

Décembre 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

Les données d'inflation ont de nouveau attiré toutes les attentions en novembre. Surprenant à la baisse, que ce soit aux États-Unis (ralentissant à 7,7% contre 8,2% le mois précédent) ou en Zone euro avec la première baisse depuis 16 mois (de 10,6% en octobre à 10% en novembre)⁽¹⁾, elles ont alimenté le narratif du pivot de la Fed (dont la définition reste protéiforme) ; et ont incité les marchés à conserver en novembre l'optimisme d'octobre. En euros et dividendes réinvestis, le MSCI World progressait ainsi de 2,6% en novembre, tandis que le S&P 500 gagnait 1,2%. Mais c'est surtout l'Eurostoxx dividendes réinvestis qui se distinguait, avec la deuxième plus forte hausse mensuelle de l'année, et une progression de 8,1%⁽²⁾.

Aux États-Unis, la Fed a relevé ses taux d'intérêt directeurs de 75 points de base (pdb) pour la 4^{ème} fois consécutive, portant ces derniers à 4,0 / 4,25%⁽³⁾. Cependant, face à la dégradation de certains indicateurs avancés (indices PMI⁽⁴⁾ et ISM⁽⁴⁾ manufacturiers notamment, indice de confiance des consommateurs du *Conference Board*), Jérôme Powell a suggéré un ralentissement dans la hausse des taux à venir (ce qui peut être une première définition du fameux pivot). À noter cependant que les récentes solides données de l'emploi (+263 000 en novembre)⁽⁵⁾ ne lui faciliteront pas la tâche dans sa lutte contre l'inflation.

En Europe, les données d'activité se sont révélées plus résistantes que prévu, avec notamment des PMI composite en légère hausse (de 47,3 à 47,8) ; ou encore le rebond en Allemagne des indices IFO⁽⁶⁾ et ZEW⁽⁷⁾. Cela a conduit la Commission Européenne à des révisions à la hausse pour la croissance 2022 de la zone (à 3,2% contre 2,7%), ses prévisions 2023 prévalant cependant d'un ralentissement marqué (à +0,3%).

Enfin, en Chine, les chiffres d'activité sont ressortis en deçà des attentes (ventes au détail en recul de -0,5%, ralentissement de la production industrielle, baisse des PMI manufacturier et non manufacturier)⁽¹⁾, venant confirmer un ralentissement économique qui met en exergue les difficultés que causent la politique zéro-Covid du pays. En fin de mois, ce sont justement les espoirs de réouverture, alimentés par quelques signes d'assouplissement sur les restrictions et des mouvements de protestation de la population chinoise, qui ont attiré l'attention des marchés.

Les taux d'intérêt ont fait écho aux données d'inflation, avec une baisse de 44 pdb du taux 10 ans américain (-30 pdb pour les taux réels), et un repli de 21 pdb pour le Bund⁽⁸⁾ (-14 pdb pour les taux réels).

(1) Source : Bloomberg - 01/12/2022.

(2) Source : Bloomberg - 07/12/2022.

(3) 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.

(4) Indice composite montrant l'évolution des conditions manufacturières aux États-Unis.

(5) Source : Bloomberg - 02/12/2022.

(6) L'IFO est un indice qui évalue le climat des affaires en Allemagne à un moment précis et mesure les attentes établies pour les 6 prochains mois.

(7) L'indice ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) est un indicateur allemand, dit "de sentiment économique". Il mesure la santé actuelle et future de l'économie, à un horizon de six mois.

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

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.



Aidé par une saison de publications de résultats supérieure aux attentes, ce qui a limité les révisions à la baisse sur les bénéfices par actions (BPA), le marché européen a *reraté*⁽⁹⁾ ; le P/E⁽¹⁰⁾ de l'Eurostoxx dividendes réinvestis passant à 12,2x contre 11,4x le mois précédent. Ce mouvement s'est vu tant pour le style Croissance, dont le P/E est passé de 18,7x à 19,8x, que pour le style *Value*⁽¹¹⁾ (P/E passé de 7,7x à 8,4x, ce qui reste proche des points bas historiques)⁽¹²⁾. La prime de valorisation de la Croissance sur la *Value* restait donc, à fin novembre, sur une prime historiquement élevée de 135% ; alors que les taux réels allemands ont connu, sur l'année 2022, une hausse historique de plus de 165 pbb.

