

# NEWSLETTER

**B. DURAND CAPITAL PARTNERS**



**SEPTEMBRE - OCTOBRE  
2022**



# UNE TENTATIVE DE STABILISATION, ENCORE UN PEU JUSTE

Le véritable retour d'une hausse durable des marchés nécessite plusieurs conditions qui ne sont pas toutes rassemblées en cette fin de troisième trimestre. Cependant le point fondamental positif de cette baisse est son caractère cyclique et non structurel.

Explications.



## SOMMAIRE

---

**CES REBONDS  
EPHEMERES -  
LES BEAR-  
RALLIES**

---

**UNE BAISSSE  
CYCLIQUE  
PLUTOT QUE  
STRUCTURELLE**

---

**SORTIR DE LA  
BAISSE**

---

**APPRENDRE A  
VIVRE AVEC  
L'INFLATION**

---

**PORSCHE  
ACCELERE ET  
RATTRAPE  
VOLKSWAGEN**

---

**CE QUE PENSENT  
NOS BANQUES  
PRIVEES  
PARTENAIRES**

---

**LA  
PHILANTROPIE  
RAJEUNIT - LA  
PHILANTROPIE  
VOUS DIT MERCI**

---

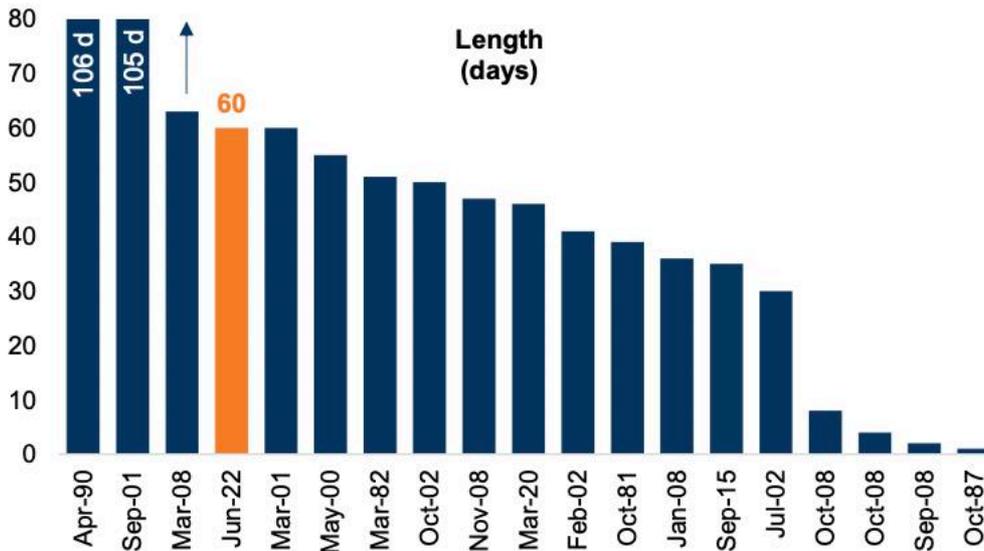
**VU & LU**

## CES REBONDS EPHEMERES – LES BEAR-RALLIES

Les Bear-rallies, que l'on pourrait qualifier de « faux » redémarrages des marchés, sont fréquents et sont détectables à l'aide de certains signes précis :

