

NEWSLETTER

B. DURAND CAPITAL PARTNERS

JUILLET 2025



Finances Publiques, Finances Privées & Enjeux Estivaux

L'INFLATION OU LA GUERRE COMMERCIALE VOLENT PAR MOMENT LA VEDETTE AUX DETTES SOUVERAINES ET QUASI-SOUVERAINES. POURTANT, CES DERNIÈRES SONT LE SUJET QUI DURE ET REVIENT DE FAÇON GRANDISSANTE SUR LA SCÈNE DES DISCUSSIONS MACRO-ECONOMIQUES ET FINANCIÈRES. C'EST UN ELEMENT CENTRAL DANS LES DECISIONS D'ALLOCATIONS, LES CHOIX GEOGRAPHIQUES ET LE COMPORTEMENT DES DEVISES. IL EST DONC NECESSAIRE D'EN PRENDRE LA MESURE POUR TOUT DEPLOIEMENT PATRIMONIAL PRIVE A LONG TERME.

Sur le thème des dettes souveraines et quasi-souveraines, la combinaison actuelle de facteurs macro-économiques s'avère assez anxiogène avec : 1) L'amplification des déficits, 2) La hausse des taux d'intérêts et 3) La difficulté grandissante à convaincre les investisseurs de participer à ces refinancements souverains. Cette configuration renforce la complexité déjà inhérente à ce type de dette, ainsi que les risques structurels qui y sont associés.

Les annonces diverses des derniers mois, abordées plus bas, ont des répercussions directes sur les finances des États, les économies des pays exposés à de la dette élevée et leurs outils d'action politique et économiques qui deviennent plus restreints. L'adoption dans la douleur et le manque de conviction des budgets aux US et en France en témoigne.

Cette lente dérive de la classe d'actif Souverain va jusqu'à ébranler le dogme financier qui dicte, depuis des décennies, qu'investir dans de la dette publique des grands États est plus sécurisé que dans de la dette privée des grands groupes. C'est un basculement à multiples implications pour la gestion d'actifs.

Mais c'est aussi un basculement mérité tant la comparaison des ratios d'endettement, de la capacité à payer les intérêts/coupons et à générer assez de croissance pour étayer un scénario de désendettement crédible, joue de plus en plus en faveur du secteur privé. Les grands groupes internationaux, dont les chiffres d'affaires sont aussi élevés que le PIB de nombreux pays, ont démontré leur capacité de s'ajuster au cycle, aux chocs mondiaux et aux évolutions structurelles, sans plomber leurs bilans. Notamment au cours des cinq dernières années durant lesquelles nous avons fait l'expérience d'un large panel de situations macroéconomiques.

Un focus grandissant sur les émetteurs privés de capital et de dette est impératif et nous nous sommes intéressés dans ce numéro aux grands fonds institutionnels US qui gèrent, entre autres, les retraites du pays et leurs investissements phares à la fin du 1^{er} trimestre 2025.

Cette amélioration qualitative du privé est le fruit de gouvernances mieux étayées, plus favorables aux actionnaires et créditeurs, alors que c'est une tendance difficile à retrouver dans la sphère publique. Le Japon, que nous examinons ici, est un marché financier qui sort de plus de 20 ans de sous-performance. Les changements structurels profonds initiés par les grandes capitalisations sont décisifs sur ce renouveau du privé, ceci à un moment où les niveaux de dette d'État grimpent.

Pour conclure, nous vous proposons des secteurs qui combinent les avantages des deux mondes. Ces secteurs allient une dynamique et une gestion de type privée mais ils bénéficient aussi de la bienveillance impérative long-terme, sous peine d'impopularité, des États. Nous voulons ici présenter l'eau et la santé, thèmes récemment décotés mais qui restent attractifs au travers de sociétés de qualité et qui, sur le long terme, surperforment avec une volatilité réduite, idéal pour constituer un cœur de portefeuille.

SOMMAIRE

**LES DETTES D'ÉTAT
LE RISQUE QUI
DURE**

**ACTIONS
AMÉRICAINES
TOP 5 POSITIONS
DES GRANDS FONDS
INSTITUTIONNELS À
FIN MARS 2025**

**MARCHÉ JAPONAIS
LES TAUX
MONTENT,
LES RÉFORMES
PROGRESSENT**

**PRIVATE CRÉDIT
UNE CLASSE
D'ACTIF QUI
S'ÉTOFFE**

**SECTEUR DE LA
PHARMA
DESERTÉ,
MALGRÉ UNE
CROISSANCE
SUPÉRIEURE**

**LE SECTEUR DE
L'EAU
IL SUIT SON COURS
LOIN DES TENSIONS**

LES DETTES D'ÉTAT

LE RISQUE QUI DURE

Les agences de notation ont enclenché une **nouvelle vague de révision de notes de crédit à la baisse** des dettes de grandes puissances économiques. La France, qui avait déjà subi une série de déclassement entre 2012 et 2015, voit sa note encore baisser d'un cran. Fitch avait pénalisé la note de la France en avril 2023, suivi par Moody's en décembre 2024, tandis que Standard & Poor's donne encore un répit mais son avis de perspective négatif émis en début d'année ne présage rien de bon.

Même constat aux États Unis où Moody's vient d'abaisser sa note de Aaa à Aa1 en citant comme raisons sous-jacentes, la dette grimpante, le niveau élevé des taux d'intérêts et le risque long-terme d'étranglement fiscal. Les États Unis ont désormais perdu avec les trois grandes agences, S&P, Moody's et Fitch, la note reine de AAA.

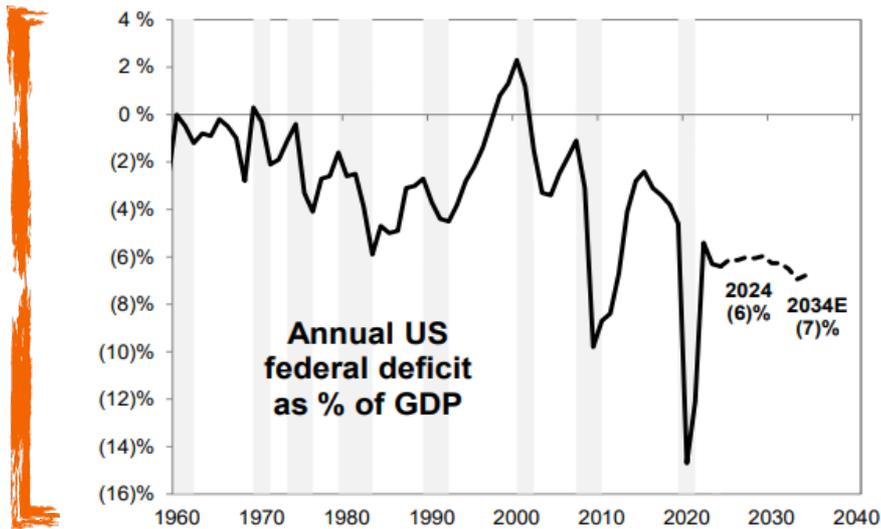
Ces dégradations ont des répercussions multiples, affectant même les mesures de soutien à court terme pour la croissance. Les politiques monétaires de relance économique par la baisse des taux courts seront moins efficaces dans un contexte où les taux longs restent trop élevés, du fait d'une défiance grandissante des investisseurs vis-à-vis des dettes d'État.

