

LA LETTRE

de la Financière MJ

N° 14 / 4e trimestre 2005.

NEWS

HUMEUR

Tout le monde en parle... !

Les tontons flingueurs

Climatiques, sociaux, économiques... Le monde ploie sous la violence des séismes qui le traversent ! Sentiment d'une accélération frénétique et d'une perte de contrôle, en Irak ou en Louisiane pour un G.W. Bush, dans les banlieues pour un J. Chirac et dans les urnes pour un G. Schröder. Ce qui ne décourage nullement les « stratèges politiques »... de poursuivre des objectifs qui paraissent parfois bien vains.

En tout état de cause, l'impuissance de la classe politique ouvre grande la porte aux populismes de tous bords...

Il est aussi intéressant de constater le retour des gauches radicales dans le paysage européen (de façon, certes, très opportuniste pour certains) : Allemagne, France, Italie, Pays-Bas.... Nul doute que gouverner devient un art de plus en plus complexe et subtil sur notre continent... Les majorités risquent de se faire plus rares, des alliances et coalitions surprenantes pourraient émerger, augurant sans doute de difficultés supplémentaires à réformer...

Ubu Roi

Pendant ce temps, les marchés financiers, insensibles à ces déchaînements, poursuivent leur course vers le haut... déconnectant économie et finance. Des marchés financiers, et des entreprises, mondialisés pendant que les crises demeurent locales ! Combien de temps cela pourra-t-il durer ?

Dans la solitude des champs de coton

Dans cet environnement où il devient difficile de savoir qui est qui, qui fait quoi, et qui « roule pour qui », il est nécessaire de

chercher conseil et orientation, de trouver un « copilote », expert certes, mais surtout indépendant !

La guerre des mondes

Le Family Office, terme aujourd'hui malheureusement souvent galvaudé (beaucoup de professions se réclamant, parfois abusivement, du Family Office), répond à cette vocation : stratégie familiale et patrimoniale, sélection et contrôle des prestataires, suivi et information : interlocuteur central et expert, véritable maître d'œuvre de la stratégie privée.

Une telle prestation requiert un degré d'expertise élevé et des ressources onéreuses : des hommes et des femmes, de la recherche, économique, financière, juridique et fiscale, ainsi que des moyens techniques et technologiques (consolidation d'actifs, optimisation et analyse de performances et de risques...)

Elle apporte, outre un confort, une véritable valeur ajoutée, objective et transparente, dans la stratégie familiale comme dans l'optimisation de la gestion, voire dans les relations au sein d'un groupe familial (médiation, gouvernance...).

L'absence de conflit d'intérêt est donc primordiale pour le Family Office, mais ici comme ailleurs, la confusion fait, peut être, l'affaire de certains !

REVUE DE PRESSE

Presse

« L'Agefi Actifs »

En septembre, cet hebdomadaire consacrait un dossier au Family Office. Constatant que le développement se fait lentement en France, les journalistes dressent un état des lieux d'un concept toujours en cours d'évolution dans le paysage

français et européen de la gestion de fortune, et qui continue à faire débat sur son modèle économique. Aux côtés des acteurs bancaires, sont interrogés des indépendants, en particulier la Financière MJ, qui réaffirme son positionnement et sa conviction dans le potentiel à long terme d'une prestation indépendante de conseil et d'expertise.

Par ailleurs, plusieurs médias se sont fait l'écho des derniers développements de la Financière MJ : perspectives de croissance et développement, nouveau site Internet...

De nos correspondants canadiens

« Bluebridge »

Les investisseurs sont friands de données économiques... plus ou moins fiables. Problématique abordée dans leur bulletin économique.

Vous pouvez accéder à ce bulletin par le lien ci-dessous :
<http://www.bluebridge.ca/fra/newsletter.html>

La France est schizophrène

Si individuellement les Français sont plutôt heureux, le pessimisme est de rigueur quant au destin du pays. Explications de ce paradoxe avec Jacques Marseille, historien économiste et professeur à la Sorbonne... Prémoniteur ?

Vous pouvez accéder à cet article par le lien ci-dessous :
<http://management.journaldunet.com/0510/051007marseille.shtm>

DÉBAT

« Le Livre Blanc » de l'immobilier au service du « Cœur Satellite » ?

Quid ? !

