

Newsletter mai / juin 2022

# LES MARCHES SOUS STRESS TEST

Taux, Secteurs, Private-Equity, Cryptos, Devises,

Ce qui est à suivre de près

Le Covid sort graduellement du paysage mais d'autres challenges sur les économies, les régimes politiques et les marchés financiers ont émergé.

L'impression de désordre est forte, la confusion rend les projections difficiles. Nous fournissons ici une grille de lecture et des points clés à suivre pour naviguer au mieux.



Source : GIS Report

**Le test du Dollar**

**Le conflit en Ukraine**

**Le blocage Chinois et le grand stimulus à venir**

**L'agenda politique chargé de novembre 2022**

**L'inflation et la crainte des années 70**

Au 23 mai, le MSCI World est en baisse de -16.3% depuis le début de l'année, l'obligation 10 ans US de -8.1%, l'Eurostoxx 50 de -13.7% et le Nasdaq -26.3%. Seuls le Pétrole et le Dollar tirent leur épingle du jeu cette année. Les performances, historiquement mauvaise pour un début d'année, sur l'ensemble des marchés financiers et classes d'actifs, soulèvent de nombreuses questions.

**Les hausses des taux d'intérêt et du Dollar** entraînent une raréfaction de liquidité, le débouclage forcé de positions sur appels de marge, le non-renouvellement de lignes de crédits et de solutions de produits structurés et le retrait de liquidités de compartiments comme les SPACs.

Ces ajustements temporaires brouillent les valorisations des actifs et les rendements attendus.

Dans le monde obligataire, autre changement de paradigme brutal en cours : nous sortons de plus de 35 ans de taux d'intérêts en baisse constante et les investisseurs doivent désormais se réhabituer à des refinancements plus chers. **Ces ajustements sont transitoires, la croissance reste au rendez-vous et il semble que de meilleures nouvelles sont à venir d'ici l'été.**

Le scénario central reste celui d'une amélioration au deuxième semestre sur :

1. Une décélération de la hausse d'inflation d'une année sur l'autre
2. Une réouverture de la Chine avec un vaccin qui, finalement, marche, et un plan de relance économique probable dans les prochains mois
3. Un retour de la croissance des services, du trafic et du tourisme au niveau mondial

## Un contexte actuel anxiogène

Les sources de confusion sont nombreuses et légitimes, mais ne se maintiendront pas toutes :

**1) La banque centrale Américaine**, la FED, est forcée de rester de marbre, pour l'instant, face au risque de récession grandissant et de poursuivre son resserrement de liquidité pour convaincre les marchés qu'elle réussira à maîtriser l'inflation. Cette politique est délicate à gérer, l'équilibre entre faire baisser l'inflation et ne pas provoquer une crise est toujours délicat à atteindre. La FED doit convaincre que son objectif premier est l'inflation et non la croissance, au risque de générer une récession. L'expansion de valorisation des actifs de croissance comme la tech est stoppée pour le moment.

**2) La première conséquence de cela est la hausse du Dollar.** Cette hausse agit comme un resserrement monétaire supplémentaire pour les emprunteurs non-US en USD. Nous sommes actuellement à un point critique de test. Le graphique du DXY ci-dessous montre la performance de l'USD contre un panier des principales devises. Si l'on passe au-dessus des 105 ou 106 pts, les marchés vont poursuivre leur baisse, le Dollar devenant encore plus cher pour les emprunteurs mondiaux.

