

NEWSLETTER

B. DURAND CAPITAL PARTNERS



Juin 2023



POINT D'ÉTAPE LES COLONNES DU TEMPLE TIENNENT TOUJOURS

Le cycle économique et financier actuel possède une combinaison de traits bien spécifiques : importance grandissante des actifs non-cotés, retour de l'inflation, niveau historiquement élevé du Dollar et importance des tendances de l'économie US sur le reste du monde. Nous passons ici, en revue, ces « piliers » des marchés financiers afin d'évaluer si la hausse, surprenante depuis le début de l'année, sera pérenne ou si sa fin est bientôt programmée.

Signalons tout d'abord que la solidité, meilleure qu'attendue de ce socle, a déjà le mérite d'atténuer les soubresauts de marchés. La volatilité, cet élément clé pour le déploiement de nouveaux capitaux et le maintien de la confiance dans les positions déjà investies, reste modérée malgré des annonces macro-économiques anxiogènes multiples.

Nous n'oublions pas la Chine, et nous apporterons ici un éclairage préoccupant sur les chiffres du chômage et de la natalité du pays. Des éléments à garder à l'esprit.

SOMMAIRE

**LES PRIVATE
ASSETS
S'ADAPTENT**

**LES GRANDS
GROUPE FACE À
L'INFLATION**

ECONOMIE USA

**LE DOLLAR-ROI
PEUT-IL PERDRE SA
COURONNE ?**

**LA CHINE, D'UN
EXTRÊME À
L'AUTRE**

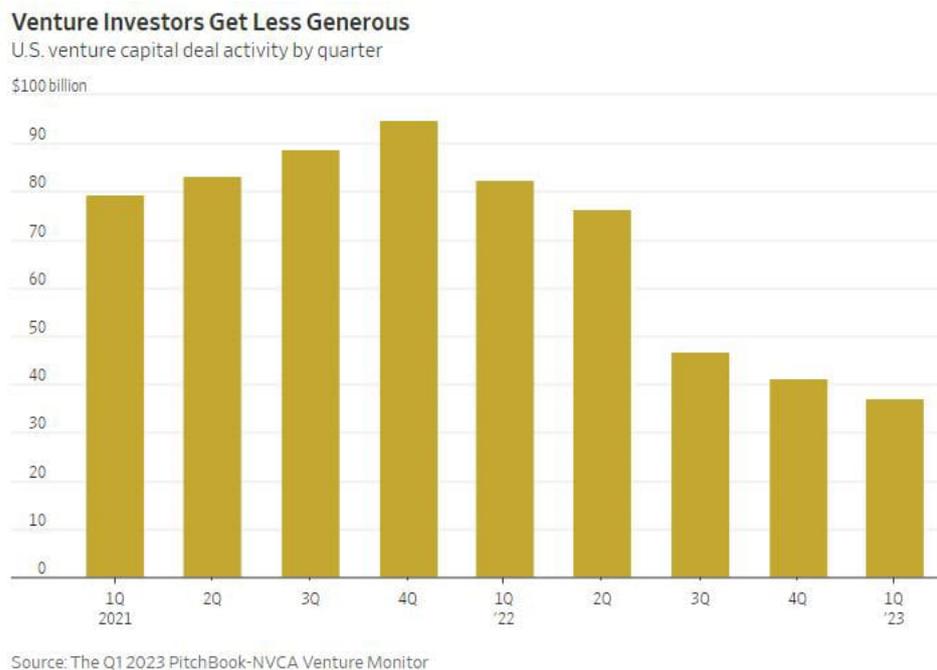
**VU & LU ET
L'ANNONCE DU
MOIS**

LES PRIVATE ASSETS S'ADAPTENT

Un premier constat positif est que l'appétit pour les actifs privés, bien que plus léger, reste important dans l'ensemble. Les investisseurs via les banques privées ont augmenté leur allocation moyenne sur les actifs privés de 3% en 2022 passant de 20% à 23% du total de leurs actifs en moyenne en 2023 (source : Amundi). Il y a certes eu un effet des prix en baisse pour les actifs cotés en 2022, mais pas seulement. La classe d'actif Private Assets fait de plus en plus jeu égal avec les Actions et Obligations dans les allocations globales et les suivis d'allocation.