Ce sujet est **particulièrement crucial aux États Unis** où un renouvellement massif de la dette arrive sur les 12 à 18 prochains mois. Le montant attendu dépasse les 8 000 mds \$, sur un total de 36 000 mds \$ de dette nationale en circulation. Ce renouvellement, ou « rolling », va se faire dans des conditions difficiles pour le Trésor américain. Les grands détenteurs historiques de dette américaines que sont le Japon et la Chine sont **beaucoup moins enclins à acheter, et sont même net vendeur dans le cas de la Chine** à cause des tensions géopolitiques, de la chute du dollar et du risque plus élevé de bonne tenue de ces investissements.

Autre élément très pénalisant sur le déficit futur, ces 8 000 mds de dette arrivant à maturité avaient été levés sur des niveaux de taux d'intérêts inférieurs à 2% en moyenne. Actuellement, nous sommes à un niveau autour des 4,5%. C'est donc un doublement du coût de service de cette dette qui attend le pays.

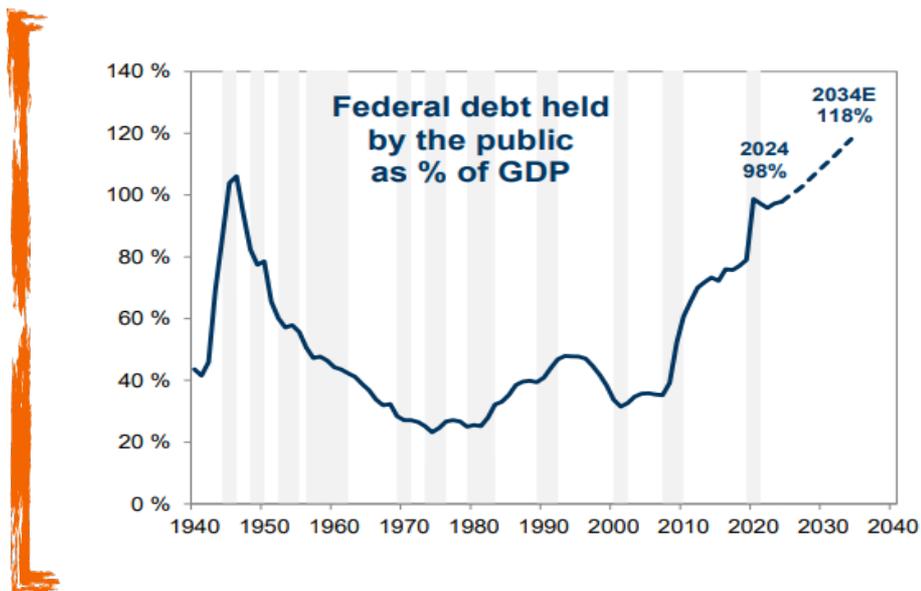
Selon les dernières estimations, la trajectoire attendue du déficit est négative en incluant les augmentations de taxes à l'importation et les réductions d'impôts prévues par Trump. Par conséquent, le poids de la dette américaine en pourcentage du PIB devrait croître, dépassant même le niveau actuel de la France (voir graphiques).

Évolution historique et prévision du Déficit budgétaire US en % du PIB



Source : Goldman Sachs

Évolution historique et prévision du poids de la dette américaine en pourcentage du PIB



Source : Goldman Sachs

Ce coût aura du mal à baisser si la dette veut trouver preneurs. Au mois de mars la Chine a été vendeuse nette de 18,9 mds \$ de dette du Trésor US, et elle n'est plus que la 3^{ème} plus grosse détentrice de dette US à 765 mds \$, derrière le Japon à 1 130 Mds \$ et le Royaume uni à 779 mds \$. La croissance liée à ce renouvellement de financement n'est pas assurée d'être suffisamment élevée pour couvrir le surcôt.

Ce constat d'un renouvellement des financements d'État à un niveau très (trop ?) élevé est quasi général, à l'exception de la Chine où les taux longs chutent. En Allemagne, malgré un contexte de faible croissance, l'annonce de dépenses futures plus massives pour une relance va maintenir les taux longs élevés à travers toute la zone euro, entraînant un surcote notoire à venir.

Cette mécanique de défiance forçant à mieux rémunérer les créateurs des États est très visible dans les résultats des dernières mises aux enchères de dette d'État aux US et au Japon. Ces ventes ont été beaucoup moins demandées, ce qui freine la baisse des taux long malgré la dégradation des perspectives de croissance. Les taux doivent rester élevés s'ils veulent convaincre les investisseurs que le rapport risque/rendement reste intéressant.

Cette défaillance de demande a déjà des conséquences surprenantes. Ainsi, la FED a été contrainte d'acheter pour 43,6 mds \$ de dette long terme (maturité 30 ans principalement) du Trésor US durant le mois de mai alors qu'elle est censée réduire son bilan en étant vendeuse nette de cette même dette.

Cette crainte que les États-Unis aient de plus en plus de difficultés à se refinancer pèse-telle aussi sur la politique monétaire des taux d'intérêt court terme de la FED ? Très probablement, et ce en lien avec la baisse du dollar qui rend toute action plus difficile. Le Dollar est en train de quitter son canal de trading compris entre 100 et 105 pour l'indice DXY, mesurant sa valeur par rapport à un panier de grandes devises.

Le \$ sort à la baisse du corridor dans lequel il était depuis 3 ans

Indice DXY (panier des grandes devises vs \$)



Source : Yahoo Finance, B.Durand Capital Partners

La Réserve Fédérale (FED) a maintenu ses taux inchangés à 4,25-4,5 % et a réitéré son approche axée sur les données. La prochaine décision est prévue les 29 et 30 juillet et un prolongement de la pause est très probable.