- 1) Un rebond véritablement durable s'accompagne de volumes de transactions journaliers en forte hausse. Actuellement, ces volumes restent faibles par rapport à la moyenne sur 1 an, 3 ans et 5 ans. Depuis mi-juin, la moyenne d'actions échangées au quotidien sur le marché de New York est de 500 Millions à 600M de titres. C'est inférieur à la moyenne sur un an de 800M, et loin des volumes vus sur des points de retournement de marché passés où nous étions alors au-delà des 1000M (et même jusqu'à 2900 Millions) de titres échangés.
- 2) Bien que les prévisions économiques aient été fortement revues à la baisse, les prévisions de croissance des profits des sociétés restent élevées. Ceci n'est pas tenable, les sociétés ne peuvent s'émanciper de la tendance macro-économique sur plusieurs trimestres, et un ajustement est à venir au T3 ou T4 pour reconstruire sur des bases plus réalistes.
- 3) L'économie américaine continue d'afficher une très bonne santé malgré les signes de défaillance plus tangibles dans le reste du monde. Cela va encourager la Fed à poursuivre son programme de normalisation monétaire. En complément des hausses de taux d'intérêt en cours, la mise en place d'un programme de vente des obligations du Trésor US va peser sur la croissance. Il est difficile de voir un rebond durable tant que cette phase d'ajustement monétaire perdure. C'est une situation de déjà-vu qui donne des sueurs froides aux marchés. Une économie américaine qui continue de bien se comporter alors que le reste du Monde trébuche est un découplage dangereux pour tous, la FED se fiant à l'économie américaine pour prendre ses décisions mais ces mêmes décisions ont un impact global.
- 4) Le fossé qui se crée entre les Etats-Unis et le reste du monde est aussi source de hausse du Dollar, ce qui impacte les marchés négativement. Pour que le rebond soit durable, le Dollar doit baisser.
- 5) Le dégonflement du prix des actifs non-profitables (SPACs, Actifs privés non profitables et très consommateurs de cash, dette BtoB,...) doit être mené à son terme. Nous sommes bien avancés sur un certain nombre de segments.
- 6) Lors de ces Bear-rallies, les marchés rebondissent en moyenne de 14%. Nous sommes à +14,3% depuis le point bas de juin puis déjà redescendu. Nous avons heurté un plafond de verre. Dans ces phases, les valeurs dites « cycliques » et de « croissance » surperforment les valeurs défensives, ce qui s'est vérifié durant l'été. Le tableau ci-dessous recense le nombre de jours de durée des grands Bear-rallies des 30 dernières années. Le rebond actuel se situe dans la norme, ce qui veut dire que la hausse a peu de chance de se poursuivre dans l'immédiat.

*Durée, en nombre de jours, d'un Bear-rally, en moyenne.*



Source: Datastream / GS IR

## UNE BAISSÉ CYCLIQUE PLUTÔT QUE STRUCTURELLE

Les analyses des dernières semaines confortent l'argument selon lequel la baisse depuis le début de l'année est cyclique, non structurelle. C'est un bon point. Une baisse cyclique est plutôt bénigne et de moins longue durée qu'une baisse structurelle de plusieurs années.

Plusieurs indicateurs positifs sont trop présents et marqués pour que la classification de structurelle puisse être retenue :

- A l'inverse des États, Les sociétés privées (et notamment les grands groupes internationaux) ne sont pas surendettées. Il n'y a pas de surendettement systématique dans le monde des sociétés grandes et moyennes.
- Les taux d'épargne des ménages sont élevés. Ils s'établissent à plus de 10% du salaire annuel moyen aussi bien dans la zone Euro (10%), qu'au Royaume-Uni (11%) et aux États-Unis (12%).
- Le taux de chômage est historiquement bas à travers les principales économies. Les créations d'emplois restent au-dessus des moyennes des 20 dernières années.
- Le secteur bancaire est en bonne santé. Il est bien capitalisé, la revalorisation des taux est bénéfique et ces groupes sont peu atteints par les sous-classes d'investissements toxiques. Les banques, avec quelques rares exceptions, ont été prudentes dans leurs choix de solutions d'investissements à distribuer.

- e) De nombreux maux des marchés actuels sont les conséquences de décisions politiques (politique monétaire, guerre en Ukraine, fermeture de la Chine) qui peuvent être inversées si la situation empire. Il y a une forte réserve de « renversement de situation » accumulée depuis le début de l'année.

## SORTIR DE LA BAISSE

La sortie de cette baisse passera par une phase dite « d'espoir », qui succèdera à celle du « désespoir » (qui est en cours) et précèdera celles de « croissance » et la dernière qui est l'« optimisme ». La phase « espoir » est une phase brève mais très intense où les deux tiers de performance du rebond se matérialiseront. Maintenant qu'une partie significative de la baisse a eu lieu, il est important de rester investi et de se préparer à réinvestir sur les classes d'actifs à rendement élevé.