Les conditions de levées de capitaux se sont détériorées. Les gérants (General Partners ou GPs), sont amenés à étendre leur stratégie de levée hors de leurs frontières géographiques habituelles (ainsi nous voyons que les fonds US prospectent plus activement en Europe et en Asie tandis que les fonds asiatiques visitent plus l'Europe) et se tournent vers des investisseurs plus petits en recherchant à agglomérer des petits épargnants. Les montants d'engagement minimum requis sont revus nettement à la baisse. Ce n'est pas une mauvaise chose en soi, c'est le signe d'une étape de généralisation et démocratisation supplémentaire.

Volume de Deals VC aux US, en Milliards d'USD, par trimestre

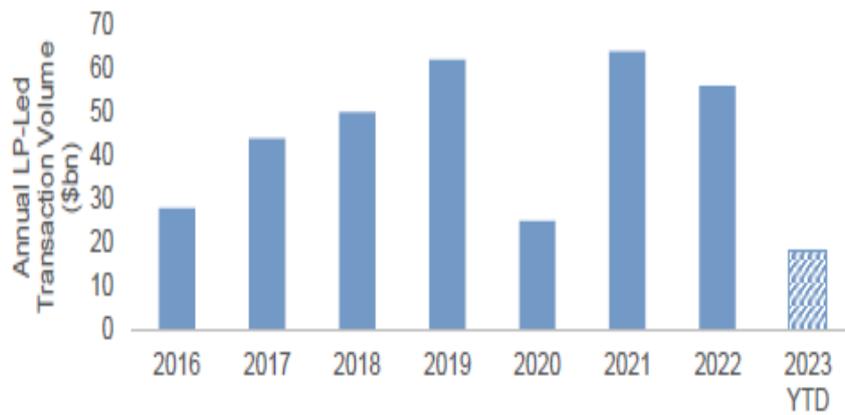


Les GPs de fonds PE font aussi des efforts de structuration en faveur des investisseurs (Limited Partners ou LPs) comme la baisse des frais de gestion. Ils explorent par ailleurs des approches nouvelles comme le "stapled secondaries" qui invite de nouveaux LPs à souscrire simultanément en secondaire à la version précédente et en primaire au nouveau fonds. Ceci permet de libérer des liquidités pour les investisseurs de l'ancien fonds qui peuvent eux aussi souscrire au nouveau.

Ces ajustements semblent porter leurs fruits : les montants d'engagement des investisseurs continuent de progresser même si l'exécution est plus lente. Elle semble plus portée sur le secondaire avec l'idée que cela restera plus liquide sur des actifs déjà plus à maturité et plus diversifiés.

Du côté du Capital Risque on observe un changement de paradigme sur les dépenses tolérées par les startups en portefeuille et sur les projections de croissance : l'objectif est de faire durer la trésorerie (le « cash runway ») jusqu'après l'orage. Le but n'est pas qu'opérationnel, il concerne aussi la valorisation de ces startups qui inclut de plus en plus ces mois de trésorerie restant comme élément de bonus ou malus.

Activité soutenue des LPs en recherche de liquidité sur le secondaire
T1 2023 déjà à plus de 30% du niveau de 2022



Source: Amundi

Dans le Private Credit, les rallongements de maturité se multiplient. Les montants dus au titre de 2023 à 2025 ont baissé, comme le montre le tableau aux US ci-dessous, les maturités sont rallongées. Cela permet aux détenteurs des actifs de ménager leur trésorerie et aux crédettes de bloquer des taux élevés et intéressants sur une période plus longue.

