

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°11 / 1er trimestre 2005.

Nous vous souhaitons une excellente année 2005 et vous rappelons nos nouvelles coordonnées :
153 Bd Haussmann 75008 Paris
Tel 01 42 25 67 77 – Fax 01 42 25 67 79

NEWS

HUMEUR

Un magazine étudiait récemment l'offre de services en matière de gestion de patrimoine, ainsi que les performances des différents acteurs : banques, assureurs, indépendants, notaires, grande distribution....

Les indépendants en ressortaient grands vainqueurs dans l'ensemble des rubriques : gamme de produits et services, conseil et performances.

L'attention du lecteur était cependant attirée sur la vigilance à apporter à la sélection de son prestataire, l'univers des indépendants étant encore extrêmement hétérogène, qui associe vendeurs de produits et réels professionnels du conseil. A l'heure où certains grands acteurs prédisent un mouvement de concentration qui ne laissera plus que quelques grands établissements jouer les rôles principaux, cette étude ressemble à un démenti : il suffit d'ailleurs de regarder l'évolution du marché anglais au cours des 20 dernières années, où les indépendants, de 7% du marché de l'épargne, en ont progressivement conquis près du quart. Les efforts de réglementation des autorités (nouveau statut de CIF – Conseiller en Investissements Financiers-) favoriseront l'émergence progressive d'indépendants de haut niveau, pour qui la notion de conseil prendra le pas sur la vente de produits. Une évolution que nous ne pouvons qu'appeler de nos vœux, nous étant depuis toujours clairement positionnés sur une pratique indépendante du conseil, à l'abri de tout conflit d'intérêt par une rémunération honoraires clients. Depuis 3 ans que nous intervenons en qualité de Family Office, nous avons d'ailleurs pu constater un besoin croissant, de la part des clients, de conseil impartial et expert.

Si les acteurs traditionnels tentent de s'accrocher à un modèle qui leur a offert de confortables revenus dans le passé, les

clients, par leurs exigences et attentes nouvelles, obligeront progressivement à redéfinir le contour des rôles impartis à chacun : nous ne pouvons que nous réjouir de telles perspectives qui laissent présager d'un bel avenir à ceux qui, comme la Financière MJ, tissent avec patience un savoir faire d'un genre nouveau !

DEBAT

Les vraies questions...

Dans leur newsletter de décembre (<http://www.bluebridge.ca/eng/newsletter.html>), nos correspondants canadiens –Bluebridge Wealth Management Consultants – décryptent un livre qui tente de répondre à la question : « sommes nous à la fin de l'ère du pétrole ? (the end of the petroleum era ?) ». Question contrariante à un moment où les grands stratèges s'interrogent plutôt sur son prix que sur son rôle futur !

Dans le même ordre d'idée, un journal britannique faisait récemment le constat qu'il revenait moins cher à un habitant de Manchester d'aller faire 3 jours de shopping à New York qu'à Londres. De telles anomalies ne peuvent laisser indifférents et doivent amener à s'interroger sur les mécanismes de changes : spontanés ou manipulés... ?

L'unanimité (pétrole cher, dollar faible) sur les marchés est souvent prise à contre pieds ! A qui profite le consensus....

Notons encore que les exportations de vins bordelais ont fortement chuté en 2004, victimes de campagnes exceptionnelles les années précédentes, du change bien sur également, mais aussi de la concurrence des autres pays producteurs, dont la qualité de production se compare parfois tout à fait avantageusement à nos meilleurs crus.

Mais n'oublions pas non plus qu'ici, comme dans la finance, des « gourous » mènent le sentiment du marché et font les tendances.... !

EUROPE

Directive (2), RAPPEL

Evoquée dans notre dernière Lettre, cette directive applicable à compter du 1^{er} juillet 2005 prévoit que les institutions financières européennes devront déclarer aux autorités fiscales du pays de résidence de leurs clients non résidents, les revenus de capitaux qu'ils ont perçus.