Historiquement, les marchés financiers rebondissent, en moyenne, 7 mois après que la récession ait débuté (selon une étude menée de 1948 à 2020 par Goldman Sachs). Malgré tout, il faudra encore patienter jusqu'à ce que les 3 indicateurs suivants soient au vert pour observer le rebond tant attendu :

- 1) Les ratios de valorisation des actifs financiers doivent encore baisser sur le marché Américain. La baisse est déjà très engagée sur les marchés Chine, Royaume Uni et Europe, mais cela reste insuffisant aux Etats-Unis. Le Ratio de Prix/Profits y est encore de 17x, contre 10x en Europe et Chine.
- 2) Un arrêt de la détérioration de l'activité économique est nécessaire. Les indicateurs industriels sont actuellement encore élevés. Un PMI en dessous de 42 donnerait un socle solide aux marchés, sur lequel prendre appui pour rebondir avec le cycle. Le PMI aux Etats-Unis en août est encore à 51.5pts.
- 3) Le sentiment que l'inflation et les taux d'intérêts plafonnent doit se généraliser. Ceci ne pourra pas être envisagé avant début 2023 a minima. L'inflation va continuer de surprendre à la hausse.

Le point 1 est celui qui fait le plus défaut à ce stade. Il devrait s'ajuster dans le trimestre en cours ou au dernier trimestre, provoquant un début de rebond, potentiellement plus convaincant, début 2023. Mais celui-ci ne devra pas faire oublier que nous allons devoir apprendre à vivre avec une inflation plus élevée sur les années à venir.

## APPRENDRE À VIVRE AVEC DE L'INFLATION

Cette inflation, que l'on attribue, de façon conjoncturelle, au prix des matières premières et la fermeture de la Chine, va s'avérer plus tenace et durable. Une baisse graduelle à partir des points hauts atteints récemment est possible mais l'inflation va se stabiliser à un niveau significativement plus élevé que la moyenne des 20 dernières années. Nous étions à environ 1% en moyenne dans la zone Euro sur les 10 dernières années, oscillant entre 0 et 2%, mais nous allons vraisemblablement devoir nous habituer à un niveau moyen de 3%, 4% voire 5%. Nous vivons ici un changement de régime économique. Ce nouveau régime, caractérisé par une inflation et des taux d'intérêts élevés, est en marche.

L'inflation actuelle ne peut être seulement le fait du désordre de la logistique mondiale liée à la crise du Covid en Chine ou à la hausse du prix des matières premières. En effet, pourquoi cette inflation est-elle

absente en Chine, par exemple ? Le taux d'inflation y est de 2.7% actuellement, très loin des pics des pays développés. Cette inflation est aussi portée par des éléments durables que nous allons brosser ci-dessous :

- La transition énergétique est inflationniste. Elle coûte en installations, en aménagements d'infrastructure, et son rendement est moindre comparé aux sources fossiles. Elle a aussi entraîné un net ralentissement des investissements dans les sources traditionnelles d'énergie, qui intervient au mauvais moment. Un redressement de ces investissements va prendre du temps et risque de se heurter à une opinion populaire mécontente, même si elle en aurait besoin.
- Le phénomène de dé-globalisation rend les stratégies de développement, de logistique et d'approvisionnement des sociétés beaucoup plus compliquées. Il est désormais risqué de n'avoir qu'un seul pays (ou une seule région) comme fournisseur. La nécessité de dupliquer les points d'achats, de production et de ventes est coûteuse et source d'inflation. Cette duplication implique davantage de capacité immobilisée mais non nécessairement contributive à un surplus de production. La guerre commerciale sur la technologie entre les US et la Chine en est l'exemple type. On peut prendre pour illustration la récente interdiction faite à Nvidia de vendre deux de ses processeurs graphiques à la Chine. C'est un casse-tête qui va peser sur les rentabilités.
- Le vieillissement de la population mondiale est source d'inflation. Ce vieillissement crée un modèle de société ayant de plus en plus de consommateurs qui ne sont plus producteurs.
- L'urbanisation grandissante dans des pays à grandes populations (en Afrique, en Asie et Amérique Latine) engendre elle aussi une inflation structurelle, les besoins de chaque individu augmentent avec ces migrations.
- L'absence de nouvelle révolution technologique majeure est aussi un facteur qui va peser sur les prix. En l'absence de source de gains de productivité, moins de baisses de coûts de production et de services sont à espérer. Le tableau ci-dessous présente les perspectives de gains de productivité moyens annuels pour les 5 prochaines années par région. Les Etats-Unis et les pays émergents dominant, l'Eurozone a plus de difficultés, le Japon et le Canada sont les plus faibles.