Extension des maturité des prêts



Source : GS

« Leveraged loan » les prêts contractés par des entités déjà bien endettées ou à note de crédit faible.

Le segment qui continue d'être en difficulté est celui de l'immobilier de bureau et de grandes surfaces commerciales. Les cas de défaut se multiplient et les ajustements de prix ne sont pas terminés. Ceci ne sera pas sans incidence sur les SCPI qui vont avoir de plus en plus de mal à justifier les valorisations d'actifs et distribuer un rendement supérieur aux taux de dépôts ou de créances négociables.

Du côté des Hedge-funds, une bonne tenue des performances durant le stress bancaire montre qu'une majorité avaient une exposition Long faible lorsque le choc Silicon Valley Bank est advenu. Ces fonds ont depuis augmenté leur exposition Long et bénéficient de la hausse qui a suivi. Les grandes tendances vues actuellement sont :

- Pour les Fonds Global-Macro, des positions short sur les obligations d'État à long-terme (courbe des taux jugés trop inversée) et prudence vis-à-vis des thèmes innovants.
- Pour les CTAs, des positions qui ont dû être revues, la plupart des gérants avaient anticipé des Banques Centrales plus agressives à la hausse et une inflation plus résiliente et élevée. La chute du prix des matières premières n'est pas allée dans leur sens.
- Pour les Long/Short Crédit. Ils ont augmenté leurs Longs, sur les secteurs des Financières et des Services aux collectivités.
- Pour les Long/Short Equity. Restent sous-pondérés sur les Financières et les Cycliques et continuent d'avoir une approche prudente.

LES GRANDS GROUPES FACE À L'INFLATION

Le propos ici n'est pas de minorer les difficultés multiples que génère le contexte de remontée historique des prix de production, tendance inconnue à une majorité d'actifs sur les 30 dernières années, mais le constat qui suit est intéressant. Les grands groupes ont bénéficié de la tendance.

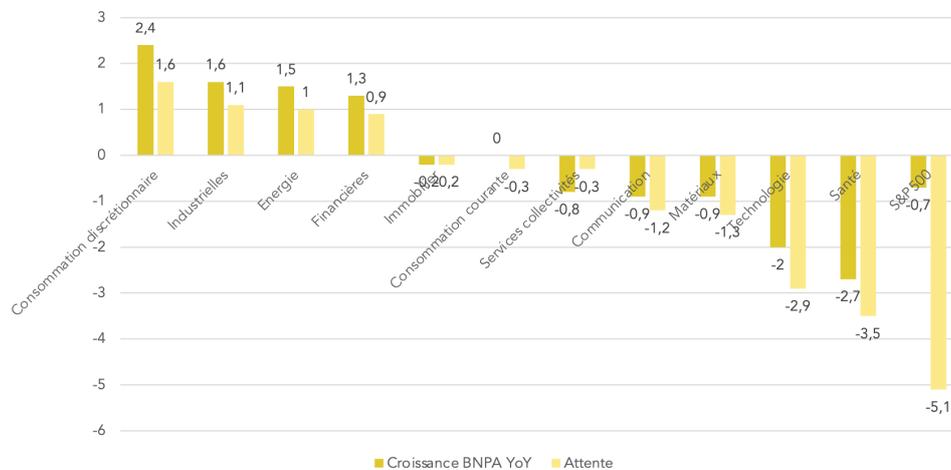
Il n'y a pas eu d'hécatombe sur les marges au 1^{er} trimestre, au contraire. Prenant l'exemple des États-Unis, où l'inflation et les taux d'intérêt ont monté le plus vite, à l'exception des Services aux collectivités, tous les autres secteurs ont fait mieux que ce que les analystes prévoyaient. Malgré les 8 à 10% de hausse de coûts de production et d'opérations, les marges sont restées stables ou ont connu une hausse, ce pour plus de 50% des sociétés du S&P 500 par exemple.

