

Février 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 l'année 2022, marquée par un mouvement historique et global de resserrement monétaire, avait été difficile pour les marchés financiers, l'année 2023 a débuté dans l'euphorie et l'espoir du dénouement de ce même mouvement. Portés par la poursuite de la baisse de l'inflation, la réouverture de la Chine et l'apaisement de la crise énergétique en Europe, les marchés ont débuté l'année 2023 sur un vent d'enthousiasme inattendu (dividendes réinvestis, le MSCI World et le S&P 500 progressaient respectivement de +7,1% et de 6,3%, alors que la Zone Euro surperformait largement avec un Eurostoxx qui gagnait 9,3%)⁽¹⁾.

Aux États-Unis, si la croissance du T4 2022 a surpris positivement avec une hausse du PIB de +2,9% t/t vs 2,6% attendu⁽²⁾ et que le marché de l'emploi se montre toujours aussi étonnamment résilient (taux de chômage stable à 3,5% et créations d'emplois de 223 000 en décembre), plusieurs indicateurs valident un ralentissement de l'économie américaine : si l'ISM *manufacturing* a baissé de 49,0 à 48,4 sur le mois⁽³⁾, c'est surtout l'ISM des services qui a lourdement chuté (de 56,5 à 49,6 en janvier) et surpris à la baisse (55,0 attendu). Par ailleurs, le secteur immobilier continuait de souffrir des hausses de taux comme en témoigne le nouveau recul des mises en chantier (-1,4% en janvier). L'inflation *core* poursuivait sa décrue de 6,0 à 5,7%⁽⁴⁾, et tout aussi encourageant, le rythme de progression des salaires reculait également de 5,1% à 4,6% en rythme annualisé⁽⁵⁾. Le consensus était quasi unanime sur une hausse à venir de 25 points de base (pdb) des taux de la Fed, hausse qui a été confirmée lors de la réunion du 1^{er} février.

En Zone Euro, les données de croissance du PIB étaient certes plus faibles qu'aux États-Unis (T4 2022 à +0,1%) mais faisaient preuve de résilience. Par ailleurs, la poursuite de la décrue des prix du gaz, la réouverture de la Chine (à laquelle la Zone Euro est très exposée) et le *momentum* d'amélioration des indicateurs avancés (PMI Composite à 50,3 - troisième mois consécutif de hausse et de surprise positif⁽⁶⁾) laissaient les investisseurs espérer un atterrissage de l'économie en douceur alors que la récession semblait inévitable depuis plusieurs mois. Malgré une inflation *core* qui se reprenait à 5,2% (vs 5,0% le mois précédent)⁽⁵⁾, la confiance du consommateur sur la Zone s'améliorait de -22,2 à -20,9⁽⁷⁾. La hausse de taux de 50 pdb de la BCE a été délivrée conformément aux attentes du marché lors de la réunion du 2 février.

Enfin, en Chine, les données macroéconomiques ont démontré une certaine résilience de l'activité alors que les effets de la réouverture restent à venir : le PIB T4 est resté stable sur le trimestre alors qu'une baisse était attendue, et le recul des ventes au détail en décembre a été moins marqué, -1,8% en glissement annuel vs. -8,6% anticipé⁽⁸⁾. Du côté de l'offre, la production industrielle s'est accrue de 1,3% *Year over Year* (YoY), vs. 0.2% anticipé⁽⁸⁾.

Les taux d'intérêt témoignaient de l'anticipation d'une détente des politiques monétaires, avec un recul de 37 pdb du taux 10 ans américain (-31 pdb pour les taux réels), et une baisse de 28 pdb du Bund (-19 pdb pour les taux réels)⁽¹⁾.

(1) Source : Bloomberg 31/01/2023.

(2) Source : Bloomberg 26/01/2023.

(3) Source : Bloomberg 04/01/2023.

(4) Source : Bloomberg 12/01/2023.

(5) Source : Bloomberg 06/01/2023.

(6) Source : Bloomberg 02/03/2023.

(7) Source : Bloomberg 23/01/2023.

(8) Source : Bloomberg 17/01/2023.

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 Europe.



