

NEWSLETTER

B. DURAND CAPITAL PARTNERS



**FIN D'ANNÉE
2022**



DE MAUVAISES NOUVELLES QUI PEUVENT FAIRE DU BIEN - UNE EBAUCHE DE 2023

La très bonne tenue des économies et des sociétés depuis le début de l'année n'a pas empêché les marchés boursiers et obligataires de connaître une année éprouvante. A l'inverse, une matérialisation de cette récession, tant annoncée, peut ouvrir la voie à des politiques monétaires moins pénalisantes. Ceci pourrait permettre un rebond graduel, mais le chemin sera semé d'embûches...

SOMMAIRE

**ENFIN DE
« BONNES »
NOUVELLES**

**UNE EBAUCHE DE
2023**

**LES RENDEMENTS
MOYENS ATTENDUS
DES ACTIFS
FINANCIERS
GRIMPENT**

**TAUX D'INTERET
DES BANQUES
CENTRALES - MISE
EN PERSPECTIVE**

**CE QUE PENSENT
NOS BANQUES
PRIVEES
PARTENAIRES**

**TAUX DES CREDITS
IMMOBILIERS : ON
A CONNU PIRE !**

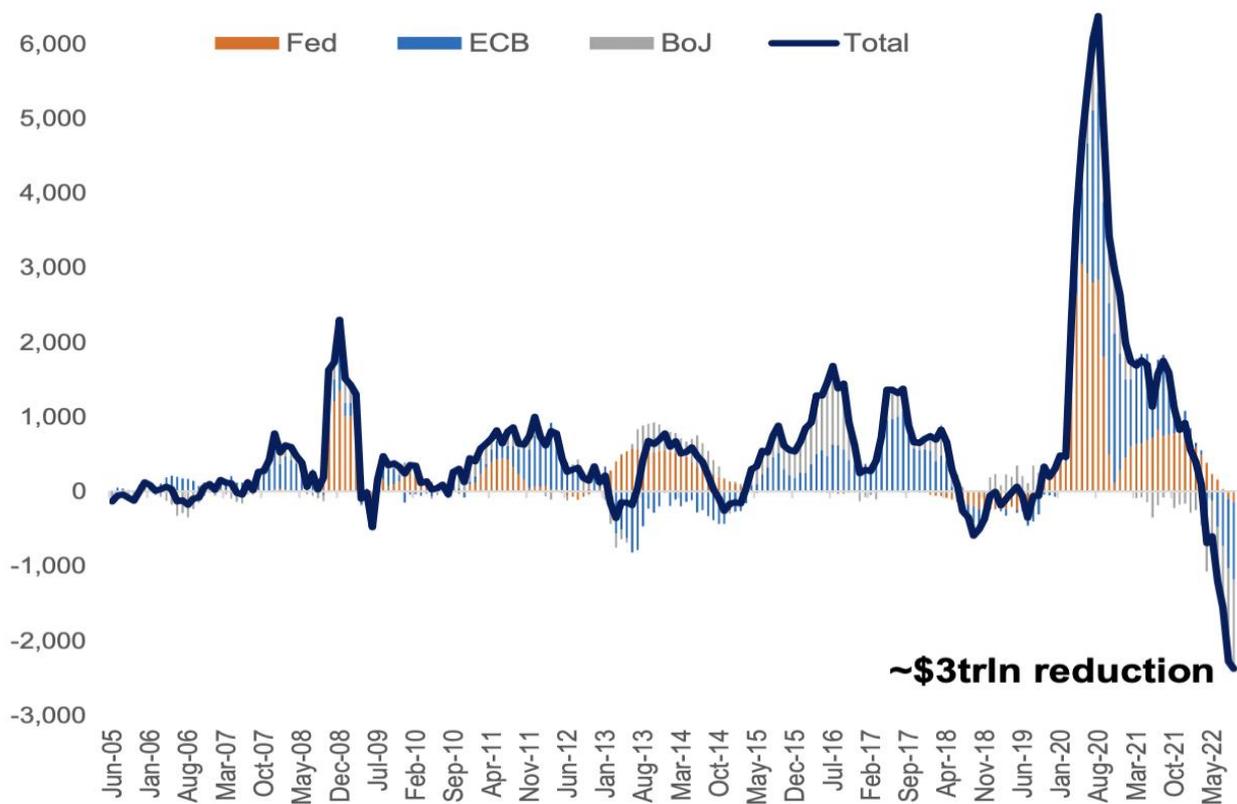
VU & LU

ENFIN DE « BONNES » NOUVELLES

La hausse des taux d'intérêt enregistrée aux Etats-Unis, déjà historique de par son rythme et son intensité, n'a laissé aucune chance aux actifs financiers cette année. Seuls quelques actifs comme le pétrole, le Private Equity, le Dollar, le Franc Suisse et les solutions