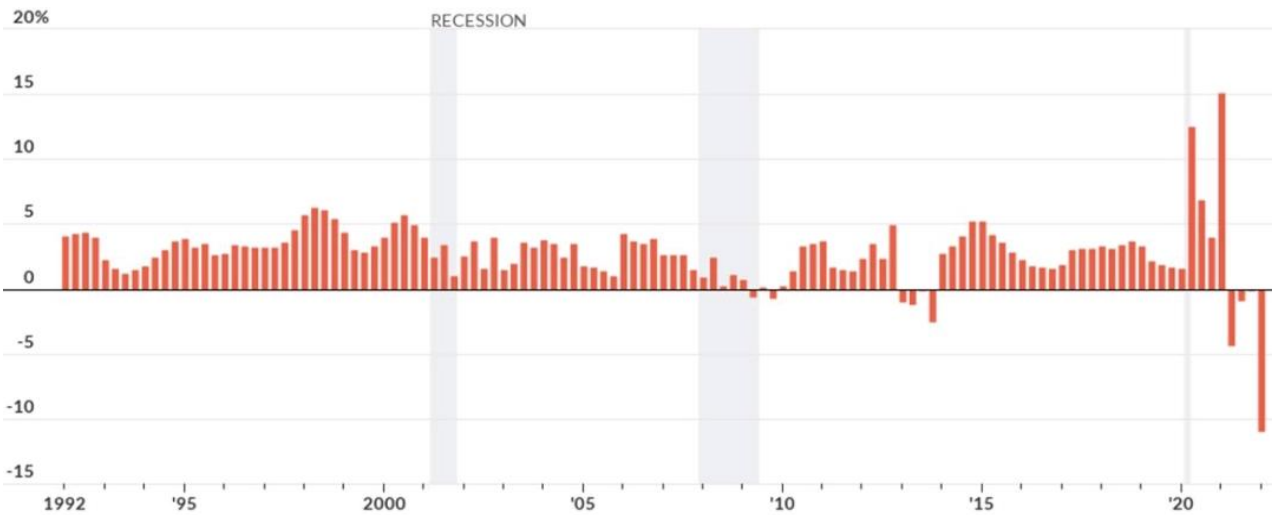
### Prix du Dollar contre panier autres devises (DXY) depuis 1970 – Test d'une résistance long-terme



Source : Bloomberg

3) **Les revenus disponibles des ménages** pour la consommation, après avoir connu une forte embellie paradoxale durant la crise Covid, se normalisent à grande vitesse avec la hausse de l'inflation et l'arrêt des subventions et prêts spéciaux. Le graphique ci-dessous souligne l'effet de swing massif aux Etats-Unis, facteur qui va impacter la demande et les résultats des sociétés au T2.

**Revenu réel disponible des ménages US, année glissante, % de variation année sur année**



Source: Bureau of Economic analysis via Haver

4) **Le monde obligataire** vit une révolution avec la cassure nette de la tendance long-terme des rendements à la baisse. La stratégie payante sur toutes ces années qui était d'acheter et conserver des obligations se trouve chamboulée. Une approche plus tactique et donc plus volatile est désormais impérative, ce qui génère de l'inconfort. Le marché des obligations d'État US connaît sa pire année depuis 1842 (Source Jefferies), avec une baisse de -20% du Bloomberg US Long Treasury Bond Index. Le graphique ci-dessous montre le changement de paradigme. La restauration des rendements pour les créditeurs est une bonne chose en soi. La phase d'ajustement est douloureuse, temporaire, mais nécessaire.

**Obligation d'État US à 10 ans – Tendence sur 47 dernières années**



USGG10YR Index (US Generic Govt 10 Yr) 10y YIELD ALONE LT Daily 21APR1985-26APR2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 26-Apr-2022 18:25:54

Source : Bloomberg

**5) Le spectre des années 70s.** Les États-Unis mirent quasiment 10 ans à dompter l'inflation galopante qui grimpa au-delà des 14% et nécessita des hausses de taux jusqu'à 20% par le gouverneur de la FED M. Volcker.

**6) La Chine,** gros fournisseur de croissance, a imposé un blocus strict sur ses grandes villes, Shanghai surtout, qui va impacter significativement l'activité au T2. Une croissance nulle, année sur année est très probable sur ce trimestre. En avril, les ventes au détail ont chuté de 11% dans le pays. La production industrielle chute de -2.9% et le chômage grimpe à 6.1%.

**7) Le conflit en Ukraine** a endommagé plus encore un système global d'échanges et d'interdépendances déjà bien amoindri par le Covid et les tensions géopolitiques multiples. Le conflit est appelé à durer, la sortie de la Russie des instances internationales et la disparition de ses marchés financiers des radars sont structurels.

**8) L'inflation,** in-fine, ne peut baisser qu'avec un ralentissement de la demande et de la consommation, nous n'y couperons pas. Les marchés anticipent déjà ce creux de vague à venir.

