

# NEWSLETTER

**B. DURAND CAPITAL PARTNERS**

**Novembre 2025**



# Préparer 2026 Dans la traîne de la comète 2025

Le terme « comète », astre présentant un noyau brillant et une traînée gazeuse, convient parfaitement à cette année boursière 2025. Les différentes régions ont brillé à tour de rôle, l'Europe en début d'année, puis les US avec un rebond spectaculaire depuis le printemps, et enfin la forte poussée des marchés asiatiques.

Nous sommes dans la traîne de ces passages, phase de hausse supplémentaire qui peut encore durer à court terme. Sur les 60 dernières années, lorsque le marché US est en hausse de plus de 10% à fin octobre, il termine l'année en hausse supplémentaire. Il y a notamment un phénomène d'achat de ratatapage des investisseurs qui amplifie les tendances.

A l'heure où nous écrivons, la combinaison de facteurs favorables est toujours en place :

- 1) La baisse des taux d'intérêt court-terme
- 2) La croissance des bénéfices des entreprises (même le Luxe se stabilise)
- 3) Un effet richesse rare combinant baisse des taux d'intérêts, chômage bas, salaires en hausse, or et cryptos en forte hausse, prix de l'immobilier qui rebondissent déjà après la séquence de hausse des taux, et marchés actions (support majeur des pensions) bien orientés.
- 4) Un commerce mondial moins touché que prévu par les taxes à l'importation, à ce stade.
- 5) La baisse du dollar de 10% qui favorise l'emprunt et les investissements.

Seule ombre au tableau, à suivre de près mais encore bénigne, sont des défauts de crédit affectant des banques (First brands et Tricolor notamment). Ce phénomène n'est pas inattendu, les taux de défaut ont été artificiellement bas sur les 3 dernières années, mais la croissance forte du Private Crédit va rendre le suivi plus délicat entre les sociétés piégées et les autres.

Une comète s'éteint lorsqu'elle est repassée trop de fois près du soleil, ce que l'on pourrait traduire par le double déni des investisseurs, trop répétés, sur les niveaux de valorisation atteint sur de nouveaux points hauts et sur les risques grandissants qui arrivent derrière ces traînes. L'histoire ici peut s'achever de deux manières :

- 1) Une phase de récession entraînant de la déflation. Peu probable selon nous vu les facteurs mentionnés plus haut.
- 2) Une résurgence d'inflation forçant les Banques Centrales à resserrer leur politique et prenant les marchés à contre-pied.

Cette deuxième possibilité nous semble la plus probable pour 2026, compte tenu de la liquidité et crédits massifs qui continuent de circuler dans les grandes économies (Les taux d'intérêt réels sont de nouveau à zéro ou négatifs au Japon et en Europe, les coûts d'emprunt sont en dessous de 2% en Chine, la FED a repris ses baisses de taux aux US, malgré une économie en surchauffe au T2 2025) et les niveaux de demande domestique et d'emploi, qui généreront de l'inflation au moindre décrochage de l'offre.

Il s'agit donc de se préparer graduellement en identifiant les poches qui peuvent mieux bénéficier de l'inflation ou dont les fondamentaux sont suffisamment robustes, et décorrélés, pour leur permettre de survivre à un épisode de remontée des prix.

Nous débuterons par la France, qui bénéficie encore de ce contexte mondial de traine favorable mais va devoir s'attaquer à ses démons, dépenses publiques et retraite par répartition en tête. Nous faisons notamment le point sur la taxe des holdings et les évolutions possibles à explorer.

Nous passons ensuite à l'économie et aux marchés US où le niveau d'exposition, et les secteurs à choisir, restent les grands sujets d'allocation 2026. Nous ferons un retour dans le passé et la bulle des Dot.com et les enseignements à en tirer pour le rally tech actuel.

Puis nous aborderons trois thématiques qui devraient tirer leur épingle du jeu sur les trimestres à venir : La Défense, le secteur qui continue à se financer grandement grâce aux États. La Santé, en grand retard en bourse malgré des fondamentaux sains et une bonne décorrélation vis-à-vis des phases de baisse de cycle. Le Cuivre, l'or rouge à ne pas oublier.

## SOMMAIRE

---

**FRANCE LES  
MARCHÉS N'ONT  
PAS PERDU  
ESPOIR**

---

---

**FRANCE  
PLF 2026 - FOCUS  
SUR LES HOLDINGS**

---

---

**MARCHÉS US AU  
PLUS HAUT  
LES RESSORTS  
DE L'ESSOR**

---

---

**BOOM TECH VS  
BOOM DOT.COM  
2001**

---

---

**LE SECTEUR DE  
LA DÉFENSE**

---

---

**MATIÈRE  
PREMIERE - LE  
CUIVRE**

---

---

**LE SECTEUR DE  
LA SANTÉ**

---

## France

# Les marchés n'ont pas perdu espoir

Le CAC est désormais en hausse de 9% depuis le début de l'année. L'image d'ensemble est plus que morose : l'économie Française croît moins que ses voisins, son parlement et son président sont affaiblis, son ratio de Dette publique/PIB grimpe et son taux d'emprunt 10 ans connaît des pics de fièvre. Mais les marchés ne reculent pas nécessairement devant ces symptômes qu'il perçoit comme des aiguillons dont, finalement, quelque chose de positif peut sortir.