Pour éviter une nouvelle dépréciation du Dollar et ne pas décourager les investisseurs étrangers dans la dette américaine, à court terme comme à long terme, **la FED doit prendre le risque de laisser le contexte économique du pays se détériorer** avec un scénario possible de stagflation, négatif pour la croissance et les marchés (où l'Inflation et le chômage augmentent tandis que la croissance ralentit).

Le gouverneur de la FED a déclaré que, dans un tel scénario, à court terme, elle réagirait à la variable s'écartant le plus significativement de son objectif (croissance, inflation ou valeur du dollar). Mais, en toile de fonds, le problème grandissant du refinancement de la dette va s'imposer à tous. Un report des actions de baisse des taux des banques centrales, en particulier aux Etats-Unis, n'est pas encore intégré dans les cours actuels.

A cela s'ajoute le sujet des droits de douane, inflationniste par nature et perturbant la croissance des échanges commerciaux mondiaux. La facture est à ce stade moins élevée que ce qui avait été annoncé lors du « jour de libération » ainsi baptisée par D. Trump. En moyenne pondérée, le taux appliqué est actuellement de 14,4% alors que cette moyenne devait être de 23,3% lors des premières annonces. Ce sujet va connaître un nouveau développement à partir du 9 juillet, date butoir pour les négociations avec l'Europe, la Chine et le Japon notamment. L'incertitude reste maximale.

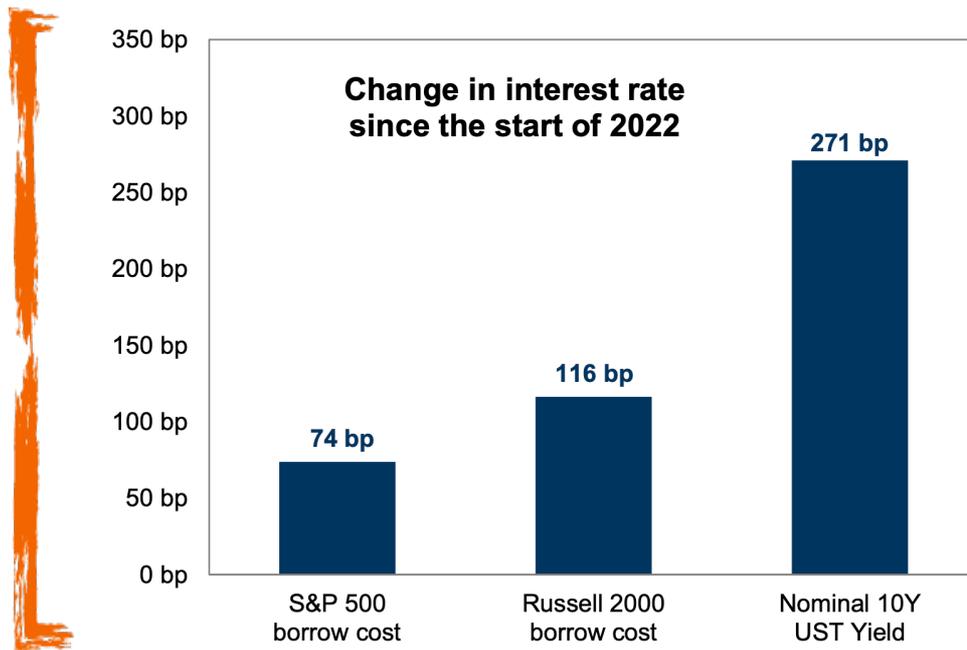
Cependant, **la collecte de fonds espérée est également moins élevée qu'attendu pour les US**. Les 24 mds \$ levés en mai 2025 grâce à ces taxes à l'importation, sont en hausse de 38% par rapport à avril mais restent une goutte d'eau par rapport aux 2 400 mds \$ générés par les impôts fédéraux en 2024.

Ce ne sont donc pas là les réelles solutions à apporter à la dette et au déficit grandissant. Cette détérioration de la dette publique va **aussi impacter la valorisation de la dette privée**, cotée et non-cotée, mais nous notons qu'au fil des ans la corrélation s'estompe. Les spreads de taux (écarts des taux privés vs publiques) se sont écartés mais moins qu'attendu. La dette privée est de moins en moins mise dans le même sac que la dette publique.

Pour preuve, le graphique ci-dessous compare la variation du coût de l'emprunt des sociétés du S&P500, des PME US (Indice Russell) et de l'État Fédéral US depuis début 2022. Le différentiel est frappant, le risque est vu grandissant sur la dette publique et la dette privée n'a pas besoin de s'ajuster d'autant.

Évolution du coût de financement en points de base depuis début 2022

Comparaison Sociétés du S&P500, PME US et État Fédéral US



Source : Compustat, Goldman Sachs

Sachant que les grandes crises viennent principalement d'événements de crédit avec effet de contagion, **la bonne tenue du secteur privé est un point rassurant**. Les évolutions et constats abordés ci-dessus (la difficulté à convaincre des investisseurs à acheter de la dette souveraine, le grippage des modes d'action des banques centrales et la hausse du coût du crédit) complexifient l'équation d'investissement et le choix entre le public et le privé.

La théorie d'une dette d'État plus sécurisée et mieux garantie que de la dette privée reste bien établie dans les schémas classiques, mais pour un investisseur adoptant un horizon à 15-20 ans une **réduction de l'exposition aux actifs étatiques semble inévitable**. La solidité d'un bilan est toujours l'arbitre ultime en ce domaine. Celui des grandes sociétés mondiales est désormais bien plus convaincant que celui des grandes puissances étatiques.

L'apparition de spreads négatifs (c'est-à-dire des taux obligataires de grands groupes privés inférieurs à ceux de l'État de référence) est déjà arrivée épisodiquement dans le passé (durant la période des taux négatifs et Covid) et reste assez exceptionnelle. Cela pourrait fort bien devenir plus fréquent dans les années à venir, ce qui veut dire que l'appréciation des obligations de sociétés ne sera plus limitée par les niveaux de taux d'État.

ACTIONS américaines

TOP 5 DES POSITIONS DES GRANDS FONDS INSTITUTIONNELS à FIN mars 2025

Le fort rebond du marché actions américain au cours des mois de mai et juin (du jamais vu pour un mois de mai depuis 1900) ne s'est malheureusement pas accompagné d'un rebond similaire des perspectives de croissance des profits 2025 de ces mêmes entreprises. Les révisions des bénéfices restent orientées à la baisse, le consensus tablant désormais sur une croissance moyenne de 6 à 7% en glissement annuel en 2025 pour les valeurs du S&P500.

