



---

## COMPTE RENDU DE GESTION

### MANDAT DISCRETIONNAIRE

1<sup>er</sup> Semestre 2016

Les marchés boursiers européens ont dû faire face tout au long de ce semestre à une forte volatilité, perdant jusqu'à 16% entre janvier et février pour tout regagner les mois suivants. Le summum de cette volatilité a été atteinte au lendemain du Brexit à l'image du CAC 40 qui perdait près de 11% en pré-ouverture !

Au final, les places européennes terminent le semestre sur une baisse d'environ 10% (CAC 40 : -8,6% ; DAX : -9,9% ; Euro Stoxx 50 : -12,3%) alors que les marchés américains sont légèrement positifs (S&P 500 : +2,7%). Dans les pays émergents, les performances sont plus dispersées avec la bourse de Shanghai qui baisse de -17,2% tandis que le marché indien affiche une petite hausse de +3,4% et le Brésil un rebond de +18,9%. L'indice des bourses mondiales MSCI World termine le semestre sur une baisse de -0,6%.

Sur les marchés monétaires et obligataires, la tendance est restée orientée à la baisse des rendements sous l'effet des politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales. La conséquence majeure de ces politiques est désormais des taux négatifs pratiqués sur presque toute la courbe des taux européens pour les placements de 0 et 10 ans. En termes plus clairs, l'épargne placée en produits monétaires ou obligataires n'est plus rémunérée et peut même subir un rendement négatif.

La tendance au premier trimestre a été heurtée, en premier lieu, par les craintes d'un ralentissement de la croissance en Chine puis par le krach des bourses chinoises en janvier. L'effondrement du prix des matières premières et du pétrole ainsi que les ventes massives d'actifs cotés par des fonds souverains des pays du Golfe, à la recherche de liquidités, ont accentué la baisse des marchés en début d'année. Enfin, des doutes sur la pérennité de la croissance américaine et les perspectives de hausse de taux courts par la FED ont entretenu un climat de défiance.

La tendance des marchés s'est améliorée au second trimestre et les bourses sont presque revenues à l'équilibre grâce à la remontée des cours du pétrole vers les 50\$ et les propos rassurants des dirigeants chinois sur la croissance. Ce sentiment plus positif a été conforté par les bonnes nouvelles de l'économie américaine soutenue par la consommation, l'immobilier et de fortes créations d'emplois. Même en Europe, les investisseurs ont été positivement surpris par une croissance supérieure aux attentes, dopée par une accélération des investissements et la mise en place d'un nouveau plan de soutien de la BCE.

Dans les pays émergents, la situation est toujours contrastée mais on note des signes de stabilisation de la croissance grâce à la remontée du prix des matières premières et du pétrole. Au Brésil, en particulier, le fort rebond du réal (+23%) témoigne d'une atténuation de la crise politique et d'un regain de confiance dans le pays. En Inde, la croissance s'est accélérée pour s'établir à +7,8% tandis que la Chine vise un objectif de +6,0% à +6,5%.

Bien évidemment, la fin du semestre a été dominée par le résultat surprise du vote du 23 juin sur le Brexit qui a pris les investisseurs à contre-pied entraînant une forte chute des marchés financiers.

Au premier semestre 2016, malgré ce contexte de forte volatilité, nous sommes, dans le cadre de votre mandat dit « discrétionnaire », restés globalement investis en actions. Nous avons néanmoins allégé des lignes de titres comme Safran, Tunnel du Prado Carénage et Axa dont les perspectives nous paraissaient désormais moins claires. Nous avons renforcé des lignes en Casino, GTT, Edenred suite aux baisses importantes de leur cours de bourse. Après le vote en faveur du Brexit, nous avons complété les portefeuilles de manière opportuniste. Nous avons en particulier profité de la forte baisse des financières pour se repositionner sur quelques valeurs dont les cours nous semblent massacrés. Nous restons toujours à l'écart des actions américaines qui nous semblent chères mais nous restons investis sur le dollar qui devrait s'apprécier avec la hausse des taux courts aux Etats-Unis toujours attendue cette année. Les portefeuilles ont profité de la hausse de titres comme Casino +18%, SEB +15%, Bio-Mérieux +11%. Un titre que nous avions en portefeuille a fait l'objet d'une OPA (Cégid) avec une prime de 20% sur le cours du 15 avril 2016. A l'inverse, des titres comme CGG -51%, Eutelsat -38%, Vallourec -38% ont pesé sur les portefeuilles. Finalement, nous avons continué d'opter, quand cela était intéressant, pour le réinvestissement en actions des dividendes de grands groupes comme Total, Technip, Essilor ou encore Ingenico. Nous avons participé à l'augmentation de capital des groupes Vallourec et CGG compte tenu du prix et des modifications de l'actionnariat qui nous semblent solidifier l'avenir de ces sociétés dans un contexte de remontée du prix du pétrole.