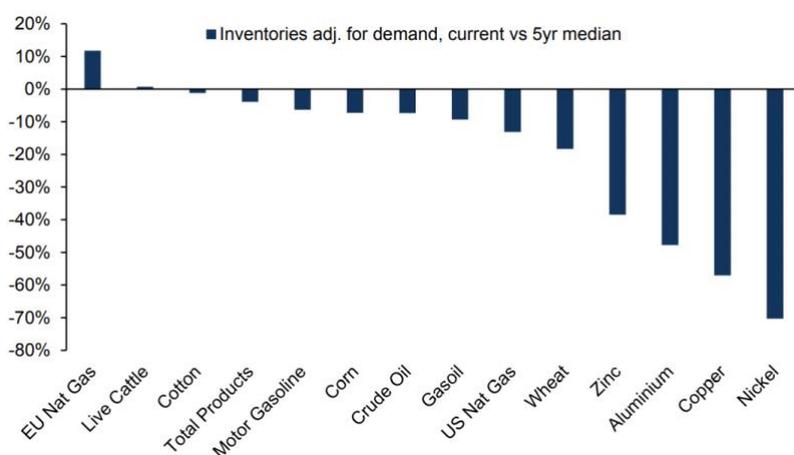
**Moyenne des 5 prochaines années selon BCA : Croissance moyenne de la population active / Gains de productivité / Croissance de PIB réel / Inflation / Croissance de PIB Nominal**

	US	EURO AREA	JAPAN	UK	AUSTRALIA	CANADA	EMERGING MARKETS (1)
ANNUAL GROWTH IN WORKING-AGE POPULATION	0.3%	-0.6%	-1.0%	0.0%	0.6%	0.4%	1.0%
ANNUAL PRODUCTIVITY GROWTH	1.8%	0.8%	0.3%	0.9%	0.8%	0.6%	5.0%
REAL GDP GROWTH	2.1%	0.2%	-0.7%	0.9%	1.4%	1.0%	6.0%
INFLATION	3.0%	2.6%	1.0%	4.2%	2.6%	2.2%	4.4%
NOMINAL GDP GROWTH	5.0%	2.7%	0.4%	5.1%	4.0%	3.3%	10.5%

Source : BCA research

- La liquidité monétaire reste très élevée malgré les hausses de taux d'intérêt. Les taux d'intérêt réels (prenant en compte l'inflation) restent négatifs et donc attractifs pour les emprunteurs qui ont des projets à haut rendement interne. Cette circulation du crédit, et donc de la monnaie, est inflationniste. Le fait que certains États, comme les Etats-Unis sur les prêts étudiants ou le Royaume-Uni avec le bouclier énergétique, annoncent des dépenses importantes supplémentaires montre que la discipline de moins dépenser et donc de moins s'endetter est loin d'être une norme en place.
- Les volumes de matières premières font défaut. Sur le tableau ci-dessous, la quasi-totalité sont en dessous de leur niveau moyen sur les 5 dernières années. L'offre n'a pas suivi la demande, l'investissement a été trop frileux.

**La variation du niveau actuel des inventaires mondiaux en matières premières par rapport à la moyenne des 5 dernières années.**



Source : GS

Retrouvez l'interview de David Gaud, Partner et CIO de B. Durand Capital Partners, en compagnie de Guillaume Sommerer - 7 septembre 2022 sur BFM. Cliquez ici pour accéder à la vidéo : [BFM Business Bourse](#)



## PORSCHE OBTIENDRAIT UNE VALORISATION BOURSIERE EGALE A CELLE DE SA MAISON MERE, VOLKSWAGEN

PORSCHE AG devrait être cotée à Francfort en octobre si les marchés lui ouvrent une fenêtre plus stable. Le constructeur de voitures de luxe n'est pas à confondre avec la société déjà cotée, PORSCHE SE, la holding du groupe Volkswagen (VW). Porsche SE détient 53.3% de VW mais pas directement Porsche SA.

La fourchette de valorisation attendue de Porsche serait de 65Mds à 75Mds d'euros. Celle-ci pourrait donc être proche de la valorisation de marché actuelle de Volkswagen, sa propre maison mère !