Performance & positionnement du fonds

Dans le contexte de détente des taux d'intérêt, cette hausse du marché a été notamment profitable aux secteurs de croissance, les Biens de consommation (+15,4%) et la Technologie (+14,5%), terminant meilleurs secteurs sur le mois. Si le style Croissance gagnait au final +9,9% en novembre, le style *Value* ne démérait pas, avec une progression +7,2%⁽¹³⁾. Depuis le début de l'année en Zone euro, la surperformance de la *Value* sur la Croissance reste donc conséquente, à +9,0%, avec un indice *Value* qui n'est désormais en recul que de -3,5% (contre -12,5% pour l'indice Croissance)⁽¹⁴⁾.

R-co Conviction Equity Value Euro progressait en ligne avec le style *Value* sur le mois de novembre (+7,3%)⁽¹⁴⁾, ce qui porte sa surperformance sur son indice de référence⁽¹⁵⁾ à +2,3% depuis le début de l'année⁽¹⁴⁾. La légère sous-performance du fonds sur le mois par rapport à son indice de référence (-0,8%) s'explique exclusivement par sa sous-exposition aux deux meilleurs secteurs du mois : les biens de consommation et la technologie (cf. paragraphe précédent). Si l'effet de sélection n'a quasiment pas eu d'effet sur la performance mensuelle du fonds, nous noterons cependant parmi nos convictions, le fort rebond d'Alstom (+19,2%) ou encore la belle progression de BNP Paribas (+12,5%)⁽¹⁴⁾, qui ont été toutefois compensés par la sous-performance de titres à caractère plus défensif, comme Sanofi (-1.0%) ou Danone (-0.6%).

L'atteinte, confirmée aux États-Unis, et plutôt précoce en Europe, du pic d'inflation, a continué de porter les espoirs des investisseurs. Aussi, le rally du marché qui s'opère depuis la mi-octobre s'est surtout fait *via* les valeurs cycliques, dont la décote vs. valeurs défensives avait atteint un point bas historique à la fin de l'été⁽¹⁴⁾ ; comme nous l'avions fait remarquer dans nos précédentes publications. Cette évolution a également été aidée par une bonne saison de résultats Q3 2022, des *soft datas*⁽¹⁶⁾ plus mitigées, et un prix du gaz en repli après un début d'hiver doux ; le tout donnant de la crédibilité à un scénario de repli modéré de l'activité en Europe.

Dans ce contexte, nous avons continué à renforcer le poids des valeurs cycliques dans le portefeuille, ce qui a réduit le poids du pilier défensif de 28% à fin septembre à 25% à fin novembre. Ce renforcement résulte en partie de la surperformance des valeurs cycliques, mais a été accentué par plusieurs arbitrages. Nous avons ainsi augmenté le poids de certaines valeurs cycliques qui avaient été largement pénalisées depuis le début de l'année (Faurecia : -60%, Prosieben : -34%, Siemens : -12%), et pris des bénéfices sur certaines valeurs ayant surperformé (Deutsche Telekom : +22%, Caixabank : +55%, TechnipEnergies : +18%, EDP : -3%).

Les BPA 2023 nous paraissent toutefois encore trop élevés, avec une hausse attendue à +7,6% (hors commodités et énergie)⁽¹⁷⁾, ce qui reste trop optimiste par rapport à notre scénario de récession modérée. Pour aller plus loin dans ce mouvement pro-cyclique, nous attendons de nouvelles avancées sur les révisions à la baisse des bénéfices. D'autres éléments pourraient également nous aider à accélérer ce mouvement, à savoir, la poursuite de la réouverture de la Chine et une désescalade sur le front russo-ukrainien.