Cependant, si ce système d'échange d'informations n'est pas appliqué (cas des pays pratiquant le secret bancaire, comme la Suisse, le Luxembourg, l'Autriche....), les revenus de placement devront alors faire l'objet d'une retenue à la source de 35%.

RUMEUR

ISF

Le gouvernement a renoncé à modifier plus avant cet impôt, comptant sans doute sur les dossiers actuellement en cours d'instruction auprès des instances européennes pour le vider progressivement. En attendant, et depuis la fin de l'exit tax au printemps dernier, il semblerait que l'exode fiscal ait repris dans des proportions importantes.

Fiducie, trust à la française

Le ministre de la Justice a annoncé la formation d'un groupe de travail chargé de finaliser un projet pour le premier semestre 2005 sur un sujet maintes fois remis sur le métier : la fiducie, trust à la française (voir notre Lettre N°10). Attendu depuis longtemps, sans cesse remis, parfois pour cause d'incapacité à proposer une solution pertinente, cet outil pourrait s'avérer précieux pour la gestion et la transmission des patrimoines.

REVUE DE PRESSE

Interview

« Vous avez dit Family Office ? »

Dans sa lettre d'information N°4, *amGroup*, société de conseil pour le secteur financier, s'est penché sur ce nouveau métier qu'est le Family Office, en interviewant *François Mollat du Jourdin*. La conclusion de cet entretien se terminait par le constat que le « business model » de la Financière MJ se rapprochait étrangement de celui de cette société de consulting. Conclusion qui nous paraît parfaitement refléter notre positionnement, fondé sur l'indépendance du conseil et la transparence de nos pratiques et de notre rémunération !

Analyse

« Family Office : objet de bien des débats »

Dans un numéro de décembre 2004 consacré à l'épargne et l'investissement, *l'Echo de Belgique* analysait les différentes pratiques en matière de family office, comparant en particulier les pratiques bancaires à celles de sociétés indépendantes. A l'appui de sa réflexion, le journaliste prenait en exemple la *Financière MJ*, dont le discours, le positionnement et la pratique reflètent ce que devrait être le fondement de ce métier. Métier

dont l'appellation, non protégée, permet des utilisations parfois.....larges !

PRATIQUE

FISCALITÉ

Art et fiscalité

Quelques rappels sur une classe d'actifs (mais peut-on en parler ainsi ?!) qui ne manque pas d'attraits...

On évoque souvent les œuvres d'art pour leur statut privilégié au regard de l'impôt sur la fortune, dont elles sont, depuis toujours, exonérées. Mais rappelons également que lors de la revente, l'impôt sur la plus value de 27% bénéficie d'un abattement de 10% par année de détention au-delà de 2 ans, ce qui revient à totalement l'exonérer après 12 ans (encore faut-il pouvoir prouver le prix d'achat, faute de quoi une taxe de 5% sera prélevée sur le prix de vente). Enfin, et au titre d'une succession, les œuvres d'art, peuvent, sous certaines conditions, être valorisées à 5% du patrimoine transmis. Rappelons aussi que les droits de succession ou l'ISF peuvent être réglés en œuvres d'art (dation). Le musée Picasso de Paris a ainsi été entièrement constitué par ce moyen ! Dans un tel cas, la procédure d'acceptation du Trésor, qui peut durer jusqu'à trois ans (!), peut suspendre tout ou partie des droits, sans qu'aucun intérêt de retard ne soit du. Par ailleurs, le contribuable peut, à tout moment retirer sa proposition de dation, même après acceptation de l'administration.

Le quitus est mort : bonne nouvelle ?

Tout résident français transférant son domicile à l'étranger devait déposer une déclaration provisoire, trente jours avant son départ et régler le montant de l'impôt du (quitus). La nouvelle loi de finance prévoit que dans un tel cas de transfert de domicile, le contribuable ne sera tenu de déposer qu'une seule déclaration au titre de l'année de départ. Attention cependant à ce que cette mesure, qui peut apparaître séduisante, ne se retourne pas contre les contribuables qui, n'ayant déposé aucune déclaration ou officialisé leur départ (lettre recommandée...), profiteraient de leur nouvelle résidence pour effectuer des transactions (cessions,...) que le fisc français pourrait chercher à taxer, le contribuable devant alors faire la preuve de sa non résidence au moment de la transaction !

