

Janvier 2023 | 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

Si dans l'ensemble les chiffres d'inflation ont de nouveau surpris à la baisse sur le mois de décembre (notamment de 7,7% à 7,1% aux États-Unis)⁽¹⁾, les investisseurs ont surtout retenu l'abnégation des banques centrales à maintenir leur politique belliciste, à l'instar de la BoJ qui a rejoint en fin de mois le mouvement historique et global de resserrement monétaire qui a marqué cette année 2022. Après un optimisme non feint depuis octobre, les marchés ont accusé le coup et ont été rappelés à la réalité de conditions financières qui semblent s'inscrire dans la durée. Dividendes réinvestis, le MSCI World reculait de -4,2% (en \$), le S&P 500 de -5,8% (en \$), alors que l'Euro Stoxx poursuivait sa surperformance de novembre en ne rendant que -3,5% en décembre⁽¹⁾.

Aux États-Unis, même si la hausse des taux directeurs de 50 points de base de la Fed (à 4,25-4,5%) était attendue, le relèvement de sa prévision pour fin 2023 de 4,6% à 5,1% l'était moins. Cette révision était corroborée par le discours de Jérôme Powell, qui face à un marché de l'emploi toujours aussi résilient (création d'emplois à 263k contre 200k attendus, soit le 8ème mois consécutif supérieure aux attentes), a réaffirmé la nécessité de ralentir l'activité pour contenir définitivement l'inflation. Certains signes de ralentissement méritent d'ailleurs d'être soulignés outre-Atlantique : l'indice ISM manufacturier est passé en territoire de contraction (à 49,0 contre 50,2 en novembre), et les ventes aux détails, en repli de -0,6%⁽³⁾ étaient au plus bas depuis 12 mois.

En Europe, la BCE a également procédé à une hausse de 50 pbb (à 2% contre -0,5% en juin dernier) tout en indiquant clairement que d'autres hausses de taux suivraient. Ces annonces étaient facilitées par des prix du gaz qui retrouvaient leur niveau pré-conflit russo-ukrainien pour la première fois depuis l'invasion, et des indicateurs avancés en voie d'amélioration (PMI Composite en hausse de 1 point à 48,8 et surprenant à la hausse pour le deuxième mois consécutif, rebond de l'indice IFO sur le sentiment des industriels en Allemagne). Cet espoir de *soft landing* en Europe reste cependant à modérer de données macroéconomiques dégradées repli des ventes aux détails (-2,7% YoY) et de la production industrielle (-2% m/m)⁽¹⁾.

Enfin, en Chine, les données d'activité publiées sur le mois ont continué de se dégrader (ventes aux détails en baisse de -5,9%, ralentissement de la production industrielle et de l'investissement), toujours impactées par la politique zéro-Covid du régime. C'est cependant le virage en matière de politique sanitaire et la réouverture du pays qui aura marqué les esprits sur cette fin d'année en Asie, laissant augurer un possible changement de prisme au regard des perspectives de croissance 2023. Le manque de transparence du Gouvernement sur les conséquences sanitaires de ce revirement inhibe cependant la visibilité souhaitée par les investisseurs, ce qu'a reflété le recul du Shanghai Composite sur le mois (-2,3%)⁽¹⁾.

Les taux d'intérêt ont répondu à l'appel des banques centrales, avec une progression de 27 pbb du taux 10 ans américain (+33 pbb pour les taux réels), et surtout une hausse marquée des taux allemands (+63 pbb pour le Bund et +65 pbb pour les taux réels) qui clôturaient 2022 sur leur point haut de l'année⁽¹⁾.

(1) Source : Bloomberg, 31/12/2022.

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.