Nous avons conservé notre surexposition marquée au secteur bancaire, dont les publications ont de nouveau surpris positivement et dont les BPA 2022 ont été révisés à la hausse de plus de 18% depuis le début de l'année⁽¹⁸⁾. Ces révisions, portées par la hausse des taux d'intérêt, devraient poursuivre leur tendance au cours des années à venir *via* le *repricing*⁽¹⁹⁾ des crédits au bilan des banques. Aussi, alors que la valorisation du secteur reste proche des points bas, nous continuons de penser que la hausse des taux fera plus que compenser dans les bénéfices l'impact de la dégradation macroéconomique. En effet, la hausse du coût du risque à venir pourrait être en grande partie absorbée par les provisions Covid-19, toujours présentes dans le bilan des banques.

Achevé de rédiger le 7 décembre 2022

(9) Terme anglais qui s'applique lorsqu'une société fait l'objet ou réalise une opération financière qui a pour conséquence de modifier sa valeur de marché.

(10) *Price Earning Ratio* (P/E) = Cours / bénéfices.

(11) Le style *Value* consiste à investir dans des titres décotés, c'est-à-dire des sociétés dont le prix de l'action est inférieur à sa valeur intrinsèque.

(12) Sources : Bloomberg - 01/12/2022 ; Goldman Sachs - 01/12/2022 sur MSCI Europe.

(13) Source : Bloomberg - 01/12/2022.

(14) Source : Exane - Décote de 39% le 31/08/2022.

(15) Indice de référence : Euro Stoxx® NR.

(16) Les *hard data* se définissent par des données macroéconomiques 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 récurrente, 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.

(17) Source : Goldman Sachs Europe Weekly Kickstart - 02/12/2022.

(18) Source : Europe Weekly Kickstart Goldman Sachs - 02/12/2022.

(19) Modification du prix d'un actifs lorsqu'il est mis en vente.

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. Les allocations et répartitions, géographiques et sectorielles, ne sont pas figées et sont susceptibles d'évoluer dans le temps, dans les limites du prospectus.

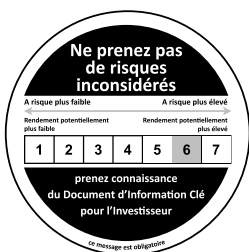


Performances	Depuis le début de l'année	2021	2020	2019	2018	2017	Depuis création ⁽¹⁾	Volatilité 1 an
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR	-6,87%	26,30%	-9,85%	17,64%	-18,01%	14,74%	99,18%	22,59%
Euro Stoxx [®] NR ⁽²⁾	-9,15%	22,67%	0,25%	26,11%	-12,72%	12,55%	91,75%	19,60%

(1) Date de création : 20/05/2005

(2) Indice de référence.

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/11/2022.



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

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

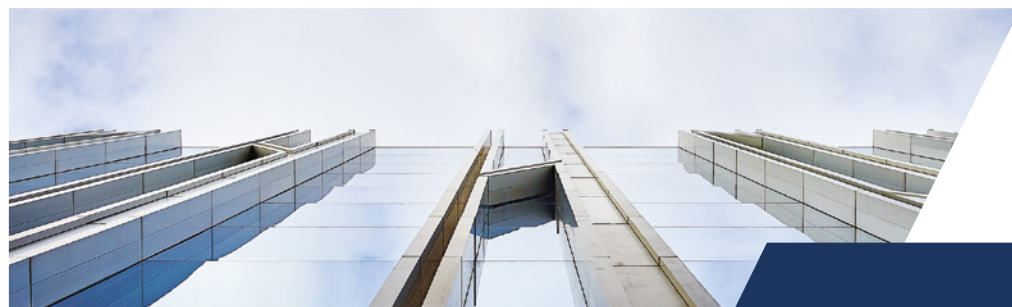
tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC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