Un des sujets clé de ce dossier est le degré d'indépendance du management de Porsche vis-à-vis de sa maison mère. Selon les termes de l'introduction en bourse, VW restera l'actionnaire le plus large de Porsche et les investisseurs extérieurs pourront souscrire à des actions, mais celles-ci n'auront pas de droits de vote associé.

C'est son indépendance qui permet, entre-autres, à Ferrari de revendiquer une valorisation de marché très élevée, représentant 35x les bénéfices par action contre 2x à 8x pour les grands constructeurs automobiles. Pour pouvoir mériter un niveau similaire, Porsche va devoir donner des gages d'autonomie vis-à-vis des autres marques de luxe du groupe VW (Lamborghini, Bugatti, et Bentley).

Si l'introduction de Porsche se déroule bien, cela devrait bénéficier à l'ensemble du secteur, dont les valorisations sont actuellement très basses. Le cas de Stellantis par exemple, maison regroupant les marques Jeep et Maserati (entre autres) traite à 2.5x les bénéfices et le cash en trésorerie équivaut à 15 EUR par action quand cette dernière ne cote qu'à 13.73 EUR. La décote apparaît trop massive, un rattrapage partiel est probable.

## CE QUE PENSENT NOS BANQUES PRIVEES PARTENAIRES

### BANQUE SUISSE

Dans la plupart des grandes économies, la hausse des taux d'intérêts, la persistance de l'inflation et les tensions géopolitiques alimentant un choc énergétique, traduisent l'ampleur du changement économique structurel par lequel nous passons. Une couverture un peu plus importante sur le marché US a été mise en place après le discours très rigide du Gouverneur de la Fed, Jérôme Powell, à Jackson Hole.

Désormais légèrement sous-pondérée en actions, la banque repasse neutre sur les obligations. La corrélation entre les deux classes d'actif est forte, l'arbitrage est donc modéré. Certaines obligations ont vu leur rendement remonter suffisamment pour justifier un léger ajout.

L'approche tactique dans les ajustements continue d'être privilégiée, la phase de baisse n'étant pas terminée. Dans le même temps certains thèmes continuent d'être poussés, dont celui du « pouvoir d'achat » avec les sociétés qui ont la capacité d'augmenter leurs prix sans trop heurter la demande.

Le thème de « qui paiera la note ? » lié à l'endettement grandissant des États et la hausse du coût de l'énergie reste aussi un focus. Une exposition à ce thème est construite en misant sur la volatilité des marchés. Le thème du « découplage » entre nations émergentes de plus en plus solides et nations développées ayant besoin de se réinventer est aussi mis en avant.

Une récession modérée est prévue aux US avec une croissance réelle de -0.8% en 2023 comparé à 1.3% en 2022. La zone Euro fera un petit peu mieux avec 2.9% de croissance réelle en 2022 et zéro en 2023.

La demande en dollar US va rester soutenue. Les taux 10 ans US devraient se stabiliser à 2.6% et le Bund Allemand à 1.3%. La sous-pondération sur les obligations de la zone Euro et du Royaume Uni est maintenue.

## BANQUE FRANCAISE

Le scénario économique étant de nouveau revu à la baisse, la sous-pondération sur les actions est accentuée. Cela est notamment lié à la prise en compte d'une politique monétaire plus restrictive que prévue, à une inflation toujours élevée, à la crise énergétique en Europe et à une croissance économique qui va ainsi ralentir au cours des prochains mois, notamment en Europe.

Jérôme Powell a choqué les marchés avec un discours très strict à Jackson Hole, annonçant des temps difficiles liés à la remontée des taux qui restera soutenue, et ce malgré l'impact négatif que cela aura sur l'économie. Le principal objectif de la Fed reste une normalisation de l'inflation autour de 2%.

Autre difficulté, la Chine maintient sa politique de zéro covid et reconfine plusieurs grandes villes. Malgré un PMI ressorti sous les 50 pour le mois de juillet, elle maintient donc son cap intransigeant sur la gestion de la pandémie sur son territoire.

Pour refléter un biais de stratégie plus prudent, les positions actions sont allégées, notamment via les sociétés cycliques (SEB, LVMH), les émergents (fonds Fidelity) ou encore des prises de bénéfices sur des titres qui avaient bien performé (COSTCO, NOVO NORDISK).