### Performance indices boursiers - Monnaie locale

Pays	Indices	1 <sup>er</sup> semestre 2016	1 <sup>er</sup> semestre 2016 Dividendes réinvestis	Pays	Indices	1 <sup>er</sup> semestre 2016	1 <sup>er</sup> semestre 2016 Dividendes réinvestis
France	CAC 40	-8,6%	-6,6%	Etats-Unis	Nasdaq	-3,3%	-2,6%
Zone Euro	Euro Stoxx 50	-12,3%	-10,2%	Etats-Unis	Dow Jones	+2,9%	+4,3%
Allemagne	DAX	-9,9%	-9,9%	G.B.	FTSE 100	-4,9%	-1,3%
Japon	Nikkei	-18,2%	-18,2%	Suisse	SMI	-9,0%	-6,0%
Chine	Shanghai	-17,2%	-17,2%	Inde	Sensex	+3,4%	+3,4%
Brésil	Bovespa	+18,9%	+18,9%	Russie	Micex	+7,4%	+7,4%

### Performance moyenne du 1<sup>er</sup> semestre 2016 J. de Demandolx Gestion

#### Comptes gérés

Comptes ordinaires	Comptes PEA	Comptes PEA-PME
-1,6%	-3,2%	-2,4%

#### Comptes gérés par orientation de gestion

Orientation Prudente	Orientation Equilibrée	Orientation Dynamique	Orientation Discretionnaire
-0,1%	+0,4%	-1,0%	-1,9%

#### Fonds

JDD Global Fund	JDD Sélection PEA
-4,4%	-4,7%

L'évolution des marchés au deuxième semestre devrait dépendre de plusieurs facteurs : les conséquences du Brexit, la croissance toujours hésitante de l'économie mondiale, les résultats des entreprises, la direction de la politique monétaire américaine et les conséquences sur les investissements des taux négatifs en Europe.

Le « non » au référendum du 23 juin a plongé tous les investisseurs dans l'expectative et tous s'interrogent sur les conséquences économiques du Brexit. Nous ne retenons cependant pas le scénario catastrophe de ceux qui comparent le Brexit à la faillite de Lehman Brothers en 2008 et le risque de déconstruction de l'Union Européenne nous semble limité. Au contraire, cela semble plutôt « resserrer les rangs » entre les membres de l'Union. Le Brexit est un événement qui crée surtout de l'incertitude politique. Néanmoins, il est probable que cela provoque un ralentissement de l'activité en Grande Bretagne aux conséquences que nous pensons limitées pour l'Union Européenne. Pour les entreprises, les ménages et les investisseurs, cette incertitude est dommageable pour le climat des affaires, les incitations à investir et la confiance en général. Cependant, cette situation devrait s'atténuer avec le temps et l'avancée des négociations entre l'UE et la Grande-Bretagne.

Sur le plan économique, les doutes sur la croissance subsistent aux Etats-Unis où les prévisions ont été revues à la baisse à la suite de statistiques mitigées sur l'emploi. Les investisseurs s'inquiètent aussi du rythme de la remontée à venir des taux courts aux Etats-Unis qui pourrait influencer l'activité et la valeur des actifs financiers. En Europe, la croissance est plus ferme que prévue mais le Brexit pourrait ralentir cette dynamique positive. Quant aux résultats des entreprises, ils sont en baisse par rapport à 2015 tant aux Etats-Unis qu'en Europe et en l'absence de révisions positives des résultats, il ne devrait y avoir que peu de marge de progression pour les marchés boursiers.

Sur le plan des investissements, la question centrale qui domine les débats est celle des taux négatifs et de leurs conséquences pour l'épargnant : la baisse des rendements futurs de leur épargne. On ne pourra maintenir les taux de rendement que l'on a connu ces dernières décennies avec les rendements négatifs actuels sur les placements monétaires et obligataires européens. Sur les marchés des actions, les perspectives sont aussi mitigées car dans un contexte de croissance molle, il y a peu de place à des révisions à la hausse des prévisions de bénéfices.

Dans ce contexte l'épargnant doit revoir à la baisse ses objectifs et espérance de rendement et ne pas accroître le niveau de risque de son portefeuille pour obtenir un surplus de rendement car le risque attaché à ce surplus est élevé. Nous estimons que les classes d'actifs à privilégier devraient être les obligations à haut rendement américaines, des obligations souveraines de pays émergents, l'or, le dollar et les actions européennes à dividendes élevés. En l'absence d'une hausse généralisée des marchés, c'est la qualité de la sélection de titres qui fera la différence et permettra de dégager des rendements intéressants pour les portefeuilles.

*Achévé de rédiger le 20 juillet 2016*