

NEWSLETTER

B. DURAND CAPITAL PARTNERS

OCTOBRE 2024



CYCLES CROISÉS

Une diversité des géographies et de leurs trajectoires qui permet de rester investi dans la phase à venir des marchés financiers.

La FED a emboité le pas de la BCE, en annonçant une baisse importante de 0.5% de son taux d'intérêt directeur, taux qui étaient respectivement, il y a peu encore, à 5.5% et 3,5%. Décider de couper directement de 0,50% de base sans passer par une baisse initiale de 0.25% est riche d'enseignements sur la suite des événements en 2025 et entraîne des ajustements multiples à travers le Monde. Les taux de la FED se situent dorénavant entre 4,75% et 5%, ceux de la BCE entre 3,25% et 3,65%. Toutes les grandes économies ne sont pas en même phase de cycle, le Japon remonte ses taux et la Chine vient d'enclencher la vitesse supérieure pour sauver son économie.

C'est une chance pour le monde économique et l'investissement car cela réduit significativement le risque d'un effondrement général. Le consensus de baisse des taux parmi les banques centrales, dans le monde, est large. Il y a eu 21 baisses de taux en septembre au total à travers le monde. Ceci permet de restaurer de la capacité d'intervention en cas de coup dur et d'indiquer que l'inflation n'est plus un danger imminent global.

Des ajustements d'allocation sont donc possibles, pas seulement pour éviter des dégâts dus à des décélérations régionales, mais pour profiter de marchés en poursuite de hausse, ou en remontée, comme l'obligataire moyen-terme, la Santé, l'Aérospatial & Défense, les Utilities, l'Asie et la Chine, le Private Credit et les produits structurés.

En France, le Projet de Loi de Finances a été présenté le 17 octobre dernier. Bien que ces mesures ne soient pas définitives à ce stade, nous vous détaillons les principaux changements.

SOMMAIRE

LA FED VIRE DE BORD - LES ENSEIGNEMENTS

CE QUE CELA SIGNIFIE POUR LES MARCHES

LE PRIVATE CREDIT - FIN DE L'EUPHORIE AVEC LA BAISSSE DES TAUX

QUID DES OBLIGATIONS ?

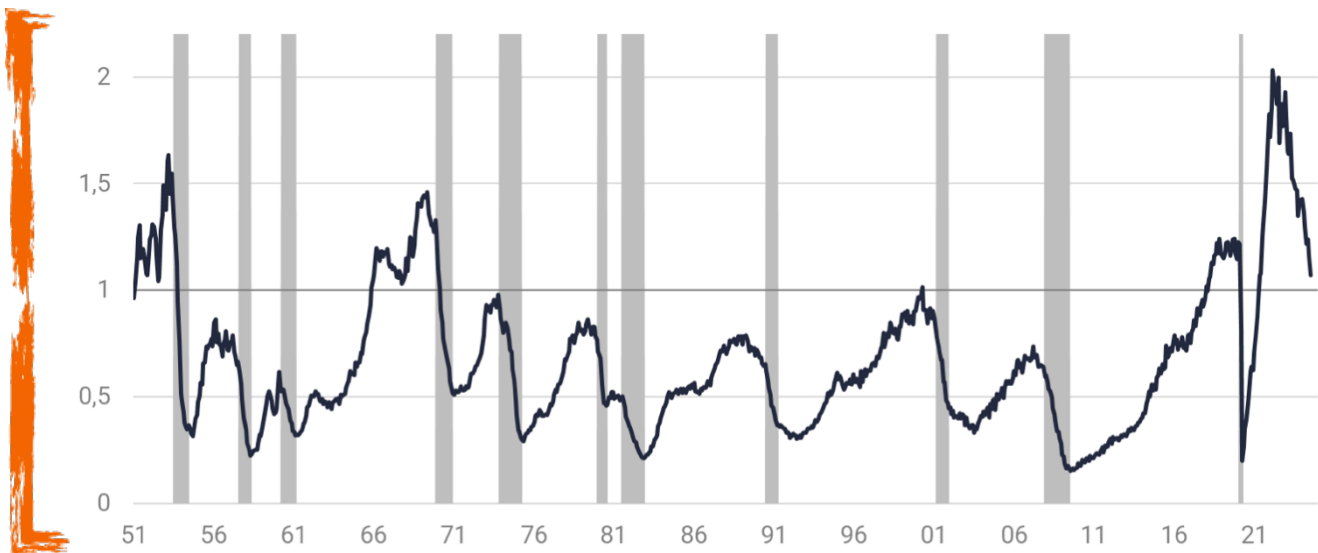
LA CHINE SE SOUCIE A NOUVEAU DE SES CONSOMMATEURS

FOCUS FRANCE - PROJET DE LOI DE FINANCES 2025

LA FED VIRE DE BORD - LES ENSEIGNEMENTS

1) Si la FED change brutalement de casquette, c'est qu'il y a urgence. Elle jette aux oubliettes celle de rempart contre l'inflation pour celle de défenseur de l'emploi. Ce n'est pas tant le niveau absolu de chômage, 4.2% en août, qui est ici un problème, c'est la rapidité de la détérioration du marché du travail qui est une inquiétude. Une chute de l'indice du nombre d'emplois vacants par chômeur très rapide (voir le graphique ci-dessous) est traditionnellement le préambule à une récession (les barres grises indiquent les séquences de récession).

Corrélation entre le nombre d'emplois par chômeurs et les phases de récession



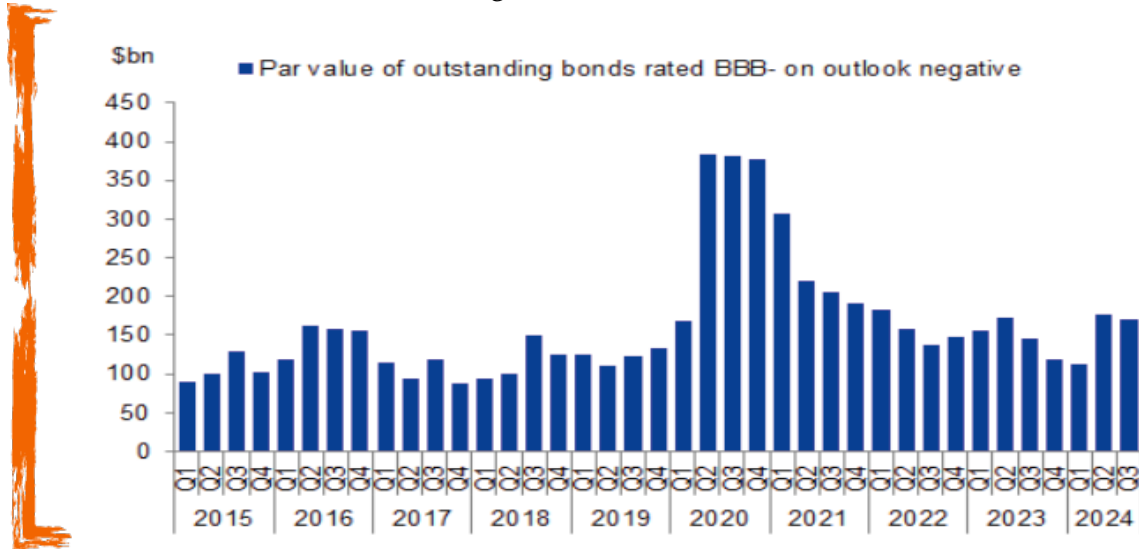
Source: Lazard, R.Barnichon, Fed SF, Bloomberg

2) D'autres indicateurs avancés clignotent. L'usage par Monsieur Powell du mot « recalibrage » pour qualifier l'action est une façon d'atténuer une baisse qui n'a rien de minime. Outre le chômage, des signaux de détérioration dans le monde du crédit sont constatés. Le segment du « crossover » dans le monde obligataire - segment où se croisent les obligations à haut risque (High Yield ou HY) qui voient leur note de crédit revue à la hausse à Qualité (Investment Grade ou IG) et les anges déchus, « fallen angels » qui font le chemin en sens inverse - est un endroit qui émet des alertes en cas de danger grandissant. La cote d'alerte de crise grave n'est pas atteinte mais il y a matière à pousser la FED à desserrer l'étau monétaire.