Certains observateurs du marché, comme Jamie Dimon (PDG de JP Morgan), suggèrent même que la croissance pourrait être revue à la baisse jusqu'à 0 % si les taxes d'importations grimpent encore. Si ces perspectives baissières se confirment, la valorisation actuelle du marché américain, fondée sur des prévisions de croissance bien supérieures, pourrait à nouveau mécontenter les investisseurs.

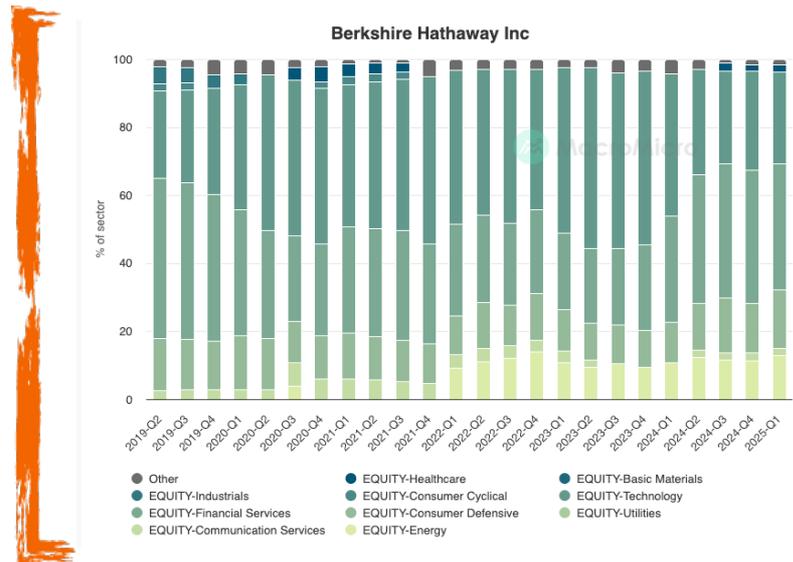
Dans ce contexte, la sélection des titres US est plus que jamais cruciale. Une donnée de poids qu'il est intéressant de parcourir est nichée dans les formulaires 13F. Les gestionnaires d'investissement gérant plus de 100 millions de dollars d'actifs sont tenus de déposer trimestriellement, auprès de la SEC, ce formulaire déclaratif répertoriant les participations en actions. Ces dépôts sont à effectuer dans les 45 jours suivant la fin de chaque trimestre civil.

Nous nous sommes attachés, à la fin du 1^{er} trimestre, aux formulaires 13F des grands institutionnels que sont Berkshire Hathaway, ARK Invest, Bridgewater, Temasek, Baillie Gifford, Lone Pine, Tiger Global, Pershing Square, Soros Fund Management, Fisher Investments, Oaktree, Hillhouse et Coatue Management. Ils révèlent, lorsqu'on les compare aux 13F passés, plusieurs tendances notables :

- **Pas d'appétit pour les actions du secteur de la santé :** À l'exception d'un fonds détenant AstraZeneca, aucun investisseur majeur n'inclut les actions du secteur de la santé dans ses 5 premières positions, ni même dans ses 10 premières. Ce secteur, traditionnellement essentiel dans les portefeuilles de base, semble actuellement sous-pondéré.

- **Un intérêt marqué sur le segment des Services de paiement :** Des sociétés comme American Express, Visa, Brookfield et Mastercard continuent de figurer fréquemment parmi les principales positions, plus que les banques traditionnelles. Les positions sur les valeurs bancaires semblent avoir été réduites compte tenu de la vigueur récente du secteur. Le segment est une forte pondération chez Berkshire Hathaway, il a regagné du terrain face à la Tech et est une des deux fortes convictions du fonds avec l'Énergie. Voir graphique de l'évolution d'allocation sectorielle du fonds.

Evolution de l'allocation sectorielle du fonds Berkshire Hathaway (Formulaire 13F)



Source : SEC, MacroMicro

- **La baisse du pétrole n'affecte pas la confiance dans le secteur de l'énergie** : La confiance dans les valeurs énergétiques reste forte malgré la récente baisse des prix du pétrole. Parmi les cinq principales positions figurent des noms comme Chevron, Chesapeake, Torm, Occidental Petroleum et First Solar.

- **Quid de la Technologie et des « 7 magnifiques » ?** Parmi les « 7 magnifiques », Amazon et Alphabet sont les plus fréquemment présents dans le top 5. Nvidia est notablement absent du classement. Microsoft et Meta sont présents, mais généralement avec des pondérations plus faibles (bien que Meta soit la principale position chez Lone Pine). ARK Invest reste très engagé dans Tesla, qui est sa principale position, bien qu'aucun autre grand gestionnaire ne partage cette conviction. Uber s'est imposé comme la principale position chez Pershing Square. Apple est la première position de Berkshire et Fisher Investments, mais est largement absent du top 5 ou du top 10 des autres gestionnaires. Durant la saison de publication des résultats du 1er trimestre 2025, les principaux fournisseurs de Cloud (Amazon, Meta, Microsoft et Alphabet) ont tous confirmé une nouvelle augmentation de leurs investissements (Meta de 64 à 72 milliards de dollars, Amazon de 100 milliards de dollars, Google de 88 milliards de dollars et Microsoft de 75 milliards de dollars), ce qui constitue un point de contrôle positif pour la chaîne d'approvisionnement en matériel.

- **Participations non américaines** : TSMC (ADR), leader mondial des semi-conducteurs Taiwanais, coté à Taiwan et aux US, figure parmi les 5 premières participations de plusieurs gestionnaires.

- **ADR chinois** (valeurs chinoises aussi cotées à New York) : Malgré les tensions géopolitiques et les menaces de Donald Trump de retirer de la cote les ADR chinois, des entreprises comme Alibaba et Pinduoduo continuent de figurer dans le top 10 des participations de certains investisseurs, témoignant d'une conviction soutenue.

