

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°5 - Juillet/Août 2003

NEWS

En ce milieu d'été, il nous a semblé opportun de vous proposer quelques informations et axes de réflexion sur les récents développements de l'actualité et les perspectives de rentrée.

GESTION DE FORTUNE **UN MARCHÉ FRANÇAIS CONVOITÉ**

Le marché français a toujours été une gageure pour les groupes étrangers. Récemment encore, Deutsche Bank s'est cassé les dents et a dû jeter l'éponge. Ces difficultés ne refroidissent pourtant pas les ardeurs des banques suisses. La première à ouvrir le feu fut UBS, Lombard Odier a suivi l'exemple. Arrivent aujourd'hui les banques Pictet et Sarrazin.

Ces établissements plus spécialisés historiquement, entendent avoir une approche plus proche du modèle family office que banque. Preuve, s'il en faut, que ce concept novateur correspond aux besoins du marché. Cependant, la question récurrente du conflit d'intérêt entre conseil indépendant et vente de produits (qui permet aux banques de générer l'essentiel de leur rémunération) constitue un obstacle dans la crédibilité de leur démarche !

REVUE DE PRESSE

- Le **Wall Street Journal** Europe consacre un long article à l'émergence du **family office** en Europe (illustré par Kedge Capital, Family Office établi par la famille Bertarelli), qui met en exergue le conflit d'intérêt auquel se heurtent les banques

privées : conseil objectif aux clients et recherche de commissions par la vente de produits !

- Le **Nouvel Entrepreneur** confie maintenant de façon régulière sa rubrique « patrimoine » à la plume de François Mollat du Jourdin. Sujets traités dernièrement :
 - « La séparation du patrimoine du chef d'entreprise », en coopération avec Me Th. du Manoir de Juaye, avocat.
 - « Gestion de patrimoine : de la technique et des hommes ! »

François Mollat du Jourdin, Président de la Financière MJ, est intervenu dans la conférence suivante :

The Wealth Management Congress

IBC, Londres, Mai 2003:

« Le processus de sélection des prestataires » dans le cadre d'un Family Office.

Présentation de l'approche et de la méthodologie Financière MJ, devant un parterre de professionnels européens. La transparence, l'objectivité et le professionnalisme ont particulièrement été mis en avant, ainsi que *l'intuitu personae*.

Pour plus de détails, info@financiere-mj.com

PRATIQUE

FISCALITÉ

Le projet « Girardin » (du nom de la ministre des DOM TOM) renforce le dispositif « Paul », formule fiscalement déjà très incitative pour l'investissement dans les DOM TOM. Il est désormais possible « d'acheter » une **réduction d'impôt**, non plus à concurrence de 50% mais de 100% du montant de son IRPP ! Attention cependant à judicieusement sélectionner votre intervenant sur ce marché ou les risques peuvent être non seulement liés à la qualité des investissements sous jacents mais aussi à celle du montage lui-même et sa conformité à la réglementation (risque de requalification fiscale).

Par ailleurs, les mesures relatives à **l'allègement de l'ISF** (voir notre Lettre N°4) ont été définitivement adoptées par le Parlement le 21 juillet, en même temps que le projet Aillagon, qui vise à renforcer **le mécénat** des particuliers par de fortes **incitations fiscales**, favoriser le mécénat des entreprises et alléger la fiscalité des fondations.

Enfin, le ministre de la Justice a ouvert le chantier de la rénovation du **droit des successions**. Davantage qu'une « révolution » sur les droits et impôts, il faut en attendre une simplification et une modernisation des règles datant de 1804 ! Basé sur une enquête menée

par le Conseil Supérieur du Notariat auprès de 8000 notaires, ce projet s'inscrit dans le cadre plus large de la réforme du droit de la famille et sera présenté au Parlement en 2004.

ASSURANCE VIE

Une décision judiciaire récente vient d'exiger qu'une société d'assurance rembourse au souscripteur le montant initial des primes versées en 1999 et 2000. Les primes avaient été investies sur des supports à risque (actions,...) et le tribunal estime que le contrat ne respectait pas les obligations d'information légales. Une décision qui marque une étape importante dans la protection de l'épargnant et qui pourrait faire date !

RUMEUR

Les banques suisses, nous l'évoquions plus haut, s'implantent massivement en France. Certes, leur marché naturel de l'argent off shore se tarit lentement, pendant que se développe de façon beaucoup plus rapide le marché de « l'on shore ». Mais est-ce également pour récupérer une partie de la manne susceptible d'être rapatriée à l'occasion d'une éventuelle **amnistie**, comme ce fut le cas en Italie lors de l'amnistie et de la suppression des droits de succession ?

Une délégation de banquiers suisses se serait rendue récemment à Paris pour discuter de ce sujet. Une chose nous semble probable cependant : un tel projet d'amnistie ne pourrait se faire qu'à l'occasion d'un fort remaniement voire d'une suppression de l'ISF.

DEBAT

RETRAITES

ni, ni..... !