IMMOBILIER

Par J. Servolin, ACOFI

Immobilier d'investissement et véhicules financiers - Panorama et évolutions

Sous l'impulsion du dynamisme des marchés immobiliers, des transformations sont intervenues dans le but de faciliter l'accès de l'épargne au marché de l'immobilier d'investissement. C'est la forme prise en France par la « financiarisation de l'immobilier », pour faire en sorte qu'elle ne s'effectue pas au

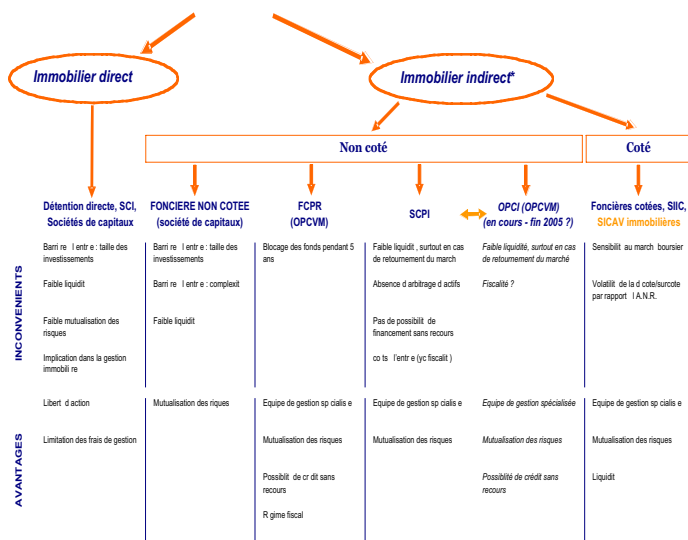
seul profit de véhicules représentant les institutionnels étrangers.

Des réformes sont intervenues concernant les deux principaux véhicules français de collecte de l'épargne vers l'immobilier : les foncières cotées devenues les Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC) et les SCPI amenées à être remplacées par les futures OPCV.

Une innovation est venue compléter le dispositif avec le lancement dans l'univers du non coté du premier FCPR immobilier, à l'initiative de la Société Générale.

Aujourd'hui, se dessine un panorama plus large de l'investissement immobilier français offrant à l'épargnant un choix entre différentes voies d'accès aux performances de l'immobilier en fonction de ses objectifs de rentabilité, son appétit pour le risque ou sa contrainte de liquidité.

L'accès à l'immobilier



* véhicules d'investissement de droit français

La dynamique des marchés de l'investissement immobilier

Le marché de l'immobilier d'investissement en France connaît un double mouvement de croissance quantitative et de transformations structurelles.

Sur le marché phare de l'Île-de-France, après plusieurs années de hausse et malgré la correction récente des valeurs locatives, l'immobilier d'entreprise demeure attractif en terme de rentabilité locative avec une moindre volatilité, en comparaison des autres marchés en Europe.

Ceci est confirmée par la stabilité, à un niveau élevé, du montant des transactions d'investissement en France qui n'est jamais redescendu en dessous de 10 milliards € depuis cinq ans.

L'animation du marché depuis dix ans a tout d'abord été le fait de grands acteurs internationaux d'abord anglo-saxon puis allemands, avant d'être relayée plus récemment par les investisseurs français (particuliers, institutionnels et foncières).

Les taux d'intérêt bas maintiennent la prime de risque de l'immobilier à un niveau élevé depuis plus de 5 ans. Par ailleurs, l'Euro a placé la France au centre d'un marché européen plus vaste.

Sous l'influence des acteurs étrangers, le marché, aujourd'hui plus mature, s'est structuré, a professionnalisé ses méthodes et ses outils d'analyse, améliorant la transparence des transactions.

Le panorama des véhicules et ses évolutions

L'immobilier direct

Pour mémoire, ce mode d'investissement est particulièrement difficile d'accès concernant l'immobilier d'entreprise, et se trouve réservé aux intervenants professionnels bénéficiant d'équipes spécialisées pour gérer les immeubles.

