

Bilan 2023 & Perspectives 2024

R-co Conviction Equity Value Euro



Anthony Bailly
Gestionnaire actions européennes



Vincent Imeneuraët
Gestionnaire actions européennes

1/ Les marchés actions affichent finalement une forte progression en 2023. Comment l'expliquer ?

Début 2023, les investisseurs étaient toujours inquiets du niveau d'inflation et des conséquences des politiques monétaires restrictives sur la croissance. Beaucoup d'entre eux avaient donc réduit leur poche actions en début d'année pour renforcer leurs expositions sur les marchés obligataires dans le contexte de hausse de taux qui prévalait alors.

Finalement, les actions affichent la meilleure performance au sein des classes d'actifs sur l'année avec une progression de 18,6 % pour l'Eurostoxx contre 3,3 % pour le monétaire, 7,2 % pour les obligations souveraines et 8,2 % pour les obligations d'entreprises⁽¹⁾.

Tout au long de l'année, la consommation a tenu, surtout aux États-Unis, soutenue par l'emploi, et ce malgré le resserrement des conditions de crédit. Si la résilience de l'inflation *core*⁽²⁾ a amené les investisseurs à douter d'août à octobre, la confirmation d'une accélération de la baisse de l'inflation sur le dernier trimestre a crédibilisé le scénario de *soft landing*⁽³⁾ : les investisseurs ont alors intégré le fait que la Fed allait réussir son pari de réduire l'inflation tout en préservant la croissance. Cela s'est traduit par une baisse de plus de 100bp du taux 10 ans US qui est passé de 5 % en octobre à moins de 4 % en fin d'année⁽⁴⁾. Le discours plus accommodant de la Fed lors du FOMC⁽⁵⁾ de décembre a validé ce scénario, conduisant le marché à anticiper désormais six baisses de taux pour 2024. Autrement dit, nous sommes passés en quelques semaines d'un scénario « *higher for longer*⁽⁶⁾ » à un scénario de baisse des taux directeurs par la FED dès le mois de mars prochain.

Cela a bénéficié aux marchés d'actions qui ont fortement rebondi depuis début novembre pour clôturer l'année sur des points hauts historiques. La baisse des taux en fin d'année a par ailleurs entraîné une inflexion positive sur les flux avec un retour encore timide des investisseurs sur les actions. Au final, dans un contexte de résilience de l'économie, les actifs risqués ont joué leur rôle et il était donc opportun d'être exposé aux actions.

2/ Comment s'est comporté le style Value dans ce contexte ?

Nous avons déjà évoqué la corrélation historique qui existe entre la performance relative du style Value et le niveau des taux.

Après une nette surperformance depuis 2021, le style Value a souffert de la forte volatilité des taux en 2023. Après avoir sous-performé en début d'année, touchant un point bas lors de la crise bancaire en mars⁽⁷⁾, il a bénéficié du discours « *higher for longer* » des banques centrales qui lui a permis de surperformer de façon significative entre les mois de juin et septembre. En fin d'année, la forte baisse des taux l'a de nouveau largement pénalisé. La performance du style Value a finalement terminé en hausse de +17,4%, soit un peu moins d'un point en dessous de l'indice⁽⁸⁾.

(1) Source : Bloomberg, Décembre 2023.

(2) (hors alimentation et énergie).

(3) Atterrissage en douceur.

(4) Source : Fed, décembre 2023.

(5) Federal Open Market Committee.

(6) Plus élevés pour plus longtemps.

(7) Source : Bloomberg, 15/12/2023.

(8) Source : Rothschild & Co Asset Management 15/12/2023.

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.



Si le retour de l'inflation et la forte hausse des taux depuis les points bas de 2020 ont permis au style Value de surperformer, ce dernier n'a pas progressé à hauteur de ce que l'on aurait pu espérer vu l'ampleur du rebond sur les taux. Cela s'explique notamment par la sous-performance du pan cyclique de la Value qui a souffert des craintes de récession que laissaient présager le retournement des indicateurs avancés et le resserrement des conditions de crédit. Si l'on rajoute à cela les difficultés de la Chine, certains secteurs comme celui des matières premières au sens large ont été particulièrement pénalisés.