Ce résultat est le fait d'un pricing-power bien en place parmi les leaders de la plupart des secteurs. Comme l'ont confié plusieurs industriels, anticipant une poussée supplémentaire sur le coût de l'énergie et des matières premières, qui n'est pas venue, ils ont pris de l'avance sur la hausse de leurs prix de vente, appliquant des hausses de tarif 30 à 40% au-dessus de la hausse de coût réelle constatée.

La baisse des prix des matières premières depuis le début de l'année et la meilleure stabilité du coût de l'énergie (pour les grands groupes plus que pour les indépendants) ont ainsi contribué à amplifier une expansion des marges opérationnelles qui explique les bons résultats, plus que le chiffre d'affaires.

A cela s'est ajouté une bonne tenue de la demande malgré la hausse des prix, l'effet élasticité prix a très peu joué. Les causes possibles sont : 1) Les niveaux bas records du chômage dans de nombreux pays, 2) Les hausses de salaires, en dessous de l'inflation mais néanmoins permettant de maintenir un certain pouvoir d'achat, 3) L'abandon/le report d'achat immobilier par les primo-accédants, faute d'accès au crédit bancaire, et la réallocation de l'épargne dédiée initialement à cet achat vers d'autres « actifs » jugés tout aussi valorisants et plus accessibles (Consommation de luxe, voyages, véhicules, loisirs...).

Résultats des sociétés du S&P500 au T1 2023 vs les attentes initiales (BNPA = Bénéfice Net Par Action)



Source: Refinitiv - Luz

L'année 2023 présente des perspectives de résultats et de génération de trésorerie meilleures qu'attendues. Ceci ne ressemble pas à une année de crise ou même de récession. Le récapitulatif des prévisions par pays de Goldman Sachs, ci-dessous, l'illustre et ne montre pas de baisse.

Croissance des profits attendue (EPS) et valorisation (PE) des grandes sociétés des pays majeurs

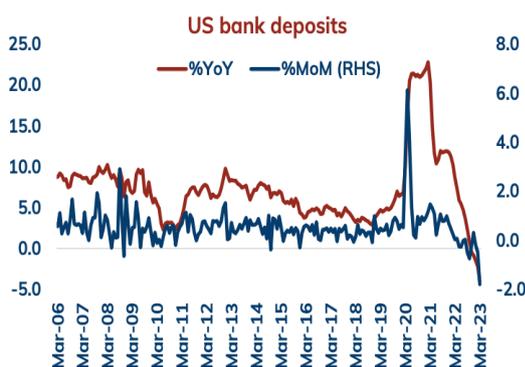
Bloomberg ticker	P/E (X)		EPS growth (%)	
	2023E	2024E	2022	2023E
Australia	14.6	14.6	11.7	-1.1
Japan	14.6	13.6	9.6	4.8
China	10.6	9.2	-3.5	15.6
Hong Kong	14.0	12.5	-1.6	11.9
Korea	17.3	10.5	-3.6	-36.6
Taiwan	16.6	13.5	-4.5	-19.3
India	22.0	18.8	10.4	18.7
Singapore Free	12.0	11.4	30.8	32.1
Indonesia	13.5	12.5	40.8	6.5
Philippines	14.2	12.9	20.8	24.2
Thailand	16.9	15.4	16.6	-4.6
Malaysia	13.5	12.6	-3.0	15.3
AC Asia Pacific ex Japan	14.2	12.1	2.0	0.4
AC Asia ex Japan	14.0	11.6	1.0	1.0
USA	19.5	17.5	4.7	1.5
Europe (USD)	13.0	12.1	6.2	2.7
EAFA (USD)	13.3	12.4	3.0	2.7
World (developed mkt.)	17.0	15.5	4.4	1.5
Emerging Markets	12.7	10.9	-1.4	-5.5
AC World (USD)	16.4	14.8	3.5	0.5