**9) Risque d'action de la Chine sur Taiwan.** La Chine semble envisager de plus en plus une possibilité d'action et scrute le scénario Russe avec attention. Toutes les administrations chinoises se sont vues imposées de remplacer les ordinateurs non-chinois par des marques domestiques et les hommes politiques haut-placés ont ordre de vendre leur immobilier détenu à l'étranger. Ces mesures peuvent être vues comme défensives mais possiblement aussi en préparation d'une action.

## PERSPECTIVES : Ce qui devrait relever la performance des marchés cette année

**1) La courbe des taux américains s'est aplatie, signe de ralentissement, mais ne s'est pas inversée,** ce qui serait un signal de récession. Les conditions de crédits se resserrent mais restent historiquement accommodantes, le risque de vague de défauts reste faible à ce stade du cycle. **2022 ne devrait pas être une année de récession.**

**2) L'agenda 2022 des deux super-puissances, US et Chine va nécessiter des politiques de soutien à la croissance de grande ampleur.** Novembre 2022 est la date des élections législatives de mi-mandat aux US, les démocrates ne peuvent se permettre de pénaliser l'économie avant cette date. Novembre est aussi la date de renouvellement du mandat du président Xi Jinping. Là aussi un rebond économique avant cette date est un must. La Chine devrait annoncer un plan de relance, un des plus forts de son histoire d'ici la fin de l'année.

**3) La Fed changera à nouveau sa politique avant mars 2023** si la croissance faiblit trop. L'adversaire est actuellement l'inflation, mais cela pourrait vite tourner et une relance de liquidité serait probable.

**4) La forte baisse de production et consommation en Chine est pilotée par le politique, elle peut être inversée assez rapidement.** Un vaccin fiable, enfin, devrait aussi changer la donne.

**5) Les marchés avaient démarré l'année à des niveaux de valorisation élevés.** La baisse a produit une normalisation accélérée alors que les résultats des sociétés, dans leur ensemble, restent bons (avec des exceptions comme l'automobile ou le e-commerce). Les prix sont désormais plus raisonnables et attractifs.

**6) Le chômage est à un point bas historique aux Etats-Unis et en Europe,** c'est un avantage structurel net pour les finances d'État et la consommation.

**7) Le marché obligataire est en train de reconstruire son attrait,** les taux redépasseront l'inflation à nouveau dans les trimestres à venir, c'est un gage de stabilité et de bon ordre restauré. Le taux long terme attendu d'inflation reste aux alentours des 3%.

**8) La croissance mondiale devrait atteindre +3% cette année** (Projection FMI mai 2022) ce qui n'est pas mince considérant les aléas actuels et l'effet de base peu favorable lié à la forte performance de 2021.

## STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

L'approche d'investissement la plus adaptée est celle dite des "barbelés". Combiner une exposition aux valeurs de Croissance devenues moins chères et qui rebondiront le plus et conserver des valeurs défensives de qualité. Réduire les valeurs / secteurs dits tièdes qui ne sont ni défensifs ni à même de pleinement profiter du rebond à venir. Indications (et détails des recommandations sur demande) :

### Croissance :

- **Private-Equity.** Nous avons assisté ces dernières années à des levées record et à la création d'un nombre de fonds PE records, accroissant la concurrence à l'achat – hausse des multiples d'EBITDA, survalorisation des entreprises non cotées par rapport aux entreprises cotées (c'était l'inverse il y a quelques années), achat de croissance par Build-up à prix couteux. Ces fonds qui ont besoin de déployer le capital ont pu être moins regardants sur la qualité. Nous entrons désormais dans une phase où il faut être plus vigilant sur ce marché et privilégier la qualité, l'Alpha des gérants plutôt que le Béta du marché, qui ne sera plus suffisant pour afficher des performances records. Cela reste un segment incontournable.
- **Le Private-Equity secondaire et les hedge-funds event-driven** qui vont faire de meilleures affaires dans ce contexte de resserrement de liquidité.
- **Secteur des financières, particulièrement les services financiers non-bancaires** qui voient le montant moyen de transaction gonfler avec l'inflation sans affecter le volume.
- **Produits structurés** avec une bonne protection à la baisse de 40% ou 50%, et un rendement supérieur. Les secteurs de la Pharma, Tech hardware et de la Banque sont intéressants. La baisse des marchés récente améliore les rendements de ces solutions.
- **Secteur des semiconducteurs et de la Cybersécurité** très touchés par la baisse mais dont les fondamentaux restent très porteurs sur les 3 à 5 années à venir.