Sur cette zone de « crossover » US, après 15 trimestres consécutifs de flux nets positifs de montées (plus de nouveaux élus IG que d'anges déchus tombant en HY) les candidats à la chute sont les plus nombreux. Le montant notionnel de la dette BBB- (le plancher du IG) avec un avis de perspective négative, par au moins une des trois principales agences de notation de crédit, grimpe doucement et le montant au T3 2024 devrait atteindre 200 mds \$ contre 160 mds \$ au T2.

Credit US – Les Anges déchus potentiels augmentent en nombre

Total en \$ d'obligations notées BBB- avec un avis de perspective négative par au moins 1 des 3 grandes maisons de notation

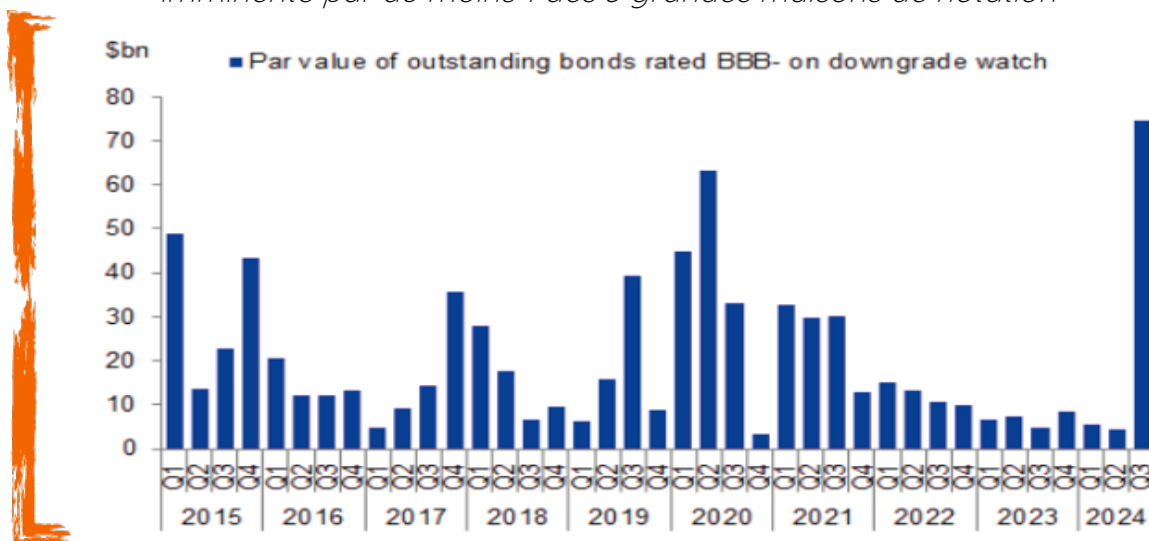


Source: Bloomberg - GS

Plus préoccupant, le montant de dettes obligataires BBB- sur le point d'être tout bonnement rétrogradées en dessous de IG de façon imminente (voir graphique ci-dessous) est en forte hausse. Nous sommes à son plus haut niveau depuis une décennie, à 75 milliards \$. Il faut noter toutefois que Boeing représente plus de 60% de ce total.

Credit US – Les Anges déchus potentiels augmentent en nombre

Total en \$ d'obligations notées BBB- risquant une rétrogradation en HY imminente par au moins 1 des 3 grandes maisons de notation



Source : Bloomberg - GS

C'est une évolution que les investisseurs n'ont pas encore intégrée, comme le montre le niveau des spreads pratiqués actuellement. Seulement 10% des obligations US notées BBB- se négocient avec un spread plus élevé que leurs consœurs mieux notées du BB+, du jamais vu sur les 10 dernières années.

Le marché traite donc, pour l'instant, la situation de Boeing comme un événement ponctuel sans signification systémique. C'est raisonnable à ce stade, mais la FED est néanmoins bien inspirée à accélérer l'assouplissement avant que d'autres victimes potentielles n'apparaissent et qu'un effet boule de neige ne se produise.

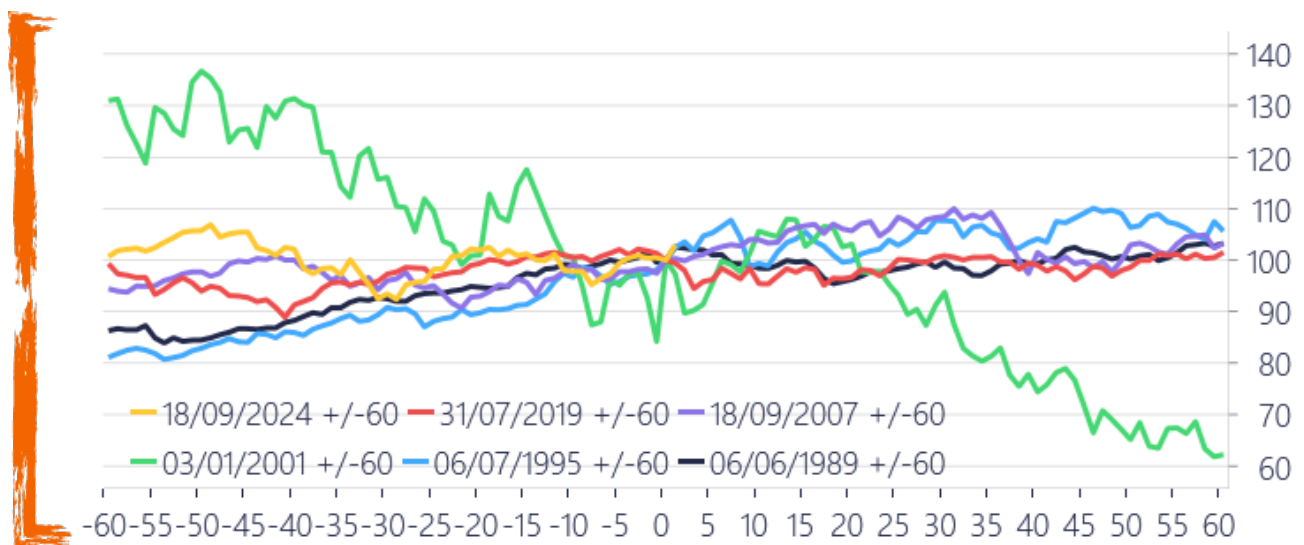
Cette évolution appelle à plus de sélection parmi les émetteurs obligataires, ainsi les sociétés à fort effet de levier, à marge faible et à génération de trésorerie lente devraient être évitées.

3) La FED décide de donner un coup de pouce politique ? Ce ne peut être officiellement le cas : la FED cultive son indépendance, mais, cette prise de décision forte intervient quelques semaines avant les élections US et, historiquement, dans ces cas passés similaires, cela a tendance à favoriser le pouvoir en place.

CE QUE CELA SIGNIFIE POUR LES MARCHES

Contrairement à une idée reçue, la période de 1^{ère} baisse des taux n'est pas, historiquement, la plus généreuse en termes de performance boursière. La trajectoire du S&P montre dans l'ensemble une performance positive mais plus proche des +2% à +5% qu'au-delà de +10%, ce n'est donc pas un rallye auquel il faut s'attendre. La trajectoire à septembre 2024 ressemble à celles de 1989 et 2007. Dans le cas 1989, la hausse s'était poursuivie sur les 10 années suivantes, dans le cas de 2007, la crise était sur le point d'éclater. Nous serions plutôt dans un scénario à la 1989 à notre avis : les taux réels restent bas et aucune bulle de crédits ne semble avoir l'ampleur des Subprimes de 2008. En 2001 et 2007, les taux US du 10 ans était au-dessus de 5%, nous sommes à 4,1% actuellement, un cran moins impactant.