Source: Goldman

Certains points négatifs demeurent mais ne font pas vaciller la confiance :

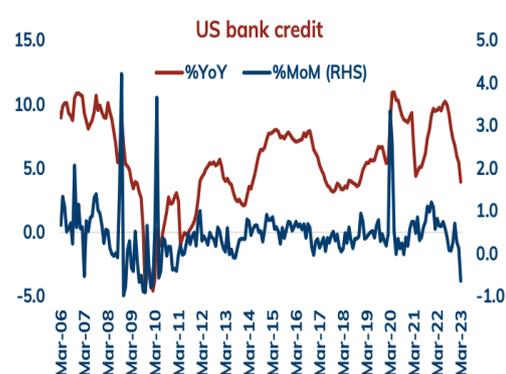
- **Déficit budgétaire en hausse**
- **La contraction de l'activité manufacturière suscite des inquiétudes.** Ce sont les services qui tirent encore l'activité.
- **Ralentissement du taux de croissance du PIB.** L'économie américaine a progressé de 1,1 % en rythme annualisé au premier trimestre 2023, ralentissant par rapport à une expansion de 2,6 % au trimestre précédent et en dessous des attentes du marché d'une croissance de +2 % (estimation préliminaire). Il s'agit du rythme d'expansion le plus faible depuis le deuxième trimestre 2022, alors que la croissance des investissements des entreprises a ralenti, que les stocks ont diminué et que la hausse des taux d'intérêt a continué de nuire au marché du logement.
- **L'immobilier est durement touché.** L'investissement fixe résidentiel se contracte pour la 8ème période consécutive (-4,2% vs -25,1% au T4).
- **Décélération du cycle d'investissement (Capex).** La croissance de l'investissement fixe non résidentiel a fortement ralenti (0,7% contre 4,0%).
- **L'inflation se normalise lentement.** L'Indice d'inflation à la consommation 3,3 % en 2023, 2,5 % en 2024, 2,1 % en 2025.
- **Le choc des banques américaines.** Baisse des dépôts alors que les taux de rémunération de ces dépôts grimpent. La prime de risque grimpe et pourrait endommager la tendance d'amélioration de la rentabilité des banques. Taux courts élevés et taux longs bas est aussi une mauvaise nouvelle pour les banques.

Dépôts des banques aux États-Unis



Source:GS

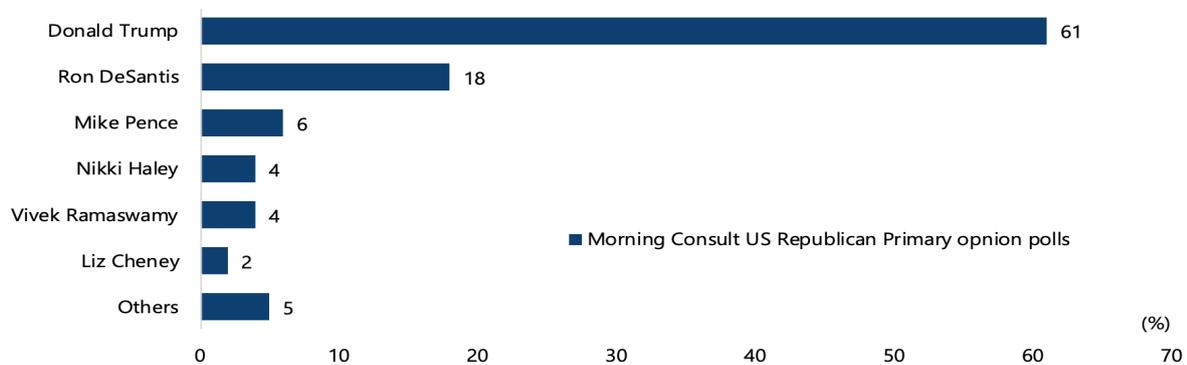
Flux de crédit des banques des États-Unis



- **L'angle politique toujours aussi compliqué.**

L'obsession Trump, aussi bien de la part de ses supporteurs que de ses détracteurs, bat son plein. Peut-elle le ramener au pouvoir ? Cette dynamique clivante a fait son succès en 2016, le sondage ci-dessous

montre de fortes similitudes. Un retour au pouvoir impossible en 2024 ? Le sondage d'opinion daté du 12-14 mai auprès des votants Républicains annonce le contraire...