- **Secteur des matières premières, pétrole, gaz, or et agricoles.** Les sous-investissements en nouvelle capacité depuis 5 ans vont se payer longtemps en termes de prix et de manque d'offre alors que la demande ne cesse de croître.
- **Obligations d'État.** Elles vont retrouver des couleurs avec la hausse des taux.
- **Secteur du tourisme et des voyages.** Été 2022 sera le véritable premier été où le Monde voyage à nouveau, un boom certain et déjà confirmé par les réservations record.
- **Chine.** Le confinement touche à sa fin, le rebond devrait être fort, la valorisation du marché est dépréciée. L'économie Chinoise doit briller en Novembre pour le « sacre » du président Xi Jinping.
- **Les Thèmes du changement climatique.** Les investissements et dépenses des États dans les années à venir, seront orientés, même pour les plans de relance, vers les sujets « verts » et socialement actifs. La croissance sera forte sur ces segments.

#### Défensif :

- **Obligations des sociétés US Investment-Grade et obligations court-terme à taux flexibles**
- **Produits structurés avec 100% de garantie** à échéance et des rendements attractifs.
- **Secteur de la santé.** Historiquement résilient en phase d'inflation. Secteur Télécoms aussi.
- **Obligations financières des banques.** Le cycle des défauts n'est pas pour maintenant et les banques bénéficient de la hausse des taux.
- **Les solutions de total-return**
- **L'Or**
- **L'immobilier Européen.** Résidentiel haut-de-gamme, Entrepôts et murs de boutiques.

#### Les segments tièdes :

- **Secteurs cycliques :** l'Automobile à combustion (mais pas l'électrique qui continue de croître).
- **Secteur de consommation intermédiaire, de la grande distribution et textiles.**
- **Secteur de la construction et des matériaux.**



## Opinions de gestion - Banques Privées partenaires

### **Banque Suisse :**

Une approche de gestion active des portefeuilles est plus que jamais nécessaire dans le contexte actuel. La préférence sur les actions va aux valeurs avec du « pricing power » qui peuvent supporter de la pression sur les marges. Les marchés recommandés sont le Japon et la Suisse, le premier pour sa valorisation très dépréciée et le second pour son caractère défensif

La croissance aux US devrait s'établir aux alentours de 3% et la moyenne d'inflation des prix à la consommation rester au niveau moyen élevé de 7.6%. Malgré cela, les économistes de la banque prévoient une hausse des taux en juin mais ensuite une pause, ce qui serait positif pour les marchés.

Pour la zone Euro, la croissance devrait atteindre 2.8% avec une BCE qui va commencer de remonter son taux d'intérêt directeur, actuellement à -0.5%, à partir de septembre vraisemblablement.

Encore trop tôt pour acheter à nouveaux des obligations d'État malgré les rendements en hausse.

### **Banque Américaine :**

La banque recommande à ses clients de rester surpondéré sur les Actions et les Matières-premières. La liquidité des marchés est actuellement plus basse et exacerbe les mouvements de baisse.

Les banques centrales, certes, restent fermes dans leur volonté de faire remonter les taux mais la volonté de ne pas heurter la croissance commence à être prise en compte. Le fait que la FED ait refusé de monter son taux de 75pts de base alors que l'inflation galope est un de ces signes.

La banque procède à des sondages réguliers auprès de ses clients et 56% ont répondu qu'ils prévoient d'augmenter leur exposition aux actions dans la baisse actuelle.

### **Banque Française :**

L'impact économique de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine porte essentiellement sur les prix des matières premières. Il est trop tôt pour juger si les prix d'équilibre ont été atteints.

L'Europe est la zone la plus exposée à ces évolutions. Les Etats-Unis y seront moins sensibles. Le gouvernement chinois s'oriente vers un soutien plus fort de l'activité économique.

