



Une opportunité sur le style value au sein des marchés actions européens



Anthony Bailly
Gestionnaire actions européennes

Le positionnement des investisseurs semble montrer une défiance envers les actions, la pondération sur la classe d'actifs étant sur des points bas historiques dans les allocations. Cependant, même si l'argument « TINA » (Il n'y a pas d'alternative) en faveur de la détention d'actions a disparu, les actions surperforment confortablement les obligations et les liquidités non seulement depuis le début de l'année, mais aussi depuis trois ans. Aussi, même si nous avons une approche relativement prudente à ce moment du cycle, nous sommes convaincus qu'il fait sens de repondérer la *value* européenne au sein des poches actions sur les niveaux actuels.

Les actions sont-elles trop chères ?

Il y a pour nous deux éléments de réponse à cette question. D'une part, cela dépend de la zone géographique. Les États-Unis affichent effectivement une valorisation élevée avec un P/E de 18,4x⁽¹⁾, nettement au-dessus de sa médiane historique autour de 16x⁽¹⁾. Cette valorisation est tirée à la hausse par les méga-cap technologiques (les *magnificent 7*) qui affichent un P/E de 27x⁽²⁾, leur poids dans les indices gonflant ainsi de plus de 2 points le multiple de l'indice qui, retraité de ces valeurs serait de 16x⁽²⁾. Globalement, tous les marchés affichent des valorisations au-dessus de leur médiane historique, que ce soit les actions internationales, les actions japonaises, ou même les actions émergentes⁽¹⁾. Seule exception : l'Europe qui avec un P/E de 11,9x⁽³⁾ affiche un multiple inférieur à sa médiane historique. C'est donc la seule zone dont la valorisation apparaît attractive.

D'autre part, cela dépend également du style de gestion : Au sein de l'indice européen, on observe une forte dichotomie entre les styles *Value* et Croissance. En effet les valeurs de croissance affichent des valorisations largement supérieures à leur médiane historique, avec un P/E de plus de 19,2x⁽³⁾, là où les valeurs *value* affichent des valorisations proches de leur plus bas historique à 8,7x⁽²⁾, soit 2,4 points en dessous de sa médiane historique⁽³⁾. Cette divergence est d'autant plus frappante qu'elle atteint un écart historique, et ce malgré un changement d'environnement sur les taux d'intérêt qui a bénéficié au style *Value*.

En effet, depuis le début de la hausse des taux, que l'on peut dater au début de l'année 2021, les actions *value* européennes affichent, en effet, une performance de +31,2 %⁽⁴⁾, quasiment deux fois plus importante que celle des actions croissance, et largement supérieure à celle des obligations d'État, des obligations crédit de bonne qualité et du monétaire⁽⁴⁾. En conclusion, si les actions dans leur ensemble affichent des niveaux de valorisation plutôt élevés, le segment des actions *value* européennes fait figure d'exception, avec un niveau de valorisation proche de ses points bas historiques et ce malgré une surperformance marquée depuis le début de la phase de normalisation des taux.

(1) Source : FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Global Weekly Kickstart 02/10/2023.

(2) Source : Goldman Sachs.

(3) Source : Factset, Goldman Sachs Global Investment Research.

(4) Source : Bloomberg 02/10/2023.

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.



Quels arguments permettent de mettre en avant l'attractivité de la *value* européenne à court terme ?

Pour comprendre ce qui est intégré par le marché, nous prenons en compte deux paramètres : i/ les ratios de valorisation et ii/ les attentes de croissance bénéficiaire.

S'agissant des ratios de valorisation, certains secteurs *value* affichent des niveaux de valorisation sur des points bas historiques à l'image de l'automobile avec un P/E de $5,4 \times^{(5)}$, de la Banque ($6,3 \times^{(5)}$) ou de l'Énergie ($7,6 \times^{(5)}$). À l'opposé du spectre, on trouve les biens de consommation à $21,1 \times^{(5)}$ tiré par la composante luxe, la technologie à $19,2 \times^{(5)}$ ou la santé à $17,0 \times^{(5)}$. Pour autant, dans un marché qui attend 7 % de croissance des bénéfices par action (BPA) pour l'année 2024⁽⁶⁾, les attentes de croissance bénéficiaire sont comprises entre 11,9 %⁽⁶⁾ pour la santé et 15,1 %⁽⁶⁾ pour la technologie, alors qu'elles sont faibles, voire négatives pour les trois secteurs *Value* mentionnés (allant d'une progression de +3,0 %⁽⁶⁾ pour le secteur bancaire à une contraction de -3,0 %⁽⁶⁾ pour l'automobile)⁽⁷⁾.