Source: Jefferies

Du côté des Démocrates ce n'est pas plus simple, l'état judiciaire se resserre autour de la famille Biden. Le rapport rédigé par les Républicains et présenté au Comité de Surveillance de la Chambre des représentants montre que les membres de la famille Biden et les associés commerciaux ont créé près de 20 entités distinctes peu avant et pendant le mandat de Biden en tant que vice-président entre 2009 et 2017, et qu'au moins 10 millions USD ont été versés aux membres de la famille Biden, aux associés et aux entreprises de ces entités étrangères. Une seconde enquête menée par un autre comité de la Chambre des représentants, le Comité judiciaire, dirigé par les républicains lui aussi, vient également de publier un rapport sur les documents trouvés dans l'ordinateur portable que Hunter Biden, fils du président, a abandonné dans un atelier de réparation du Delaware. Cet ordinateur fait état d'échanges poussés entre Hunter Biden et des émissaires Russes.

LE DOLLAR-ROI PEUT-IL PERDRE SA COURONNE ?

Depuis la Grande Crise Financière de 2008, le Dollar a connu un fort regain de valeur par rapport aux autres grandes devises (+37% de hausse contre un panier type de devises, l'indice DXY) alors qu'il était victime d'une dépréciation de long-terme sur les 40 années précédentes (-38%).

Cette vitalité a maintenu le Dollar au cœur des échanges mondiaux et ce malgré l'émergence de nouvelles super-puissances et le danger géopolitique grandissant que représente la dépendance à cette devise, comme peuvent en témoigner l'Iran ou la Russie. S'émanciper du Dollar est un sujet stratégique pour un nombre grandissant de pays mais sa réalisation reste compliquée. Certains experts pensent que c'est inéluctable et que le Dollar est amené à perdre de son emprise et donc de sa valeur. D'autres pensent qu'il n'y a pas d'alternative sérieuse et que cette valorisation actuelle riche mérite de le rester.

Le monopole du Dollar est incontestable, les chiffres suivants le démontrent :

- Les États-Unis représentent 25 % du produit intérieur brut mondial, mais l'USD représente environ 90 % de toutes les transactions de change.
- Le dollar est la devise principale de 85% des transactions sur les marchés à terme et les swaps de devises.
- 50% de tous les prêts transfrontaliers et des titres de créance internationaux sont également libellés en USD malgré le fait que 88% des emprunteurs/émetteurs sont non-Américains sur toutes les émissions de dette internationale. Cela fait du marché de capitaux en USD, le plus vaste et le plus liquide, élément clé même lorsque les transactions n'ont rien à voir avec les US ou le Dollar.
- L'USD est également utilisé pour plus de 50 % de toutes les factures commerciales, et ceci bien que les États-Unis ne représentent que 12 % du commerce mondial.
- Même constat au niveau des réserves souveraines, le dollar reste la devise de choix pour les réserves de monnaies, représentant 60 % des réserves mondiales de devises. Ce nombre certes a baissé, il était de 66% en 2015. Mais le changement s'est principalement fait vers des devises très liées à l'USD, le dollar australien ou canadien principalement. Seuls 2 à 3 % sont passés au Renminbi Chinois, dont la majeure partie a été initiée par la Russie, par nécessité absolue.
- **S'éloigner de l'USD est donc compliqué**, Il n'y a pas de choix facile comme alternative. Lorsque l'on regarde les 20 premiers pays classés par quantum de réserves de change, à l'exception de la Chine et de Hong Kong, le reste de la liste est composé uniquement d'alliés politiques des États-Unis ou de pays qui ont une forme de coopération avec les États-Unis. Le cas de Hong Kong est aussi édifiant, le pays est revenu à la Chine mais sa devise est officiellement arrimée très étroitement à l'USD (un corridor de valorisation réglementaire entre 7.75 et 7.85 HKD contre USD).
- **Même constat côté Chinois**. La Chine, avec 3 000 milliards de dollars de réserves, est le seul pays qui pourrait essayer de se diversifier sur une grande échelle, mais compte tenu de l'ampleur de ses réserves, elle a également des choix limités. Ses propres conseillers ne recommandent pas de s'éloigner du billet vert.