MARCHÉ JAPONAIS

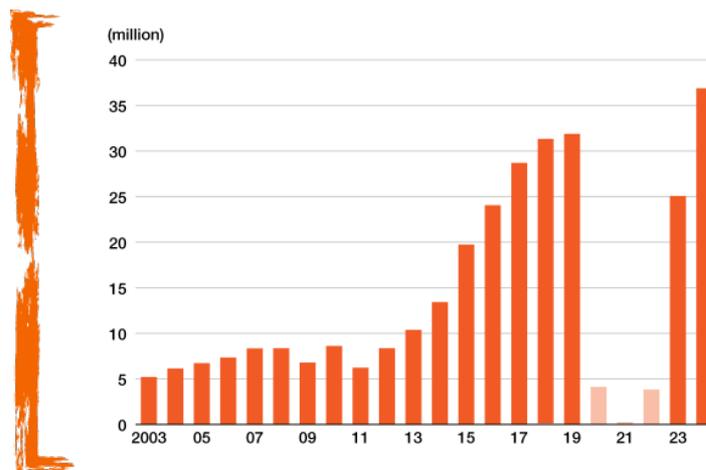
Les taux montent,

Les réformes progressent

L'évolution structurelle de l'économie japonaise, de ses structures capitalistiques et des pratiques d'entreprise se poursuit dans le bon sens, ceci au bénéfice des investisseurs longtemps privés d'un retour sur investissement digne de ce nom. Les données macroéconomiques indiquant ce renouveau sont pléthore :

- **Accélération de la croissance des salaires** qui se poursuit pour la 3^{ème} année à un rythme supérieur à l'inflation, un phénomène inédit depuis 30 ans.
- **Normalisation à la hausse des taux d'intérêt** pour maîtriser l'expansion économique.
- **Flux de touristes record en 2024** avec 37 millions de visiteurs sur l'année (voir graphique).

Progression du nombre de touristes au Japon par an depuis 2003



Source : Nippon.com

- **Rapatriement des flux de trésorerie des entreprises japonaises** dans un contexte de renforcement du yen japonais et de hausse des taux qui rendent les placements monétaires plus attractifs.
- **Augmentation de la participation des femmes sur le marché du travail.** Le taux de participation est passé de 49% à 55% en 10 ans.
- **Valorisation boursière attractive** à moins de 15 x le PE (ratio du cours/bénéfice).
- **Augmentation des versements de dividendes et des programmes de rachat d'actions.**

Au niveau des sociétés, les transformations de gouvernance et de culture d'entreprise forment un moteur en pleine action qui aide à revaloriser le marché. Les opérations sur titres récentes illustrent cette tendance de fond.

1) Rachat de Toyota Industries par le groupe Toyota pour 6 000 mds Yen ou 42 mds \$. Le groupe Toyota a annoncé une proposition d'acquisition de sa plus grande filiale et fournisseur-clé, Toyota Industries. Cette opération, évaluée à une prime de 39 % par rapport à la capitalisation boursière de Toyota Industries, vise à consolider les opérations dans un contexte d'incertitude mondiale croissante et à simplifier la gouvernance. Elle s'inscrit également dans le contexte d'appel du régulateur boursier à réformer les cotations des sociétés mères et filles, très répandues au Japon, et à accroître la transparence des entreprises. Toyota et ses filiales détiennent actuellement 40 % de Toyota Industries. Cette initiative audacieuse souligne l'ambition stratégique du groupe, notamment avec l'objectif, sur la base de ce rachat, d'augmenter le rendement des capitaux propres de 16% à 20%.

2) Premier rachat d'actions annoncé par le groupe leader coté JR Central. Ce dernier, leader japonais du secteur ferroviaire, a annoncé son premier rachat d'actions en 27 ans d'existence, prévoyant de racheter jusqu'à 4,57 % de ses actions (environ 700 M \$). Il a également augmenté son dividende de 16 yens par action. Cela pourrait catalyser des actions similaires de la part d'autres entreprises japonaises.

3) La scission potentielle de Sony dans le secteur des semi-conducteurs. Sony envisagerait de scinder sa division semi-conducteurs/capteurs d'images. Cela finaliserait la transformation de Sony en une entreprise spécialisée dans le contenu et le divertissement, après la scission prévue de Sony Financial Group pour octobre. Sony, avec Hitachi, est aux avant-postes des grandes sociétés japonaises qui réforment leur gouvernance et génèrent plus de valeur pour les actionnaires.

La multiplication de ces initiatives transformatrices de la part d'un plus large éventail d'entreprises japonaises devrait favoriser ce marché. C'est une thématique valable sur un horizon de 3 à 5 ans.

PRIVATE CRÉDIT

UNE CLASSE D'ACTIF QUI S'ÉTOFFE

C'est le segment de dette en plein boom. **Sécuriser de la trésorerie et des financements est plus que jamais un impératif avec** des taux longs qui montent, les nouvelles normes de production, un coût des matières premières et des embauches qui reste élevé et, en plus désormais, les taxes à l'importation aux US qui réclament de mobiliser plus de liquidités en amont pour pouvoir vendre.

Les banques et le marché coté obligataire ne peuvent pas répondre à tous ces besoins et les banques elles-mêmes continuent à chercher à se dessaisir de crédits. C'est là que le private credit trouve toute sa raison d'être avec ses normes moins contraignantes et le soutien des fonds de private equity et des banques pour que cette classe d'actif apporte des liquidités supplémentaires.

Le private credit peut être émis par le biais de clubs deals ou via des fonds de placement collectif. Il s'adresse généralement aux entreprises qui ne peuvent obtenir de prêts bancaires en raison de leur faiblesse de trésorerie ou parce que leurs besoins d'emprunt sont inadaptés au marché obligataire coté.

Selon le FMI, la part des entreprises bénéficiant d'un financement par crédit privé malgré l'absence de trésorerie positive est passée de **25 % à 40 % au cours des trois dernières années**. C'est dire son importance dans les financements des start-ups et sociétés early stage. La croissance de cette classe d'actifs est exponentielle. À l'échelle mondiale, le marché du private credit représente désormais plus de 2 500 mds \$ à comparer aux 5 300 mds \$ pour le marché mondial des obligations à haut rendement.

Aux sociétés sans ou faible trésorerie, le private credit offre la possibilité de **payer les intérêts autrement qu'en espèces**. C'est la modalité de paiement en nature ou PIK. Les intérêts de prêts PIK peuvent être payés via :

1. des titres de créance supplémentaires ;
2. des titres émis par l'emprunteur ; ou
3. des options sur actions.

Ces structures sont utilisées dans les acquisitions par emprunt (LBO). Elles permettent un effet de levier plus important tout en réduisant les besoins de trésorerie initiaux.