Absolute return ont su résister ou en profiter. Dans le même temps, La Fed est devenue vendeuse nette de dette d'État Américain depuis mars cette année (vente d'obligations d'Etat du Trésor Américain) après avoir été acheteuse nette depuis mars 2020, ce qui accentue fortement le resserrement de liquidité sur les marchés et la hausse du Dollar.

Le graphique ci-dessous indique à quel rythme et avec quelle force les banques centrales (la FED notamment) ont réduit leur bilan, à la suite d'une phase d'excès spectaculaire.

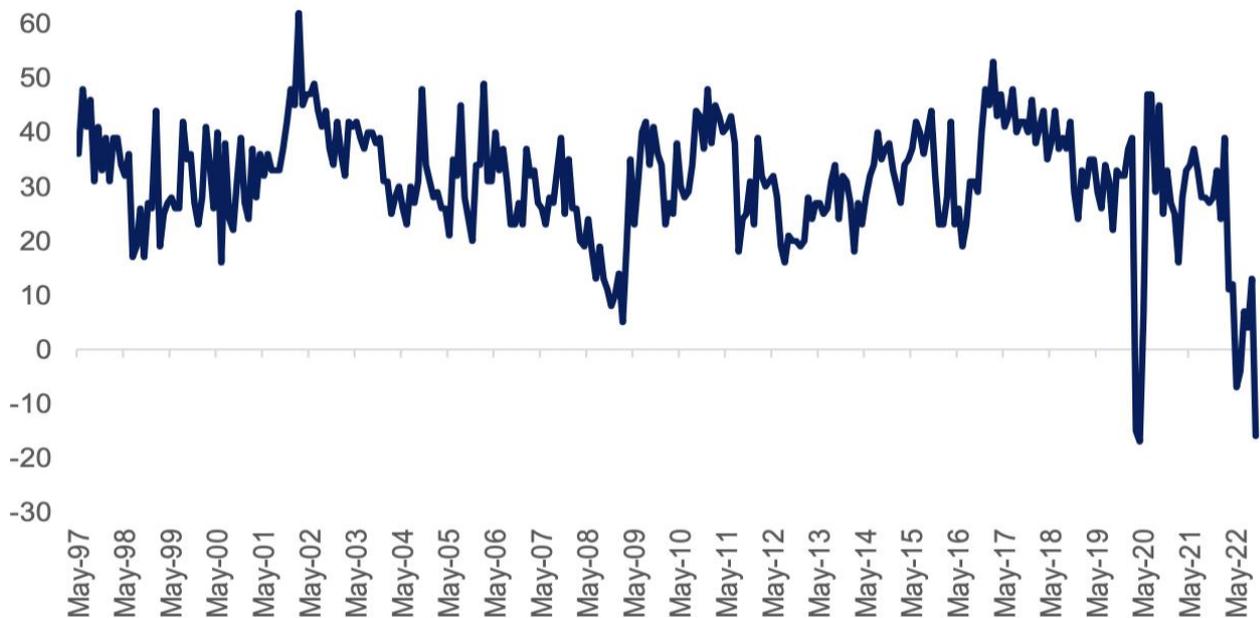
La variation de taille des bilans des banques Centrales de 6 mois en 6 mois en milliards de dollars



Source: Rubrics, Bloomberg

Un rebond durable des actions et obligations passe nécessairement par un retournement de cette double politique, à savoir hausse des taux d'intérêt et vente de dette, qui agit comme une double punition. Les données d'inflation récemment publiées aux Etats-Unis laissent entrevoir **un possible retournement de politique monétaire, un « pivot » plus rapide que prévu** face au risque grandissant de dégradation rapide de la croissance aux Etats-Unis comme dans le reste du Monde.