Autrement dit, nous avons des secteurs de Croissance relativement chers, avec des attentes élevées sur les BPA, contre des secteurs *Value* peu chers, avec des attentes conservatrices sur les croissances bénéficiaires. Certes, aucun de ces secteurs n'est immune au ralentissement économique, mais les attentes conservatrices en matière de bénéfices combinées à des ratios de valorisation faibles dans des secteurs tels que les mines, l'énergie et les banques, offrent une certaine marge de sécurité, alors que les bénéfices des secteurs de croissance plus chers, tels que la technologie ou le luxe sont confrontés à une barre plus haute. Cette situation crée, selon nous, une asymétrie risques / bénéfices particulièrement intéressante pour les investisseurs.

Performance relative des styles *Value*, Croissance et de R-Co Conviction Equity Value Euro (part I) Vs Eurostoxx dividendes réinvestis sur 3 ans



Sources : bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 30/09/2023.

(5) Source : Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research.

(6) Source : FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Global Weekly Kickstart 02/10/2023.

(7) Source : FactSet, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research.

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.



Quid à moyen/long terme ?

Sur le moyen terme, le fameux “*higher for longer*”⁽⁸⁾, martelé par la Fed n’est que partiellement intégré dans la performance relative de la *value* par rapport à la croissance. La corrélation historique entre la performance de ces styles et le niveau des taux peine, en effet, à se confirmer depuis un an. Certes le style *value* a surperformé, mais pas dans l’amplitude que l’on aurait pu attendre au regard de la hausse des taux. Cela s’explique par le fait qu’un certain nombre de secteurs cycliques *value* a souffert des craintes macroéconomiques liées, dans un premier temps aux tensions géopolitiques et, dans un second temps, aux effets de second tour du resserrement monétaire. Selon nous, ces secteurs intègrent déjà en partie dans leur valorisation un scénario de ralentissement économique. Ceci n’a cependant pas empêché le style *Value* de surperformer de façon significative comme on l’a vu et ce, dans des environnements de marché baissiers (2022) comme haussiers (2023) ! Nous sommes convaincus que cette surperformance reflète seulement le début d’un rééquilibrage entre les deux styles.

Sur le long terme et dans le prolongement de ce que nous venons d’expliquer, nous considérons être entrés depuis bientôt trois ans dans un nouveau paradigme qui, en réalité est triple : Nouveau paradigme sur l’inflation, les politiques monétaires et sur les taux. Nous sommes passés d’un environnement déflationniste (de la crise financière de 2008 à la crise du Covid-19), poussant les banques centrales à des politiques monétaires expansionnistes conduisant à des taux négatifs, à l’environnement inverse : un contexte inflationniste, qui amène ces mêmes autorités monétaires à devenir restrictives et pousse les taux à la hausse. Pourquoi cette situation pourrait-elle perdurer sur une longue période ? Parce-que même si les forces déflationnistes d’hier (à l’image du progrès technologique, comme l’illustre l’Intelligence Artificielle aujourd’hui) sont toujours présentes, elles sont désormais contrebalancées par des pressions inflationnistes qui, elles, sont nouvelles : (i) la transition climatique (ii) les facteurs politiques et sociaux, (iii) la démondialisation qui se traduit par des relocalisations, et (iv) le vieillissement des populations dans les pays avancés. Ces éléments nous confortent dans notre conviction d’être entrés dans un nouveau paradigme, avec des conséquences importantes en termes d’investissement sur les marchés actions, notamment en ce qui concerne les styles de gestion.

Quels secteurs privilégier dans ce contexte ?