Ce Livre Blanc, publication réalisée par AM Group, à la demande d'Axa Investment Managers, fait un point sur l'immobilier en tant que classe d'actifs : évolution de la réglementation, apparition de nouveaux supports (OPCI), hausse (vertigineuse ?) des prix et des loyers (qui a dit qu'il n'y avait pas d'inflation ? !)... Un exercice bienvenu à un moment où l'édifice semble fragile à certains, en particulier aux USA, où consommation intérieure et prix de l'immobilier sont étroitement liés et soutiennent l'économie depuis plusieurs années... grâce au financement inconditionnel des banques centrales, le FED en tête ! Mais Monsieur Greenspan tirera sa révérence sous peu... Ce rapport décortique les différentes classes immobilières - résidentiel, bureaux, commerce, logistique -, les moyens d'y accéder - investissement direct ou indirect, coté ou non coté, gestion active, indicielle ou structurée - et n'élude bien sûr pas le point de conjoncture... L'occasion d'approcher l'immobilier sous un angle encore inhabituel pour une grande partie des investisseurs privés. Et d'enrichir ainsi sa réflexion en matière d'allocation globale d'actifs et de gestion du risque.

Car l'investisseur peut-il aujourd'hui faire l'économie de cette approche par le risque ? En d'autres termes, optimiser sa stratégie au regard de ses objectifs et de son acceptation du risque ?

L'approche « Core/Satellite », concept de gestion développé depuis quelques années, peut aider à répondre, car elle définit

l'essentiel de l'accessoire. Ainsi, le noyau (« Core ») devrait être constitué par un portefeuille adapté au profil de risque de l'investisseur. Côté « satellites », on prendra surtout en considération des placements visant à saisir des opportunités de rendement à court terme. Globalement, toutefois, ces satellites ne doivent pas influencer sensiblement le risque absolu du portefeuille.

Cette approche répond à la fois à la demande d'une gestion cohérente par rapport aux objectifs, ainsi qu'au souhait de profiter activement de certains concepts et opportunités spécifiques, permettant de générer une surperformance.

La partie centrale (dite « core ») du portefeuille représente en général 60 à 80 % du portefeuille. Elle a pour but de minimiser le risque relatif par rapport au « benchmark ». Les mouvements dans cette partie sont limités ; ils sont de préférence assurés par des fonds ou des produits indiciels.

La partie « satellite » a pour objectif de générer un rendement excédentaire par rapport au cadre de référence retenu. Le risque relatif de la partie « satellite » est supérieur à celui de la partie « core ».

Ainsi, l'apport de nouvelles possibilités sur une classe d'actif comme l'immobilier, mais également et plus largement sur des classes alternatives, est susceptible d'enrichir une technique de gestion comme celle-ci. Reste à accepter le principe d'une gestion par le risque plutôt qu'un simple objectif de rendement !

OPINION

FCPI, FCPR, Robien, LMP, Girardin... Fin d'année rime souvent avec fiscalité.

Rappelons ce que nous avons déjà dit dans ces colonnes : la logique financière et patrimoniale d'un investissement doit être le premier critère de décision, l'aspect fiscal, l'éventuelle « cerise sur le gâteau ».

Avant de réaliser une opération de défiscalisation, il convient donc de se poser la question de la qualité intrinsèque de l'investissement, de le mettre en perspective avec son allocation d'actifs et sa stratégie, de connaître sa composition et son coût ainsi que les contraintes et obligations qu'il créera.

Mais que cela ne refroidisse pas les ardeurs, réduire son impôt peut être un objectif sensé (!), qu'il faut juste réaliser avec clairvoyance.

PRATIQUE

ASSURANCE VIE

Conversion des contrats en euros

Petite révolution : les contrats d'assurance-vie en Euro (dits aussi monosupport) peuvent être transformés en contrats multisupports (ou en unités de compte – UC), et donc investis dans des fonds d'investissement diversifiés, sans que cela

apporte novation au contrat. À l'heure où les taux de rendement des fonds généraux fléchissent lourdement (reflétant la baisse historique des taux d'intérêt), cette possibilité de diversification sera bien accueillie par de nombreux souscripteurs. Attention cependant, cette mesure, si elle peut apparaître attrayante pour le souscripteur, fait surtout l'affaire des compagnies d'assurance : d'une part, le ratio de solvabilité est quatre fois inférieur sur les contrats en unités de compte, d'autre part, cet arbitrage les aidera à progressivement désamorcer la bombe potentielle que représentent les rendements garantis sur les fonds généraux, dans un environnement de taux ayant fortement baissé. Nul doute donc que les compagnies incitent fortement leurs clients à de tels arbitrages. Il conviendra de veiller ici, comme toujours, à la pertinence d'une telle stratégie et aux risques nouveaux qu'elle génère, aux coûts immédiats et futurs induits par ce mouvement et à la qualité des supports proposés.