Le sondage Richmond de nouvelles commandes industrielles américaines est en chute libre (% de firmes annonçant une hausse moins % de firmes annonçant une baisse dans les Etats du Sud Atlantique des USA)



Source: Rubrics, Bloomberg

Parler de bonne nouvelle sur de tels graphiques peut paraître déplacé, mais c'est oublier que les marchés ont davantage besoin de liquidité monétaire que de bonnes nouvelles macro-économiques immédiates pour grimper. Ainsi un rebond d'activité peut être envisagé d'ici 6 à 9 mois grâce à la combinaison de deux effets :

- La faiblesse des chiffres économiques à très court terme
- Le soutien obligatoire de la croissance par les États et les Banques Centrales (à confirmer mi-décembre lorsque la FED publiera sa dernière décision de l'année et sa projection 2023).

La consommation et l'immobilier aux Etats-Unis sont en ralentissement fort, passage obligatoire pour voir l'inflation chuter. Cela va affecter les résultats des sociétés sur la première moitié de 2023.

Le décrochage n'est pas encore complètement visible, il arrive mais les marchés financiers l'ont déjà anticipé pour une partie (la performance 2022 est le fruit de cette anticipation).

Les indicateurs économiques « avancés » (qui précèdent le cycle économique) comme le prix du fret, la construction de nouvelles résidences et le nombre de crédits octroyés par les banques commerciales sont en baisse significative.

Ils annoncent une séquence bien connue des marchés :

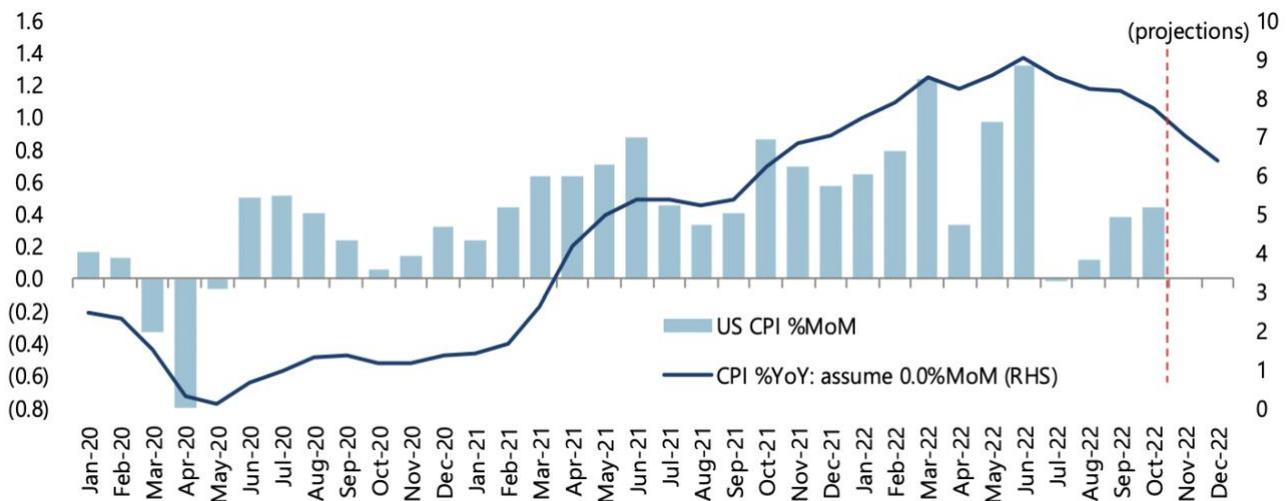
Historiquement les phases de récession se déclenchent brutalement avec une chute soudaine de la consommation et de l'investissement. Aux Etats-Unis, sur les 50 dernières années, les phases de récession

(deux trimestres enregistrant une croissance négative année sur année) enregistrent 2 fois sur 3 durant le trimestre précédent cette baisse une croissance supérieure à 3%, année sur année, et sinon au moins 1.5%.

Cette chute de la demande et d'activité n'est pas nécessairement une mauvaise chose pour les investissements financiers. Elle est un passage nécessaire pour faire baisser l'inflation, rationaliser les bulles de crédit et restaurer des valorisations d'actifs plus justes. Cette « baisse de tension » va aussi amener les Banques Centrales à ralentir, voire inverser plus tard dans l'année 2023, leur action de resserrement monétaire. Plus la récession va s'annoncer forte, plus tôt la FED va être amenée à inverser sa politique, peut-être déjà en décembre.