De façon contrintuitive, deux secteurs nous semblent offrir des fondamentaux leur permettant de surperformer dans l’environnement macroéconomique actuel. D’abord, le secteur bancaire : ce dernier affiche une très forte croissance de ses bénéfices, conséquence directe de la hausse des marges d’intérêt qui continue à se matérialiser au gré du renouvellement des prêts. L’impact sur les bénéfices est très significatif, et les bénéfices du secteur ont été révisés à la hausse de près de 25 %⁽⁹⁾ depuis le début de l’année, sans que cela soit reflété complètement dans la performance boursière, ce qui explique la valorisation historiquement basse du secteur. Certes l’environnement macroéconomique est incertain et le coût du risque pourrait augmenter, mais les provisions accumulées au bilan des banques permettront d’y faire face et, au final, l’impact positif des taux restera prépondérant et devrait s’installer dans le temps.

Autre secteur à privilégier malgré les craintes de ralentissement de l’économie : l’énergie. Là encore la demande peut paraître à risque, mais sur ce point, il faut prendre en compte l’effet de base positif sur la Chine et le niveau de stocks qui est au plus bas dans les pays de l’OCDE. Ces deux éléments sont susceptibles de soutenir la demande dans les prochains mois. Surtout, l’offre apparaît sous pression après le prolongement des coupes de production décidées par l’OPEP+ et l’Arabie Saoudite plus particulièrement. Ces éléments expliquent, au global, un déséquilibre offre/demande de l’ordre de 2 millions de barils par jour au cours du second semestre⁽¹⁰⁾, expliquant la récente remontée du prix du baril qui n’est pas reflétée dans la valorisation actuelle du secteur. En effet, malgré cette remontée, les bénéfices du secteur de l’énergie ont été révisés à la baisse d’environ -20 % depuis leur point haut⁽¹¹⁾, ce qui reflète une contraction de l’activité globale. Un possible stimulus en Chine pourrait, par ailleurs, soutenir la demande et le prix du baril le cas échéant.

En ce sens, le secteur des matières premières retrouve également de l’attrait. Il affiche une valorisation faible, en deçà de son niveau médian historique et les attentes de croissance bénéficiaire ont déjà été revues de -50 %⁽¹²⁾ à la baisse, alors que lors des récessions passées, ces révisions atteignaient en moyenne -30 %⁽¹³⁾. Le secteur nous paraît donc déjà intégrer un scénario particulièrement adverse au moment où les indicateurs avancés industriels semblent avoir touché un point bas.

(8) Des taux plus haut, plus longtemps.

(9) Source : FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, Global Weekly Kickstart 02/10/2023.

(10) Source : IEA, Kepler Cheuvreux estimates.

(11) Source : Bloomberg 02/10/2023 : EPS 12mfwd Stoxx600 Energie.

(12) Source : Bloomberg 02/10/2023 : EPS 12mfwd Stoxx600 Matières Premières.

(13) Source : Bloomberg, FactSet, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research.

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.



Comment est positionné R-co Conviction Equity Value Euro dans ce contexte ?

Le fonds conserve son biais *value*. Dans notre approche, nous cherchons actuellement à naviguer au sein du cycle en réduisant le biais cyclique du fonds dans la phase de ralentissement macroéconomique que nous anticipons en augmentant le poids du pilier défensif de notre portefeuille. Il est aujourd'hui de 35 %⁽¹⁴⁾, proche de ses plus hauts historiques, ce qui se traduit par une surpondération dans le secteur des télécoms notamment (Deutsche Telekom, Orange, KPN), de l'alimentation-boisson (AB Inbev, CCEP, Danone) mais également par une augmentation du poids de Sanofi dans la santé. Les plus grosses surpondérations concernent, comme évoqué précédemment les secteurs bancaires et de l'énergie, mais également et dans une moindre mesure, les matières premières et l'immobilier, ce dernier secteur devant profiter de la fin du cycle de hausse des taux pour se réapprécier.