L'immobilier « indirect »

Le secteur coté et le nouveau statut des SIIC

Intervenu dans le cadre de la loi de finances pour 2003, le nouveau régime des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC) se présente comme une initiative de la place prise sous l'impulsion de son organisation professionnelle.

Avec en perspective le succès et l'efficacité des REITs américains, les promoteurs de la réforme ont introduit de la transparence fiscale dans des véhicules d'investissement immobiliers cotés.

Les premiers effets de cette réforme sont paradoxaux :

- Renforcement des cours avec des multiples de cash flows qui atteignent aujourd'hui des montants supérieurs à 15, contre 12 avant la réforme.
- Une concentration des SIIC qui dément à court terme l'objectif de développement du compartiment.

La capitalisation boursière des foncières cotées est aujourd'hui de 16 milliards €. Assis sur le développement des sous-jacents immobiliers des sociétés, le compartiment a parfaitement rempli son rôle de valeur refuge sur des marchés boursiers qu'il surperforme de 30 %.

Pour les besoins de notre classification nous intégrons au secteur les SICAV immobilières qui ont accompagné les bonnes performances du secteur.

Les caractéristiques principales de ce mode d'investissement demeurent donc :

- Une liquidité maximale sur un marché organisé
- Une exposition aux mouvements boursiers
- Une bonne diversification du risque immobilier
- Un recours limité à l'effet de levier au détriment de la rentabilité

Le secteur non coté : les SCPI et leur évolution en cours (OPCI)

Ce secteur gère aujourd'hui 11 milliards € d'encours, avec une collecte nette supérieure à 800 millions € par an.

Ce fort dynamisme devrait être renforcé par la création en cours des OPCV qui devraient à terme faire office de fonds ouverts à la française, comparables à ce qui existe en Allemagne.

À terme, une souplesse de gestion accrue de l'actif serait recherchée, avec un recours possible à l'endettement, ainsi qu'une fiscalité qui s'éloignerait de la fiscalité immobilière.

L'organisation du marché des parts ne serait pas modifiée.
Les caractéristiques principales de ce mode d'investissement demeurent donc :

- Pas d'exposition à la problématique boursière
- Une liquidité plus restreinte notamment en cas de tendance baissière
- Un véhicule transparent, sans fiscalité propre
- Une bonne diversification du risque immobilier
- Un recours limité à l'effet de levier

Le secteur non coté : les fonds fermés et les foncières non cotées (pour mémoire)

Ce secteur qui n'est pas ouvert directement à l'épargnant et dont le poids sur le marché français est difficile à appréhender, malgré sa taille, regroupe un ensemble de véhicules en majorité accessible aux investisseurs institutionnels.

Le modèle dominant est celui de véhicules non résidents (FCP luxembourgeois, Limited partnership britanniques) il peut également s'agir de sociétés de capitaux de droit français.

Ces sont des véhicules de nature confidentielle faisant très fortement appel à l'effet de levier sans recours.

Le secteur non coté : le nouveau FCPR immobilier

Le FCPR immobilier, OPCVM de droit français, se conforme à la logique du non coté en recherchant la performance intrinsèque de l'immobilier.

Par opposition à la SCPI, il s'agit d'un fonds fermé à durée de vie limitée, qui met en avant le principe de la liquidité à terme lors d'une date de rendez-vous, à laquelle le souscripteur doit récupérer ses fonds.

D'une façon qui le rapproche des fonds fermés pour institutionnels, ce véhicule peut être optimisé en ayant recours à l'ingénierie financière, avec en particulier la possibilité de faire appel à la dette sans recours à des niveaux élevés.

La caractéristique forte du FCPR est son absence de personnalité juridique et donc sa « transparence » en particulier du point de vue fiscal. Il est également assorti d'un régime fiscal favorable pour les personnes physiques.