Performance du Nasdaq de 60-jours-avant à 60-jours-après la 1^{ère} baisse de taux sur 4 périodes clés

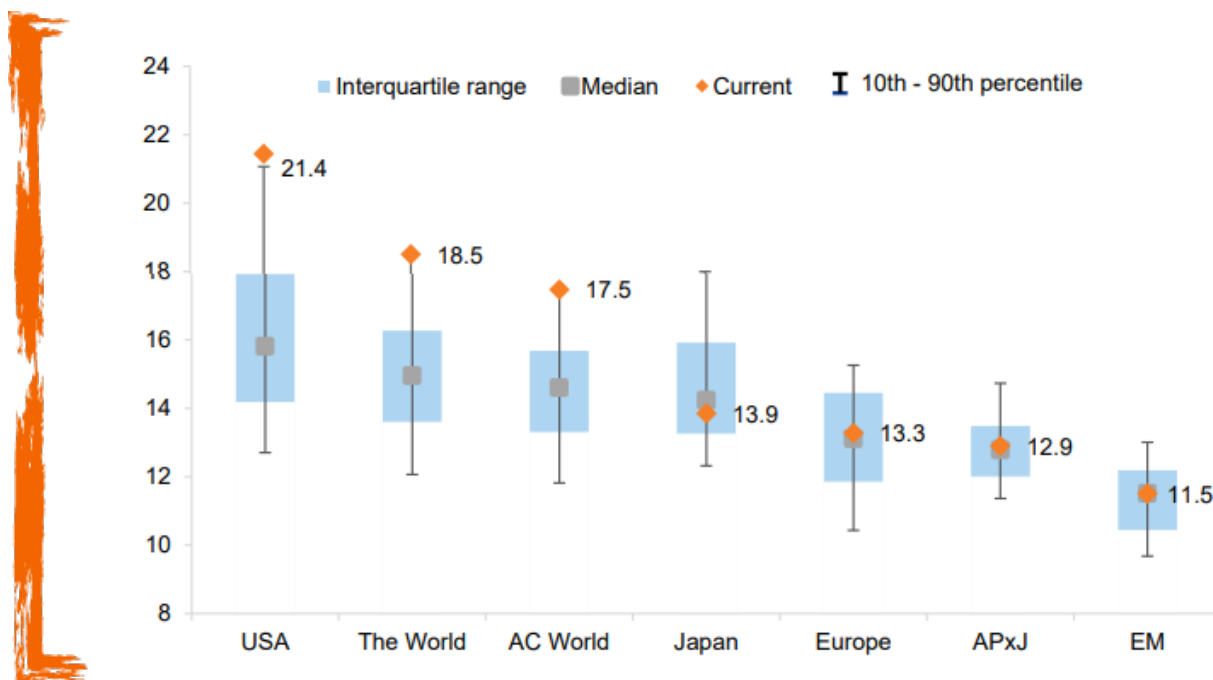


Source : Steno, Bloomberg

Cette possibilité d'un marché atone dans les mois à venir est d'autant plus plausible que les valorisations sont élevées aux US, aussi bien sur le marché en général que sur les secteurs qui ont entraîné la hausse des 2 dernières années. Le pays qui reste sous-valorisé, malgré sa belle performance de 23% de hausse (en euros) en 2 ans, reste le Japon dont la Banque centrale, prudente à relever les taux d'intérêt trop vite, se retrouve avoir vu juste. Le taux directeur nominal au Japon est de seulement 0,25% actuellement, le taux réel à -2.5%. Le marché japonais est aussi celui où les dividendes et les rachats d'actions sont le plus en hausse sur les deux dernières années. Cette recette, qui permet de retourner plus de valeurs aux actionnaires, a fait le succès du marché US depuis 30 ans avec près de 30% de retour du S&P500 dû à ces pratiques par les sociétés cotées. L'ensemble des marchés émergents abordent cette nouvelle phase du cycle avec des valorisations raisonnables. Ils sont traditionnellement de grands bénéficiaires des baisses de taux et du Dollar.

Ratio actuel du PE prospectif sur 12 mois relatif à la moyenne des 20 dernières années

The world inclut la totalité des marchés boursier. L'indice AC World inclut 85% de The World (23 marchés développés et 24 marchés émergents) - il est un meilleur reflet des marchés accessibles véritablement. APxJ est l'Asie hors Japon.



Source : Goldman Sachs

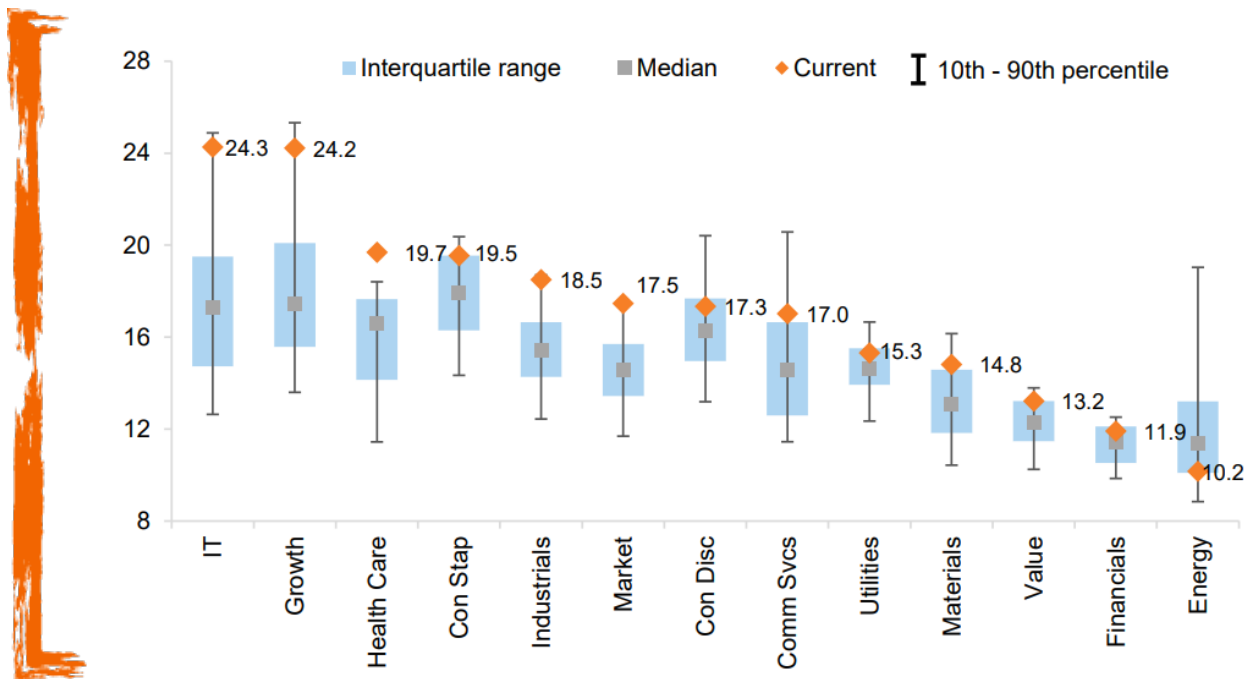
Sur le graphique des secteurs, la Tech (IT) est un peu redescendue de son point de valorisation cher extrême. Idem pour l'ensemble des secteurs dits de Croissance et l'Industrie, proche ou à un niveau plus haut. Le secteur de la Santé explose ses compteurs historiques mais reste moins cher que les secteurs de Croissance, il va un peu plus lentement mais avec plus de régularité et se soucie moins du cycle. C'est un très bon sous-jacent pour les solutions de produits structurés.

Autres secteurs intéressants, ceux des « Utilities », les services publics, notamment la distribution d'électricité qui bénéficie de l'effet demande de l'I.A. Les producteurs d'énergie affichent la troisième meilleure performance en bourse au niveau mondial cette année, en hausse de 17,3% en \$ (derrière la Tech à +23% et les Communications à 19%) et restent cependant quasi en ligne avec leur valorisation moyenne. Pas d'excès donc dans cette hausse, la croissance des résultats accompagne la performance boursière.

Le grand perdant cette année est le secteur de l'énergie, seulement en hausse de 0,8% en moyenne depuis le début de l'année avec les valeurs pétrolières en berne notamment. Ce n'est pas faute de bons résultats puisque la valorisation du secteur (colonnes de droite sur le graphique) reste en dessous de la moyenne des 20 dernières années. L'écroulement du prix du gaz, le ralentissement chinois et l'absence de discipline parmi les producteurs hors OPEP ont pénalisé le prix du baril (Le Brent Crude est en baisse de 0,5% au 03/10 depuis le début de

l'année.). Au niveau actuel, on reste en moyenne au-dessus de la moyenne de prix de 2015 à 2021.