3/ Où en sommes-nous des niveaux de valorisations et des attentes de croissance bénéficiaire ?

Malgré ce rebond de fin d'année, la valorisation des marchés actions européens reste très attractive avec un P/E⁽⁹⁾ de 12,8x. Ceci reste inférieur à la médiane historique des 20 dernières années qui est de 13,1x. Si l'on s'intéresse à l'écart de valorisation entre style, celui-ci est particulièrement marqué : le style Value affiche un niveau de valorisation de 9,1x, proche de ses points bas historiques alors qu'à l'opposé le style Croissance⁽¹⁰⁾ à 20,4x est proche de ses points hauts⁽¹¹⁾. Autrement dit, si la baisse des taux doit provoquer comme attendu une revalorisation des actions, il semble déjà avoir été intégré du côté du style Croissance, mais pas du tout du côté du style Value. Nous sommes d'autant plus confortables avec la valorisation des secteurs Value que le niveau d'attente sur la croissance des résultats est très faible. Ainsi, si l'on s'intéresse aux trois secteurs les moins bien valorisés (Automobile, énergie et banques), les attentes de croissance d'EPS⁽¹²⁾ pour 2024 sont comprises entre -5 % pour l'automobile et +4 % pour l'énergie. Ceci est à comparer à une attente de croissance globale des résultats pour le marché européen de 6 %. A l'opposé, sur les trois secteurs les mieux valorisés (Biens de consommation, technologie et la santé), les croissances d'EPS attendues sont comprises entre 10 et 13 %⁽¹³⁾.

La faible valorisation couplée à des attentes modestes de croissance des résultats rendent donc le style Value particulièrement attractif en ce début d'année, d'autant qu'au cours des 12 dernières saisons de publication, la Value a surpris à la hausse dans une proportion supérieure à celle de la croissance.

4/ Quel environnement anticipez-vous pour 2024 ?

Concernant la croissance économique, il faut reconnaître que l'on a eu de bonnes surprises tout au long de l'année, surtout aux États-Unis où l'emploi commence à ralentir mais où on observe toujours des hausses de salaires réels, ce qui soutient la consommation malgré le fait que les ménages américains aient largement puisé dans leur surplus d'épargne. Il sera néanmoins difficile de tenir le rythme de croissance que l'on a connu en 2024. Cette dernière était de plus de 4,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre⁽¹⁴⁾. Pour autant, le scénario d'un simple ralentissement de la croissance, soutenu par un assouplissement des conditions de crédit nous paraît crédible.

En Europe, il semble que l'on soit proche du point bas sur l'activité. On le voit notamment sur les indices PMI⁽¹⁵⁾ qui semblent avoir touché des points bas tant sur la partie manufacturière que sur la partie services, mais aussi au niveau des indices de surprise économique, dont le *momentum* est bien orienté depuis trois mois. Là encore, la baisse de l'inflation redonne du pouvoir d'achat aux ménages, ce qui devrait permettre d'avoir une croissance faible ou dans le pire des cas une récession technique. La situation reste compliquée en Chine, mais on observe des signes d'amélioration notamment sur les ventes au détail, et les prix dans le secteur immobilier se stabilisent. Un plan de relance très attendu pourrait aider l'économie à rebondir.

Sur l'inflation, il nous semble que le marché anticipe un retour trop rapide vers l'objectif de 2 % des banques centrales. Les forces inflationnistes nouvelles sont là (transition climatique, démondialisation notamment), et même si le pic est derrière nous, la baisse de l'inflation *core* ne devrait être que progressive, d'autant que sa composante services semble bien ancrée dans le temps. Ainsi, l'anticipation de six baisses de taux par la Fed dès l'an prochain nous paraît un peu trop optimiste de la part des investisseurs, à moins que l'économie américaine bascule brusquement en récession marquée, ce qui n'est pas notre scénario.

Comme nous l'avons déjà indiqué, le style Croissance nous semble avoir déjà intégré dans ses multiples ces baisses de taux. En ce sens, il nous semble à risque face à l'incertitude qui pèse encore sur le rythme de baisse de ces taux. A contrario, ce n'est pas le cas pour le style Value, notamment pour son pan cyclique qui intègre lui un ralentissement de l'économie. C'est ce pan qui devrait le plus bénéficier d'un scénario de *soft landing* si celui-ci devait se matérialiser.