Le précédent italien, des années de crises découlant sur un big bang et 4 ans de réformes et initiatives plus que positives, joue probablement favorablement ici dans les analyses.

L'autre élément est l'approche prospective des marchés qui voient enfin la stabilisation de la dette publique devenir le sujet central, même dans les rangs de la gauche modérée. Les solutions ne sont pas encore là mais le focus est grandissant.

Le défi est de taille. Pour stabiliser sa dette, la France doit passer d'un déficit primaire actuel de 3 % à un excédent primaire d'environ 1 % du PIB. Compte tenu d'une pression fiscale déjà élevée, cet ajustement devra principalement passer par une réduction des dépenses publiques en % du PIB. Le compte n'y est pas mais le sujet avance.

Le système fiscal français repose fortement sur le travail, les impôts sur les salaires et les cotisations sociales représentent 60 % des recettes fiscales. Le système de retraite par répartition est obsolète et une réforme instaurant de la capitalisation est inéluctable. Cela ne serait pas pour déplaire aux marchés, futurs bénéficiaires de gros volumes entrants.

L'autre chance de la France est sa dotation forte en leaders mondiaux dans nombre de secteurs d'activité. Ces leaders ne dépendent plus depuis longtemps de la seule conjoncture nationale, il est donc déraisonnable de les pénaliser boursièrement alors que le reste du monde connaît une phase de hausse. La meilleure tenue du secteur du Luxe au T3 2025, à travers le Monde (US et Europe stables, Chine et Japon moins faibles qu'attendu) aide le CAC (LVMH représente 7.5% du total).

La séquence de baisse globale des taux d'intérêt aide aussi actuellement la France à être moins pénalisée qu'elle ne le devrait. La recherche de rendement réel, au-dessus de l'inflation, fait que la dette long-terme française devient vite attractive, dès qu'elle décale de quelques dizaines de points de base par rapport à ses voisins au sein du bloc Euro zone. C'est un facteur conjoncturel qui pourrait ne pas durer si l'inflation fait un retour en 2026.

## **BUDGET 2026 - INTENSES NÉGOCIATIONS**

L'examen du Budget 2026, ouvert le 20 octobre à l'Assemblée nationale, se déroule dans un contexte inédit. Après la démission successive des gouvernements Bayrou et Lecornu 1, le texte est arrivé au Parlement avec un retard tel qu'il reste peu de marge dans le calendrier.

Le délai constitutionnel de 70 jours expire le 23 décembre, laissant tout juste une semaine au Conseil constitutionnel pour valider le budget avant le 31 décembre.

Un timing extrêmement serré, alors que Sébastien Lecornu, sauvé de justesse d'une censure grâce au PS, a promis de laisser le dernier mot au Parlement — sans recourir au 49.3.

Depuis, les amendements des différentes forces politiques ont remanié très profondément le texte. Quelles ont été les mesures phares proposées ? Lesquelles sont toujours en lice ?

### **PROLONGATION DE LA CDHR**

La contribution différentielle sur les hauts revenus, instaurée dans le cadre du budget 2025 et initialement limitée aux revenus de cette même année, a finalement été pérennisée. Elle restera en vigueur jusqu'à ce que le déficit public repasse durablement sous le seuil des 3 % du PIB, un niveau que la France n'a atteint qu'à deux reprises au cours des quinze dernières années (en 2018 et 2019).

Les modalités de calcul de cette contribution demeurent inchangées, aucune adaptation n'ayant été retenue lors des débats parlementaires.

### **HAUSSE CIBLÉE DE LA CSG SUR LES REVENUS DU CAPITAL**

Concernant le financement de la Sécurité sociale, la commission des Affaires sociales a rejeté le gel du barème de la CSG proposé par le gouvernement.

Elle a au contraire approuvé une augmentation de 1,4 point de la CSG sur les revenus du capital, qui passerait de 9,2 % à 10,6 %, dans une logique de justice fiscale.

Les prélèvements sociaux passeraient ainsi de 17,2% à 18,6%.

### **DURCISSEMENT DE L'EXIT TAX**

Instaurée en 2011, l'exit tax vise à imposer les plus-values latentes sur les actions lors du transfert du domicile fiscal hors de France, afin de dissuader les expatriations à visée fiscale.

Largement assoupli sous Emmanuel Macron, son délai de dégrèvement avait été ramené de quinze à deux ou cinq ans en 2019, limitant son champ aux cas les plus abusifs.

Les amendements récents proposent de rétablir la version antérieure, avec une durée d'application portée à quinze ans.

La navette parlementaire débute toutefois à peine, et le gouvernement s'est dit favorable à un durcissement intermédiaire, avec une durée de cinq à huit ans selon la valeur des titres.

## **RESSERREMENT DU PACTE DUTREIL**

Les députés ont adopté plusieurs mesures visant à encadrer davantage le dispositif Dutreil, qui permet de transmettre une entreprise familiale avec un abattement fiscal important.