Si le scénario économique n'évolue pas à nouveau, le point bas de l'économie est attendu pour début 2023. En considérant que le marché anticipe environ 6 mois en avance les retournements (observation historique), il est possible d'envisager des niveaux d'achat d'ici quelques mois.

## LE PHILANTHROPE RAJEUNIT – LA PHILANTHROPIE VOUS DIT MERCI

Longtemps trusté par les plus 60 ans, parfois guidés par un intérêt fiscal, les questions philanthropiques se posaient souvent au moment de la pré-retraite ou de la retraite, après un sentiment de réussite professionnelle et l'acquisition d'une légitimité pour rendre à la société ce que l'individu avait reçu.

Désormais, la quête de sens et la transmission de valeur s'invitent de plus en plus tôt dans une réflexion globale autour de la construction des patrimoines, qui s'avère bien souvent complexe à la suite d'une cession d'entreprise, ou d'un héritage par exemple.

Il existe énormément de manières de s'engager afin de répondre à une quête de sens. **Le fonds de dotation**, structure juridique créée en 2008 et inspirée du modèle des « endowment Funds » (qui garantissent la pérennité financière des associations et fondations aux US et en Grande Bretagne) offre un outil souple et simple pour qui veut créer sa propre structure. Son objectif exclusif étant le financement d'actions d'intérêt général, les dons ne doivent pas bénéficier à un cercle restreint de personnes ni financer des activités de nature commerciales ou culturelles. L'objet du fonds doit être précis.

Une dotation minimale de 15 000 €, accompagnée d'une déclaration à la préfecture assortie du dépôt des statuts, suffisent à créer le fonds. En cours de vie, celui-ci doit respecter un certain formalisme en adressant annuellement un rapport d'activité, les comptes annuels ainsi que le rapport du commissaire aux comptes à la préfecture.

Si ces obligations administratives sont un frein, le philanthrope peut opter pour une « philanthropie assistée » en se tournant vers une alternative : la **fondation abritée**. Dépourvue de personnalité morale, la fondation abritée est créée par la simple signature d'une convention entre le fondateur et la fondation abritante, qui aura notamment pour rôle de s'occuper à sa place de tout l'aspect administratif. La fondation abritée devient dépendante de la fondation abritante, elle a donc moins de liberté car elle est tenue de respecter les règles et les statuts de cette dernière.

La **fondation reconnue d'utilité publique (FRUP)** reste la référente en matière de mécénat. Sa constitution est longue (environ 18 mois) et complexe car elle se fait par décret en Conseil d'État. La dotation initiale s'élève à 1.5M€.

Les façons de s'engager sont diverses et notre accompagnement s'adapte à la mesure de cet engagement. Nous pouvons vous assister dans vos démarches et réfléchir avec vous à la concrétisation de votre projet.

### **Philanthropie et fiscalité = donation pré-cession à son fonds de dotation**

En donnant une partie de vos titres de société à votre fonds de dotation vous êtes exonérés de droits de mutation à titre gratuit. Puis, vendus par le fonds de dotation, les titres vont profiter de l'augmentation éventuelle du cours de l'action entre le jour du don de titres et la vente, vous évitant ainsi la Plus-Value de Valeurs Mobilières (30% de Flat Tax ou abattement renforcé) qui aurait réduit le don final. Enfin n'oublions pas la réduction d'impôt sur le revenu à hauteur de 66% de la valeur du don pour le particulier.

## VU & LU\*

Les marchés chahutent les patrimoines cette année. La fortune de Mark Zuckerberg chute de 70 milliards d'Euros ([20 minutes](#))

Bernard Arnault s'offre trois adresses prestigieuses à Paris pour 900 millions d'Euros ([Challenges](#))

Vente immobilière record sur les Champs Elysées : qui se cache derrière le deal ([Challenges](#))

Immobilier de luxe – Comment la France attire l'argent douteux du monde entier ([NouvelObs](#))

Crypto-monnaies – 50 ans d'expérience de Sequoia Capital sur leur approche des nouveaux secteurs ([Vidéo](#))

IPEM Cannes 2022, le grand rendez-vous du Private Equity ([Financial Times – Abonnés](#))

Immobilier – Etat du marché haut-de-gamme ([Daniel Féau](#))

Le Private Equity pense qu'il peut se passer des banques ([Les Echos – Abonnés](#))

\*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](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.

**MERCI À TOUS**