Le ralentissement devrait rester limité aux Etats-Unis, il sera plus fort dans la zone euro.

A l'horizon de la fin de l'année, la banque préconise le maintien d'une sensibilité faible, voire négative sur les obligations, une sous-exposition aux actions ainsi qu'une préférence pour les actions européennes.

## Test sur les Cryptos : De la Terre à la Lune

Le choc sur le stablecoin Terra et son jeton Luna, censé être une crypto stable arrimée au Dollar et qui se retrouve à traiter à une fraction de sa valeur, teste l'écosystème crypto. Ceci ne devrait pas être une si grande surprise, le UST de Terra n'est pas similaire aux bien établis USDC et USDT qui se tiennent très bien dans la tourmente.

L'UST s'adosse non à l'USD réel mais au Luna, une autre crypto, qui est censé aider à stabiliser la corrélation Terra/USD. L'achat de USD derrière n'a jamais été de 1 pour 1 sur l'UST comme c'est le cas pour l'USDT et USDC. La gestion de ces flux de stabilisation est laissée à un algorithme censé gérer au mieux les balances et à une réserve de Bitcoins qui s'est épuisée. Un raid massif de ventes samedi 7 Mai a eu raison de ce mécanisme fragile et le reste du monde Crypto chute en sympathie. Le rendement hors-sol de cette solution a été pour beaucoup dans sa popularité, cela aurait aussi dû être un avertissement. Ce rendement fonctionne comme une pyramide. Le développement de la demande stablecoins ne va pas disparaître pour autant. La consolidation de l'offre autour des solutions pérennes est positive.

A noter que la croissance des ventures finançant les startups de blockchain en est à son 7ème trimestre de hausse, trimestre sur trimestre, au T1. 14 licornes dans la blockchain ont émergé avec un total pour le secteur de 62. New York est resté le lieu le plus actif sur ce segment, devant la Silicon Valley et les US ont capturé 65% des levées de fonds de startups. Le segment du NFT a levé 2.4mds USD de son côté sur le premier trimestre 2022 (Bloomberg).

Au 24 mai, le Bitcoin perd -36.5% et l'Ethereum -47% depuis le début de l'année.

## Test sur le Dollar et les grandes devises

La retraite face au Dollar des principales devises a été brutale, le Yen est parti en chute libre, l'Euro, la Livre et le Franc-Suisse ont baissé et la tendance reste défavorable tant que le différentiel de taux d'intérêts s'accroît entre les US et le reste.

Le CHF s'est apprécié face à l'Euro et reste une valeur sûre.

Une à une les banques centrales sont obligées de revoir leur copie comme vient de le faire la BCE il y a quelques jours.

Ceci devrait tempérer la hausse continue du Dollar qui, avec son déficit grandissant ne mérite théoriquement pas une telle valorisation, et redonner du souffle aux marchés qui détestent un Dollar en soudaine forte hausse.

Les devises qui méritent un rebond sont le CAD, le CHF et l'AUD. L'EUR devrait se stabiliser. Le GBP et le JPY peuvent encore baisser, la situation économique au UK est particulièrement tendue.

*Détails des recommandations sur demande.*

## Test sur le Private-Equity

Le Private-Equity passe aussi par une phase d'ajustement. Les valorisations baissent, la disponibilité de liquidité est moindre. Goldman Sachs a annoncé cesser son activité de service aux SPACs et Citigroup devient plus sélective.

Les fonds spécialisés sur le secondaire commencent à être plus sollicités par les fonds VC, les points de négociations semblent s'établir à -15% à -20% des valorisations établies en 2021.

Le rythme en Montants sur 2022 des opérations de levée de capitaux VC était très soutenu depuis le début de l'année (Source CBInsight). Un ralentissement (déploiement plus lent, montants moins élevés et report d'opérations) est en cours. Mais l'on reste sur un rythme porteur et des rendements inégalés.

*Détails de nos recommandations sur demande.*

Le Vision Fund de Softbank, investi dans 450 sociétés du secteur Tech, a perdu 26.2mds USD en 2021 après une année record en 2020. Ce géant a du mal à faire jeu égal avec les marchés depuis son lancement. Le fonds pèse 138.5mds USD, en hausse de 40% sur 4.5ans. Le Nasdaq a doublé sur la même période et les autres VC funds ont fait beaucoup mieux (Financial Times).