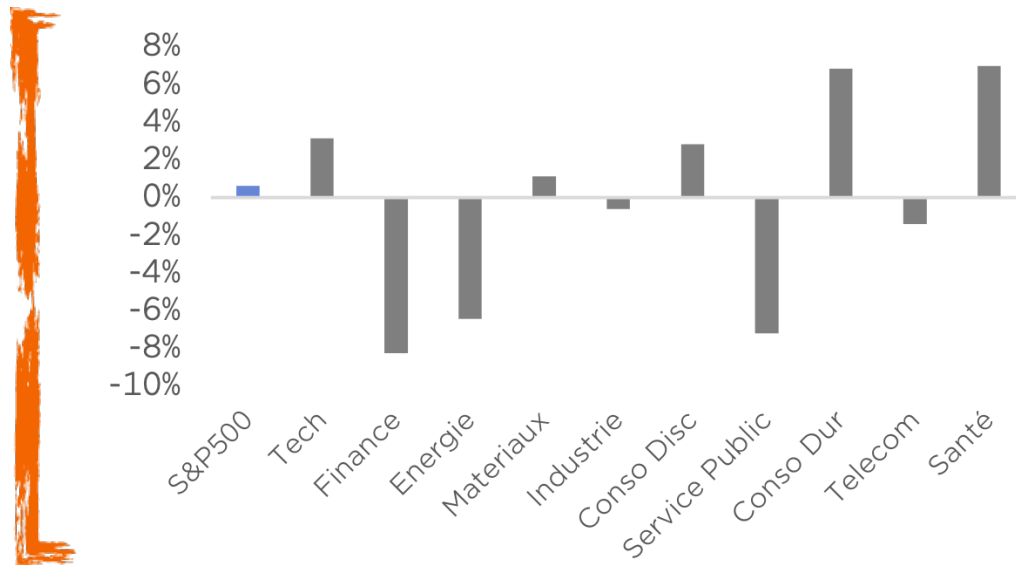
Secteurs du MSCI World : Ratio du PE prospectif sur 12 mois relatif à la moyenne des 20 dernières années



Source : Goldman Sachs

Toujours au niveau des secteurs, qu'est ce qui marche habituellement après la première baisse des taux ? Comme l'indique le tableau ci-dessous, qui reprend la performance historique des secteurs du S&P500 sur 12 mois après la première baisse de taux sur ces événements survenus entre 1995 et 2020, le secteur de la Santé est le grand vainqueur avec les Consommations de base, les reste a plus de mal généralement. La Technologie, souvent chère à ce stade du cycle, ne baisse pas mais grimpe moins vite.

Performance historique des secteurs du S&P500 sur 12 mois après la première baisse de taux



Source : EDR / Bloomberg

A noter que nous sommes une année d'élection aux US, le marché généralement se comporte bien. Depuis 1928, sur les 24 années d'élections présidentielles US, le S&P500 a progressé en moyenne de 11,3% par année. Les années de victoire Républicaine, la performance moyenne est de 15.3% (Le S&P est déjà en hausse de 19.8% depuis le début de l'année 2024). Les années de victoire Démocrate, la moyenne est de 7,6%. La victoire reste indécise entre les deux candidats, Harris semble conserver un léger avantage, mais rien n'est fait.

Ces élections présidentielles ne doivent pas occulter, toutes aussi importantes, les élections au parlement. La totalité des 435 députés et 33 sénateurs (sur 100) remettent leur siège en jeu. Cela nous donne donc une matrice politique à 4 scénarii.

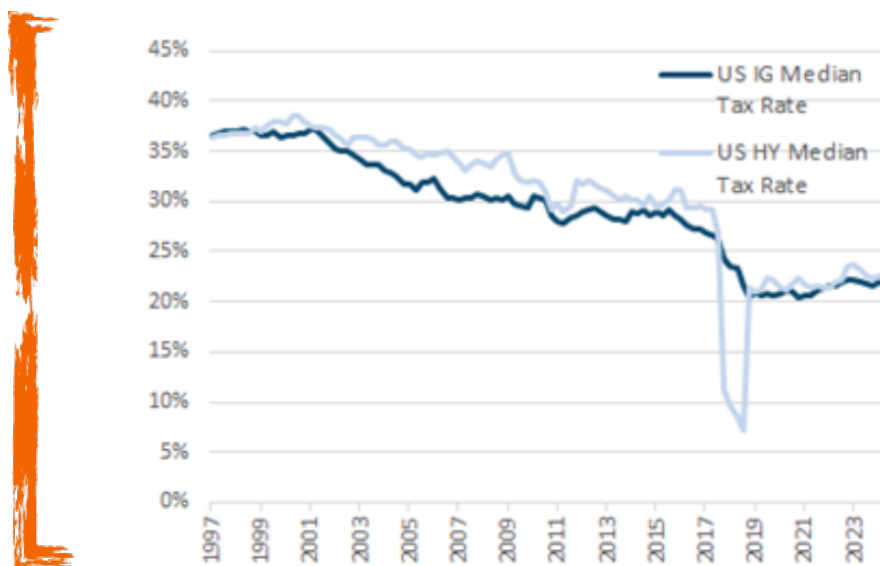
- 1) **Un raz de marée « bleu » démocrate.** 15% de probabilité selon les derniers sondages (en hausse). Ce serait le plus mauvais scénario pour la bourse, une hausse d'impôts sur les sociétés serait sur l'agenda. Le non-renouveau des réductions d'impôts des ménages octroyées en 2017 pourrait aussi peser sur l'activité économique. La pression réglementaire serait probablement en hausse mais elle pourrait être limitée par la Cour Suprême, Républicaine, qui a déjà bloqué plusieurs mesures phares. Les prévisions de croissance seraient revues à la baisse et les spreads de crédits pourraient s'élargir. Kamala Harris a déjà annoncé, en cas de victoire, une hausse de l'impôt sur les sociétés à 28%, contre 23% de moyenne actuellement. Ceci est à mettre en parallèle avec les 15% de croissance moyenne des profits nets attendus en 2025 aux US. 5% de hausse d'impôts couperaient 1/3 de cette croissance directement et plus indirectement (ce qui part en impôts ne devient pas nécessairement un investissement).
- 2) **Une victoire de Harris avec un congrès partagé.** 40% de probabilité (en hausse). Peu de changements politiques majeurs. La Cour Suprême garderait son pouvoir de blocage important sur les tentatives des différentes agences à modifier les statuts fédéraux.

Creditsight estime que le déficit se creuserait de 1200 mds \$ supplémentaires sur 10 ans avec un impact modéré sur les taux longs et sur les spreads de crédit.

- 3) **Une victoire de Trump avec un congrès partagé.** 25% de probabilité (en baisse). Les ajustements d'impôts seraient difficiles à faire approuver par le parlement. Un allègement de réglementations et une hausse de tarifs douaniers, vis-à-vis de la Chine mais aussi de l'Europe, seraient les segments sur lesquels un consensus pourrait être plus facilement trouvé. Les marchés ne seraient pas massivement impactés mais probablement pas inspirés non plus. Le secteur financier bénéficierait de l'allègement réglementaire. Le Dollar pourrait regagner du terrain.
- 4) **Une vague rouge républicaine.** 20% de probabilité. Un libéralisme débridé serait la ligne majeure. Une extension des réductions d'impôt des ménages de 2017 et un allègement supplémentaire de l'impôt sur les sociétés seraient à prévoir. Le financement de ces largesses se ferait possiblement sur le dos des programmes d'Énergie verte de l'Inflation Reduction Act. Les tarifs à l'importation grimperaient et un regain de tension commerciale pourrait raviver l'inflation. Le marché boursier pourrait être impacté par la hausse des taux d'intérêt longs qui en découlerait. Le secteur financier serait un grand bénéficiaire de ce contexte. Là, le déficit s'envolerait de 5800 mds \$ en dix ans (Creditsight), il pourrait, avec un rebond d'inflation attisé par des tarifs à l'import, forcer la FED à recommencer à monter les taux. Les spreads de crédit pourraient être affectés par une guerre commerciale exacerbée.