Aujourd'hui, le paysage de l'immobilier d'investissement se dessine de façon relativement cohérente pour l'épargnant. Son développement futur doit nécessairement être accompagné par la croissance parallèle de la matière immobilière éligible à l'investissement de ces différents véhicules.

Par la suite, dès lors que ces véhicules de collecte de l'épargne auront fait la preuve de leur capacité à orienter des ressources importantes vers l'immobilier, le chantier de l'organisation du marché et de sa régulation deviendra prioritaire comme le montre l'exemple allemand.

Le secteur non coté : le nouveau FCPR immobilier

Le FCPR se conforme à la logique du non coté en recherchant la performance intrinsèque de l'immobilier.

Par opposition à la SCPI, il s'agit d'un fonds fermé à durée de vie limitée, qui met en avant le principe de la liquidité à terme lors d'une date de rendez-vous, à laquelle le souscripteur doit récupérer ses fonds.

Le FCPR immobilier est un OPCVM de droit français et se rattache à l'univers de la gestion collective, soumis à la réglementation de l'AMF.

D'une façon qui le rapproche des fonds fermés pour institutionnels, ce véhicule peut être optimisé en ayant recours à l'ingénierie financière, avec en particulier la possibilité de faire appel à la dette sans recours à des niveaux élevés.

La caractéristique forte du FCPR est son absence de personnalité juridique et donc sa « transparence » en particulier du point de vue fiscal.

Il est également assorti d'un régime fiscal favorable pour les personnes physiques.

Les caractéristiques du FCPR le positionnent entre l'immobilier physique et l'immobilier coté du point de vue de la liquidité. En tant que véhicule d'investissement, ses caractéristiques le rapprochent des fonds fermés pour institutionnels.

Aujourd'hui, le paysage de l'immobilier d'investissement se dessine de façon relativement cohérente pour l'épargnant. Son développement futur doit nécessairement être accompagné par la croissance parallèle de la matière immobilière éligible à l'investissement de ces différents véhicules.

Par la suite, dès lors que ces véhicules de collecte de l'épargne auront fait la preuve de leur capacité à orienter des ressources importantes vers l'immobilier, le chantier de l'organisation du marché et de sa régulation deviendra prioritaire comme le montre l'exemple allemand.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART- Source Artprice

Depuis l'éclatement de la bulle spéculative de 1990, les prix des œuvres d'art n'ont jamais été aussi hauts ! Selon l'Artprice Global Index, ils affichent une progression de 24,4% entre janvier et décembre 2004. En euros, la hausse est de 14% sur la même période.

Si les prix continuent à croître au rythme de 2004, ils pourraient dépasser en novembre 2005 le niveau historique de novembre 1990. La cote des artistes seraient alors la plus forte jamais mesurée sur le marché. Peut-être l'occasion pour nombre de collectionneurs de la fin des années 1980 de se séparer d'une partie de leurs toiles avec cette fois des espérances de gains substantielles.

A l'origine de cette croissance : les très belles vacations orchestrées par Sotheby's et Christie's.

Face à une demande d'œuvres d'art soutenue aux Etats-Unis, la compétition entre les deux leaders du marché les a conduites à proposer des lots d'une qualité bien supérieure. Aussi, pas moins de 378 lots ont dépassé le million de dollars contre 229 en 2003.

Ponctuée par de belles transactions d'art moderne, l'année 2004 est surtout celle de l'art contemporain, dont le chiffre d'affaires a doublé en un an.

Jeff Koons, Jean-Michel Basquiat, Maurizio Cattelan et Damien Hirst se sont taillés la part du lion. La plus forte enchère revient à Jeff Koons avec « Jim Beam J.B Turner Train (1986) », une sculpture arrachée 4,9 millions de dollars chez Christie's le 11 mai 2004.

Pourtant, Jeff Koons n'avait jamais vendu une œuvre aux enchères en 1990 ! A l'époque, la star du moment était Eric Fischl : il avait décroché une enchère à 650 000 dollars.