Désormais, les donataires devront être âgés de 18 à 60 ans et la durée minimale de conservation individuelle des titres transmis est allongée de quatre à six ans.

L'exonération sera désormais réservée aux seuls biens affectés à l'activité opérationnelle de l'entreprise (quid de la trésorerie ?). Jusqu'à présent, il suffisait que les actifs professionnels représentent une part « prépondérante » du patrimoine transmis, soit plus de 50 %. Ce durcissement marque une volonté claire de cibler l'avantage fiscal sur les transmissions d'entreprises réellement actives.

## **IMPÔT SUR LA FORTUNE IMPRODUCTIVE**

Un nouvel impôt sur la fortune a été adopté le 31 octobre 2025 dans le cadre du projet de loi de finances 2026. Destiné aux patrimoines supérieurs à 1,3 million €, il remplace l'IFI tout en s'inspirant partiellement de l'ancien ISF, en ciblant cette fois les actifs dits « improductifs ».

Le taux d'imposition serait de 1 % pour les patrimoines dépassant 2 millions d'euros. Le barème actuel indique 0% entre 1,3M et 2M €.

Remanié par des sous-amendements du Parti socialiste, le texte élargit l'assiette fiscale aux biens immobiliers locatifs, aux objets précieux (bijoux, œuvres d'art, yachts, voitures de luxe) ainsi qu'aux cryptomonnaies et aux fonds en euros des contrats d'assurance-vie.

Chaque foyer fiscal pourra toutefois exclure un bien de l'assiette, par exemple sa résidence principale, dans la limite d'un abattement de 1 million d'euros, précise un second sous-amendement socialiste.

Si le nouvel IFI est définitivement adopté, il entrera en vigueur au 1er janvier 2026, avec une première déclaration prévue au printemps suivant.

## FOCUS TAXE SUR LES HOLDINGS

Le projet de loi de finances pour 2026 (PLF 2026) introduit, à son article 235 ter C du Code général des impôts, une taxe sur les actifs non affectés à une activité opérationnelle des sociétés holdings patrimoniales.

Ce dispositif avait pour objectif de lutter contre la thésaurisation de revenus non distribués au sein de sociétés holding – souvent qualifiées de cash boxes – et d'augmenter la contribution des grandes structures patrimoniales au redressement des finances publiques.

En somme, il s'agit d'une taxe de 2% sur l'ensemble des actifs hors opérationnels d'une holding.

Cette mesure s'inspire de dispositifs étrangers comparables, tels que la “Personal Holding Company Tax” américaine, la “Close Company Surtax” irlandaise ou l'impôt sur la fortune des sociétés luxembourgeoises.

**Cette taxe a toutefois été supprimée** en Commission des Finances puis modifiée substantiellement pour ne s'appliquer qu'aux **biens dit somptuaires** (équipements de pêche et de chasse, objets de collection, œuvres d'art, yachts, jets privés, immobilier). Les holdings visées par cette nouvelle imposition sont les structures détenues à 50% par une personne physique (l'exécutif proposait un seuil moins élevé de 33,33%), générant plus de 50% de revenus passifs, et dont la valeur des actifs atteint au moins 5 millions d'euros.

## **MARCHÉS US AU PLUS HAUT**

### **Les ressorts de l'essor**

L'optimisme persistant repose à la fois sur des prévisions de croissance des profits des entreprises américaines, sur une politique monétaire accommodante et sur de possibles effets bénéfiques liés à la politique de Trump.

Sur ce dernier point, la possibilité d'un recul du déficit budgétaire annuel US en 2025 par rapport à 2024 prend forme. La collecte de taxes douanières 2025 pourrait atteindre 200 mds \$, en hausse de 150% par rapport aux 77 mds collectés en 2024. Et il se pourrait que ce taux moyen d'imposition des importations, de 18,7%, soit un niveau acceptable permettant à la fois une collecte conséquente sans rompre la croissance ni freiner les échanges.

L'optimisme ambiant est aussi stimulé par la ferme conviction, partagée par la conviction largement partagée, y compris par la FED, d'une maîtrise réussie de l'inflation, et ce malgré la récente hausse de l'indice des prix à la consommation et les nouvelles taxes américaines à l'importation. Tous les membres de la FED - ils sont douze - étaient d'accord sur la dernière baisse, à l'exception d'un seul, demandait une baisse de 0,5%. Le prévisionnel de la FED (le Dot-Plot) indique une baisse supplémentaire de 1,25% d'ici 2027, mettant les taux courts autour de 3 % à cette date. Si l'inflation reste stable autour de 3%, cela signifierait un retour à des taux réels nuls aux États-Unis. Cette perspective alimente l'enthousiasme actuel des marchés.