À l'inverse, nous restons très largement sous pondérés sur les secteurs de croissance, biens de consommation et de la technologie notamment, qui nous paraissent trop richement valorisés et pour lesquels les niveaux d'attentes de croissance de résultats pour 2024 nous semblent trop optimistes, surtout au regard des incertitudes macroéconomiques et de l'environnement de taux actuels.

Quel a été le comportement du fonds sur la période récente et à plus long terme ?

La hausse des taux a bénéficié au style *value* qui surperforme l'indice Eurostoxx de 24 %⁽¹⁵⁾ sur 3 ans et l'indice croissance de 32,4 %⁽¹⁶⁾, mais cette surperformance ne reflète encore que partiellement le changement de paradigme. Il est à noter que cette surperformance s'est faite dans des marchés tour à tour baissiers, puis haussiers. R-co Conviction Equity Value Euro surperforme pour sa part l'indice Eurostoxx de 24,2 %⁽¹⁷⁾ sur la période. Depuis le début de l'année 2023, le fonds surperforme son indice de référence de 3,2 %⁽¹⁷⁾.

Cette performance lui permet de se distinguer au sein de l'univers *value*, d'autant que la volatilité du fonds sur un an est désormais proche de l'Eurostoxx, ce qui est inhabituel pour un fonds *value* par nature plus cyclique⁽¹⁶⁾. À l'inverse, nous soulignerons le fait que la volatilité de la croissance, style perçu comme un refuge immune aux soubresauts macroéconomiques, a fait le chemin inverse avec une volatilité désormais plus élevée que celle du marché et de la *Value*.

Achévé de rédiger le 2 octobre 2023

(14) Source : Rothschild & Co Asset Management.

(15) Source : Bloomberg 02/10/2023 – du 01/10/2020 au 29/09/2023.

(16) Source : Bloomberg 02/10/2023.

(17) Source : Bloomberg 02/10/2023 – du 01/10/2020 au 29/09/2023 – part I.

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.



Performances	Depuis le début de l'année						Depuis création	Volatilité 1 an
		2022	2021	2020	2019	2018		
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR ⁽¹⁾	12,7%	-9,6%	26,3%	-9,9%	17,6%	-18,0%	117,8% ⁽¹⁾	15,7%
R-co Conviction Equity Value Euro I EUR ⁽²⁾	13,2%	-9,1%	27,1%	-9,2%	18,5%	-17,4%	88,8% ⁽²⁾	15,7%
Euro Stoxx [®] NR ⁽³⁾	10,0%	-12,3%	22,7%	0,2%	26,1%	-12,7%	-	15,2%

(1) Date de création : 20/05/2005.

(2) Date de création : 30/12/2009.

(3) Indice de référence.

Source : Rothschild & Co Asset Management, 30/09/2023.

Indicateur de risque SRI : 5 sur 7

L'indicateur synthétique de risque permet d'apprécier le niveau de risque de ce produit par rapport à d'autres. Il indique la probabilité que ce produit enregistre des pertes en cas de mouvements sur les marchés ou d'une impossibilité de notre part de vous payer. Nous avons classé ce produit dans la classe de risque 5 sur 7, qui est une classe de risque entre moyenne et élevée et reflète principalement son positionnement sur le marché des actions de la zone Euro. Autrement dit, les pertes potentielles liées aux futurs résultats du produit se situent à un niveau entre moyen et élevé et, si la situation venait à se détériorer sur les marchés, il est probable que notre capacité à vous payer en soit affectée. L'indicateur de risque part de l'hypothèse que vous conservez le produit pendant 5 ans ; dans le cas contraire, le risque réel peut être très différent, et vous pourriez obtenir moins en retour.

Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DIC PRIIPS 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 : 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 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. Les allocations et répartitions, géographiques et sectorielles, ne sont pas figées et sont susceptibles d'évoluer dans le temps, dans les limites du prospectus.



Avertissements

Communication publicitaire, simplifiée et non contractuelle. 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. 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, 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 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 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 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 DIC PRIIPS 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 DICPRIIPS/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, 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, sous peine de poursuites.

À propos de Rothschild & Co Asset Management

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 27 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com



Rejoignez-nous
sur [LinkedIn](https://www.linkedin.com) 

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

 **Rothschild & Co**
Asset Management