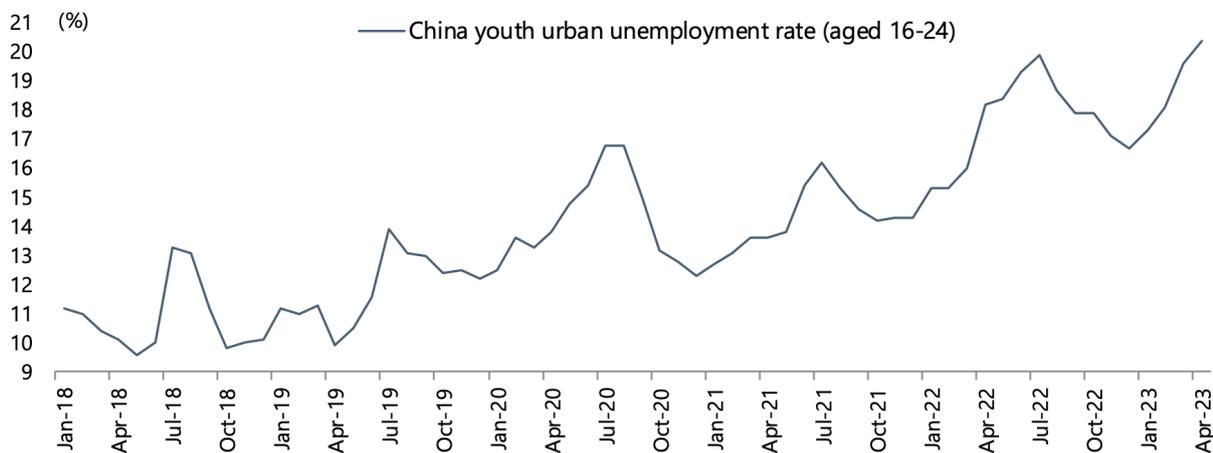
Il est donc acquis que le Dollar va continuer de jouer un rôle unique et prédominant en matière d'allocation devise globale mais il est aussi probable que les 15 dernières années ne vont pas se répéter sur les 15 prochaines années et les portefeuilles trop concentrés en USD devraient graduellement ajouter de l'exposition à un panier de devises assez stables et pas entièrement corrélées à l'USD. Parmi elles on trouve EUR, GBP, CHF, JPY et le SGD.

LA CHINE, D'UN EXTREME A L'AUTRE

La taille de la population Chinoise a fasciné pendant des décennies, elle a été un moteur majeur dans le développement économique du pays depuis 30 ans mais connaît des changements rapides préoccupants :

- La Chine a perdu cette année son statut de pays le plus peuplé du Monde au profit de l'Inde.
- En 2022 la population chinoise totale a diminué de 850 000 habitants et le nombre des naissances est passé en dessous des 10 millions ce qui est spectaculaire pour un pays comptant plus de 1,4 milliard d'habitants. Le nombre de décès en 2022 s'est élevé à plus de 10 millions.
- Une autre tendance, la forte hausse du chômage des jeunes, est toute aussi préoccupante. Le nombre de chômeurs dans la classe d'âge des 16-24 ans dans les villes dépasse désormais les 20%. C'est une tendance à contre-courant des autres grands pays où le chômage des jeunes est en recul. Le graphique ci-dessous démontre combien le blocage de 3 ans lié au Covid a empêché toute une génération de se positionner sur le marché du travail malgré des diplômes.