(9) Source : Morgan Stanley Earnings Tracker Price Earning : ratio cours sur bénéfices.

(10) 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.

(11) Source : Bloomberg, 15/12/2023.

(12) Bénéfice Par Action.

(13) Source : Goldman Sachs Global Investment Research, Factset, "European Weekly Kickstart du 15/12/2023.

(14) Source : Bloomberg, 21/12/2023.

(15) Indice des directeurs d'achat, 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.

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.



5/ Comment s'est comporté le fonds en 2023 et quel est le positionnement en ce début d'année ?

R-co Conviction Equity Value Euro s'est bien comporté, affichant une surperformance de 50 pdb sur son indice de référence malgré la sous performance du style Value. Cette performance s'explique par une bonne sélection de titres, notamment dans les secteurs de l'alimentation/boisson, de l'énergie et de la distribution.

Nous conservons nos surpondérations sur les secteurs de l'énergie et des banques pour lesquels les fondamentaux nous paraissent toujours solides, et dont la valorisation et le rendement par les dividendes sont particulièrement attractifs. L'environnement de *soft landing* devrait lever les incertitudes qui pèsent encore sur les niveaux de valorisation. C'est très clairement le premier levier de performance. S'agissant du second levier, à savoir l'évolution des croissances bénéficiaires, les attentes sont très faibles. L'impact décalé des évolutions de taux et l'assouplissement du crédit devraient permettre aux banques de surprendre de nouveau à la hausse. S'agissant de l'énergie, le maintien d'un niveau d'activité économique satisfaisant côté demande, et la ferme volonté de l'Arabie Saoudite de maintenir des prix élevés côté offre, devraient soutenir les cours du baril.

Nous avons également renforcé en fin d'année certaines valeurs cycliques comme Arcelor Mital dont les révisions de résultat reflètent déjà une dégradation significative de l'activité économique.

Conscient que le pic des taux est derrière nous, nous avons également renforcé nos positions sur les secteurs dont la valorisation avait été fortement impactée par la hausse des taux comme l'immobilier ou des services publics. Sur notre pilier défensif, nous conservons également une surpondération sur le secteur des télécoms : la hausse des marges combinée à la baisse des investissements (Fibre, 5G) devraient permettre au secteur d'améliorer sa génération de FCF⁽¹⁶⁾.

Nous restons en revanche à l'écart des secteurs de croissance (biens de consommation et technologie notamment) qui nous semblent avoir déjà intégré la normalisation en cours des taux d'intérêt, et dont les attentes ne sont pas immunes à quelques déceptions.

Dans l'environnement de taux normalisé qui se profile, les biais de style devraient être moins marqués. La sélection de titres en fonction de thématiques transverses (baisse des taux, intégration d'un scénario de ralentissement économique...) devrait en revanche prendre tout son sens, et devenir le principal vecteur de performance pour l'année 2024.

Achevé de rédiger le 3 janvier 2024

Performances	2023	2022	2021	2020	2019	2018	10 ans	Volatilité 1 an
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR ⁽¹⁾	19,1%	-9,6%	26,3%	-9,9%	17,6%	-18,0%	40,9%	15,6%
R-co Conviction Equity Value Euro I EUR ⁽²⁾	19,8%	-9,1%	27,1%	-9,2%	18,5%	-17,4%	51,3%	15,6%
Euro Stoxx [®] NR ⁽³⁾	18,5%	-12,3%	22,7%	0,2%	26,1%	-12,7%	85,0%	14,8%

(1) Date de création : 20/05/2005.

(2) Date de création : 30/12/2009.

(3) Indice de référence.

Source : Rothschild & Co Asset Management, 29/12/2023.

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

(16) Flux de liquidités disponibles généré par l'exploitation après avoir soustrait les investissements nécessaires pour le maintien ou le développement de l'outil de production.

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

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. 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** 

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

 **Rothschild & Co**
Asset Management