
COMPTE RENDU DE GESTION

MANDAT DISCRETIONNAIRE

1^{er} Semestre 2015

Après un très bon premier trimestre, les marchés boursiers ont dû faire face au retour de la volatilité laissant néanmoins au final des performances semestrielles satisfaisantes. Les places européennes terminent le semestre sur une progression d'environ 10% (CAC 40 +12,1% ; DAX +11,6% ; Euro Stoxx 50 +8,8%) alors que les marchés américains terminent à l'équilibre (S&P 500 0,2%). Dans les pays émergents, les performances sont plus dispersées avec le marché de Shanghai qui progresse de 32,2% tandis que le marché indien affiche une petite hausse de 1% et le Brésil de 6,1%. L'indice des bourses mondiales MSCI World termine le semestre sur une petite hausse de 1,5% traduisant ainsi les hésitations et les doutes des marchés.

Sur les marchés obligataires, la tendance a aussi été très volatile. Après avoir enregistré un mouvement de baisse historique en Europe (le 10 ans allemand étant tombé à 0.075% et le 10 ans français à 0.352%), les taux longs ont connu une violente hausse laissant craindre une remontée rapide des taux courts. Sur les marchés monétaires, les taux sont restés proches de 0% tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

La tendance sur les bourses européennes au premier trimestre a été soutenue par la baisse de l'euro contre le dollar, la chute des prix du pétrole vers 50\$ et par la mise en place effective du *quantitative easing* européen. Ces trois éléments conjugués améliorent la compétitivité des entreprises, redonnent du pouvoir d'achat aux ménages européens, maintiennent les taux d'intérêt à des niveaux très bas et créent au final un choc de confiance positif sur tous les acteurs de la vie économique. Les perspectives d'activité de la zone euro ont donc été revues à la hausse tout au long du semestre alimentant la confiance des investisseurs tant locaux qu'internationaux. Cette confiance a été renforcée par la signature des accords de Minsk 2 permettant l'arrêt des combats en Ukraine et par la signature en février d'un accord provisoire de prolongation de 4 mois du programme d'aide à la Grèce. Enfin, la publication d'indicateurs toujours positifs sur l'économie américaine et un discours rassurant de la FED ont permis aux investisseurs de conserver une confiance forte dans l'avenir.

La tendance s'est inversée au second trimestre et est devenue franchement négative avec l'échec des négociations entre la zone euro, le FMI et le gouvernement grec, précipitant la Grèce dans un scénario potentiel de sortie de la zone euro aux conséquences imprévisibles. Ce nouvel épisode de la tragédie grecque a douché la confiance des investisseurs qui ont commencé à alléger leurs positions accélérant les prises de profit sur les marchés européens. Enfin, la confiance s'est érodée sur les marchés américains face à des indicateurs plus mitigés qu'attendus et des perspectives de hausse des taux au second semestre.

Dans les pays émergents la situation a été contrastée en particulier en Chine où les marchés boursiers, après une envolée de 59% en quelques mois, se sont repliés de plus de 25% en quelques jours. Ces marchés subissent une forte volatilité sur fond de crise politique avec Hong Kong et de tassement de plus en plus avéré de la croissance en Chine. La Russie est toujours en récession suite aux sanctions économiques et la reprise des combats en Ukraine en ce début d'été ne laisse pas anticiper une éventuelle levée des sanctions mais plutôt leur alourdissement.

En 2015, dans un contexte d'un retour de la confiance des investisseurs, nous sommes, dans le cadre de votre mandat dit « discrétionnaire », restés investis en actions. Nous avons renforcé des lignes de titres dont les perspectives à long terme sont favorables comme Vivendi et nous avons acheté des titres Bouygues afin de participer au mouvement de concentration du secteur des télécoms. Nous avons aussi accentué les arbitrages de trésorerie euro contre de la trésorerie dollar afin d'accompagner la hausse du dollar qui s'est accélérée. Les portefeuilles ont profité de la hausse de titres comme Peugeot +81%, Esso +60%, SEB +36%, Rubis +32% et BIC +30%. Nous avons participé à l'introduction en bourse du groupe SPIE et deux titres que nous avions en portefeuille ont fait l'objet d'une OPA (Club Med et Canal +). Nous avons enfin continué d'opter quand cela était intéressant pour le réinvestissement en actions des dividendes de grands groupes comme Danone, Technip, Vallourec ou encore Ingenico. Finalement, nous avons participé à l'augmentation de capital du groupe Rubis.

Nous avons aussi allégé ponctuellement certaines positions compte tenu de perspectives plus incertaines (Catering International Services) et nous avons cédé dans les PEA les titres Lafarge suite à la fusion avec Holcim car les actions suisses ne sont pas éligibles au PEA mais aussi parce que ces grandes fusions présentent souvent des risques d'exécution importants. Nous avons enfin allégé les actions américaines au regard de la forte hausse des marchés américains depuis 5 ans et la récente hausse du dollar vers 1,05/1,10 contre euro.