Printemps agité sur fonds de débat ! Un point n'est cependant pas contesté, c'est la nécessité de réformer un système des retraites qui va dans le mur ! Un premier pas a été effectué. Mais nul doute que d'autres évolutions seront nécessaires....

Cependant, il nous paraît bon de remettre notre système par répartition en perspective avec celui des fonds de pension (capitalisation). Au-delà du débat idéologique, qui n'est en aucun cas notre terrain de réflexion, il faut avoir conscience qu'aucune solution n'offre de panacée à une pyramide des âges qui, dans les grands pays développés, accule à la réforme.

Tous les chiffres du système français de répartition ont été mis sur la table. Ce que l'on évoque moins souvent, c'est la bombe à retardement des fonds de pension !

Ainsi, General Motors vient de lancer un emprunt de \$13 milliards, en partie destiné à éponger les \$19 milliards de déficit de son fonds de pension ! Les exemples de comptes dans le rouge ne manquent pas dans les grands groupes cotés : une étude réalisée fin 2002 par le Crédit Suisse First Boston, estime que 360 entreprises de l'indice américain S&P500 accusaient un déficit cumulé de leurs fonds de pension de \$243 milliards !

Ces gouffres proviennent avant tout de la baisse de rendement des actifs financiers : actions mais aussi obligations (les taux d'intérêts ont atteint des plus bas quasi historiques). Parallèlement, les fonds doivent verser des pensions à un nombre croissant de bénéficiaires, pensions qui dans bien des cas ne sont pas indexées sur la performance (« prestation définie ») !

Dans le scénario français comme dans le scénario américain, le pari se fait donc sur une reprise économique, qui créera chez l'un les emplois nécessaires au financement des caisses de retraites, chez l'autre les performances boursières indispensables au maintien de la valeur des actifs !

Faute de quoi il faudra trouver l'argent ailleurs ou tailler dans les pensions !

CONJONCTURE... & PERSPECTIVES

ART

La hausse des prix se maintient sur le marché de l'art au cours du premier semestre, mais le nombre de pièces vendues a diminué de 30%. Seules 116 œuvres ont dépassé le cap du million d'euros sur ces 6 premiers mois, contre 164 un an auparavant (Sotheby's et Christie's, dont les ventes londoniennes « Impressionist and Modern Art » se sont déroulées les 23 et 24 juin dernier, ont vendu plus de 80% des lots pour 63 millions de GBP (89mm)).

Noyau dur du marché, les œuvres de moins de 10 000 euros représentent près de 90% des transactions. Cependant, Londres affiche une moyenne des adjudications proche de 35 000 euros au cours du 1er semestre 2003, soit à peine 5 000 euros d'écart avec le marché américain où le prix moyen des œuvres échangées est supérieur à 40 000 euros, (plus de 4 fois le prix moyen établi en France ou en Allemagne).

Si l'on regarde l'évolution des prix moyens des œuvres d'art par pays, il semblerait que la hausse du marché soit pourtant insufflée plus par les places de marché européennes que par les Etats-Unis, dont le dynamisme a été vraisemblablement affecté par la guerre en Irak. En outre, grâce à l'ouverture de son marché à la concurrence internationale, la qualité des œuvres vendues en France et les prix pratiqués ne cessent de grimper. La valeur moyenne des œuvres vendues sur l'Hexagone est de 9280 euros, soit deux fois plus qu'en 2001, avant la réforme. Même sur le marché haut de gamme des œuvres à plus de 10 000 euros, proportionnellement, les surenchères sont plus nombreuses en France qu'aux Etats-Unis !

IMMOBILIER

Le marché de l'habitation semble se stabiliser sur des niveaux relativement élevés, la demande ralentit sans provoquer, pour l'instant, de brutal mouvement de baisse des prix. Nul doute que les évènements de ces derniers mois n'ont guère favorisé les achats des étrangers en France. Le marché se maintient grâce à un niveau de taux d'intérêt extrêmement attractif. En cas de hausse des

taux, il pourrait donc mécaniquement se retourner. Nous estimons dans ce cas son potentiel de baisse à 15% environ.

Côté bureau, la situation est plus difficile puisque les prix ont baissé dans toutes les grandes capitales européennes, -6,7% en 2002 et encore près de 7% de baisse sur 2003 (-11,2% et -5,6% respectivement à Paris). Un environnement morose dont les prévisionnistes s'entendent à considérer qu'il devrait se retourner en 2004 en France, mais resterait déprimé à Londres et surtout en Allemagne.

Plus prosaïquement, nous considérons toujours que le risque principal pour l'immobilier est une hausse des taux d'intérêt avant que la reprise économique ne soit solidement installée : c'est en effet, rappelons le une fois encore, la faiblesse des taux d'intérêt qui permet à l'immobilier et la consommation américaine, les deux moteurs de la faible croissance mondiale actuelle, de garder la tête hors de l'eau..... Mais nous pensons que l'immobilier américain est réellement en situation de bulle, le risque d'explosion est donc important en cas de hausse brutale des taux d'intérêt.

Comme nous l'avons déjà évoqué, ce scénario ne manquerait pas d'entraîner les autres grandes capitales.