Pourtant, l'inflation américaine mesurée par l'IPC a rebondi à 3% en septembre, en glissement annuel, contre 2,9% en août et 2,7 % en juillet. La tendance mensuelle s'est raffermie à 0,4 %, contre 0,3 % attendu, en raison de surprises haussières dans l'alimentation et le logement. Cela ne remet pas, à ce stade, en cause la conviction du consensus selon laquelle la situation reste maîtrisée. Cette conviction se trouve renforcée par :

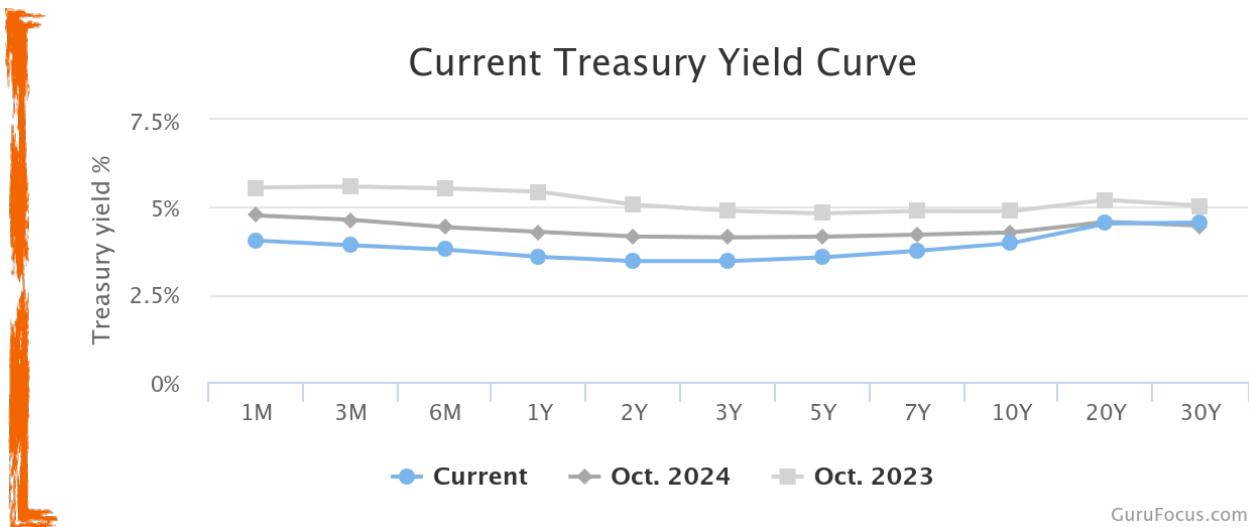
- 1) Une répercussion partielle et modérée des droits de douane par rapport aux attentes. Les entreprises absorbent une partie des coûts.
- 2) La faiblesse du dollar depuis le début de l'année, -10% en moyenne, s'est avérée, jusqu'à présent, non inflationniste.
- 3) Les dernières données du marché du travail américain étaient plus faibles que prévu avec moins de création d'emploi. Elles font état de seulement 22 000 créations d'emplois en août et d'une perte nette de 32 000 emplois en septembre. et d'un chômage bas mais qui grimpe à 4,4 % en octobre.
- 4) La déflation des prix de l'énergie se poursuit. Les dernières données font état d'une hausse surprise de 2,4 millions de barils des stocks de brut américains. Les efforts répétés de l'Arabie saoudite pour accroître sa production au sein de l'OPEP+, pour regagner des parts de marché perdues au détriment du Canada, de la Chine, du Brésil et de la Norvège, produisent eux aussi de

la déflation. A cela s'ajoutent de nouvelles livraisons en provenance de Guyane et du Brésil. Le Brent reste vulnérable à une offre excédentaire supplémentaire.

5) La pentification de la courbe des taux US et la baisse du taux 10 ans en dessous des 4% contribuent aussi à ce sentiment d'une situation sous contrôle.

**Evolution de la courbe des taux US - Octobre 2025 vs Oct 2024 et Oct 2023**

**Une pentification bienvenue**



Un tel contexte peut justifier des valorisations élevées mais le grain de sable risque de venir d'une demande trop exubérante, d'où le risque d'un retour d'inflation l'année prochaine.

## **BOOM TECH VS BOOM DOT.COM 2001**

### **ce que nous enseigne la bulle dot.com**

Depuis la Grande Crise Financière de 2008, le secteur Tech américain a généré un retour sur investissement exceptionnel. Le Nasdaq a progressé de 717 % sur cette période.

À cela, il y a de bonnes raisons.

- 1) Des fondateurs visionnaires ont permis à des entreprises technologiques de devenir dominantes, de connaître une rentabilité opérationnelle durable, surtout, d'établir une rentabilité opérationnelle élevée. C'est une différence majeure entre la période actuelle et les géants de l'ère des dot.com, qui n'étaient, pour la plupart, pas rentables au moment de leur essor boursier en 2000.
- 2) Autre élément favorable actuellement : le contexte de taux d'intérêt bas. En 2000 et 2001, les taux d'intérêt américains s'élevaient à 6,5 %. Nous nous dirigeons actuellement probablement vers un niveau proche de 3 % dans les 12 à 18 prochains mois.