Performance indices boursiers - Monnaie locale

Pays	Indices	1 ^{er} semestre 2015	1 ^{er} semestre 2015 Dividendes réinvestis	Pays	Indices	1 ^{er} semestre 2015	1 ^{er} semestre 2015 Dividendes réinvestis
France	CAC 40	12,1%	14,1%	Etats-Unis	Nasdaq	5,3%	5,9%
Zone Euro	Euro Stoxx 50	8,8%	11,0%	Etats-Unis	Dow Jones	-1,1%	-0,3%
Allemagne	DAX	11,6%	11,6%	G.B.	FTSE 100	-0,6%	1,3%
Japon	Nikkei	16,0%	16,0%	Suisse	SMI	-2,3%	0,6%
Chine	Shanghai	32,2%	32,2%	Inde	Sensex	1,0%	1,0%
Brésil	Bovespa	6,1%	6,1%	Russie	Micex	18,5%	19,7%

Performance moyenne des comptes gérés par J. de Demandolx Gestion 1^{er} semestre 2015

JDD Global Fund	Comptes normaux	Comptes PEA
3,8%	7,8%	12,3%

Performance moyenne par orientation de gestion des comptes gérés par J. de Demandolx Gestion 1^{er} semestre 2015

Orientation Prudente	Orientation Equilibrée	Orientation Dynamique	Orientation Discrétionnaire
1,4%	5,0%	7,4%	9,1%

L'évolution des marchés au deuxième semestre devrait dépendre de trois facteurs principaux : la résolution du problème grec, l'évolution des perspectives de croissance et la décision de la FED de remonter ou non ses taux courts.

Le « non au référendum grec » aura plongé tous les acteurs de cette crise dans une grande incertitude jusqu'au week-end du 10 juillet où un accord conditionnel a été trouvé entre la Grèce et ses partenaires. Le scénario d'un « Grexit » semble donc enterré même si la validation du plan dépend encore de certains parlements nationaux. Le succès de ce sommet de la dernière chance a été un soulagement pour les investisseurs qui l'ont salué par des achats entraînant un net rebond des marchés européens. Un des freins potentiels à la poursuite de la hausse des bourses européennes a donc été levé.

Sur le plan économique les prévisions de croissance continuent de s'améliorer en Europe (+1,5% pour 2015 et +1,7% pour 2016). L'activité s'améliore dans tous les pays et on observe un rebond notable de l'industrie et des services en Allemagne et en France. Aux Etats-Unis, la croissance du premier trimestre a été revue en hausse (-0,2% contre -0,7%) et les perspectives restent bonnes à +2,2% pour 2015 et +2,8% pour 2016. La consommation a redémarré, tirée par la hausse des revenus et un marché du travail toujours dynamique. Le secteur immobilier est toujours bien orienté même si l'industrie reste fragile. Dans les grands pays émergents, la situation est contrastée. Seules la Chine et l'Inde devraient avoir des taux de croissance autour de 7% tandis que le Brésil et la Russie resteront avec des taux de croissance négatifs.

Le premier relèvement des taux courts aux Etats-Unis devrait intervenir au cours de l'automne. Bien que la FED ait largement communiqué sur ce sujet les marchés restent dans l'expectative. Le mouvement de hausse programmé devrait rester modéré tant que la Fed ne sera pas définitivement rassurée sur la capacité de l'économie américaine à absorber un retour à des taux courts normaux.

Avec des rendements monétaires et obligataires toujours très bas, les actions resteront encore au deuxième semestre 2015 le support d'investissement le plus attrayant en terme de rendement malgré la hausse attendue de la volatilité. Nous continuerons de privilégier dans notre stratégie une allocation vers les actions européennes et le maintien d'une diversification vers le dollar. Les actions européennes disposent du plus fort potentiel de rattrapage grâce à l'amélioration attendue des résultats des entreprises. Par ailleurs, toute issue favorable du dossier grec propulserait rapidement les marchés en Europe. Le rebond auquel on peut s'attendre est de l'ordre de 10%. Nous sommes plus prudents sur les marchés boursiers américains compte tenu de la proximité des relèvements de taux et d'un momentum des bénéfices plus défavorable. Nous restons par contre favorables à l'investissement en dollar qui devrait être soutenu par les futures hausses des taux courts. Sur les marchés émergents, nous sommes plus sélectifs et prudents car il y a des risques de sorties importantes de capitaux autour des hausses de taux de la FED. De même, l'éclatement actuel de la bulle spéculative en Chine incite à attendre de meilleures opportunités d'investissement au cours de l'automne. Enfin, les matières premières souffrent toujours de la relative faiblesse de l'activité en Chine et les marchés du pétrole devraient se stabiliser autour des 50\$ compte tenu du probable retour du pétrole iranien sur les marchés mondiaux. Cette perspective maintiendra une pression à la baisse sur les prix et sera un facteur favorable pour la croissance mondiale.

Achévé de rédiger le 16 juillet 2015