Gageons que le FED saura éviter les erreurs des années 90 !

MARCHES FINANCIERS

il n'est pire sourd

Nous évoquions, dans notre précédente lettre, la hausse de mars / avril, qui fait maintenant pâle figure devant les performances réalisées sur l'ensemble du second trimestre ! Depuis quelques semaines cependant, une certaine hésitation se fait jour, il faut dire que l'on peut se le permettre après environ 30% de hausse en 4 mois (MSCI World). Les résultats des sociétés pour le second trimestre semblent ralentir les ardeurs, et la conviction que la reprise est au coin du chemin s'étirole : indicateurs contradictoires des deux cotés de l'Atlantique, doutes sur la reprise de l'investissement,...

Parallèlement, la hausse de l'euro face au dollar, s'est un peu ralentie récemment : 10% depuis le début d'année (17% sur un an) !

Le marché s'est sans doute un peu vite emballé, lassé de trois années de baisse ininterrompue. Les intervenants ne voulaient plus voir que les bonnes nouvelles : fin de la guerre en Irak et des incertitudes géopolitiques,

baisse du prix du pétrole, taux d'intérêt historiquement bas, reprise des profits des entreprises,....

Mais après quelques mois, la prise de conscience survient, le monde n'a pas changé d'un coup de baguette magique : la question irakienne est loin d'être réglée (les troupes américaines subissent davantage de pertes depuis la fin des hostilités), le prix du pétrole souffre encore les aléas de la situation au Moyen Orient, au Venezuela et maintenant au Nigeria, les bénéfices des entreprises au second trimestre ne sont pas aussi enthousiasmant qu'espérés, la consommation tient difficilement, les menaces internationales demeurent.....la litanie pourrait encore être longue !

Il nous semble donc que le marché a été un peu vite en besogne et que notre position d'avril est plus que jamais d'actualité :

« Soit les profits progressent, soit le prix des actions stagne ou baisse. »

La première solution n'est clairement pas encore vérifiée, mais le prix des actions a d'ores et déjà augmenté de plus de 30% en moyenne ! A croire que l'on ne tire aucun enseignement de l'histoire !

Vous l'avez compris, nous restons prudents sur les actions et maintenons nos recommandations de ces derniers mois : Le récent rebond est davantage une opportunité d'alléger les positions, ou d'arbitrer les valeurs les plus volatiles pour du plus « fondamental ». Le Japon et les pays émergents doivent également faire l'objet d'une attention particulière.

Coté obligations, nous nous intéressons depuis longtemps à l'investissement à haut rendement, intérêt que nous conservons aujourd'hui. Certes, le prix de ce type de papier a fortement augmenté, mais nous avons une conviction forte : il est indispensable de vendre les obligations de première catégorie, le risque de chute étant aujourd'hui très important, comme l'a montré le récent mini krach sur les obligations d'état américaines. L'obligataire doit être globalement sous pondéré, en privilégiant les émetteurs « corporate » (« distressed companies ») et émergents. D'excellents gestionnaires parviennent à réaliser des performances d'une régularité remarquable sur les 5 à 10 dernières années, période chahutée pourtant !

Quelques réflexions enfin, pour dégager des perspectives pour le second semestre :

Pétrole : les USA sont devenus de facto l'un des trois premiers producteurs de pétrole dans le monde. Leur allié, la Russie, connaît une montée en puissance spectaculaire tant de ses réserves que de sa production et pourrait d'ici quelques années, dépasser l'Arabie Saoudite. Autant dire que l'OPEP a vécu, vive le cartel Washington/Moscou ! Les prix devraient donc se stabiliser sur des niveaux satisfaisants pour la Russie productrice/exportatrice, et pour les USA, principal consommateur.

Dollar : l'affaire irakienne commence à coûter cher à la crédibilité américaine et donc à sa devise, mais cela n'aura qu'un temps car les américains ont trop besoin de financements

extérieurs compte tenu d'un déficit qui représentera cette année environ 4,7% du PIB ! Pourtant, nous restons convaincus, comme nous l'avons déjà évoqué dans nos précédentes Lettres, que la récente consolidation vers 1.11 ne constitue pas un point d'équilibre, qui se situe plutôt dans une fourchette de 1.15 à 1.20 (même si certains analystes évoquent 1.35 voire 1.60 !). Un redressement nous semble peu probable compte tenu des efforts gigantesques menés par le FED pour créer de l'inflation (et donc dévaluer la monnaie), nouvelle arme contre la récession/déflation ! Joli clin d'œil de l'histoire lorsqu'on se souvient que les 25 dernières années ont été consacrées au terrassement de l'hydre inflationniste !

FINANCIERE MJ est une société indépendante de conseil en gestion de fortune ■
www.financiere-mj.com
info@financiere-mj.com

Avertissement : les commentaires contenus dans cette lettre ne sont donnés qu'à titre d'information et de réflexion. Ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'acheter ou vendre sur les marchés financiers et ne peuvent engager la responsabilité de la Financière MJ.