En amont de la saison de publications du 4^{ème} trimestre 2022, les Bénéfices Par Action (BPA) étaient assez fortement révisés à la baisse sur le mois (-2,4%)⁽⁹⁾, avec des attentes de hausse des BPA (ex commodités) désormais à +6,9% alors qu'elles étaient à 10,2% à fin septembre 2022. Le marché européen s'est apprécié *via* la revalorisation de ses multiples, le P/E de l'Eurostoxx dividendes réinvestis passant de 11,7x à 12,9x⁽¹⁰⁾. En termes de style, le P/E de la Croissance est passé de 19,2x à 21,0x alors que celui de la *Value* ne progressait que de 8,6x à 9,1x. La prime de valorisation de la Croissance sur la *Value* s'est donc réappréciée de 123% à 130%, toujours proche de ses points hauts historiques. Aussi, malgré la surperformance marquée de la *Value* en 2022 (+11,8 points entre l'Eurostoxx *Value* et l'Eurostoxx Croissance) et malgré le changement de paradigme longuement évoqué sur les taux d'intérêt, cette prime laisse intact le potentiel de rebond de la *Value*, et ce alors qu'un espoir de reprise du cycle semble se dessiner.

Performance & positionnement du fonds

C'est justement l'espoir de reprise de l'économie européenne qui a porté ce rallye de janvier 2023 sur les places européennes, *via* les secteurs cycliques et financiers : La distribution (3^{ème} plus mauvais secteur 2022 à -26%), s'appréciait de 17,3%, les biens de consommation (dont le Luxe) et la Technologie gagnaient tous les deux 16,3%, et les Banques progressaient de 15,9%. L'inverse du spectre en termes de performance était clairement plus défensif (Alimentation Boissons +1,6%, Utilities +1,5%), même si l'Energie terminait plus mauvais secteur du mois à -0,2%. Le contexte de détente des taux souverains favorisait le style Croissance (10,4% sur le mois) qui surperforait le style *Value* de +1,9 points sur le mois (+8,5%)⁽¹¹⁾ pour le style *Value*.

R-co Conviction Equity Value Euro profitait pleinement du rebond du marché avec une progression de +11,2%, soit +1,9% au-dessus de son indice de référence et +2,6% au-dessus de l'indice EuroStoxx *Value*⁽¹⁰⁾. Cette surperformance du fonds s'expliquait en grande partie par l'effet de sélection de titres et l'excellent comportement de certaines de nos convictions (Unicredit +34,7%, STMicroelectronics +30,6%, Faurecia +28,4%, Ryanair +21,7%, Alstom +19,2%...) ⁽¹²⁾. Au final, 15 des 42 positions en portefeuille affichaient une performance supérieure à +15% sur le mois de janvier 2023⁽¹²⁾. Ces 15 positions étaient exclusivement cycliques et financières.

Ce rallye n'a cependant réduit que marginalement la décôte des secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs. En effet, la révision des BPA qui a commencé il y a plusieurs mois comme évoqué dans la première partie de ce mail, s'est faite notamment *via* les secteurs les plus sensibles à l'économie, plus à même de souffrir des pressions sur les marges et des conséquences de l'inflation. Cette décôte reste donc proche de ses points bas historiques⁽¹³⁾, et met en exergue l'importance de l'évolution des BPA, et donc de l'évolution de l'environnement macroéconomique pour la suite de l'année.

Les BPA 2023, désormais attendus en progression de +6,9% (hors matières premières et énergie) nous paraissent toujours élevés et nécessitent la confirmation d'une vraie reprise économique en Europe. Comme à son habitude, le marché l'a déjà partiellement anticipé. Nous sommes convaincus qu'il reste du potentiel d'appréciation pour les marchés actions pour cette année 2023, notamment pour l'Europe qui bénéficie d'une prime de risque plus attractive que les États-Unis (4,9% Vs 4,1%)⁽¹⁴⁾, de divers catalyseurs (accélération de l'économie chinoise au S2 2023, moindres pressions sur le gaz avec la reconstitution avancée de stocks, normalisation voire résolution de la situation géopolitique en Ukraine), et du regain d'intérêt des investisseurs qui se matérialise depuis le début de l'année par le retour de la collecte sur les actions Européennes (après plus de 40 semaines de décollecte consécutives en 2022). Nous restons également persuadés que cette potentielle appréciation des marchés ne se fera pas en ligne droite. Les Banques Centrales devront continuer à naviguer entre une inflation qui peut connaître quelques soubresauts (cf inflation en Espagne de janvier en hausse de 5,5% à 5,8% contre 4,8% attendu)⁽¹⁵⁾, le possible retour des tensions sur l'énergie avec la matérialisation de la reprise chinoise, et un marché de l'emploi solide qui pousse certes l'économie, mais alimente aussi les pressions inflationnistes. Nous avons donc cherché à contenir la cyclicité du portefeuille plutôt que de la renforcer, ce qui s'est traduit par un abaissement de notre pilier défensif d'un point de pourcentage de 24% à 23% sur le mois.