En 2004, sa plus forte enchère n'est que de 360 000 dollars. La cote moyenne des artistes âgés de 25 à 45 ans en 1990 était à l'époque de 32 500 USD à New York et de 4 800 livres sterling. Les stars de 1990 (Eric Fischl, Anselm Kiefer, Donald Sultan, Sean Scully ou encore Miquel Barcelo) ont vu en moyenne leur cote doubler depuis.

15 ans plus tard, les œuvres de la nouvelle vague montante, les artistes nées entre 1959 et 1979 tels que Maurizio Cattelan, Damien Hirst, John Currin, Murakami ou Rachel Whiteread, s'échangent déjà 80 700 dollars en moyenne aux Etats-Unis et 36 000 livres sterling à Londres. En 2004, à 44 ans, Maurizio Cattelan place une œuvre à 2,7 millions de dollars, soit 4 fois plus qu'Eric Fischl en 1990. Face à une demande soutenue, la spéculation anglo-saxonne sur l'art contemporain est encore plus rapide aujourd'hui qu'elle ne l'était en 1990. Mais, comme le prouve l'exemple de Jeff Koons, il est fort possible que le jeune artiste actuel le plus coté dans 15 ans n'ai même pas encore vendu une œuvre aux enchères...

IMMOBILIER

Encore un cru exceptionnel sur le marché français et plus largement, d'Europe continentale ! Ainsi, 2004 a vu le marché d'Île de France progresser de près de 15%, une tendance que l'on retrouve dans toutes les grandes villes françaises. En revanche, Londres a clairement marqué le pas, freiné par cinq hausses de taux depuis novembre 2003, qui ont provoqué un ralentissement des ventes (environ -30%), une augmentation des stocks (environ +10%) et un recul des prix. Ce scénario anglais montre combien la santé des marchés immobiliers dépend du niveau des taux d'intérêt. Or, il sont attendus en hausse aux USA pour 2005...alors que New York et les grandes métropoles américaines sont à des plus hauts. L'Europe en revanche, devrait pouvoir éviter une baisse en 2005, compte tenu d'une conjoncture qui laisse peu de place à une hausse des taux.

MARCHES FINANCIERS :

Ouf... ?

Les grandes échéances électorales (américaines et irakiennes plus récemment) sont maintenant derrière nous. Les marchés semblent soulagés, cela se reflète dans leur évolution récente : hausse du \$, baisse du pétrole, évolution des marchés plus en phase avec les perspectives des entreprises : stables aux USA (croissance attendue des bénéfices de l'ordre de 5 à 8%), positives en Europe et en Asie.

Après une année qui aura finalement été assez exceptionnelle en terme de croissance mondiale (l'Europe a regardé passer le train !), 2005 soulève néanmoins beaucoup d'interrogations :

Comment évolueront les changes, les taux d'intérêt, la croissance et les déficits aux USA. L'Asie sera-t-elle en position de maintenir son rythme de croissance vigoureux. D'autant que cette région, malgré une évolution notable de ses échanges vers les pays intra zone, demeure encore dépendante de la conjoncture américaine pour une large part de ses exportations. Il n'est que de voir la quantité d'obligations du Trésor américain achetées par les Asiatiques (Chine, Japon, Corée en tête) pour

mesurer l'importance que revêt pour eux la bonne santé de ce marché!

Les asiatiques fabriquent et vendent à crédit aux américains qui consomment. Et l'Europe patine ! Les changes handicapent sa compétitivité...au delà des problèmes structurels (5 millions de chômeurs en Allemagne) ! On pourrait aller jusqu'à craindre que l'Europe ne soit rentrée dans un processus à la japonaise, 10 ans d'une croissance molle, d'un affaiblissement de ses positions monétaires, financières et commerciales.

Les USA devront redresser leurs déséquilibres (déficits, taux d'épargne trop faible,...) par un ralentissement économique durable, mais en tachant d'éviter krach obligataire et/ou immobilier. Pourtant, cela ne devrait pas arriver avant 2006, à l'issue du dernier mandat de Greenspan, qui aura à cœur, pendant cette dernière année, de consolider le cycle actuel, laissant à son successeur les problèmes structurels.