Face à des révisions de bénéfices par actions (BPA) encore limitées (-0,6% sur le mois pour les BPA 2023⁽²⁾), le marché européen a dératé : Le P/E de l'Euro Stoxx dividendes réinvestis passant de 12,2x à 11,7x. Ce mouvement s'est décomposé de façon divergente en termes de style, le P/E de la croissance reculant de 19,8x à 19,2x, alors que le P/E de la *Value* progressait de 8,4x à 8,6x. La prime de valorisation de la Croissance sur la *Value* passait donc de 135% à 123%, toujours proche de ses points hauts historiques, laissant quasi intact le potentiel de normalisation que l'on peut espérer au regard de l'évolution des taux d'intérêt sur cette année 2022.

Performance & positionnement du fonds

Dans ce contexte de hausse marquée des taux d'intérêt, le marché a favorisé les financières (Banques +1,0%, Assurances -0,9%), et surtout pénalisé les secteurs de croissance (Biens de consommations -6,5% et Technologie -7,6%). Le style *Value*, en recul de 2,1% sur le mois, surperformait donc le marché de 1,4%, et le style croissance de 2,5%. Au final sur l'année 2022, l'écart de performance entre la *Value* et la croissance est proche de 12% (11,8%). Nous ajouterons que depuis un peu plus de 2 ans et l'annonce d'un vaccin efficace par Pfizer (qui a redonné de la visibilité à l'économie globale) en novembre 2020, cet écart s'accroît à 25,6%.

R-co Conviction Equity Value Euro limitait sa baisse à -3% en décembre, et terminait l'année à -9,6%, soit +2,7% sur son indice de référence. La surperformance du fonds sur le mois s'explique essentiellement par l'effet d'allocation. Si la sous-performance marquée des secteurs de croissance a naturellement aidé, c'est surtout la surpondération sur le secteur bancaire qui a généré plus de la moitié de la surperformance du fonds sur ce dernier mois de l'année. La sélection de titres n'a eu que peu d'effet sur le mois, avec quelques satisfactions (Sanofi +4,9%, Saint Gobain +4,4%), et quelques déceptions dans l'automobile (Stellantis -10,9%) et sur les bilans les plus levragés (Faurecia -10,3%, Alstom -8,2%)⁽³⁾.

Comme le relevaient les *soft data* en Europe évoquées dans la première partie, le scénario d'un repli modéré de l'activité en Europe a gagné en crédibilité sur le mois de décembre, aidé par un hiver qui se veut clément pour l'instant. Le recul du marché sur le mois s'explique donc plus par l'évolution des taux souverains que par des inquiétudes macroéconomiques, et les valeurs cycliques, qui ont largement contribué au rallye des semaines précédentes, n'ont donc souffert que modérément sur ce mois de décembre. La valorisation de ce pan du marché reste proche, comme c'est le cas depuis plusieurs mois, de ses points bas historiques.

Les BPA 2023, révisés que très légèrement et attendus en hausse de +7,3% (hors matières premières et énergie⁽⁴⁾) nous paraissent toujours trop élevés par rapport à notre scénario de récession modérée. Il est probable que le mouvement à la baisse se poursuive avec la saison de publications du quatrième trimestre et les premières annonces de guidance pour l'année 2023. D'éventuelles déceptions sur les cycliques pourraient être d'excellentes opportunités si l'on tend à se projeter rapidement sur l'année 2024. Pour autant, et conformément à ce que nous avons évoqué le mois dernier, nous avons continué à renforcer la cyclicité du portefeuille, mouvement soutenu par les annonces de la réouverture de l'économie chinoise. Le manque de clarté sur ce dernier point nous a amené à n'augmenter le poids des valeurs cycliques que de 1% supplémentaire, avec un pilier défensif qui pèse désormais 24%.