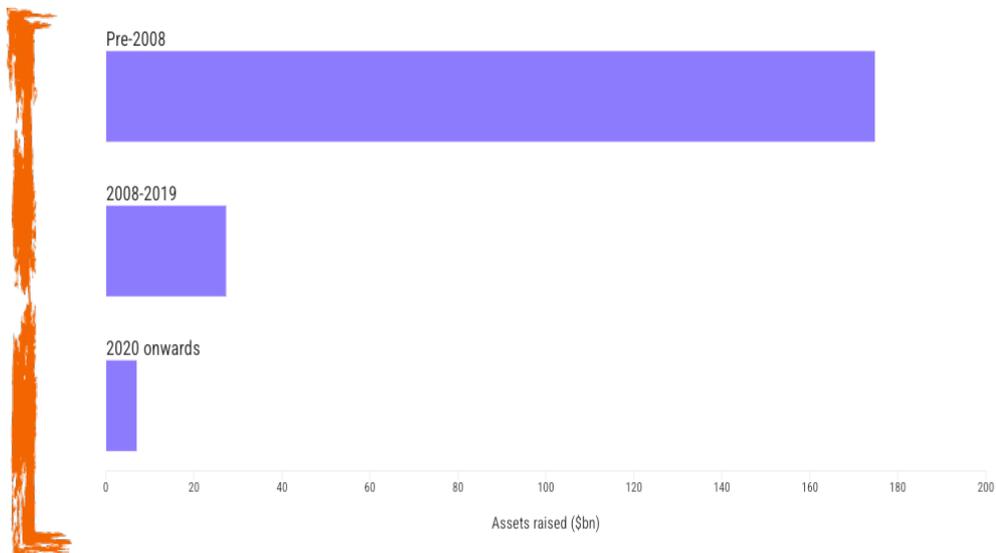
Pour les investisseurs, bien qu'attrayants dans un contexte de forte inflation et offrant des rendements plus élevés, les prêts PIK ne génèrent pas de flux de trésorerie avant leur échéance, ils sont subordonnés aux dettes senior et mezzanine et sont généralement non garantis. Par conséquent, ils comportent un **risque plus élevé et nécessitent une évaluation prudente**.

Il faut aussi noter que **ce segment d'investissement n'est pas complètement indépendant des banques**. Les banques financent souvent des fonds de crédit privé pour accroître leur effet de levier. Moody's estime l'exposition des banques mondiales aux fonds de crédit privé à 500 mds \$ sur un total émis de 2 500 mds \$.

Concernant le risque de voir se multiplier des acteurs moins fiables, une analyse de 2024 est plutôt rassurante. La grande majorité des levées de fonds en private credit observées en 2024 a été réalisée par des gestionnaires ayant plus de 15 ans d'expérience et qui ont donc connu la crise de 2008. L'expérience des années 2008-2010 est fortement plébiscitée, ce qui est un atout (voir le graphique).

Levées de fonds Private Credit 2024 en Mds \$

L'antériorité d'expérience des gérants qui ont levé le plus



SECTEUR DE LA PHARMA DESERTÉ, MALGRÉ UNE CROISSANCE SUPÉRIEURE

Le secteur mondial de la santé continue de sous-performer significativement le reste du marché depuis le début de l'année et sur un an glissant. Les ETFs globaux basés sur le secteur sont en baisse de 8% en moyenne (en euros) sur un an glissant et la plupart des grandes sociétés pharmaceutiques ont affiché des performances négatives, à l'exception de quelques noms (voir tableau). Une rotation des flux d'achat qui ont déserté ces valeurs du segment thérapeutique au profit des segments non thérapeutiques, comme la tech-médicale, est venue s'ajouter à la pression à la baisse.

Performance sur 1 an glissant et depuis le début de l'année des grandes valeurs Pharma



Name	YTD	1 Year
 Moderna	-33.96%	-81.11%
 Novo Nordisk B	-25.31%	-50.20%
 Merck&Co	-23.02%	-40.50%
 UnitedHealth	-40.03%	-39.99%
 AstraZeneca	1.55%	-14.30%
 Eli Lilly	-2.74%	-9.82%
 GSK plc	10.14%	-8.17%
 Sanofi	-7.93%	-4.39%
 Novartis	7.15%	2.49%
 Roche Holding	3.18%	7.55%
 AbbVie	5.30%	15.41%
 Bristol-Myers Squibb	-14.78%	15.45%

Source : investing

L'imposition imminente, depuis deux mois, de droits de douane spécifiques au secteur par les États-Unis accentue encore la pression. Depuis le jour de la Libération, le président Donald Trump a réitéré à plusieurs reprises son intention de réglementer le secteur pharmaceutique et de s'attaquer aux prix des médicaments qu'il juge excessifs aux États-Unis.

La prudence résultante des investisseurs est fondée sur deux axes :

Le premier : l'imposition potentielle de droits de douane ciblés par les États-Unis.

Le second : la menace de l'adoption d'un modèle de tarification US fondé sur la Nation la Plus Favorisée (NPF) pour les médicaments couverts par Medicaid. Ce qui veut dire utiliser aux US le prix le moins cher d'un médicament vu dans les autres pays. Cette proposition de tarification NPF suscite une forte opposition au sein du Congrès, et est prise dans des négociations budgétaires plus larges. Une telle opposition rend improbable la mise en œuvre complète et immédiate des tarifs et du plafonnement des prix des médicaments. Des négociations avec les laboratoires pharmaceutiques semblent la sortie la plus probable, suggérant, finalement, un

ajustement plus modéré. Cette imbrication explique probablement le retard de Trump à s'exprimer.

Coté marchés, on n'a pas attendu pour anticiper le pire. Le secteur pharmaceutique est déjà valorisé sur l'hypothèse de taxes allant de 30 % à 80 % et une tarification NPF strictement fixée pour tous les principaux médicaments Medicaid. **Par conséquent, toute annonce plus favorable devrait faire rebondir le secteur.**

D'autres facteurs pèsent également temporairement sur le secteur :

- 1) **Le retard du point d'inflexion** dans la prescription de médicaments contre l'obésité.
- 2) **La nomination récente d'un directeur du CBER à la FDA**, l'autorité de régulation sanitaire aux US, beaucoup moins flexible et très axé sur la réglementation.
- 3) **La fin des campagnes de vaccination contre la COVID-19**, qui soutenait encore la demande l'année dernière.

Il ne s'agit pas de minimiser ces problèmes, mais ils sont déjà bien identifiés et se reflètent dans le ratio cours-bénéfice actuel de 16,1x, inférieur à sa médiane sur 20 ans de 16,8x, tout en affichant une croissance annuelle moyenne supérieure de 8 % du chiffre d'affaires et des bénéfices.

Malgré tout, le secteur a enregistré de **solides bénéfices au premier trimestre 2025**, avec des profits en hausse de plus de 30% par rapport à l'année précédente. Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2026 ont aussi été revues à la hausse et les grands groupes ont rassuré quant à leurs publications :

Novo Nordisk : le rapport du premier trimestre 2025 est globalement conforme aux attentes et une inflexion du marché des médicaments anti-obésité est toujours attendue à partir du milieu de l'année 2025. Novo Nordisk devrait être le premier sur le marché du GLP-1 oral, mais les investisseurs ne lui accordent que peu de crédit pour l'instant (Novo est en retard par rapport à Eli Lilly, qui obtient 75 % des prescriptions de médicaments anti-obésité et dont le médicament est, jusqu'à présent, plus efficace).

