

## RETOUR SUR 2018

### L'ALPHA ET LES 40 VOLEURS...

2018 nous aura offert une singulière lecture des marchés d'actions où le champ des flux (vers les grandes capitalisations relativement chères et les indices) l'aura emporté sur le champ de la raison (les valeurs moyennes de croissance à un prix raisonnable). Une des leçons à retenir est qu'il est possible que le prix des actifs se détache sur une période courte (de 12 à 18 mois) et que l'argent intelligent investi sur ces mêmes actifs, ne puisse remettre les choses à l'endroit que sur une période plus longue (36 à 60 mois), « asymétrie de la liquidité » oblige !

Revenons sur cette année exceptionnelle à bien des égards...

Le **premier semestre** a été le temps du *momentum* des résultats, qui a fait la part belle aux révisions à la hausse des capacités bénéficiaires des entreprises, pour privilégier les grandes capitalisations liées à la tech, le pétrole et le luxe, sur une base de multiples déjà élevés (pour le luxe et la tech en particulier).

Le **deuxième semestre** a été le temps de la révision à la baisse des multiples de capitalisation sur fonds de remise en cause de la dynamique de la croissance mondiale, combinée à une forte hausse de la volatilité implicite des taux comme des actions et des indicateurs d'appétit pour le risque, tout proche du pessimisme excessif (Cahiers Verts de l'Economie, 4 janvier 2019).

L'épargne investie en 2018 a payé comptant la dégradation de **3 facteurs essentiels** à la tenue du marché Actions :

1. Révision à la baisse des capacités bénéficiaires prospectives,
2. « *De-rating* » des multiples,
3. Inflexion de la croissance économique (avec aplatissement de la courbe des taux).

Notre gestion (ici, pour l'exemple Roche-Brune Europe Actions), investie sur des moyennes/grandes valeurs de qualité, hors indice et à un prix raisonnable, affiche une sous-performance rare de 12% pour terminer l'année avec une performance annuelle de -23%, et avec une dispersion exceptionnelle des performances :

- 9/54 (17%) de nos sélections ont connu une performance positive (avec pour extrêmes **Thales + 11% et Alten + 0%**) au-dessus de l'indice de référence.
- 6/54 (11%) de nos sélections ont connu une performance négative, mais meilleures que leur indice de référence (-11%).
- 39/54 (72%) de nos valeurs ont connu une performance négative moyenne de -33%, (avec pour extrêmes **Valeo -62% et Telenor -13%**), très en dessous de leur indice de référence.

Premier constat : cette quarantaine de valeurs – nos fameux « 39 voleurs d'alpha » – est plus nombreuse que d'habitude et explique la totalité de la sous-performance.

Deuxième constat intéressant : cette sous-performance n'est pas le juste reflet de la dégradation ou de l'amélioration de la création de valeur ; certains titres ont amélioré leurs résultats en cours d'année, mais contribuent à la sous-performance ! Par ces aspects, 2018 aura été irrationnelle.

Enfin, 15 valeurs (parfois différentes des 9+6 précédentes !), qui ont révisé leurs résultats à la hausse, affichent une performance négative moyenne de **-13%** sur 2018 ; pis encore, pour les 39 valeurs restantes qui ont connu des révisions négatives, leur performance annuelle moyenne a été de **-27%**. C'est le dernier enseignement de 2018 : cette année, il y a eu « asymétrie punitive » à la baisse.

C'est la raison pour laquelle en 2019 nous considérerons, **avec les mêmes exigences de qualité et de prix**, notre sélection de convictions pour servir notre gestion, sur-performante dans 75% des cas depuis notre création avec une volatilité moindre que les indices.

En ce début d'année 2019, notre portefeuille affiche une **attractivité de 14,5/20** contre 12,1 pour l'indice et un **RMV de 11,2%** soit 470 points de base au-dessus de notre exigence normative de 6,5%. Nous surveillerons avec acuité, l'évolution et le momentum de **2 indicateurs essentiels à la création de valeur socialement responsable** : la marge d'exploitation combinée à l'intensité capitalistique qui font la rentabilité des actifs engagés.

Toute l'équipe de Roche-Brune Asset Management se joint à moi pour vous présenter ses meilleurs vœux pour la nouvelle année 2019 !



**Bruno Fine**

Président et Fondateur  
Roche-Brune Asset Management  
[bfine@roche-brune.com](mailto:bfine@roche-brune.com)  
LinkedIn : brunofine  
Twitter : @Bruno\_Fine

#### Informations complémentaires

Les présentes publications vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne constituent

- 1) ni une proposition, ni une offre d'achat ou tout autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et
- 2) ni un conseil en placement. Il convient de prendre toute décision d'investissement dans les instruments financiers visés dans les présents documents après avoir pris connaissance des versions les plus récentes des prospectus (disponibles gratuitement auprès de la société Roche-Brune AM et sur le site internet [www.roche-brune.com](http://www.roche-brune.com)) Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les opinions contenues dans les présents documents peuvent être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs sont tenus de veiller à disposer de la dernière version disponible des présents documents.

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Les données de performance ne prennent pas en compte les commissions ou frais contractés à l'émission ou au rachat des parts.

Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez Roche-Brune AM à l'adresse suivante : [info@roche-brune.com](mailto:info@roche-brune.com). Vous pouvez vous référer aux prospectus des fonds sur le site [www.roche-brune.com](http://www.roche-brune.com)

Roche-Brune AM, société par actions simplifiée.  
Société de Gestion de Portefeuilles agréée sous le numéro GP04000049  
19 rue Vivienne - 75002 Paris  
01 40 41 57 90