Le renforcement de cette cyclicité s'est fait à travers quelques arbitrages : nous avons ainsi profité de la hausse des taux et de la contreperformance du secteur de la Technologie pour ne pas trop laisser dériver notre sous-pondération sur le secteur en renforçant nos positions sur STMicroelectronics (-8,3% en décembre) et sur CapGemini (-8,8%). Nous avons également été opportuniste face à la faiblesse de Deutsche Post (-7% en décembre et -34% sur l'année 2022). Ces renforcements ont été financés notamment par des prises de bénéfices sur le secteur de l'Énergie *via* TechnipEnergies et TotalEnergies (+20% et +40,5% en 2022). Cet arbitrage était aussi destiné à réduire notre surexposition à un secteur qui pourrait souffrir d'éventuelles avancées diplomatiques après avoir été de loin le meilleur *performer* de l'année (+20,3%). Ceci n'étant pas notre scénario central, notre surexposition sur l'énergie reste élevée à +4,5%. À cela s'est ajoutée la réduction de quelques positions défensives sur EDP et Danone ou encore le secteur des Telecoms *via* Deutsche Telekom et KPN.

Enfin, notre principale conviction pour l'année 2023 reste le secteur bancaire. Elle l'était déjà avant l'amélioration des *soft data* pour l'Europe, mais la confirmation de meilleures perspectives conjoncturelles serait un accélérateur pour un secteur qui doit bénéficier, *via* la hausse des taux d'intérêt, d'une augmentation conséquente de sa profitabilité, alors que les attentes sont encore relativement faibles (+7,6% sur les BPA 2023⁽⁵⁾). La hausse des PMIs vers/au-dessus de 50 a tendance à entraîner d'importantes réévaluations du secteur, dont la valorisation reste sur un point bas. Nous avons procédé au sein de ce secteur à quelques arbitrages, *via* des prises de bénéfices sur Caixabank (+59,4% en 2022) et l'accrétion de nos positions sur Unicredit (+3,7% en 2022) et Société Générale (-2% en 2022), dont la sensibilité à la hausse des taux doit s'incrémenter plus lentement que pour les banques espagnoles.

Achevé de rédiger le 6 janvier 2023

(2) Source : Bloomberg, 06/01/2023.

(3) Source : Bloomberg, 31/12/2022.

(4) Source : Europe Weekly Kickstart GS, 19/12/2022.

(5) Source : GS Europe Weekly Kickstart, 16/12/2022.

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. 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.

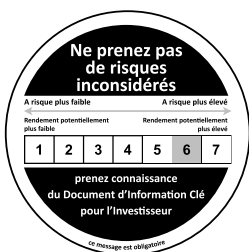


Performances	2022	2021	2020	2019	2018	2017	Depuis création ⁽¹⁾	Volatilité 1 an
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR	-9,63%	26,30%	-9,85%	17,64%	-18,01%	14,74%	93,27%	22,68%
Euro Stoxx [®] NR ⁽²⁾	-12,31%	22,67%	0,25%	26,11%	-12,72%	12,55%	85,09%	19,69%

(1) Date de création : 20/05/2005

(2) Indice de référence.

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/12/2022.



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

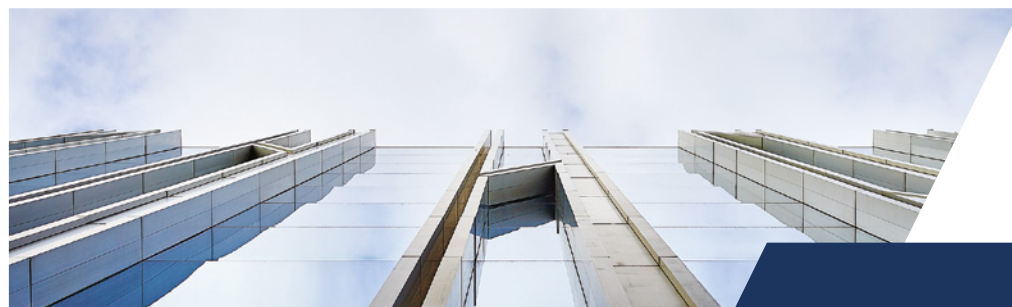
tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC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