Roche : La société a enregistré une solide performance au premier trimestre 2025, avec des ventes du groupe en hausse de 6 % à taux de change constants (TCC) à 15,4 milliards de francs suisses. La division Pharmaceutique a enregistré une hausse de 8 % à 11,9 milliards de francs suisses, portée par de nouveaux médicaments comme Phesgo, Vabysmo, Xolair et Hemlibra. Un fort rebond des ventes de Vabysmo a été observé en avril sur le marché des médicaments de marque, confirmant que la croissance aux États-Unis pourrait approcher les 20 % à TCC, un marché moins affecté par les difficultés.

Lonza : un premier trimestre solide. La société a confirmé ses prévisions à TCC et les a actualisées en tenant compte d'un impact négatif de change de 2 % sur les ventes et l'EBITDA.

Ceci est d'autant plus remarquable que de nombreuses grandes entreprises américaines ont renoncé à fournir des prévisions pour 2025. Lonza anticipe désormais un profil de marge plus équilibré entre le premier et le second semestre (meilleur mix et performance opérationnelle supérieure aux prévisions).

Merck : La société a annoncé un chiffre d'affaires et un bénéfice au premier trimestre 2025 supérieurs aux attentes, grâce à la solidité de son portefeuille oncologique et de santé animale. Cependant, la société a revu à la baisse ses prévisions de bénéfices pour l'ensemble de l'année, invoquant une charge liée à un récent accord de licence et des coûts supplémentaires estimés à 200 millions de dollars pour les droits de douane appliqués à ce jour. L'entreprise a indiqué que les droits de douane prévus reflètent principalement les prélèvements entre les États-Unis et la Chine, mais ne prennent pas en compte les droits de douane prévus par le président Donald Trump sur les produits pharmaceutiques.

A noter, pour les investisseurs préoccupés par l'exposition à la politique américaine, que Sanofi et AstraZeneca sont les moins exposés à Medicare Part B et Medicaid.

Le secteur de l'eau

IL SUIT SON COURS LOIN DES TENSIONS

C'est un secteur sur lequel les tensions géopolitiques, les changements de politique budgétaire et la guerre commerciale ont peu de prise. Boursièrement, depuis le début de l'année, le secteur est **en hausse de 2,8%** alors que le MSCI World est à -4,4% en EUR.

En 2024, le secteur s'était déjà bien comporté mais n'avait pas pleinement profité de la hausse du marché, grimpant de 12,5% contre 26,3% pour le MSCI World en EUR. Cependant qui pouvait battre la Tech US sur une telle année ?

Sur une période de trois ans, les résultats sont beaucoup plus convaincants avec une performance de 35% contre 35,5% pour le MSCI World en EUR mais avec un beta de seulement 0,69x (ce qui signifie une plutôt bonne décorrélation des marchés) et une baisse maximale d'un mois sur les trois dernières années de 15,3% contre 20% pour le MSCI World.

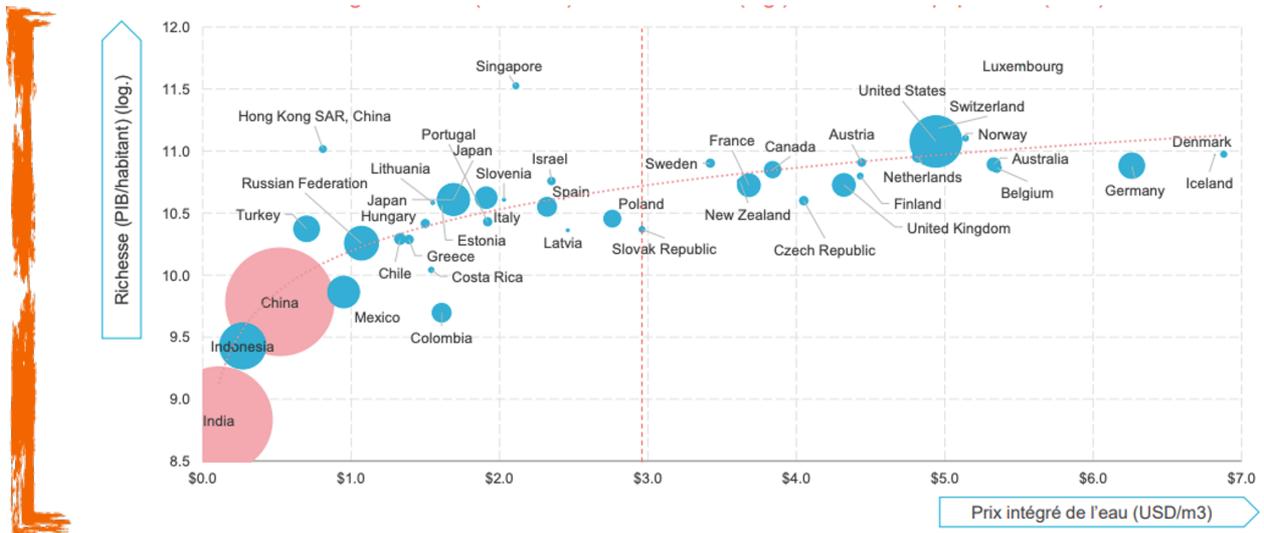
La nature défensive et de bonne visibilité du secteur restent intacte. Le secteur échappe à la guerre commerciale et ne peut être l'objet d'économies dans les budgets des États. Cela est dû à deux éléments :

- 1) Les entreprises du secteur de l'eau opèrent **principalement au niveau national**, ce qui les protège partiellement des risques liés aux tarifs douaniers.
- 2) Le secteur de l'eau est vu comme **bipartisan aux États-Unis** (il bénéficie du soutien des deux camps politiques), ce qui limite l'impact sur le long terme des changements de gouvernement ou de politique.

Autre facteur aidant dans le contexte d'inflation, les sociétés d'eau conservent un **fort pouvoir de fixation des prix**. Elles sont peu contestées sur ce point et passent plutôt bien sous les radars des polémiques qui peuvent heurter d'autres segments des services publics. C'est un gros avantage que la population accepte de payer plus cher lorsque le niveau de vie augmente sans que le coût de distribution/recyclage augmente autant.

Le graphique ci-dessous illustre bien cette corrélation bénéfique aux investisseurs.