C'est en quelque sorte le dernier acte nécessaire pour purger cette séquence de turbulences post crise covid. L'inflation aux Etats-Unis en décembre devrait chuter en dessous des 7% année sur année.

Prévision d'inflation aux USA si la tendance Octobre/Novembre se poursuit



Source: Bureau of statistics / Jefferies

Autres bonnes nouvelles :

- **Une contraction temporaire de la demande continuerait à faire chuter le cours du pétrole.** C'est un facteur important dans le budget des ménages. Une baisse du prix agirait comme une baisse d'impôts. Certes elle est le signe de difficultés dans la consommation mais l'effet prix qui s'en suivrait serait un soutien à un rebond d'activité sur la deuxième moitié de 2023.
- **Les élections parlementaires aux Etats-Unis ont rassuré.** Certes, elles ont fourni l'image d'un pays plus que jamais fracturé politiquement, mais cet équilibre des pouvoirs que reflète l'état de cohabitation est historiquement positif en termes économiques et de performance des marchés financiers. La raison principale en est l'impossibilité pour chaque camp de faire avancer ses mesures les plus extrêmes. Ce sont donc des périodes finalement moins clivantes et plus raisonnables aussi bien au niveau des dépenses que des impôts.

- **La Chine, finalement, desserre l'étai de règles anti-covid** avec un allégement des normes de quarantaine pour les visiteurs étrangers, une hausse du nombre de vols aériens entre la Chine et le reste du monde, et un leader chinois qui voyage à nouveau pour le G20 à Bali. Cette amélioration devrait se poursuivre sur les prochains mois avec un retour à la normale attendu après l'hiver. Ce retour d'une activité chinoise dans le reste du monde à partir du 2^{ème} trimestre 2023 devrait contribuer à améliorer la dynamique économique mondiale sur le deuxième semestre 2023. Mais ce ne sera pas un secours sur la première moitié de l'année. L'absence de vaccin efficace et de campagne de vaccination d'ampleur restent un obstacle majeur à une normalisation.

UNE EBAUCHE DE 2023

Les experts et analystes marchent sur des œufs en cette fin d'année et peu osent s'aventurer sur le terrain d'une prédiction à douze mois. Le mieux qui puisse être fait, à ce stade, est de dessiner un scénario large de base, souligner certains traits et préparer une gomme pour ajuster dans les mois à venir.

RECESSION

Le Royaume Uni et l'Eurozone vont en faire l'expérience au 1^{er} semestre 2023, les Etats-Unis pourraient éviter cette séquence si la FED change de ton en décembre ou janvier. Le Japon devrait bénéficier d'un redémarrage progressif de la Chine. En termes de taux de croissance l'année prochaine, d'après le consensus l'Eurozone devrait être autour de 0.5%, le Royaume Uni de -0.5%, les Etats-Unis à +1%, le Japon à +2% et les Pays Emergents autour de 3%.

TAUX D'INTERET

La FED pourrait faire une pause à 4.5%, ce qui permettrait d'après les références historiques à la BCE de ne pas à avoir à aller au-delà des 3%. A noter que les taux réels resteraient alors négatifs, ce qui continue de favoriser la nécessité de migrer des placements vers les classes d'actifs à plus haut rendement.

DOLLAR US

Il devrait se maintenir à un niveau élevé contre l'euro mais ne plus grimper comme les 9 derniers mois. La parité pourrait devenir un plancher plus durable pour l'Euro. Les placements en Dollars vont rester attractifs en raison de leur rendement plus élevé et également de cette capacité bien connue des Etats-Unis à agir vite. Ainsi, en cas de baisse de croissance une phase de licenciements intervient rapidement, elle est suivie de réembauches rapides couplées à des gains de productivité importants qui relancent les profits.

