

Septembre 2022 | Rothschild & Co Asset Management Europe



Point de gestion

R-co Conviction Equity Value Euro



Anthony Bailly
Gestionnaire actions
européennes



Vincent Iméneuraët
Gestionnaire actions
européennes

Évolution du marché sur le mois

Après avoir prolongé l'euphorie du mois de juillet (+2,5% entre le 29/07/2022 et le 16/08/2022 pour l'Eurostoxx dividendes réinvestis⁽¹⁾), les marchés se sont largement repliés par la suite en amont, puis lors de la réunion de Jackson Hole sur la fin du mois (-7,3% entre le 16/08/2022 et le 31/08/2022 pour l'Eurostoxx dividendes réinvestis⁽²⁾). Au final, en août, l'Eurostoxx dividendes réinvestis reculait de -5,0% sur le mois alors que le S&P 500 perdait, lui, -4,1%⁽²⁾ (en dollars). Si le rally⁽³⁾ estival avait été porté par l'espoir d'un pivot de la Fed, Jerome Powell et ses pairs ont, en réaffirmant le maintien du resserrement des politiques monétaires, ramené les investisseurs à la priorité actuelle du mandat des banques centrales, à savoir le maintien des prix, et donc la lutte contre l'inflation.

Les inquiétudes au sujet de cette dernière ont été particulièrement vives en Europe, où la crise énergétique franchissait un nouveau pas. La sécheresse historique qui a touché le continent, puis l'annonce d'une nouvelle suspension des exportations de gaz russe *via* Nord Stream 1 ont exacerbé les tensions, et poussé les prix du gaz et de l'électricité à des niveaux records : le prix du mégawattheure atteignait quasiment 1 000€ en Allemagne⁽⁴⁾ tandis que le prix du gaz européen flirtait avec les 350€ le MWh⁽⁴⁾. Ces éléments, outre leur aspect prohibitif et leur impact direct sur l'économie, dessinaient les perspectives d'une inflation plus élevée pour l'Europe que pour le reste du monde, et repoussaient inexorablement son pic au sein du vieux continent. Le CPI en Zone euro atteignait d'ailleurs un nouveau record à 9,1% (vs. 8,9% le mois précédent⁽²⁾), poussé par les prix de l'alimentation, des biens industriels (hors énergie) et des services ; ce qui témoignait d'une diffusion inquiétante de la hausse des prix à l'ensemble de l'économie. Le PMI⁽⁵⁾ composite de la Zone euro continuait, lui, de se dégrader à 48,9 (vs. 49,4 le mois précédent⁽²⁾) avec des composantes services et manufacturier, toutes les deux sous le niveau de 50.

Aux États-Unis, les nouvelles étaient plus rassurantes, avec un marché de l'emploi extrêmement solide (528k emplois créés contre 250k attendus⁽³⁾), une révision à la hausse du PIB du 2^{ème} trimestre (de -0,9% en rythme trimestriel à -0,6%⁽²⁾), et une inflation en baisse, inférieure aux attentes (8,5% en juillet contre 9,1% en juin et 8,7% attendu⁽²⁾), et ayant donc possiblement passé son pic. Par ailleurs, les indices ISM manufacturier et non manufacturier, ressortis à 52,8 et 56,7 contre 52,1 et 53,9⁽²⁾ attendus, confirmaient la résilience de l'économie américaine, où seule le marché immobilier montrait de vrais signes d'affaiblissement (baisse des mises en chantiers de -9,6% et recul des ventes de nouvelles maisons de -12,6%⁽⁶⁾).

(1) Source : Bloomberg – 16/08/2022.

(2) Source : Bloomberg – 31/08/2022.

(3) 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.

(4) Source : Bloomberg – Août 2022.

(5) 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.

(6) Source : Exane – Août 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.