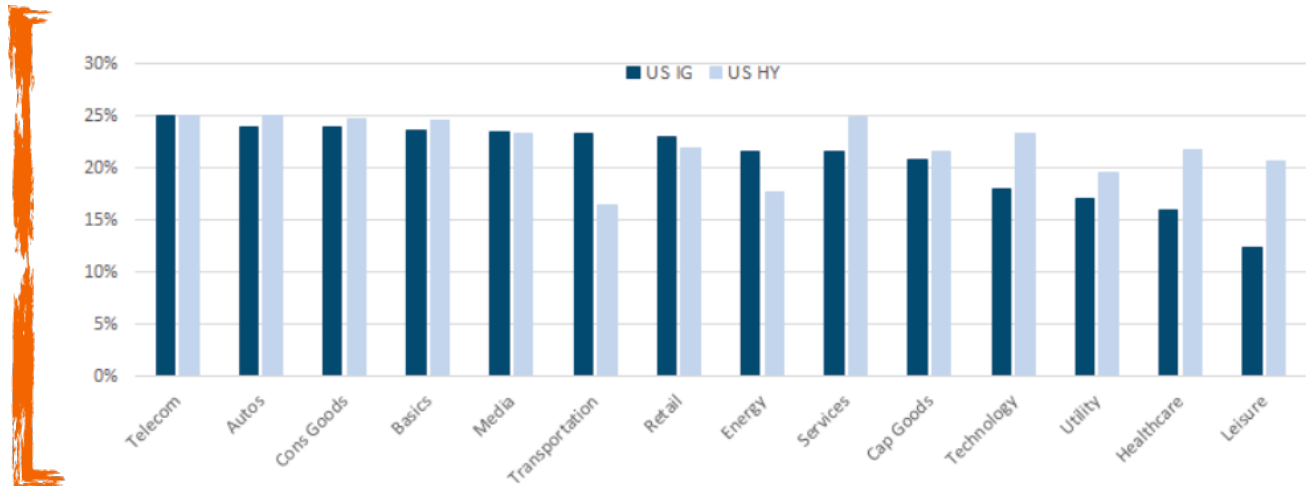
Pour les marchés boursiers, la politique d'impôt décidée à la suite des élections sera clé à suivre pour les sociétés. Le graphique ci-dessous montre l'allègement historique pour les sociétés Investment Grade et High Yield à 23% de moyenne avec une grande diversité entre les secteurs.

Évolution du Taux d'imposition des sociétés US IG et HY sur le long-terme (%)



Source : Creditsight

Taux d'imposition moyen des sociétés US IG et HY par secteur (%)



Source : Creditsight

LE PRIVATE CREDIT - FIN DE L'EUPHORIE AVEC LA BAISSÉ DES TAUX ?

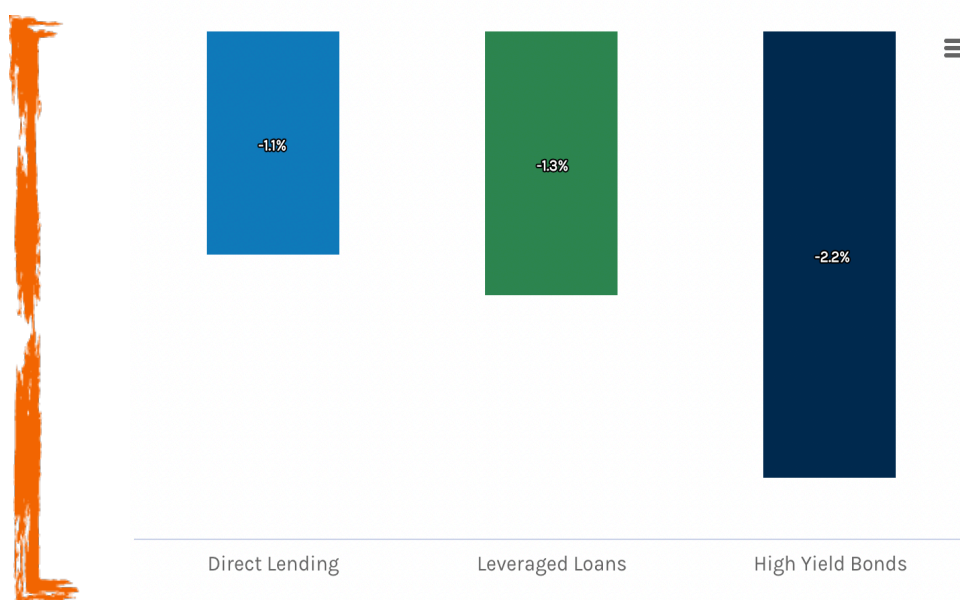
- La taille du segment des *Private assets* non cotés a atteint une taille de 1500 mds \$ en 2024, en hausse de 50% depuis 2020. Il devrait doubler d'ici 2029 (Source Morgan Stanley).
- Les fonds les plus établis ont été lancés sur le marché US. Ils couvrent des segments de marché du crédit non-bancaire et/ou non-coté, de plus en plus nombreux.
- A l'origine, leur développement a été très lié aux opérations de Leveraged-Buy-Out (LBO) lancées par des fonds de Private Equity (PE). Les fonds de Private Credit (PC) viennent s'insérer dans la partie dette de l'opération en bénéficiant des analyses et des contrôles déjà opérés par le fonds de PE qui rachètent. Les taux appliqués sont des taux variables, le plus souvent le taux de prêt à 24h pour les opérations en USD, auquel s'ajoute un spread démarrant généralement à 5%. Les grands gérants de fonds de PC peuvent être aussi des gérants de PE, comme Blackstone. La politique est alors pour le fonds de PC de ne pas participer dans les prêts LBOs où la même firme serait prenante dans l'achat des actifs en equity.
- Le fonds BCred est dit semi-liquide, les entrées se font mensuellement, les sorties trimestriellement. Il est centré sur les prêts aux entreprises non cotées aux États-Unis. Il est peu exposé à l'immobilier, ses secteurs de prédilection étant la santé et les services aux entreprises. Les prêts sont des crédits octroyés à des entreprises soutenues par des fonds de capital-investissement avec ces derniers en sponsors
- La lutte pour ces prêts LBO est devenue si intense que les fonds ont dû étendre la gestion à d'autres segments de crédit. Le fonds Blue Owl Capital a entrepris de prêter à des sociétés hors cadre de LBO. Leurs prêts se concentrent sur les emprunteurs dans les domaines de la technologie et des logiciels. US à 100%. Là aussi la NAV et la souscription

sont mensuelles et le rachat trimestriel. Le fonds a 140 positions avec 80 sponsors différents. Ils se concentrent sur des sociétés dont l'EBITDA moyen est de 320 millions USD.

- Le dernier fonds de KKR, le Credit Income fund, s'ouvre très largement aux prêts hors sociétés, sous la forme, le plus souvent, de prêts à des véhicules d'investissement dédiés (SPVs) dans lesquels des sociétés placent des factures de clients dues ou autres avoirs. Ce segment de prêt direct, dit « direct lending » a mieux résisté que le LBO et les Obligations Haut rendement, « High yield bonds » lors de la crise du Covid. Voir graphique.

Private crédit – Segment du direct lending, un segment résilient

Ratio de pertes (défauts non recouverts) aux US des 3 segments de crédit aux sociétés de taille moyenne



Source : Morgan Stanley

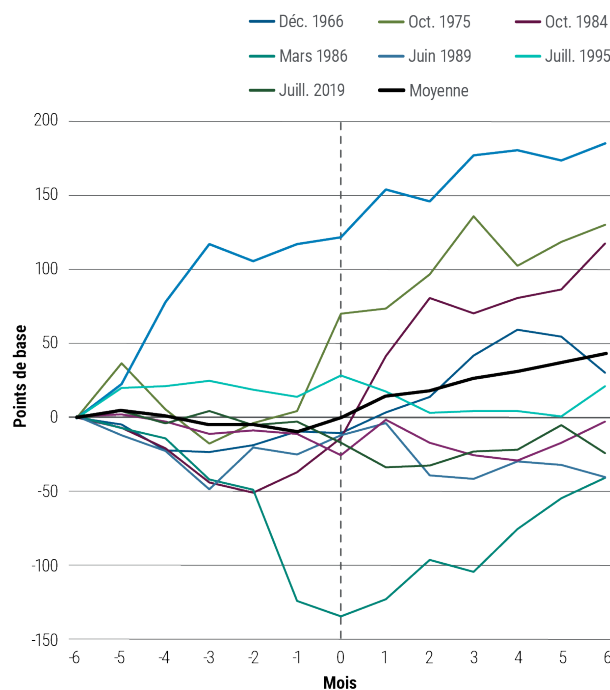
Le sujet de la baisse des taux d'intérêt enclenchée récemment se pose pour cette classe d'actifs qui est payée en taux variable. Le rendement total va un peu baisser, mais la majorité de ces prêts ont un taux fixe minimal, souvent aux alentours de 0.75% à 1%. Donc, même si les taux redevenaient négatifs, le rendement variable resterait positif. En 2020 et 2021, ce rendement total, pour les fonds en USD, n'a pas chuté en dessous de 8% de rendement annuel.