CHOMAGE US

La situation de plein-emploi aux Etats-Unis est en passe de changer rapidement. Le taux de chômage de 3.7% actuel devrait se transformer en 5% sur les mois à venir. Le chiffre des nouveaux cas d'assurance chômage déclarés mensuellement reste à un niveau très bas (215 000 cas) mais est en forte hausse par rapport à son plus bas de mars 2022 (175 000 cas). La FED tend à relâcher sa discipline lorsque le chômage dépasse à nouveau les 5%. Le scénario se met en place ici aussi.

GEOPOLITIQUE

Le scénario central reste exposé à des chocs militaires aggravants. Nous en avons un rappel avec la presse qui se penche sur les articles 4 et 5 de la charte de l'OTAN, après l'explosion de deux missiles ayant atteints la Pologne.

SECTEURS

L'auto, l'immobilier, l'énergie, les matières premières, les métaux et les transports seront très vraisemblablement en croissance négative des profits en 2023. En hausse, nous devrions avoir la santé, les produits de consommation de base, les financières, ainsi que les biens d'immobilisations corporelles.

CALENDRIER 2023

Une année qui sera coupée en deux avec un gros creux de vague, longtemps annoncé et finalement concrétisé, matérialisé au premier trimestre notamment. Puis, la seconde partie d'année devrait être marquée par un regain d'activité avec une reprise de la demande et des conditions de crédit plus avenantes.

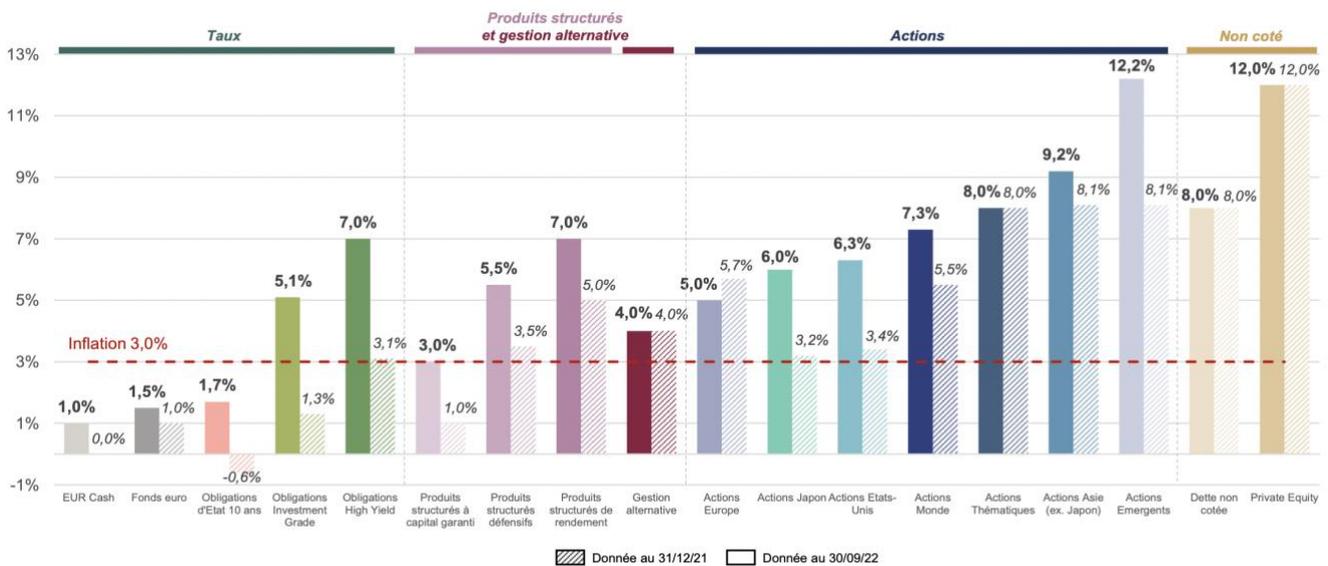
LES RENDEMENTS MOYENS ATTENDUS DES ACTIFS FINANCIERS GRIMPENT

L'année quasiment écoulée est sans équivalent depuis la Grande Crise Financière de 2008 au niveau des ajustements de prix des actifs, des risques et des perspectives.

La baisse des marchés génère mécaniquement une hausse des rendements attendus sur les actifs financiers. Ce n'est certes pas une consolation pour les investissements en place, mais connaître les niveaux mis à jour est intéressant pour de nouveaux placements dans un contexte d'inflation plus élevée.