Autant d'arguments qui justifient de conserver une exposition significative au secteur. Cela dit, il existe d'autres points de comparaison troublants qu'il est bon d'énumérer ici pour avoir la perspective complète. Le secteur est confronté à des défis liés à sa croissance phénoménale qui provoque 1) Une concurrence accrue 2) Une augmentation rapide des besoins de financement. L'exemple le plus flagrant est celui de Meta, avec des investissements dépassant les 50 milliards de dollars et une trésorerie qui devrait chuter de 45 milliards fin 2024 à environ 14 milliards fin 2025. Le rythme des investissements ne faiblira pas en 2026 et 2027 et un recours à l'endettement est probable. C'est une fragilisation potentielle des bilans et un pari accru sur la rentabilité rapide de l'IA.

Ce qu'il faut avoir en tête de l'expérience Dot.com

1° Les analystes financiers ont souvent un temps de retard. A l'époque, les prévisions de bénéfices étaient restées élevées bien après le pic des marchés. Le graphique ci-dessous montre comment les analystes ont eu du mal à ajuster leurs chiffres pour 2001, tout au long de l'année. Il pourrait en être de même en 2026.

**Prévisions de Croissance des profits des valeurs du S&P500 pour 2001, tout au long de 2001**



Source : IBES / GQG

2° Lors de l'éclatement de la bulle Internet, les sociétés profitables du secteur n'ont pas été épargnées. Le titre Microsoft chuta de 60 % entre son pic de 2000 et son creux de 2002, tout en restant très rentable tout au long de la crise.

3° Les parts de marché très dominantes dans le secteur Tech ne sont pas éternelles. Les leaders des dot.com et de l'Internet qui ont détenu plus de 50% de parts de marché ont vu leur taux de croissance chuter à un % à un chiffre au cours des cinq années suivantes. Nvidia et Microsoft détiennent actuellement toutes deux plus de 60 % de parts de marché.

4° La solidité économique et la capacité de financement sont également à examiner de près. Deux piliers de la génération de financement sont le e-commerce et la publicité via les réseaux sociaux, censés financer les besoins futurs en capacités d'IA. Amazon et Alphabet affichent tous deux une croissance de leur chiffre d'affaires désormais inférieure à 20 % en rythme annuel et se dirigent vers les 10 % d'ici 2027. Dans le même temps, leurs dépenses d'investissement représentent plus de 20 % de leur chiffre d'affaires. Là encore, ce développement rappelle celui de plusieurs grandes entreprises technologiques de la fin des années 1990. Le cycle publicitaire mondial est un point particulièrement faible dans le financement du boom technologique de l'IA.

5° Une autre source solide de financement, le cloud, fait face à une concurrence de plus en plus vive. Ce marché, précédemment dominé par Microsoft, Amazon et Alphabet, est confronté à une concurrence renouvelée d'Oracle, qui a fait une réentrée spectaculaire, proposant des prix environ 40 % inférieur à ceux de ses concurrents. Un autre entrant, CoreWeave, est également un fournisseur à surveiller. Ce développement menace la stabilité et la rentabilité des acteurs historiques et pourrait impacter brutalement les projets d'IA. La marge d'EBIT d'AWS (Amazon) était en baisse de 7 % au T2 2025 et sa croissance des bénéfices ralentissait à 9 %. L'information selon laquelle Oracle ne générerait que 14 % de marge brute sur son activité Cloud n'est pas rassurante, nous sommes en dessous du niveau de rentabilité de la grande distribution.

Le marché du cloud commence ainsi à ressembler à celui des télécoms au début des années 2000. Ce dernier avait chuté brutalement, à l'arrivée d'un quatrième concurrent. Comme les télécoms de l'époque, le cloud est un marché à forte intensité capitalistique qui, désormais, n'est plus protégé par des coûts de transfert élevés. Récemment, de gros clients comme ServiceNow et Salesforce ont changer leurs contrats cloud pour aller chez Google Cloud, démontrant ainsi la plus grande facilité à changer de fournisseur et la volonté de faire jouer la concurrence à plein.

Les résultats du T3 et T4 2025 seront cruciaux à analyser, notamment sous l'angle d'une pression sur les marges, pour anticiper la performance possible de ces valeurs technologiques en 2026.

## Le secteur de la Défense

### une puissance financière qui ne doit rien au hasard

La performance du secteur mondial de la défense depuis le début de l'année est exceptionnelle. Le segment européen des 15 premières entreprises de défense affiche une hausse moyenne de 74 %, tandis que ses homologues américaines ont progressé d'environ 25 %. Au-delà des facteurs favorables bien connus – dynamique géopolitique favorable, demande soutenue de consommables et adaptation rapide aux menaces émergentes – le secteur bénéficie également de caractéristiques structurelles uniques qui en font une opportunité d'investissement à long terme toujours pertinente.

#### **1. Des leaderships durables**

Au cours de la dernière décennie, les 15 premières entreprises de défense, tant aux États-Unis qu'en Europe, sont quasiment les mêmes. Ces leaders ont non seulement défendu leurs positions, mais se sont également renforcés :

Aux États-Unis, leur part de marché combinée est passée de 50 % à 65 %.

En Europe, la part de marché des principales entreprises a progressé de 40 % à 53 %.