La reprise chinoise tarde, elle, à se matérialiser : la politique zéro-Covid continue de restreindre la mobilité, tandis que la sécheresse génère des pénuries d'électricité et pénalise des régions clés de la production chinoise. Les données macroéconomiques se dégradent donc (production industrielle à 3,8% vs. 3,9% le mois précédent, vente aux détails à 2,7% contre 3,1% et investissements à 5,7% contre 6,1%)⁽⁷⁾ ; tout comme l'indice PMI Caixin Manufacturier (de 51,7 pour les données du 1^{er} juillet à 50,4 le 1^{er} août et 49,5 le 1^{er} septembre)⁽⁸⁾. Les autorités n'hésitent cependant pas à soutenir l'économie, avec une baisse des taux de prêts hypothécaires pour la seconde fois cette année de la part de la PBoC⁽⁹⁾, et des annonces de soutien par le Conseil d'État chinois d'une valeur totale de 800 milliards de yuans (~120 milliards de dollars).

S'agissant des taux d'intérêt, ils reprenaient nettement leur marche en avant, après le repli du mois de juillet : le taux 10 ans américain terminait à 3,2% en hausse de 55 points de base (pdb) sur le mois, tandis que le Bund⁽¹⁰⁾ gagnait 72 pdb pour atteindre 1,53% le 31 août 2022. Ces hausses, qui se sont faites quasi exclusivement *via* la hausse des taux réels, ont profité au style *Value*⁽¹¹⁾, qui ne baissait que de -3% sur le mois, alors que le style Croissance⁽¹²⁾ perdait, lui, -7,2% ; ce qui ramène la surperformance de la *Value* sur la Croissance à +6,6%⁽⁷⁾ depuis le début de l'année.

Au niveau microéconomique, les entreprises ont confirmé une saison des publications du deuxième trimestre d'excellente facture, notamment en Europe, ce qui a conduit à de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices par actions (BPA), désormais attendus à +18,8% pour le Stoxx Europe 600 (+5,7% ex-commodities) et +2,9% pour 2023 (+9,7% ex-commodities)⁽¹³⁾. Même si le ton est apparu légèrement moins positif sur les perspectives, l'optimisme restait de mise, notamment sur la vigueur de la demande et même les marges, venant ainsi contredire l'affaiblissement des *soft*⁽¹⁴⁾ et *hard datas*⁽¹⁴⁾ macroéconomiques en Europe.

Performance & positionnement du fonds

Dans ce contexte compliqué pour les marchés, R-co Conviction Equity Value Euro, en baisse de -3,1%⁽⁷⁾ sur le mois d'août, a surperformé son indice de référence⁽¹⁵⁾ de +1,9% (+1,2% depuis le début de l'année)⁽⁷⁾ ; principalement du fait de l'effet allocation, qui reflète la corrélation forte et maintes fois évoquée entre la hausse des taux et la surperformance de la *Value*. À l'exacte inverse du mois précédent, le fonds a bénéficié à la fois de la surperformance de nos principales pondérations (banques et énergie), mais aussi de la sous-performance d'une de nos principales sous-pondérations (technologie). S'agissant de la sélection de titres, nous noterons la très belle performance de TechnipEnergies (+8,2%)⁽⁸⁾ en raison de son exposition à la thématique gazière ; alors qu'à l'inverse, Sanofi a dû abandonner sa belle performance de l'année (-15,5% sur le mois d'août, et -5,2% depuis le début de l'année)⁽⁸⁾ en raison des incertitudes judiciaires autour du médicament Zantac.

Nous avons choisi durant la deuxième partie du mois de juin de renforcer notre pilier défensif au détriment des valeurs cycliques, en raison de la dégradation des données macroéconomiques et du niveau élevé d'incertitudes (notamment la crise énergétique en Europe). Nous n'avons pas cherché depuis lors à renforcer la cyclicité du portefeuille en raison :

1. de *soft data* qui ont continué de se détériorer ;
2. de l'inflation qui se veut persistante pour l'Europe ;
3. du renforcement de la crise énergétique, considérant, comme nous l'avons expliqué le mois dernier, le rally de l'été comme étant un faux signal.

Nous gardons une vue relativement prudente sur l'environnement macroéconomique pour les semaines et mois à venir, conscients que les incertitudes ont eu tendance à s'accroître sur la fin de l'été. Toutefois, la valorisation relative des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives a touché un point bas historique, ce qui nous incite à ne pas accroître le poids de notre pilier défensif. Si la dégradation des PMI se poursuit et que les cours des valeurs cycliques sont de nouveau impactés, nous pourrions être amenés au cours des mois à venir à réinvestir sur les titres les plus touchés.

(7) Source : Bloomberg – 31/08/2022.