Le tableau ci-dessous donne des éléments d'analyse pour les grandes classes d'actifs au 30 septembre 2022 comparé au 31 décembre 2021. L'ajustement est important et une majorité d'actifs financiers ont désormais un rendement attendu supérieur au taux d'inflation long terme anticipé de 3%.

Taux de rendement annuels attendus sur les 10 prochaines années



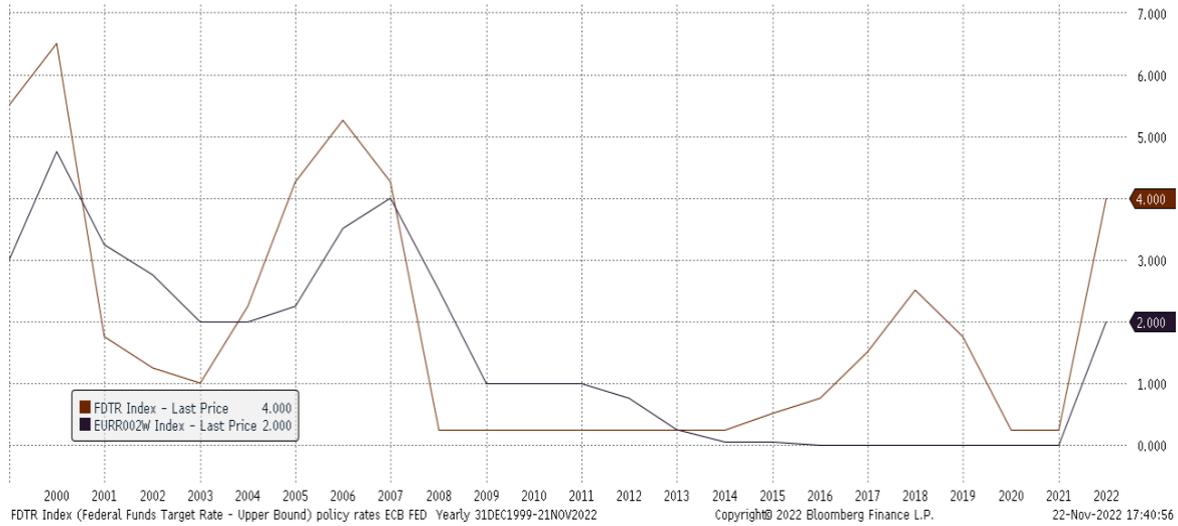
Source: Rothschild Martin Maurel

Une bonne partie de cette hausse des rendements dépend de la capacité des sociétés à continuer à distribuer de bons dividendes et payer des intérêts plus élevés de leur dette. Cela suppose que la récession ne se transforme pas en une crise longue. Ce scénario de crise longue n'est à ce stade pas retenu par les économistes et experts. Les éléments qui sous-tendent cette vue sont évoqués dans notre Newsletter d'octobre « Une baisse cyclique plutôt que structurelle », article toujours d'actualité.

TAUX D'INTERET DES BANQUES CENTRALES – MISE EN PERSPECTIVE

La hausse des taux d'intérêt en Europe et aux Etats-Unis est spectaculaire par sa rapidité. C'est une action bien plus brutale que la dernière phase de forte hausse qui s'était étalée sur 3 ans, de 2003 à 2006. Cette fois-ci, la hausse se concentre sur 8 mois seulement.