La santé américaine a tenu grâce à la consommation, qui représente 2/3 du PNB, compte tenu de l'effet d'enrichissement provoqué par la hausse de l'immobilier (impact double de celui de la hausse de la bourse). Si la hausse des taux devait avoir des effets identiques à ce qui s'est passé au Royaume Uni depuis un an et demi, le cycle américain pourrait en être ébranlé de façon prématurée....

Reste encore et toujours l'Asie, où des cycles distincts se font jour par pays, mais qui, régionalement, affichera les meilleurs taux de croissance au cours des prochaines années. Cela n'ira pas sans à coups, il faut donc être prêt à encaisser des chocs violents qui seront gommés par une tendance haussière. Le Japon, dans ce scénario, en sera, directement, bénéficiaires (la Chine est devenu son premier partenaire commercial !). Les autres pays émergents, Brésil et Russie en tête, ne seront en reste. D'autant que les richesses en matières premières, qui devraient, compte tenu de cette conjoncture de croissance dans des zones de fortes populations, demeurer sur des niveaux élevés, soutiendront leurs grands équilibres économiques.

Comme nous l'avons déjà dit ici, ce sont donc les pays dits « émergents » qui seront le plus probablement la locomotive du monde dans les prochaines années. Mais l'étroitesse de leurs marchés financiers et une transparence encore très relative, devront malgré tout inciter à la prudence.

Obligations Les risques de hausse de taux en Europe semblent faibles pour 2005, en conséquence, et malgré leur niveau historique (élevé pour les obligations, bas pour les taux), les obligations π , de préférence « corporate » et haut rendement, sont les seuls supports de taux que l'on puisse envisager de raisonnablement maintenir dans un portefeuille cette année, aux cotés bien sûr des obligations convertibles.

Actions Le faible niveau de valorisation des actions, en Europe, dans une moindre mesure aux USA mais aussi sur les marchés émergents, incline les acteurs à privilégier cette classe d'actifs pour 2005. Il est vrai aussi que le niveau des dividendes versés, particulièrement sur le vieux continent, la rend plus attractive que les obligations d'état ! Mais l'unanimité est rarement la certitude d'une tendance, bien au contraire ! Nous continuerons donc à privilégier les gérants de talents (« stock pickers ») de préférence aux fonds indiciels et autres instruments de tendance. Les marchés devraient aussi être soutenus par la reprise des opérations de fusion/acquisitions, dont le volume a cru de façon significative depuis 4 mois.

➤ **Europe...**attention au printemps : La hausse évoquée

en octobre a bien eu lieu. Les entreprises sont aujourd'hui en bonne santé, disposant de trésoreries solides. Portées par la croissance mondiale, les plus internationales ont peu pâti de la morosité européenne. Généreuses dans les dividendes distribués et dans les rachats d'actions, elles favorisent actuellement l'actionnaire, au détriment des investissements et de l'emploi. Il faudra souhaiter que cela s'inverse en 2005 pour voir émerger une croissance européenne, dont la consommation assurerait le soutien...permettant aussi d'écouler les stocks, dont la reconstitution a largement soutenu la croissance du 4^e trimestre 2004. Nous avons des doutes sur un tel scénario. Or les exportations ralentissent. Cependant, le traitement de choix offert à l'actionnaire, le niveau des taux d'intérêt et les mouvements de restructurations/fusions/acquisitions, seront un soutien important des marchés européens. Leur faible capitalisation (12 fois les bénéfiques) constitue un sérieux filet à toute baisse significative.

N'oublions pas non plus le risque politique évoqué en octobre dernier : le referendum sur la constitution européenne, en cas de victoire du non, au printemps prochain, pourrait déboucher sur une grave crise.

➤ **USA** Les risques sur le Dollar nous semblent moindres aujourd'hui. Cependant, le marché restera bridé par le ralentissement économique indispensable (voir le projet de budget 2006), l'évolution des taux et des bénéfiques qui progresseront à un rythme ralenti.