Les barrières à l'entrée élevées, notamment la complexité réglementaire, la longueur des cycles de développement et les relations étroites au sein de la chaîne d'approvisionnement, compliquent considérablement l'arrivée de nouveaux entrants. Par conséquent, les acteurs établis bénéficient d'un avantage concurrentiel durable et d'un certain pouvoir de fixation des prix.

#### **2. Chaînes d'approvisionnement complexes et résilientes**

L'industrie de la défense opère grâce à des chaînes d'approvisionnement à plusieurs niveaux et hautement spécialisées, adaptées aux exigences technologiques et opérationnelles de chaque système. Ces structures d'approvisionnement impliquent de nombreux fournisseurs à différents niveaux, chacun responsable d'un ensemble spécifique de composants, de sous-systèmes ou de processus de fabrication, ce qui accroît la complexité et la résilience inhérentes au secteur.

Il ne s'agit pas d'une simple relation fournisseur-client ; Ce n'est pas une simple relation fournisseur-client, mais une collaboration approfondie et durable.

Une telle coopération exige des partenariats stables à long terme, une communication efficace et la confiance mutuelle, ce qui renforce les barrières à l'entrée déjà élevées du secteur et la visibilité à long terme sur les sources de revenus.

Le tableau ci-dessous présente la structure hiérarchique américaine et OTAN de ces réseaux de fournisseurs (dont la plupart sont cotés en bourse), positionnés juste en dessous des principaux clients institutionnels.

## Structure de la chaîne d'approvisionnement dans la Défense



Source : The EU Commission / Morningstar

### 3. Un nouveau supercycle, en Europe notamment

Les budgets de défense européens devraient croître à un rythme annuel de 6,8 % entre 2024 et 2035, dépassant ainsi ceux des États-Unis (1,7 %), de la Russie (3,2 %) et de la Chine (3,1 %).

Cela reflète la volonté de l'Europe de remédier à plusieurs décennies de sous-investissement et de réduire sa dépendance aux capacités américaines, notamment dans le contexte des tensions mondiales persistantes. En conséquence, la part de l'Europe dans les dépenses mondiales de défense devrait passer de 16 % aujourd'hui à 22 % d'ici 2030, puis se stabiliser jusqu'en 2035.

Par ailleurs, le budget de la défense américaine, en croissance constante depuis 2017, devrait progresser parallèlement à la croissance du PIB, pour atteindre 3,3 % du PIB d'ici 2035, en légère baisse par rapport aux 3,5 % de 2024.

À moyen terme, les stratégies de défense américaines et européennes se concentreront sur l'approvisionnement rapide en munitions consommables et en systèmes opérationnels afin de répondre aux besoins opérationnels urgents.

#### **4. Services après-vente : un moteur de croissance à forte marge**

Autre dynamique favorable à la demande croissante du secteur de la défense : le développement des services après-vente associés aux nouvelles générations d'équipements militaires. Ces services, tels que la maintenance, les mises à niveau, la formation et le support tout au long du cycle de vie, sont de plus en plus souvent intégrés dès la ventes de nouvelles plateformes. Cette évolution est structurellement positive, car les activités de recharge :

- génèrent généralement des marges supérieures à celles des fabrications d'équipements initiaux ;
- génèrent des flux de revenus récurrents et à long terme ;
- améliorent la fidélisation des clients et la fidélité à la plateforme et la pérennité des relations contractuelles.

Selon Morningstar, les principales entreprises de défense devraient enregistrer de solides performances dans ce domaine au cours des cinq prochaines années :

Les prévisions de croissance du chiffre d'affaires s'échelonnent de +10 % à +120 %.

L'augmentation des marges est prévue entre +50 pb et +600 pb.

Ces tendances positionnent favorablement le secteur pour une croissance soutenue des bénéfices, en particulier parmi les maîtres d'œuvre disposant de capacités intégrées de service après-vente.

#### **5. Un secteur stratégique bénéficiant d'un soutien gouvernemental unique**

En raison de son importance pour la sécurité nationale, le secteur de la défense bénéficie d'un soutien financier de l'Etat exceptionnel, notamment dans deux domaines clés :

A) Subventions à la R&D. Les entreprises de défense investissent massivement dans l'innovation, consacrant environ 20 % de leur chiffre d'affaires à la R&D. Cependant, la plupart de ces dépenses sont immobilisées et non comptabilisées en charges, grâce au modèle de financement subventionné par l'État. Dans de nombreux cas, les clients gouvernementaux financent ou cofinancent directement la R&D, réduisant ainsi considérablement la charge financière des entrepreneurs.

B) Contrats à coût majoré. Une grande partie des contrats de défense sont structurés comme des contrats à coût majoré. Ceux-ci garantissent :

- Le remboursement des coûts réels du projet aux entrepreneurs
- à laquelle s'ajoute une marge bénéficiaire garantie

- L'État supporte la majeure partie des risques financiers et opérationnels

Ce modèle offre une meilleure visibilité financière, réduit les risques de baisse de marge et favorise les investissements à long terme.