QUID DES OBLIGATIONS ?

Les baisses des taux sont une aubaine pour certaines obligations. Ces phases de cycles profitent généralement aux obligations à maturité intermédiaire. Les stratégies se positionnant en faveur d'une normalisation de la courbe des taux pariant sur une pentification de la courbe des taux portent habituellement leurs fruits. Il faut donc éviter les maturités trop longues qui vont voir les taux monter et se méfier aussi des maturités très courtes qui vont être volatiles à chaque décision de banque centrale. Investir dans « le ventre » de la courbe obligataire, entre 5% et 7%, semble le plus approprié actuellement. Les fonds à maturité fixe sur ces durées sont particulièrement adaptés au contexte, et permettent de ne pas s'exposer dans le temps.

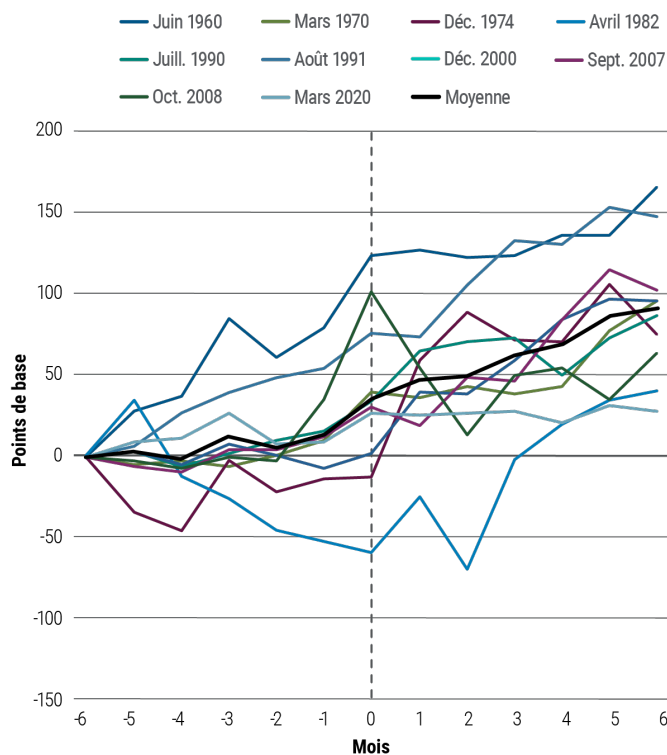
Beaucoup va dépendre du type de ralentissement de l'économie, "atterrissage brutal" (faiblesse économique importante) ou un "atterrissage en douceur" (ralentissement plus modéré). L'état de l'économie actuelle semble indiquer un scénario d'atterrissage en douceur : les marchés actions affichent des rendements positifs et les conditions financières deviennent plus favorables. Bien que le chômage ait légèrement augmenté, il reste faible par rapport aux cycles précédents de baisse des taux. Le mouvement qui s'ensuit, de 6 mois avant à 6 mois après la première baisse de taux, est assez uniformisé comme le montrent les graphiques ci-dessous.

SOFT LANDING - Evolution de l'écart entre les taux US 10 ans et 2 ans en phases de baisse des taux courts dans les phases d'atterrissage économique doux (de 6 mois avant à 6 mois après la première baisse)



Source : Pimco

HARD LANDING - Evolution de l'écart entre les taux US 10 ans et 2 ans en phases de baisse des taux courts dans les phases d'atterrissage économique dur (de 6 mois avant à 6 mois après la première baisse)



Source : Pimco

Attention au risque de spread. Si les baisses des taux directeurs sont généralement positives pour le marché obligataire, il faut tenir compte du risque de spread. C'est le risque d'une hausse de prime d'intérêt sur les obligations d'entreprises par rapport à l'actif sans risque sur la crainte de défauts plus nombreux en période de ralentissement économique. Une telle hausse de spread entraîne la dévalorisation des obligations déjà émises, qui sont, de fait, moins rémunératrices. Ainsi, des obligations peuvent voir leur prix baisser quand bien même le cycle de baisse des taux est engagé par les banques centrales.

Focus sur les produits structurés. Afin de réduire cette volatilité et ces à-coups, les produits structurés sont une classe d'actifs de rendement adaptée à la période actuelle car moins sensible aux variations de taux, une fois émis.

Les produits structurés sont des instruments financiers composés de deux briques dont les caractéristiques impactent le coupon attendu ainsi que les différents mécanismes de protection :

- Une brique obligataire : une partie du capital est placée dans un produit de taux (obligation) avec une maturité plus ou moins grande.

- Une composante optionnelle : l'autre partie du capital est investie dans une ou plusieurs options dont le prix évolue en fonction du cours d'un sous-jacent (l'actif financier sur lequel porte un produit dérivé). Nous recommandons le plus souvent des indices boursiers à large géographie sur des secteurs aux leaders solidement implantés.

Les produits structurés permettent ainsi de fixer dès à présent, alors que les taux sont hauts, le coupon à percevoir durant les prochaines années et d'y adjoindre un mécanisme de protection jusqu'à un certain niveau de baisse.

La CHINE se soucie à nouveau de ses consommateurs

Un nouveau rebond du marché chinois qui intervient dans un contexte différent des dernières tentatives de hausse d'octobre 2022 et de janvier 2024. Les déclencheurs, cette fois, sont un surprenant demi-tour en ce qui concerne la demande domestique et le marché boursier qui redeviennent une priorité du gouvernement.

Ces annonces sont crédibles selon nous car :

- 1) Elles viennent directement du Président Xi, à travers une communication détaillée du Politburo. Ce Politburo prend d'habitude ses grandes décisions en avril, juillet et décembre ; cela démontre l'urgence. Les mesures sont multiples et leur financement est déjà en exécution à la PBOC, qui a détaillé, quelques jours avant, ses points d'action de soutien monétaire.
- 2) Elles pointent dans des directions bien précises et, visent une relance du marché domestique, ce qui n'a pas été sur l'agenda depuis le Covid. La Chine comptait plutôt sur les recettes classiques de relance des exportations et d'investissements massifs à l'étranger (plus de 100 mds \$ depuis le début de l'année). Il est désormais question de relancer la consommation domestique, de soutenir le rebond de la bourse (mentionné littéralement) et de rendre le crédit à nouveau plus accessible. Les mesures, annoncées plus tôt dans la semaine, par la Banque Centrale, PBOC, étayent cette détermination.
- 3) La partie concernant l'aide au marché boursier est particulièrement détaillée : a) Un programme de fourniture de liquidités de 70 mds \$ permettant aux institutions financières non bancaires (assureurs, fonds et sociétés de gestion) qui sont actifs en bourse, d'emprunter de l'argent directement auprès de la PBOC avec du collatéral pour investir dans les actions. b) Un programme de prêts aux banques pour soutenir les rachats d'actions des sociétés cotées.

