stream est un système de deux gazoducs reliant la Russie à l'Allemagne via la mer Baltique.

(14) Rally : Mouvement spéculatif de hausse prononcée mais éphémère d'un titre, d'un marché ou d'un type de placement dans une configuration de marché baissier.

Les chiffres cités ont trait aux mois écoulés. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Performances calculées en euros et nettes dividendes réinvestis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.



Nous avons par ailleurs maintenu nos surpondérations sur les secteurs de l'énergie (~5,0%⁽¹⁵⁾) et des banques (~10%⁽¹⁵⁾), considérant leur sous-performance du mois comme ponctuelle, et restant par ailleurs optimistes quant à l'évolution des BPA pour ces deux secteurs, même dans le cas d'un scénario de récession économique modérée en Zone euro. D'une part, le prix du baril a certes régressé depuis juin, mais les analystes n'ont jamais intégré dans leurs modèles des hypothèses excessives sur le Brent, et encore moins sur les prix du gaz. La génération de *cash* devrait donc rester sur des niveaux historiquement élevés pour les mois à venir, alors que le risque de révisions à la baisse des BPA nous semble très limité, et que les valorisations sont toujours aussi attractives. D'autre part et concernant les banques, les récentes publications très positives nous confortent dans l'idée que les hausses de taux les aident à retrouver la croissance des marges d'intérêt, et leur laisse la capacité d'absorber une éventuelle hausse du coût du risque en cas de dégradation de l'environnement macroéconomique. Tout comme le secteur de l'énergie, le niveau de valorisation des banques reste par ailleurs toujours sur des points bas.

Achévé de rédiger le 5 août 2022

Performances	Depuis le début de l'année	2021	2020	2019	2018	2017	Depuis création ⁽¹⁾	Volatilité 1 an
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR	-13,05%	26,30%	-9,85%	17,64%	-18,01%	14,74%	85,95%	21,79%
Euro Stoxx [®] NR ⁽²⁾	-12,60%	22,67%	0,25%	26,11%	-12,72%	12,55%	84,46%	18,65%

(1) Date de création : 20/05/2005

(2) Indice de référence.

Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/07/2022.



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, risque de liquidité (Actions). La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment.

Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques et aux frais, disponibles sur le site Internet de Rothschild & Co Asset Management Europe : am.eu.rothschildandco.com

(15) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/07/2022.

Les chiffres cités ont trait aux mois écoulés. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.

Performances calculées en euros et nettes dividendes réinvestis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.



Avertissements

Document à caractère publicitaire, simplifié et non contractuel. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. 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. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, 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 ou de ses affiliés, 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 présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co Conviction Equity Value Euro est un compartiment de la Société d'Investissement à Capital Variable de droit français "R-Co", dont le siège social est 29, avenue de Messine – 75008 Paris, immatriculée 844 443 390 RCS PARIS. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. 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. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. 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'investissement dans des parts ou actions de

tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DICI/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : www.am.eu.rothschildandco.com. La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet. 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 pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA). Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et 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, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

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 9 pays en Europe, nous gérons plus de 23 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes
les informations sur
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management