## **6. Ratios commandes/facturation records en 2024**

En 2024, plusieurs grandes entreprises de défense ont enregistré un ratio de commandes/facturation le plus élevé depuis cinq ans, reflétant une augmentation continue des nouvelles commandes par rapport au chiffre d'affaires. C'est le cas de Lockheed Martin, Northrop Grumman, RTX, Rheinmetall, Leonardo, SAAB, Kongsberg.

Cette forte demande est alimentée par des programmes d'approvisionnement pluriannuels – combinant avions de combat, systèmes de missiles et plateformes de défense aérienne – qui deviennent de plus en plus la norme dans la planification de la défense mondiale.

## **7. Les technologies émergentes accroissent la demande, sans la remplacer.**

L'émergence rapide de nouveaux vecteurs de défense, tels que les drones et les systèmes autonomes, ne cannibalise pas la demande existante en équipements de défense. Au contraire, ces innovations créent une demande supplémentaire et nécessitent un travail important pour intégrer les nouvelles technologies aux systèmes de défense existants.

Le secteur des drones, en particulier, a connu une transformation radicale sous l'effet du conflit en Ukraine. Ce qui était autrefois considéré comme expérimental est désormais un élément essentiel de la guerre moderne. L'Ukraine a démontré que :

L'innovation dans le domaine des drones est rapide, rentable et tactiquement décisive.

La victoire ne réside pas dans la construction du « meilleur » drone, mais du plus adaptable et évolutif.

## **Matière Première - Le cuivre**

### **FRAGILITÉ DE L'OFFRE VS FORCE DE LA DEMANDE**

Le glissement de terrain, cas de force majeure à la mine de Grasberg, mine opérée par Freeport McMoran, rappelle à nouveau combien la chaîne d'approvisionnement de ce métal stratégique est sujette à des aléas majeurs, alors que la demande ne cesse de croître.

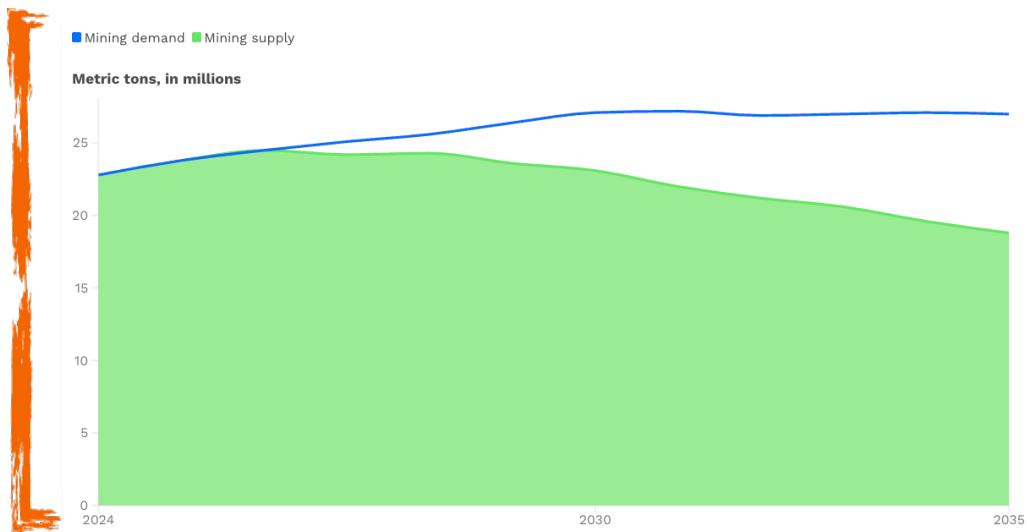
Cette tendance devrait s'accentuer dans les années à venir, puisqu'il faut creuser de plus en plus profond et que la qualité du minerai extrait (le grade) est de moins en moins élevée alors que la demande technologique, des véhicules électriques et de la transmission d'énergie (parmi d'autres) est en plein boom.

La mine de Grasberg est un géant. L'une des plus grandes mines du monde, elle produit environ 1,7 milliard de livres de cuivre (environ 2 % de l'approvisionnement mondial) et environ 1,6 million d'onces d'or par an (environ 1,5 % de l'approvisionnement mondial). Elle emploie 28 000 personnes et comprend plus de 250 km de tunnels, répartis sur des dizaines de niveaux. Chaque année, 35 à 40 km de nouveaux tunnels sont creusés, soit environ la longueur du tunnel de base du Saint-Gothard en Suisse (57 km), le plus long tunnel ferroviaire du monde. En son cœur se trouve la grotte de blocs de Grasberg (GBC), qui représente environ 70 % des réserves et de la production. Les autres sections comprennent le Grand Gossan et la zone Deep MLZ.

Évaluation de la catastrophe : environ 800 000 tonnes de matériaux humides se sont engouffrées, inondant plusieurs niveaux souterrains.

Il est possible que la mine ne soit pas de nouveau à plein régime avant 2027. Une perte de 500 000 tonnes sur 2025 et 2026 est possible, ce qui est plus que les incidents habituels et réduirait de 1 à 2 % l'approvisionnement mondial en 2026.