Taux de chômage des jeunes 16-24 ans



Source: National Bureau of Statistics, CEIC Data

La cause majeure de cette situation est l'aiguillage de nombreux étudiants, engagés pour rejoindre les secteurs de la Tech, l'Éducation et le tutorat privé, l'Immobilier et la Santé, mais qui voient ces secteurs chamboulés par des réformes strictes (avec réductions d'effectifs) et la crise de Covid. A l'inverse, le manque de main d'œuvre dans l'industrie freine la production. Le « mismatch » va être difficile à résorber.

Ce sont là des sujets très sensibles et absolument prioritaires pour le Pouvoir Central. La légitimité du Parti Communiste et l'acceptation de ce parti unique ne tient que parce qu'il remplit pleinement ses obligations vis-à-vis de la population, assurant son mieux-être et prenant soin de toutes les générations. Un casse-tête pour l'État Central.

L'ANNONCE IMMOBILIÈRE DU MOIS

Leblon, Rio de Janeiro – Brésil



Cet immeuble, TOM, est l'un des programmes immobiliers les plus attendus de Rio de Janeiro.

Il s'agit du premier projet signé par le célèbre cabinet d'architecture Gensler dans la ville. Il se distingue en tant que premier immeuble-galerie de Rio, exposant dans son hall des œuvres d'artistes contemporains tels que Iole de Freitas, Ernesto Neto, Vik Muniz et les Frères Campana. Son atout réside dans le fait que le plan est aménageable, et vous permet de créer votre projet selon votre personnalité. De plus, TOM se démarque en termes de sécurité, de modernité et d'innovation, et bénéficie d'un emplacement privilégié à Leblon, l'un des quartiers les plus huppés de la ville. Sa façade, unique, a été inspirée par les vagues.

Au total, le projet dispose de 6 unités, dont deux disponibles à la vente. Les options comprennent un appartement au 1er étage, d'une superficie de 315m², et l'autre au 5e étage, d'une superficie de 283m², tous deux offrant une vue sur la mer.

Parmi les options de loisirs et les services exclusifs proposés aux copropriétaires, on trouve une salle de sport équipée, un local à vélos, une salle de réunion pour usage professionnel et un service de voiturier disponible 24h/24.

Prix à partir de 31 650 000 BRL (environ 6 000 000 €), finalisation prévue pour décembre 2023.

<https://www.estatebrazil.com.br/properties-1-1/tom>

VU & LU*

Impôts : qui sera visé par les nouveaux contrôles fiscaux ?

<https://www.lesechos.fr/patrimoine/impots/impots-qui-sera-vise-par-les-nouveaux-controles-fiscaux-1943706?xtor=CS4-6240>

How luxury giant LVMH built a recession-proof empire

<https://www.cnbc.com/2023/05/18/how-luxury-giant-lvmh-built-a-recession-proof-empire.html>

Agefi : Les family offices apprécient de plus en plus le private equity

https://www.bdurandcapital.com/resources/2590/les-family-offices-apprecient-de-plus-en-plus-le-private-equity-l-agefi_644a2275f15c1_2023-04-27-092126-644a22760d272.pdf

Pourquoi les gérants stars ne sont pas éternels

<https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/pourquoi-les-gerants-stars-ne-sont-pas-eternels-1952186#:~:text=Contenu%20réservé%20aux%20abonnés,selon%20une%20étude%20de%20Morningstar>

Le capitalisme de papier va-t-il partir en fumée ?

<https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/le-capitalisme-de-papier-va-t-il-partir-en-fumee-1949455>

*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 l'ORIAS 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**