➤ **Le Japon** malgré un ralentissement, tire profit de l'assainissement de son économie et de la croissance de la zone Pacifique, volatile mais en forte croissance. La consommation, soutenue par la reprise de l'emploi, devrait cependant permettre d'amortir les fluctuations régionales. Enfin, le Yen, comme les autres monnaies asiatiques, devrait remonter contre Dollar et surtout contre Euro.

➤ **Les Marchés émergents** poursuivront leur course en avant, moteurs de la croissance mondiale. Nous préférons l'Inde à la Chine, mais pensons aussi que la Corée, la Russie et le Brésil, sont des thèmes attrayants pour 2005. Les pays de l'Est sont aujourd'hui lancés dans une dynamique de rattrapage qui devrait durer plusieurs années. Bien sur, ces marchés, comme nous le soulignons à chaque fois, demeurent volatils, aussi l'investisseur doit-il les aborder dans une optique de long terme qui gommara les évolutions, parfois chahutées sur le court terme.

➤ **Dollar** La forte hausse de fin d'année dernière était sans aucun doute en bonne partie due à des ajustements techniques (réserves chinoises ?...).

Dès lors que ces mouvements ont été terminés, le Dollar a retrouvé des cours plus stables et cohérents avec d'une part la situation économique et financière du pays, d'autre part avec les autres devises. Nous estimions probable, en octobre dernier, un nouvel affaiblissement de la devise américaine et ce scénario s'est confirmé au fil des mois. Cependant, l'environnement a beaucoup changé depuis, les échéances politiques sont passées, la hausse des taux semble devoir rester mesurée aux USA, en parallèle avec une économie qui ralentira du fait des restrictions budgétaires. Par ailleurs, si l'Euro a été la variable d'ajustement en 2005, il ne faut pas oublier que les principaux déficits des USA sont avec l'Asie, c'est donc fort probablement avec ces devises que la monnaie américaine devra s'ajuster dans les prochains mois. Ainsi, les investisseurs qui ont été pris dans la tourmente baissière du Dollar devraient pouvoir compenser une partie de leurs pertes par un arbitrage contre monnaies asiatiques. L'Euro a en effet sans doute touché un point haut, l'économie pourrait difficilement supporter une longue période d'un dollar au delà de 1.35, les USA n'ont guère intérêt à paralyser une hypothétique reprise européenne, même si leurs regards, ne nous leurrions pas, sont aujourd'hui essentiellement tournés vers l'Asie.

Après l'ajustement de fin d'année, il y a fort à parier que l'Asie a largement arbitré ses réserves et est donc prête pour une baisse du dollar

En conclusion, nous restons positif sur les actions pour les premiers mois de l'année mais circonspects pour la suite, privilégiant l'Europe et l'Asie, prévoyant une hausse des devises asiatiques contre \pounds et \$. Les investissements en actions américaines peuvent reprendre prudemment. L'Asie, pour compenser la volatilité, pourra être abordée via de la gestion alternative, Japon inclus.

Les obligations à haut rendement continuent à offrir des niveaux de rendement relativement attrayants dans un contexte de taux bas (qui devraient le demeurer encore quelques temps) pour un risque qui ne devrait augmenter qu'à l'horizon 2006.

Enfin, la gestion alternative, qui a amorcé une belle reprise en fin d'année, sera une solution de prudence réfléchie pour tous ceux qui restent encore frileux à l'égard des marchés traditionnels. Cependant, ici plus qu'ailleurs, une sélection rigoureuse s'impose, car la qualité finale des outils et des résultats dépend essentiellement du talent des gérants mais aussi de la capacité à contrôler les risques.

La gestion du risque, adaptée au profil de chaque investisseur, prend toute sa valeur dans un tel contexte, et nous ne saurions trop encourager chacun à en faire une analyse, en même temps qu'une sélection rigoureuse des gestionnaires.

« FINANCIERE MJ – Family Office » est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune 
www.financiere-mj.com
info@financiere-mj.com

Avertissement : Ce document à caractère commercial ne fait partie d'aucun prospectus. Les commentaires ne sont donnés qu'à titre d'information et de réflexion. Ils ne sauraient être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente et ne peuvent engager la responsabilité de la Financière MJ.