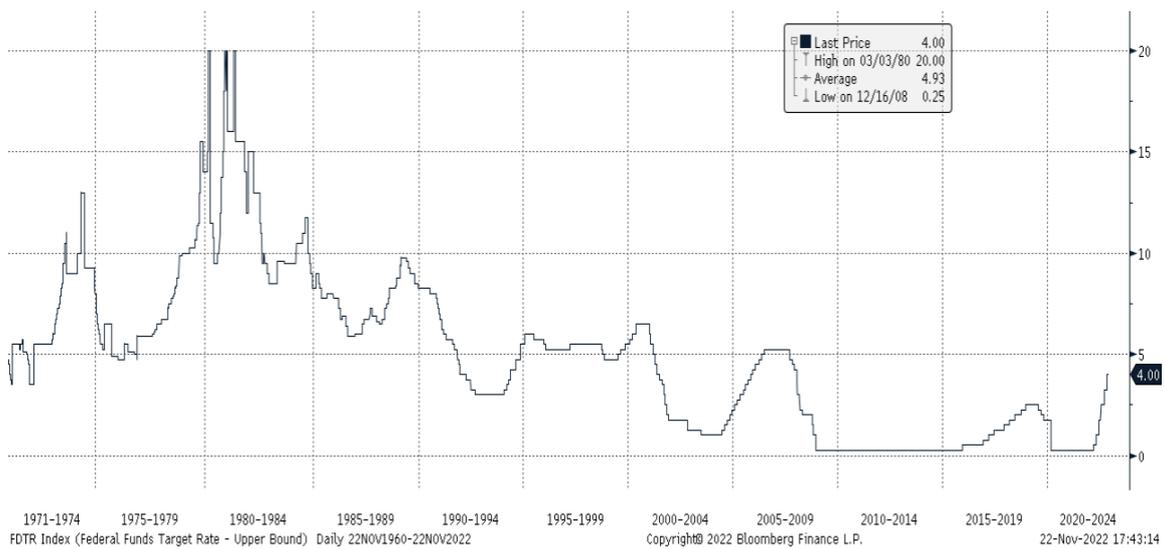
Taux d'intérêt directeurs de la BCE et de la FED depuis 2000



Source : Bloomberg

Sur le long-terme, cette hausse, en absolu, n'est pas si anormale. Le crédit reste peu cher et nous restons installés dans un couloir entre 0% et 5% pour les taux américains (graphique long-terme du taux directeur de la FED ci-dessous) et très en dessous des niveaux des années 70 et 80. Les taux d'intérêt réels (taux nominaux moins taux d'inflation) restent très négatifs.

Taux d'intérêt directeurs de FED sur très long terme (1971-2022)



Source : Bloomberg

CE QUE PENSENT NOS BANQUES PRIVEES PARTENAIRES

BANQUE SUISSE 1

La hausse des niveaux de stocks et la baisse des nouvelles commandes de biens de consommation s'accélèrent et devraient entraîner l'inflation à la baisse dans les mois à venir.

La crise récente du système des retraites au Royaume-Uni, avec notamment plusieurs de leurs fonds de pensions qui ont frôlé la faillite, nous rappelle qu'il y aura d'autres « accidents » dans les mois à venir avec des poches d'actifs se révélant plus fragiles qu'attendu.

Les premiers signes d'un possible « pivot » de la FED (changement d'orientation de politique) ont émergé mais la banque parle plus d'un ralentissement dans la hausse des taux que d'un arrêt ou d'une baisse.

La banque reste sous-pondérée sur les actions dans ses portefeuilles et travaille à optimiser le rendement des poches de liquidités.

BANQUE SUISSE 2

Le discours de Jérôme Powell s'est un peu adouci par rapport à ce que les investisseurs pouvaient craindre. Les spécialistes de la banque prévoient une hausse des taux de 0,5% en décembre puis de nouveau 0,5% au premier trimestre 2023. Néanmoins, les précédentes hausses continueront d'impacter la croissance économique et les résultats des entreprises.

Le ralentissement économique impactera les bénéficiaires des sociétés du S&P500, qui devraient se contracter de -4% en 2023 selon la banque.

Si le président de la Fed a reconnu que plusieurs moteurs de l'inflation sont en train de s'essouffler (tensions sur les chaînes de production et augmentation du prix des biens), cette dernière reste malgré tout bien supérieure à la cible fixée. Les chiffres du marché de l'emploi américain récemment publiés confirment un léger ralentissement, mais le taux de chômage reste à un niveau historiquement bas, ce qui maintient une haute inflation salariale.

La banque est neutre sur les actions. Les conditions macroéconomiques préalables à un redressement durable du marché ne semblent pas encore réunies. Malgré tout, des rebonds périodiques de marché sont possibles et la banque privilégie les stratégies combinant protection à la baisse et exposition à la hausse.

Elle se montre notamment prudente sur le marché américain car le secteur technologique reste négativement corrélé à la hausse des taux réels. Dans ce contexte, les actions dites *value* devraient continuer de surperformer les valeurs de croissance, tant que l'inflation ne revient pas à des niveaux plus raisonnables (autour de 3-3,5%).