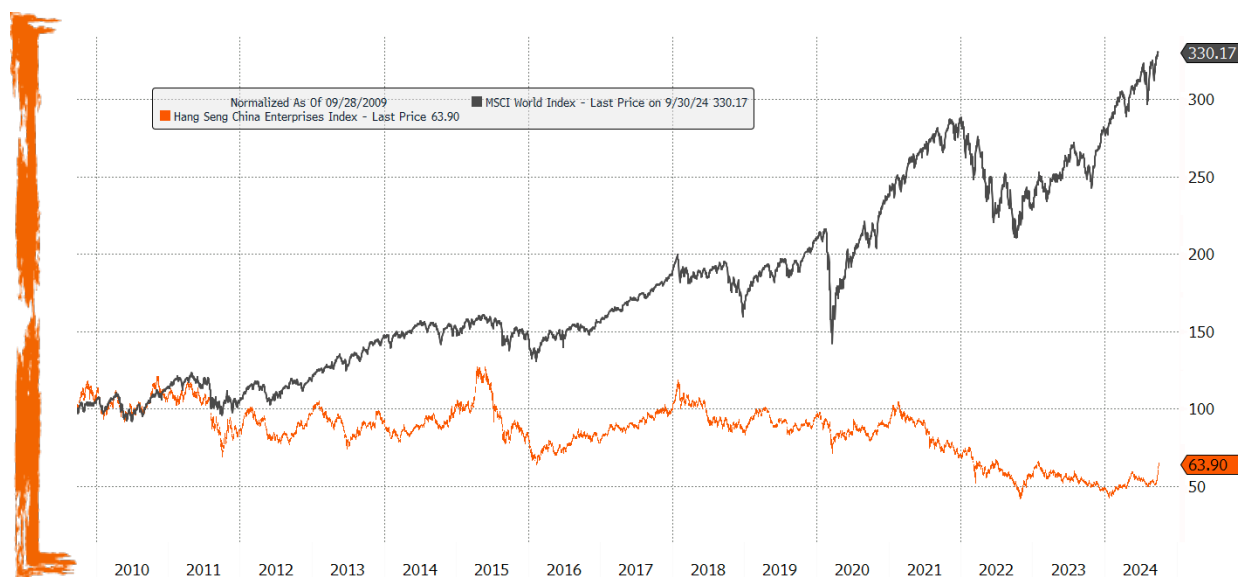
Qu'est ce qui a provoqué ce changement de cap ?

- 1) La gravité de la situation domestique économique et sociale : déclin aggravé, en juillet et août, de la croissance de production industrielle, des investissements en infrastructure, des ventes au détail, de l'activité immobilière et du recrutement des jeunes, sortie des capitaux étrangers (-20 mds \$ au T2 24).
- 2) Choc du Politburo de voir la FED couper autant son taux d'intérêt directeur. Le ralentissement économique global que cela implique ne va pas dans le sens d'une relance par les exportations.
- 3) L'anniversaire des 75 ans de la République Populaire de Chine, le 1er octobre, ne pouvait pas se dérouler sans réinjecter de l'espoir et de l'enthousiasme sur la politique du parti.

Le marché boursier chinois de HK ne se paye que 9.5x les bénéfices, contre 20x pour le marché Monde dans son ensemble, et les US à 24x. Sa performance sur 15 ans est très en retard sur le Monde (graphique 1). Les fonds globaux Actions n'ont une exposition à la Chine que de 5%, un plus bas sur 10 ans, ils étaient à 15% en 2020. (Graphique 2). La Chine est en bonne place dans notre sélection conseil d'ETFs actuelle (Détails sur demande).

Le marché chinois, sur les 15 dernières années, est en baisse de quasiment -37% alors que l'indice Monde est en hausse de 230%. Les challenges en Chine ne manquent pas mais tout à un prix et l'économie chinoise n'est pas devenue totalement non-créatrice de valeur. Ces nouvelles sont positives pour les matières premières, le prix des métaux comme le cuivre notamment, pour des économies comme l'Allemagne et pour des secteurs comme le luxe.

Indice marché Chinois HK (HSCEI) vs Indice Monde (MSCI World) sur 15 ans



Source : Bloomberg

FOCUS France - PROJET DE LOI DE FINANCES 2025

Le projet de Loi de Finances pour 2025 a été présenté le 10 octobre 2024 en Conseil des ministres. Les débats débuteront à l'Assemblée nationale à compter du 21 octobre.

Voici notre première analyse des mesures les plus significatives en matière de fiscalité des entreprises.

Ces analyses portent sur le PLF 2025 dans sa version initiale. Les articles amendés en première lecture à l'Assemblée Nationale le 22 octobre 2024 sont annotés (1) et précisés en fin d'article.

Ces réformes peuvent avoir des impacts significatifs sur vos stratégies fiscales, particulièrement en ce qui concerne l'investissement locatif et la gestion des hauts revenus.

N'hésitez pas à nous solliciter pour une analyse plus détaillée de votre situation.

I. REVALORISATION DU BARÈME PROGRESSIF DE L'IMPÔT SUR LE REVENU

Le barème de l'impôt sur le revenu sera revalorisé de 2 % par rapport à 2023, correspondant à l'estimation de l'évolution des prix à la consommation hors tabac à la fin de 2024. Cette mesure vise à limiter l'impact de l'inflation sur le taux d'imposition des ménages.

Pour rappel, le barème avait été revalorisé de 4,8 % pour l'imposition des revenus de l'année 2023.

Barème pour les revenus 2023	Proposition de barème pour les revenus 2024	Taux d'imposition
Jusqu'à 11 294 €	Jusqu'à 11 520 €	0 %
De 11 295 € à 28 797 €	De 11 521 € à 29 373 €	11 %
De 28 798 € à 82 341 €	De 29 374 € à 83 988 €	30 %
De 82 342 € à 177 106 €	De 83 989 € à 180 648 €	41 %
Plus de 177 106 €	Plus de 180 648 €	45 %

Source : Projet de Loi de Finances pour 2025

II. MISE EN PLACE D'UNE CONTRIBUTION DIFFÉRENTIELLE POUR LES HAUTS REVENUS

Vous êtes probablement déjà familier avec la CEHR (Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus), qui impose un prélèvement de 3 % à 4 % sur les revenus supérieurs à 250 000 € pour les célibataires, veufs ou divorcés, et à 500 000 € pour les couples soumis à une imposition commune.

Le Projet de Loi de Finances (PLF) 2025 introduit une nouvelle notion : la CDHR (contribution différentielle pour les hauts revenus).

Quand s'appliquerait-elle ?

La CDHR s'appliquerait sur les revenus perçus en 2024, 2025 et 2026. (1)

Qui serait concerné ?

Cette contribution s'adresserait aux foyers fiscaux résidents en France dont le revenu fiscal de référence, auquel seraient appliqués quelques correctifs – ci-après « RFR ajusté », est supérieur à 250 000 € pour les célibataires, veufs ou divorcés, et 500 000 € pour les couples soumis à imposition commune, et dont le taux moyen d'imposition serait inférieur à 20 %.

La CDHR ne devrait pas concerner les contribuables disposant majoritairement de revenus soumis au barème de l'IR puisque leur taux effectif d'imposition, CEHR incluse, est déjà supérieur à 20%.

En revanche, les contribuables percevant des revenus imposés aux taux forfaitaire de l'IR (i.e. flat tax de 12,8%) tels que les dividendes, les intérêts et les plus-values sur titres et valeurs mobilières, seront susceptibles d'être directement concernés par la nouvelle contribution, dès 2024.

Quels seraient les revenus concernés ?

Le revenu fiscal de référence retenu par le PLF 2025 pour l'application de la contribution différentielle n'est pas identique à celui prévu pour la CEHR. (1)

L'assiette de la CDHR, appelé le « RFR ajusté » comprend notamment les revenus suivants :

- Salaires : après abattement pour frais professionnels (forfait ou frais réels)
- Plus-values mobilières soumis à la flat tax
- Plus-values mobilières en cas d'option pour l'imposition au barème de l'IR : montant avant abattement de droit commun ou renforcé et après abattement fixe de 500 000 € prévu pour les dirigeants prenant leur retraite

- Dividendes soumis à la flat tax
- Dividendes en cas d'option pour l'imposition au barème de l'IR : après abattement de 40%
- Autres revenus mobiliers soumis à la flat tax ou imposé au barème de l'IR
- Plus-values immobilières : après abattement pour durée de détention
- Revenus immobiliers imposés au barème de l'IR
- Primes d'impatriation/expatriation, produits des fonds fiscaux et revenus exonérés par l'application d'une convention fiscale.

Ce « RFR ajusté » n'intègre notamment pas : les bénéfices liés aux entreprises nouvelles, JEI, entreprises implantées en zone franche urbaine et dans certaines zones spécifiques, l'abattement de 50% en faveur des auteurs d'œuvre d'art et les plus-values de l'article 150-0-b ter (apport à une société contrôlée) pour lesquelles le report d'imposition expire.

A noter :

- Les revenus exceptionnels (revenu non susceptible d'être recueilli annuellement et montant dépassant la moyenne des revenus nets des trois dernières années) sont retenus pour le quart de leur montant, dont les revenus exceptionnels soumis à la flat tax
- Revenus temporairement hors champs de la CDHR : pour l'imposition des revenus de 2024, les revenus soumis à des prélèvements libératoires, comme les rachats liés aux versements sur les contrats d'assurance-vie ou de capitalisation avant le 27/09/2017 ou les prestations de retraites versées sous forme de capital, ne sont pas inclus dans l'assiette de la CDHR.