---

## MEMENTO FISCAL

Le mois de Mai est aussi le mois de déclarations d'impôt. Quelques rappels spécifiques :

### **IR ET CRYPTOMONNAIES**

Les plus-values réalisées en 2021 doivent être déclarées dans une catégorie spécifique sur l'annexe n°2086 « cession d'actifs numériques » : résultat à reporter en case 3AN (plus-values) ou 3BN (moins-values) de la déclaration 2042 C.

Attention: les moins-values ne sont déductibles que sur les plus-values d'actifs numériques de la même année et ne sont pas reportables.

### **N'oubliez pas les COMPTES A L'ETRANGER !**

Ces actifs détenus, utilisés ou clos en 2021 doivent être déclarés, y compris si le solde du compte/ contrat est nul (0€). Cette obligation déclarative est purement informative et ne génère pas d'impôt.

Il convient de cocher les cases 8TT et/ou 8UU de la déclaration 2042 et de remplir le formulaire 3916 /3916-bis. Cela concerne les comptes bancaires, les contrats d'assurance-vie et de capitalisation.

Via votre holding à l'IS vous avez souscrit un contrat de capitalisation à l'étranger et vous vous demandez s'il faut ou non le déclarer dans le formulaire n° 3916...

L'article 1649-AA du CGI précise bien que c'est au souscripteur que revient l'obligation de déclarer à l'IR les références des contrats de capitalisation établis hors de France.

Vous n'êtes donc pas soumis à cette obligation déclarative si le contrat a été souscrit par une holding. Par ailleurs les holding à l'IS sont soumises à des obligations comptables et notamment à la production d'un bilan qui doit faire apparaître l'existence de ce contrat.

Ce raisonnement est le même concernant les contrats de capitalisation souscrits au travers d'une société civile à l'IS.

**!** La grande majorité des plateformes de cryptoactifs est domiciliée à l'étranger et les comptes sont donc également soumis à cette obligation déclarative.

*Astuce : [Coin Academy](#) a fait le travail pour vous de recenser les adresses des plateformes les plus populaires.*

### **IFI ET IMPATRIATION**

Le contribuable impatrié bénéficie d'un régime de faveur. Il n'est redevable de l'IFI que sur ses biens détenus en France pendant une durée de 5 ans. Au-delà de cette date il devra déclarer l'ensemble de ses biens immobiliers détenus en France ou à l'étranger.

## VU & LU

- **Jan Koum, Co-fondateur de Whatsapp, investit à St Barth et Paris**  
[Challenges](#)
- **La révolution du Machine Learning, les modèles AI qui entraînent les autres modèles en open source**  
[Forbes](#)
- **L'état du marché Immobilier haut-de-gamme au T1 2022, rassurant et toujours porteur**  
[Daniel Féau & Belles demeures de France](#)
- **ESG - Le modèle des 9 limites planétaires. La 6ème, l'eau verte, déjà dépassée en ce début d'année**  
[Novethic](#)
- **Interview vidéo d'Elon Musk sur son plan d'acquisition de Twitter, sur Tesla et Space X**  
[YouTube](#)
- **French Riviera : l'ancienne maison de Dolce & Gabanna à vendre pour 14.9Me**  
[Challenges](#)
- **Dassault Système : Retrait de Charles Edelstenne**  
[Bfmtv](#)
- **Berkshire Hathaway accélère son rythme d'acquisition de titres en bourse au T1 2022**  
[Reuter](#)
- **135 millions d'euros pour une Mercedes 300 SLR de 1955**  
[Challenges](#)
- **Ventes record dans l'art moderne et contemporain à New York**  
[Les Echos](#)

**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, enregistrée à l'ORIAS sous le numéro 15001012 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) en qualité de courtier en assurance, d'intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement positionné en catégorie de mandataire non exclusif et de conseiller en investissements financiers adhérent de la Chambre des Indépendants du Patrimoine, association agréée par l'AMF - 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-COVEA Risks, 19-21, allée de l'Europe, 92616 Clichy Cedex - Activité de démarchage bancaire et financier.