

Focus Rentrée 2018

Les congés d'été sont souvent l'occasion de moments de détente, d'un retour aux sources propice à la réflexion, auprès des siens et de soi. On en revient – on l'espère – reposé, plus serein, avec un sens particulier du recul. C'est dans cet esprit honnête et sans détour que nous rédigeons cette note, à la lumière de nos analyses estivales.

1/ Promotion 2018 : les gérants en ordre dispersé

A l'heure de la rentrée des classes, force est de constater que tous les élèves de l'industrie de la gestion n'ont pas eu les mêmes parcours boursiers jusqu'à présent. Ici, point de bons ou de mauvais élèves : les premiers d'aujourd'hui étaient à la traîne hier (et inversement) ! En nous focalisant sur les performances des gestions **dont le style ne varie pas**, nous notons des écarts extrêmes.

Figure 1 - Panel de fonds Actions Zone Euro (parts institutionnelles, 31/08/2018 – source : Morningstar)

	Style	12 mois	YTD 2018	Août 2018
Covea Actions Croissance C	Croissance	+13,6%	+8,5%	+1,6%
Ecofi Actions Croissance Euro C	Croissance	+13,4%	+6,1%	+0,2%
AGI – Allianz Euroland Equity Growth I	Croissance	+9,4%	+4,4%	+0,6%
Sycomore Shared Growth I	Croissance	+4,9%	+4,3%	-1,0%
Roche-Brune Zone Euro Actions I	Qualité à prix raisonnable	-1.9%	-5.4%	-1.4%
Euro STOXX		+4.3%	+0.5%	-2.6%
State Street Eurozone Value Spotlight I	Value / Qualité	+1.3%	-3.6%	-2.7%
DNCA Opportunités Zone Euro I	Value / Qualité	-6.3%	-9.9%	-2.7%
Echiquier Value Euro G	Value	-7.4%	-12.9%	-3.9%

Le marché privilégie depuis début 2018 le style « large caps croissance », luxe, technologie et GAF¹ en tête. Le secteur de l'énergie, plutôt value, fait figure d'exception. Nous avons vu ces écarts grandir au fil des mois, poussés par un momentum régulier et puissant. Les réactions des opérateurs aux résultats ont été et restent violentes, voire punitives. Nous émettions l'idée d'une « **bulle larvée** » sur un pan de la cote : la voici matérialisée, gonflée à bloc.

Les entreprises large caps croissance sont chères. La diversification en termes de style est une nécessité absolue. Le rééquilibrage, lent et inévitable, semble avoir commencé fin juillet (les résultats de Facebook sont-ils une prise de conscience ?). En août, le fonds Roche-Brune Zone Euro Actions fait 120 points de base de mieux que son indice ; son homologue Roche-Brune Europe Actions 160 points de base de plus. La normalisation est en route.

2/ Ecole buissonnière et consommation d'enveloppe de risque

« Faire l'école buissonnière » c'est emprunter des chemins de traverse, inhabituels, parfois risqués ; en somme, ne pas faire ce que l'on est supposé faire. Cela se traduit par un rappel à l'ordre, parfois une sanction. Les gérants de Roche-Brune AM ont-ils été dans ce cas ? Eh bien non, nos gérants (tout comme certains de leurs confrères) n'ont