### Évolution attendue de l'offre et de la demande de cuivre mondiales



Source : Cypher

Ceci est à prendre en considération, d'autant plus qu'il ne s'agit pas d'un événement isolé ; l'extraction du cuivre devient de plus en plus difficile.

Parmi les autres perturbations de l'approvisionnement cette année, nous pouvons citer Kamoza-Kakula en mai et El Teniente en juillet. Le cuivre s'échange à 10 690\$/tonne au London Metal Exchange. Nous anticipons une hausse annuelle de 2% à 5% sur la période 2025-2027. A mesure que les mines gagnent en profondeur et que les teneurs en minerai de cuivre baissent, alors que la demande grimpe, stimulée par les secteurs du matériel technologique et de la distribution d'énergie, le prix continuera de jouer le rôle de variable d'ajustement entre l'offre et la demande.

## Le secteur De La santé

### ENFIN GUÉRI DU COVID

Le secteur mondial de la santé a progressé laborieusement en bourse cette année, avec une hausse moins de 4% depuis le début de l'année. Il se classe dernier parmi les grands secteurs. Même le secteur pétrolier fait mieux, malgré la faiblesse du prix du baril. Sur 3 ans, la santé ne prend que 7,75% contre plus de 24% pour l'indice Monde (MSCI World).

Ce n'est pourtant pas faute de bons résultats. La croissance des bénéfices des entreprises du secteur de la santé devrait atteindre + 10 % de hausse annuelle pour 2025. La distribution de dividendes est plutôt bonne, avec de nombreuses valeurs au-dessus des 4%. Enfin le secteur est dit « défensif » car, avec les Utilities, il est historiquement le plus décorrélé du cycle économique, ce qui constitue une vertu, sauf lorsque le cycle économique est en phase ascendante

Ce caractère défensif n'explique toutefois pas toute la sous-performance, la dévaluation du secteur a été massive. Aux États-Unis, la capitalisation boursière du secteur représente désormais moins de 9 % du total du marché boursier, un niveau inédit depuis 1993. Il était à 14% du total avant la pandémie de Covid-19.

Il y a donc bien eu un avant et un après-Covid et le secteur a cumulé les difficultés depuis :

- Le secteur met du temps à absorber les hausses d'inflation, nombre de ses prix de vente sont régulés.
- Le secteur retrouve tout juste ses taux d'utilisation d'avant Covid-19, tant pour les actes commerciaux que pour ceux pris en charge par les systèmes de santé publique.
- Il a aussi été freiné par des difficultés à recruter des talents. La Tech a attiré une partie des talents qui a vu les flux vers la médecine et la santé se réduire. La rétention des talents a aussi été compliquée à la sortie de Covid, les employés du secteur ayant été très sollicités et peu gratifiés.
- Le secteur a subi un traitement spécial en matière de taxes aux États-Unis sur les importations. Donald Trump a annoncé une taxe de 100 % sur les médicaments importés à compter du 1er octobre. Cette annonce est en fait une relative bonne nouvelle. Le taux est moins élevé qu'attendu et cela ne devrait pas affecter les médicaments provenant de régions où des accords globaux ont déjà été signés (15 % pour l'Europe). Le secteur a déjà commencé à réagir à cet impact en promettant de réinvestir plus de 300 milliards de dollars dans ses capacités de production aux États-Unis.

Le secteur n'a pas réagi trop négativement à cette dernière nouvelle. C'est peut-être le signe qu'un plancher a été atteint après la forte baisse d'avril. Ce taux de 100 % est élevé, mais reste inférieur aux 200 à 250 % envisagés jusqu'à récemment.

D'un point de vue idiosyncrasique, le secteur de la santé fournit des signaux d'achat. L'espérance de vie moyenne et le vieillissement de la population mondiale devraient continuer à soutenir la demande à long terme.

## **VU & LU\***

L'Italie envisage d'augmenter de 50 % l'impôt forfaitaire pour les riches étrangers :

<https://www.ft.com/content/9d60fb06-8218-4621-9cfa-697dc2368319>

Baromètre 2025 des Family Offices :

[https://www.ey.com/fr\\_fr/insights/entrepreneurship/barometre-2025-des-family-offices](https://www.ey.com/fr_fr/insights/entrepreneurship/barometre-2025-des-family-offices)

Pourquoi 2025 pourrait être l'année de la vente de l'entreprise familiale :

<https://deloitte.wsj.com/cfo/why-2025-may-be-the-year-to-sell-the-family-business-6601c441>

Les familles fortunées rédigent des déclarations de mission pour éviter les conflits et la perte de leur patrimoine : <https://www.wsj.com/finance/investing/wealthy-family-mission-statements-e08faabd>

Les sociétés d'investissement soutenues par des familles puisent dans leurs racines entrepreneuriales pour réaliser des investissements directs :

<https://www.wsj.com/articles/family-backed-investment-firms-tap-entrepreneurial-roots-for-direct-deals-fc397084>

\*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 afférente 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.orias.fr](http://www.orias.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**

*B. Durand*  
CAPITAL PARTNERS