(9) Source : Europe Weekly Kickstart Goldman Sachs 03/02/2023.

(10) Source : Bloomberg 31/01/2023.

(11) Source : Bloomberg 31/01/2023.

(12) Source : Bloomberg 31/12/2023

(13) Source : Exane 31/01/2023.

(14) Source : GS Global Weekly Kickstart 06/02/2023.

(15) Source : Bloomberg 30/01/2023.

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 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.



Ce calibrage s'est fait à travers quelques arbitrages et prises de positions. Nous avons réduit notre position dans Arcelor Mital dont l'appréciation depuis octobre (+45%)⁽¹⁶⁾ nous semblait déjà intégrer en grande partie la réouverture chinoise. Nous avons également abaissé notre exposition à Airbus qui a profité du mouvement pro-cyclique sans vraiment souffrir de ses difficultés opérationnelles. Ces prises de profit nous ont permis de réinvestir dans des valeurs cycliques qui nous paraissaient offrir un plus fort potentiel à l'image de Deutsche Post ou encore Ryanair. Elles nous ont également permis d'initier une position dans Vonovia. La foncière allemande a souffert en 2022 (-55%)⁽¹⁷⁾ de son fort levier et de l'environnement de hausse des taux. Bénéficiant d'un marché résidentiel allemand porteur, et se traitant avec un niveau décote par rapport à ses actifs réels de -56%⁽¹⁸⁾, cet investissement nous semblait opportun tant pour des raisons fondamentales que pour bénéficier d'une décrue potentielle des taux souverains. Afin de limiter le niveau d'endettement de nos positions, nous avons également financé cet investissement avec la cession d'Atos qui s'était apprécié de plus de 45% sur la première quinzaine de janvier *via* des rumeurs de cession de sa division de cybersécurité.

Au final, l'évolution du marché, des publications de résultats, et de l'environnement macroéconomique renforce notre principale conviction pour l'année 2023, à savoir le secteur bancaire. Le secteur, qui doit encore profiter dans ses résultats de l'effet de hausse des taux, serait selon nous le principal bénéficiaire de l'amélioration de l'environnement macro-économique. Il pourrait associer révisions des BPA à la hausse, retour de cash aux actionnaires et forte appréciation de ses multiples dans le cadre d'un cycle économique qui s'inscrirait dans le fameux nouveau paradigme sur les taux. C'est d'ailleurs le secteur qui a bénéficié des plus fortes révisions à la hausse des BPA sur le mois (+1,9%)⁽¹⁹⁾, aidé par un bon début de saison de publication à l'image d'Unicredit (+12% sur la publication).

Achévé de rédiger le 7 février 2023

Performances	2023	2022	2021	2020	2019	2018	Depuis création ⁽¹⁾	Volatilité 1 an
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR	11,17%	-9,63%	26,30%	-9,85%	17,64%	-18,01%	114,85%	23,23%
R-co Conviction Equity Value Euro I EUR	11,23%	-9,05%	27,14%	-9,18%	18,53%	-17,42%	85,5%	23,13%
Euro Stoxx® NR ⁽²⁾	9,31%	-12,31%	22,67%	0,25%	26,11%	-12,72%	102,31%	20,43%

(1) Date de création : 20/05/2005

(2) Indice de référence.

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/01/2023.



Le niveau de risque de ce compartiment est de 5 (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 31/01/2023.

(17) Source : Bloomberg 31/12/2022.

(18) Source : GS Global Weekly Kickstart.

(19) Source : GS Europe Weekly Kickstart, 03/02/2023.

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 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

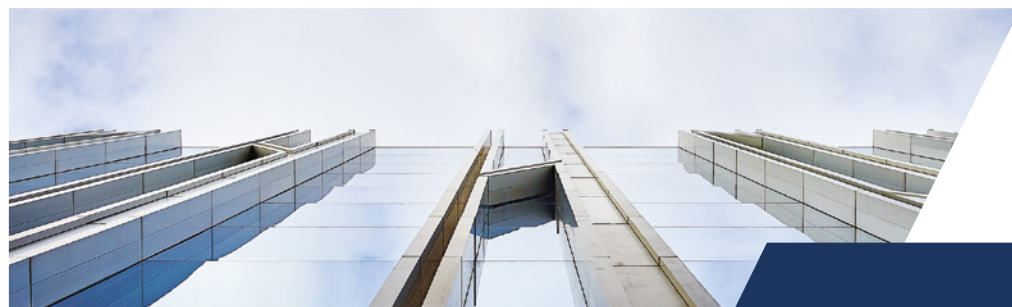
tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC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