¹ Acronyme désignant les entreprises Google, Apple, Facebook et Amazon

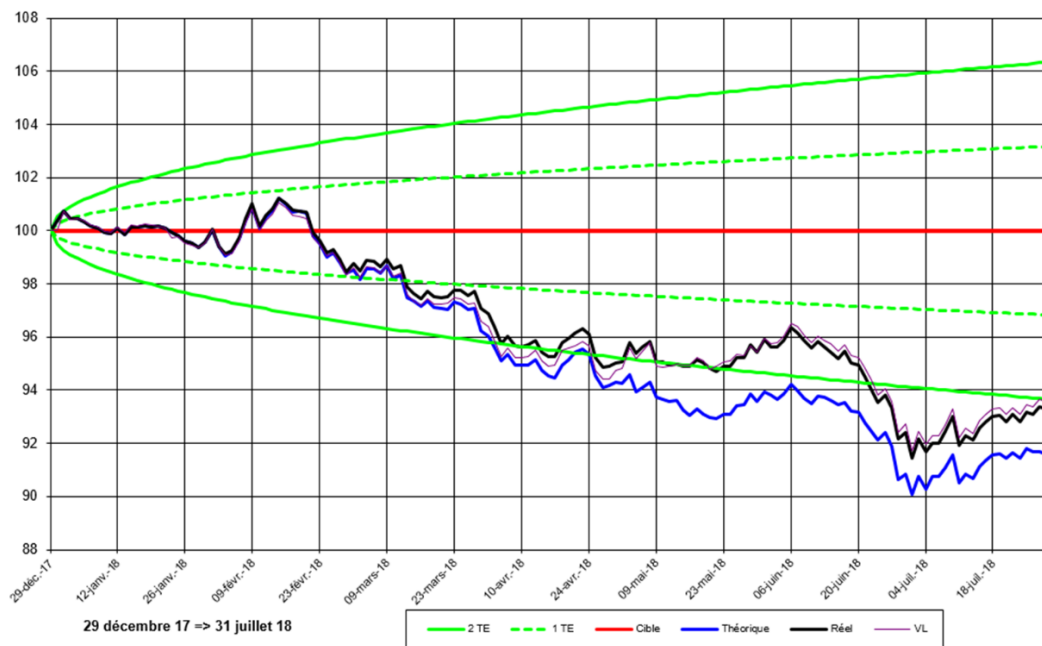
rien changé à leur méthode, ni à leur style, ni à leur positionnement qui ne dévient jamais : **des entreprises de qualité à prix très raisonné.**

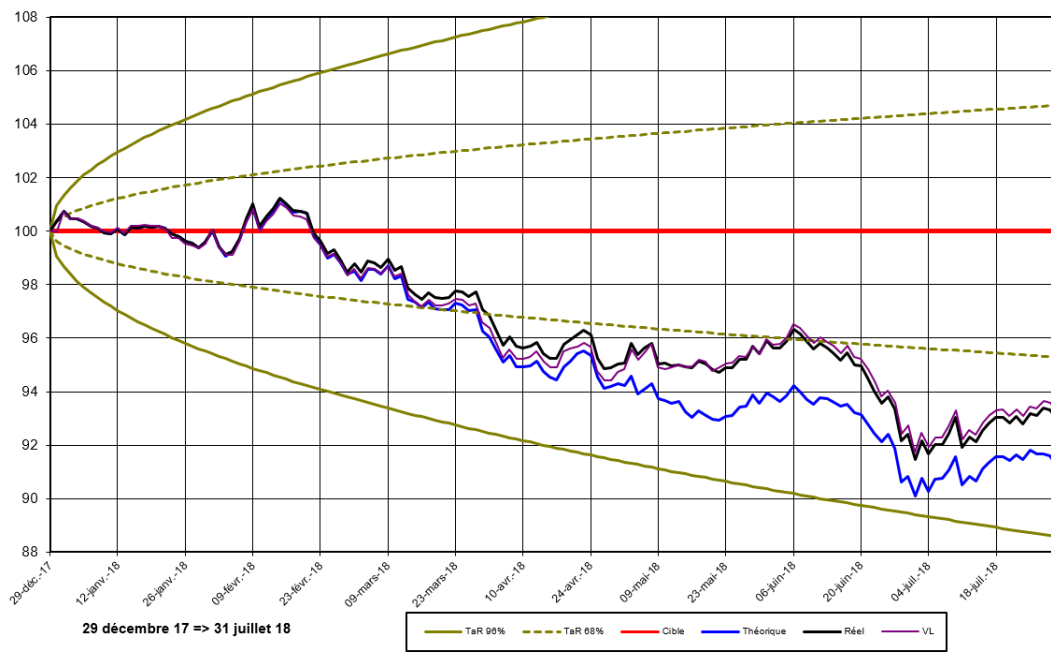
Mais alors, où faut-il chercher ? Nos travaux avec APTimum Conseil analysent régulièrement nos performances et notre comportement par rapport aux indices de référence, et à la concurrence. Notre historique de plus de 12 ans sur les actions européennes / de la zone euro nous permet d'avoir du recul, et une bonne connaissance des marchés.

Dans les graphes suivants, nous analysons la performance de Roche-Brune Zone Euro Actions sur les 7 premiers mois de l'année et sa situation respective par rapport aux frontières a) de 1 à 2 fois la **Tracking Error** (1TE ou 2TE) et b) de sa **Tracking at Risk 68% ou 96%** (TaR 68% ou TaR 96%).