Les secteurs défensifs, comme celui de l'énergie, continuent d'être favorisés par la banque.

Des opportunités d'investissement existent sur d'autres classes d'actifs comme les obligations de bonne qualité notamment qui offrent aujourd'hui des rendements attrayants, et considérant que nous sommes proche de la fin du pic de hausse des taux.

TAUX DES CREDITS IMMOBILIERS : ON A CONNU PIRE !

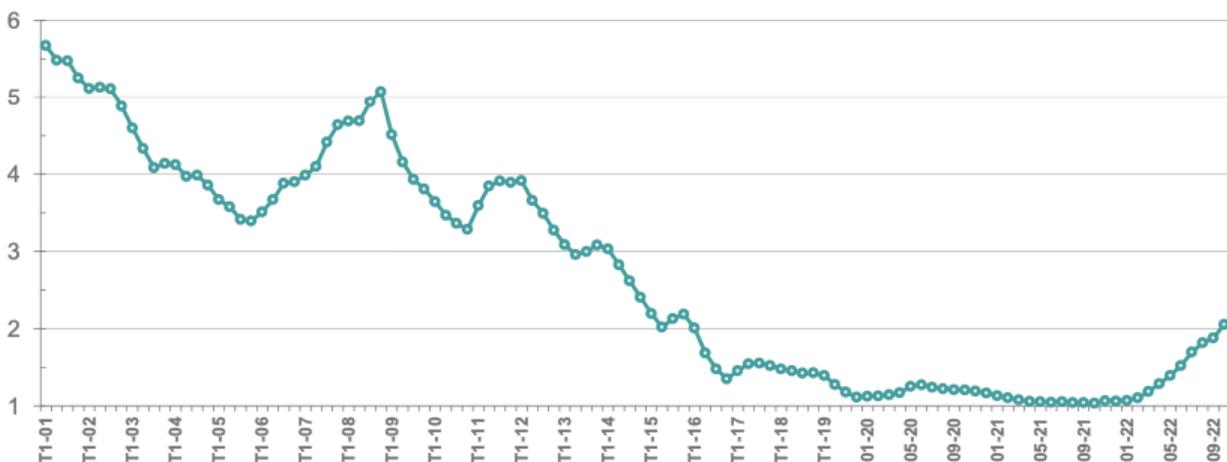
Depuis janvier 2022, la forte inflation que nous connaissons a conduit les banques centrales à ajuster leur politique pour freiner la hausse des prix. Outre l'arrêt des rachats d'actifs (fin du « quantitative easing »), les banques centrales ont en continu augmenté leurs taux directeurs et ont par conséquent prêté plus cher aux banques, ce qui a impacté directement les taux des crédits immobiliers. La dernière hausse de la BCE le 27 octobre dernier est la troisième hausse depuis juillet 2022, qui constituait alors une première depuis plus d'une décennie.

Ce relèvement récent des taux directeurs incite à se poser légitimement la question de l'intérêt du crédit.

Un peu de relativisme permet de remettre en relief les taux actuels.

Le graphique ci-dessous permet de mettre en évidence que les niveaux de taux restent encore bien inférieurs à ceux connus depuis 20 ans et que le crédit reste encore une solution très attractive quel que soit le type d'emprunt.

**LES TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS AUX PARTICULIERS (EN %)
ENSEMBLE DES MARCHÉS
Source : L'Observatoire Crédit Logement/CSA**



VU & LU*

1. [Immobilier, comment le marché du luxe soutient les prix – Les Echos](#)
2. [Le patrimoine des ménages va fondre à cause d'une inflation hors de contrôle – La Tribune](#)
3. [Vente Paul Allen : les chefs-d'oeuvre de la collection du cofondateur de Microsoft aux enchères – Les Echos](#)
4. [Bourse : fonds indiciels ou gestion active, les meilleurs choix pour l'épargnant -Les Echos](#)
5. [Credit immobilier : la menace des taux variables plane sur la France – Le Figaro](#)
6. [Loyers impayés : L'Assemblée Nationale adopte une mesure pour accélérer les résiliations de bail – Le Figaro](#)

*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, enregistrée à FORIAS sous le numéro 15001012 (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.

**MERCI
À TOUS**

ET JOYEUSES FÊTES



B. Durand
CAPITAL PARTNERS