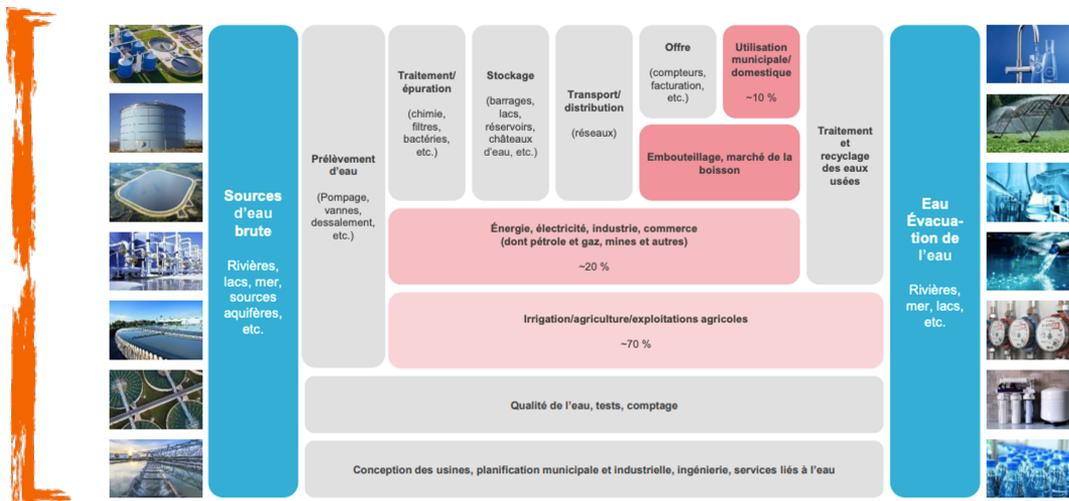
Corrélation entre richesse du pays et prix de l'eau



Source : Regnan

C'est aussi un secteur qui regroupe de **multiples sous-segments d'activité avec des opérations multiples du sourcing** jusqu'à l'évacuation/le traitement (voir graphique). Il y a donc une croissance et une gestion digne du privé, combiné à la bienveillance des États et le soutien long terme des collectivités.

Les multiples strates du secteur de l'eau – barrières d'entrée hautes



Source : Regnan

Au niveau des sociétés leaders du secteur, sur les publications récentes :

Parmi les bonnes performances, **Mueller Industries** (équipements liés au secteur de l'eau) et **Ebara** (pompes industrielles) ont dépassé les attentes grâce à de bons résultats financiers sur 2024 et au premier trimestre 2025.

Du côté des multi-sectoriels, **Veolia** affiche une très bonne santé financière dans son segment de l'eau et au consolidé :

- Une croissance attendue des bénéfices de 9 %, année sur année, en 2025
- Un programme de rachat d'actions
- Des synergies renforcées après ses acquisitions

À l'inverse, **Advanced Drainage Systems** a souffert de conditions défavorables, mais montre des signes de reprise. **Aalberts**, bien que décevante, prévoit d'accélérer sa croissance via l'innovation.

Pentair, fabricant de solutions d'eau, a été le point négatif du trimestre. Ses prévisions de ventes ont été revues à la baisse, notamment à cause d'une demande en recul pour les solutions d'eau résidentielles et industrielles. Toutefois, sa stratégie d'expansion des marges pourrait stabiliser la performance à court terme.

VU & LU*

Décideurs Magazine - Investir dans la pierre : stratégies et perspectives selon Benjamin Durand :

<https://www.bdurandcapital.com/resources/2590/De%CC%81cideurs%20Magazine%20Article%20Immo%20Benjamin.pdf>

Santé, Biotechnologies - la cure fortifiante :

<https://www.lesechos.fr/idees-debats/crible/sante-biotechnologies-la-cure-fortifiante-2168535>

Japon : Le nombre de touristes étrangers vers un nouveau record annuel :

<https://www.nippon.com/fr/japan-data/h02207/>

Viabilité de la dette américaine - un horizon budgétaire incertain :

<https://am.gs.com/fr-fr/advisors/insights/article/2024/us-debt-sustainability-an-uncertain-fiscal-future>

Le fisc réévalue le loyer d'une maison de 3000 euros par mois à 17 500 euros :

<https://immobilier.lefigaro.fr/article/le-fisc-reevalue-le-loyer-d-une-maison-de-3000-euros-par-mois-a-17-500-euros-20250503/#>

Management packages - les dirigeants de LBO obtiennent gain de cause à Bercy sur la fiscalité des plus-values :

<https://www.lesechos.fr/finance-marches/ma/management-packages-les-dirigeants-de-lbo-obtiennent-gain-de-cause-a-bercy-sur-la-fiscalite-des-plus-values-2158860>

CACEIS Bank inaugure ses services crypto-actifs grâce à l'agrément MiCA et le passeport européen :

<https://www.caceis.com/fr/media-room/communiqués-de-presse/communiqués-de-presse/article/caceis-bank-obtains-mica-autorisation/detail.html>

Les acrobaties de Christian Clavier pour semer le fisc français :

https://www.linforme.com/medias-culture/article/les-acrobaties-de-christian-clavier-pour-semer-le-fisc-francais_2892.html

*Liens ou pdf abonnés, sur demande



AVERTISSEMENT AU LECTEUR. Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par B.Durand Capital Partners sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique. Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de B Durand Capital Partners. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant. Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et B.Durand Capital Partners se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de B.Durand Capital Partners. Par ailleurs, certains services rendus/et ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs. Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement. Tout investisseur est tenu de se reporter aux conditions proposées par B.Durand Capital Partners à sa clientèle afférent aux services et/ou placements figurant dans ce document. De plus, toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs qui seraient mentionnés dans ce document est tenue de consulter le DICI visé par l'AMF remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande à B.Durand Capital Partners.

S.A.R.L. au capital de 10 000 euros SIREN 808 946 396 RCS Paris, Code APE
70.22Z, immatriculée à l'ORIAS sous le numéro 15001012 (www.oriass.fr) en qualité de : courtier en assurance, courtier en opérations de banque et en services de paiement et de conseiller en investissements financiers adhérent de la Chambre Nationale des Conseils en Gestion de Patrimoine (CNCGP), association agréée par l'AMF et par l'ACPR –
Activité de transaction sur immeuble et fonds de commerce, carte professionnelle T n° CPI 7501 2019 000 039 811 délivrée par la Préfecture de Police de Paris – Garantie financière de la compagnie MMA IARD /MMA IARD Assurances Mutuelles 160 rue Henri Champion - 72030 Le Mans

**MERCI
À TOUS**