La TE représente la volatilité théorique des rendements d'un fonds par rapport à ceux de son indice de référence (i.e. sa capacité à « s'éloigner » de son benchmark) dans des conditions **normales** de marché. Quant à la TaR, elle estime la magnitude avec laquelle le rendement d'un fonds peut varier par rapport à son indice de référence, dans des conditions **anormales** de marché. Dit autrement, les chances que le fonds « transperce » la TaR 96% sont de 4% (2% par le bas...et 2% par le haut), dans des conditions exceptionnelles de marché.

Figures 2a et 2b – Roche-Brune Zone Euro Actions vs. Indice (2a avec TE ; 2b avec TaR – source : APTimum Conseil)





Quelques constats :

- Notre fonds sous-performe de manière extrême et **inhabituelle** (différence entre la ligne rouge de l'indice de référence « à plat », et la ligne noire du portefeuille réel géré). Cette situation est unique sur les 12 dernières années d'historique.
- La gestion active de nos équipes **créé de la valeur** (différence entre la ligne bleue du portefeuille figé en début d'année vs. la ligne noire du portefeuille réel et géré).
- Le fonds transperce son enveloppe de 2TE : nous faisons face à **des événements de marchés anormaux**, et ce, dans un contexte de volatilité modérée.
- Notre fonds reste toujours à l'intérieur de l'enveloppe de sa TaR 96%. Nous faisons face à **des « vents contraires » puissants et réguliers (de type « bulle »)**, qui ne privilégient pas notre style de gestion.

Il est difficile de prendre conscience d'une anomalie de marché lorsque les indices sont quasi neutres, ou lorsque cela ne fait pas la une des journaux. Nous faisons le choix chez Roche-Brune AM de ne pas trahir notre cahier des charges, de coller à notre style de gestion, et de ne pas céder aux sirènes de l'éphémère. Cela ne nous dédouane pas d'étudier nos accidents de gestion, et nos orientations. Poursuivons l'analyse...

3/ Quand la pratique rejoint la théorie

Plus de 30% de notre sous-performance annuelle provient de 6 à 7 valeurs identifiées (sur 60). Cela est en ligne avec notre « accidentologie » des années précédentes. La spécificité conjoncturelle tient dans le fait qu'elle n'est pas compensée par

- a) nos bons dossiers habituellement salués par le marché, et surtout
- b) notre cœur de portefeuille toujours positivement contributif

Nous voyons ici d'autres preuves des « vents contraires » et de notre style délaissé, qui ont causé cette sous-performance constante et diffuse.

Toujours dans le cadre de notre collaboration avec APTimum Conseil, nous nous sommes confrontés à un ultime exercice : qu'aurait donné notre performance si nous avions optimisé notre portefeuille dans l'univers d'investissement éligible à notre style (i.e. des sociétés peu chères ET de qualité) ? Les résultats sont parlants : le portefeuille théorique optimisé **n'aurait fait que 1 à 1.5% de mieux** que RB Zone Euros Actions. Ce n'est donc ni un problème de sélection, ni un problème de dosage, mais un problème d'ingrédients de base.

Epilogue

Les phénomènes de bulle sont temporaires, comme ils l'ont été en 1999/2000 et en 2007. Leur durée moyenne est historiquement de 6 à 9 mois. Bien que peu décelable à première vue sur les indices, la forte magnitude de celle que nous vivons nous conforte dans son aspect intenable dans le temps. Selon nous, cette bulle se concentre sur le *momentum* haussier des résultats, lorsque Roche-Brune AM se concentre sur des valeurs ayant une rotation de leurs actifs plus rapide, et créatrice de valeur sur le moyen terme.

Nous maintenons le cap, et avons recentré nos portefeuilles sur nos convictions les plus fortes en suivant un *driver* unique, le **levier opérationnel**. Notre objectif : des valeurs dont le profil « **4%/8%/12%** » suit la séquence

- ✓ 4% de croissance du Chiffre d'Affaires
- ✓ 8% de croissance de l'EBIT
- ✓ 12% de croissance du Résultat Net

Nous sommes convaincus qu'il existe aujourd'hui une opportunité historique de bénéficier du mouvement contraire en souscrivant à notre gestion sur la Zone euro ou sur l'Europe.

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) 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. Vous pouvez vous référer aux prospectus des fonds sur le site 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