(8) Source : Bloomberg – 01/09/2022.

(9) The People's Bank of China (Banque populaire de Chine).

(10) Taux de rendement de l'Obligation Allemagne 10 ans.

(11) 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.

(12) 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.

(13) Source : Goldman Sachs Europe, Weekly kickstart – 02/09/2022.

(14) Les *hard data* se définissent par des données macro brutes qui viennent refléter des statistiques réelles et passées (exemple – constatation des chiffres de PIB), alors que les *soft data* correspondent à des données issues de sondages effectués de façon récurrentes, et qui cherchent à avoir un aspect prospectif et essayent de dessiner des tendances à venir en évaluant des opinions ou des niveaux de confiance, comme celle des entreprises (PMI) ou des ménages.

(15) Euro Stoxx® NR.

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 cependant conservé deux biais cycliques marqués à travers les valeurs bancaires et l'énergie, et ce, pour deux motifs communs :

1. les ratios de valorisation restent sur des points bas historiques ;
2. les BPA offrent encore un large potentiel d'appréciation sur les trimestres à venir (*via* la hausse des taux d'intérêt pour les banques, et *via* des prix du gaz et du pétrole qui devraient rester sur des niveaux supérieurs à ceux intégrés dans les modèles des analystes, en ce qui concerne l'énergie).

Par ailleurs, nous continuons de considérer que le secteur de l'énergie présente, exceptionnellement, des caractéristiques défensives dans le contexte géopolitique actuel. Le message envoyé par l'OPEP au début du mois de septembre, en décidant de couper sa production pour la première fois depuis 2 ans, nous conforte également dans cette position.

S'agissant des ajustements effectués sur le portefeuille, nous avons profité du repli de Sanofi pour renforcer notre position, considérant qu'avec une perte de 22 milliards d'euros de capitalisation⁽¹⁶⁾, le marché avait déjà intégré le pire des scénarii en matière d'indemnisation. Nous avons écarté certaines valeurs financières ou énergétiques (Axa : +4,8%, Technip Energies : +8,2%)⁽¹⁷⁾ suite à leur bonne performance sur le mois d'août, pour rééquilibrer le pilier défensif, en privilégiant une exposition internationale *via* ABInBev. Enfin, nous avons soldé notre position dans Telecom Italia en raison des incertitudes politiques nationales et de son manque de diversification géographique, au profit de Deutsche Telekom, dont l'exposition américaine nous permettait d'ajuster au mieux notre profil de risque.

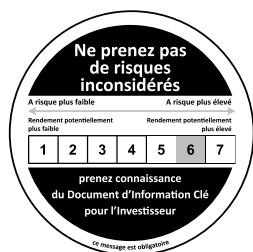
Achevé de rédiger le 7 septembre 2022

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	-15,75%	26,30%	-9,85%	17,64%	-18,01%	14,74%	80,19%	21,75%
Euro Stoxx® NR ⁽²⁾	-16,99%	22,67%	0,25%	26,11%	-12,72%	12,55%	75,20%	18,83%

(1) Date de création : 20/05/2005

(2) Indice de référence.

Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/08/2022.



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

(16) Source : Bloomberg, Exane - 11/08/2022.

(17) Source : Source : Bloomberg, 31/08/2022.

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

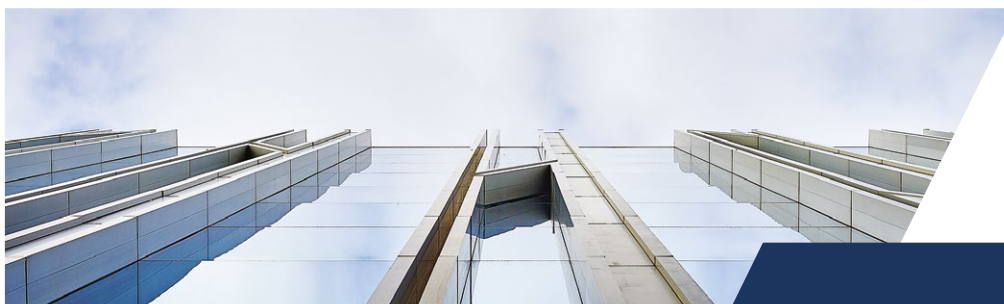
tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC 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