Ce taux minimum de 20 % affecterait ainsi les revenus qui bénéficiaient jusqu'à présent de taux d'imposition plus faibles :

- Rachats sur contrats d'assurance-vie soumis à un prélèvement forfaitaire libératoire de 7,5 %
 - À ce jour : imposition maximale de 28,7 %
 - À compter des revenus 2025 : imposition maximale de 37,2 %
- Intérêts, plus-values, dividendes, rachats de contrats d'assurance-vie soumis à la Flat Tax de 12,8 %
 - À ce jour : imposition maximale de 34 %
 - À compter des revenus 2024 : imposition maximale de 37 %
- Plus-values mobilières bénéficiant d'un abattement renforcé
 - À ce jour : imposition maximale de 27,5 %
 - À compter des revenus 2024 : imposition maximale de 37,2 %

Comment est calculée la CDHR ?

La CDHR serait égale à la différence (si elle est positive) entre :

1. 20 % du « RFR ajusté »
2. le montant résultant de la somme de l'IR, de la CEHR (sous réserve de quelques ajustements) et des prélèvements libératoires sur l'IR (sauf pour les revenus 2024 car hors-champs CDHR), majoré de 1 500 € par personne à charge et de 12 500 € pour les contribuables soumis à imposition commune. **(1)**

Le montant de l'IR à retenir devrait être majoré de certains avantages fiscaux dont :

- les réductions d'impôt en cas d'adhésion à un centre de gestion agréé, pour investissements réalisés dans les DOM, en mécénat, en PTZ mobilités, en investissements locatifs à loyer abordable, en souscriptions en FCPI, dans les dispositifs Duflot, Pinel, Monuments Historiques, Malraux et Loc'avantages
- les crédits d'impôts pour la transition énergétique, pour acquisition et pose de système de charge pour véhicule électrique et crédits d'impôt prévus par les conventions fiscales internationales

Mécanisme de décote (1)

Afin d'atténuer l'effet de seuil lié à l'entrée dans le champ de la contribution différentielle, un mécanisme de décote est prévu pour les contribuables dont le « RFR ajusté » est inférieur à 330 000 € (personnes seules) ou à 660 000 € (couples).

Le montant correspondant à 20 % x le « RFR ajusté » (1er terme du calcul de la CDHR) serait diminué de la différence entre ce montant (20 % x « RFR ajusté ») et 82,5 % (montant du « RFR ajusté » - 250 000 € ou 500 000 € selon la composition du foyer fiscal).

(1) Changements majeurs suite aux amendements adoptés le 22 octobre 2024 à l'Assemblée Nationale

- a) **Pérennisation de la CDHR** : Prévus initialement pour 3 ans, les députés ont voté pour rendre cette surtaxe permanente.
- b) **Revenu fiscal de référence (RFR)** : Un amendement a rétabli la définition classique du RFR. Les plus-values mobilières seraient donc prises en compte après abattement pour durée de détention, ce qui réduit la base imposable pour la CDHR.
- c) **Suppression de la majoration familiale** : Les députés ont voté la suppression des abattements pour couples et familles, ainsi que d'autres majorations d'impôt sur le revenu.
- d) **Allègement de la décote** : La décote pour les contribuables juste au-dessus des seuils de la surtaxe a été fortement réduite, rendant l'imposition plus lourde : le taux de 82,5% est remplacé par 22,5%. Ainsi précédemment, un célibataire ayant un RFR de 270.000 euros était assujéti à une surtaxe de 3.500 euros avec l'ajustement de 82,5 %, contre 15.500 avec l'ajustement à 22,5 %.
- e) **Régime micro-foncier** : hausse de l'abattement à hauteur de 50% jusqu'à 15.000€

- f) **Résidence principale** : exonération de la plus-value de cession à condition de détenir le bien depuis 5 ans
- g) **Pacte Dutreil** : en cas de cession dans les 8 ans de la transmission, la valeur d'acquisition des titres, pour le calcul de la plus-value de cession des titres transmis sous le régime du pacte Dutreil, correspondrait à la valeur des titres transmis après abattement de 75%
- h) **Plus-value immobilière** : suppression des abattements pour durée de détention pour les cessions de terrains nus constructibles. Mise en place d'un abattement équivalent à l'actualisation de la valeur d'acquisition du bien en fonction de l'inflation. Imposition au taux de 30% au lieu de 19%
- i) **Exit tax** : retour au régime initial avec un délai de détention de 15 ans
- j) **Réinvestissement 150-0 B ter** dans des activités de gestion de biens immobiliers ou hôteliers serait exclu
- k) **Rétablissement de la demi-part fiscale** pour les veufs et veuves
- l) **Prestations compensatoires** : celles versées sur une période supérieure à 12 mois ne seraient plus un revenu imposable pour le bénéficiaire
- m) **Pension alimentaire au profit des enfants mineurs** : elle serait non imposable chez le bénéficiaire et déductible à hauteur de 50% pour celui qui la verse en 2025 et entièrement non déductible à partir de 2026

Le texte reste soumis à d'éventuelles modifications par le Sénat et à un éventuel 49-3 qui rétablirait le projet de loi d'origine.

III. LOCATION MEUBLÉE NON PROFESSIONNELLE : INTÉGRATION DES AMORTISSEMENTS DANS LE CALCUL DE LA PLUS-VALUE

Jusqu'à présent, les locations meublées non professionnelles ayant opté pour le régime réel d'imposition, jouissent d'un régime de faveur leur permettant, sous conditions, de :

- 1) déduire les amortissements de la valeur de leur bien immobilier - hors foncier - de leur revenu imposable
- 2) sans avoir à réintégrer ces amortissements à la plus-value imposable à la revente

Tandis qu'en location nue, les amortissements ne peuvent pas être déduits du revenu imposable.

Pour corriger cette différence de traitement fiscal, qui pourrait désavantager les locations à usage de résidence principale au profit des locations de courte durée, le gouvernement propose de réintégrer les amortissements (hors dépenses liées à la construction, reconstruction, agrandissement ou amélioration) dans le calcul de la plus-value des biens loués en LMNP et cédés après le 1er janvier 2025,

En d'autres termes, le prix d'acquisition serait réduit du montant des amortissements précédemment déduits, ce qui aura pour effet de majorer d'autant la plus-value imposable.

Bien que certains acteurs redoutent que la suppression de ce régime favorable n'entrave l'investissement locatif en France, les locations meublées non professionnelles conservent les avantages suivants :

- La transmission par donation ou succession resterait exempte de calcul de plus-value
- Les biens détenus sur le long terme bénéficieraient toujours des abattements pour durée de détention (partiels dès 5 ans, totaux après 30 ans).

Néanmoins, si actée, cette réforme modifierait profondément les stratégies immobilières mises en place précédemment et nécessite une analyse approfondie pour en évaluer les conséquences.

VU & LU*

<https://www.lefigaro.fr/secteur/high-tech/clara-chappaz-le-soutien-aux-start-up-doit-s-equilibrer-entre-financement-public-et-prive-20241011>

<https://www.lesechos.fr/patrimoine/impots/impots-ladministration-rabote-un-avantage-fiscal-sur-les-successions-2122748>

https://www.lemonde.fr/politique/article/2024/10/20/budget-2025-la-commission-des-finances-rejette-la-partie-recettes-du-projet-de-loi-largement-remanie-par-la-gauche_6356416_823448.html

<https://www.lesechos.fr/patrimoine/impots/impots-cet-article-du-projet-de-budget-qui-seme-le-doute-sur-la-taxation-des-non-residents-2125934>

<https://www.lesechos.fr/patrimoine/impots/budget-2025-le-gouvernement-rabote-un-avantage-fiscal-de-lactionariat-salarie-2126493>

https://www.challenges.fr/immobilier/credit-immobilier-avec-la-baisse-des-taux-de-la-bce-l-horizon-des-emprunteurs-se-degage_908608

<https://www.lesechos.fr/patrimoine/impots/budget-2025-4-changements-majeurs-sur-la-future-surtaxe-des-hauts-revenus-2127208>

*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**