CRÉDIT

La France verra d'ici l'été prochain apparaître les crédits hypothécaires « rechargeables » et les prêts hypothécaires viagers. Il sera intéressant de voir l'accueil qui leur sera réservé, par les établissements financiers d'une part, les emprunteurs de l'autre, à un moment où l'immobilier atteint des sommets mais où la consommation aurait besoin d'un sérieux coup de pouce !

CONCLUSION

Fiducie, trust à la française (4)

Ce projet n'aura pas dérogé aux bonnes habitudes de nos courageux politiques : remis sur l'ouvrage en début d'année, il semble être totalement passé aux oubliettes à la faveur de la réforme fiscale annoncée en septembre. Une nouvelle tentative donc, qui comme toutes les précédentes depuis bientôt une vingtaine d'années, aura échoué !

FISCALITE

Réforme fiscale

Point n'est besoin de revenir sur le projet de réforme récemment présenté par le gouvernement. Rappelons en cependant les grandes lignes :

Une simplification du barème progressif de l'impôt sur le revenu, passant à 4 tranches, suppression de l'abattement de 20 % en contrepartie d'un abaissement des taux d'imposition (le taux marginal maximum s'affichera ainsi à 40 %).

Les réductions d'impôts par utilisation des « niches » seront limitées à 8000 euros. Il est cependant acquis que les investissements « défiscalisant » dans les DOM-TOM ainsi que le « Malraux » ne seront pas concernés par ce plafonnement.

Par ailleurs est introduite la notion de « bouclier fiscal », définissant le montant maximum d'impôts payable par un contribuable : 60 % de ses revenus, en ce compris, impôt sur le revenu, impôt sur la fortune et impôts locaux.

Une réforme qui certes bénéficiera aux « classes moyennes » mais est un appel aux « exilés fiscaux ». Enfin l'apparition de l'exonération des plus values à long terme sur valeurs mobilières, une mesure qui ne produira ses effets qu'à partir de 2012, fera réfléchir les candidats au départ.

Pour éviter un ralentissement des cessions d'entreprises familiales, il est prévu certaines modalités qui permettront aux dirigeants de PME, détenant leurs titres depuis plus de huit ans, d'être totalement exonérés d'impôt sur la plus-value réalisée lors de la cession de leurs titres, et ce dès le 1er janvier 2006.

Donations : ce qui changera en 2006

Lacourte & associés - Notaires

Alors que des mesures d'incitation aux donations arrivent à échéance au 31 décembre 2005, d'autres dispositifs seront mis en place par la loi de finances pour 2006. Comment profiter de ces différentes opportunités ?

Des mesures provisoires qui prennent fin au 31 décembre 2005

Les donations en pleine propriété

Toutes les donations consenties en pleine propriété avant le 31 décembre 2005 profitent d'une réduction de droit de 50 %, quel que soit l'âge du donateur.

En 2006, la réduction dépendra de l'âge du donateur (cf. tableau ci-dessous).

Les dons exceptionnels « Sarkozy » modifiés « Gaymard »

Les dons de sommes d'argent consentis en pleine propriété au profit d'un enfant, d'un petit-enfant, d'un arrière-petit-enfant ou, à défaut d'une telle descendance, d'un neveu ou d'une nièce sont exonérés de droits de mutation à titre gratuit dans la limite de 30 000 euros. Seule obligation : le donataire doit être majeur. Ces mesures destinées à relancer la consommation et l'investissement prendront fin le 31 décembre 2005.

De nouvelles mesures à compter du 1er janvier 2006

La loi de finances pour 2006 prévoit une série de mesures destinées à alléger le poids de la transmission et à inciter les transmissions anticipées de patrimoine notamment au profit des jeunes générations.

Ces dispositions devraient entrer en vigueur à compter du 1er janvier 2006. Elles ont été adoptées en 1ère lecture à l'Assemblée Nationale mais n'ont pas encore été votées par le Sénat : les informations sont donc données sous réserve de modification.

Aménagement du régime des réductions de droits applicables aux donations

Il est prévu de relever de cinq ans les limites d'âges pour l'application de la réduction des droits de donation, en définissant les tranches suivantes : moins de 70 ans, de 70 à 80 ans et plus de 80 ans.

| Âge du donateur | Pleine propriété | Usufruit | Nue-propriété |
|-------------------------------------|------------------|----------|---------------|
| Moins de 70 ans | 50% | 50% | 35% |
| De 70 ans révolus à moins de 80 ans | 30 % | 30 % | 10 % |
| Plus de 80 ans | 0 | 0 | 0 |

Réduction du délai pendant lequel le rappel des donations antérieures s'applique

La loi de finances prévoit de limiter la règle du rappel fiscal des donations antérieures aux seules donations effectuées depuis moins de six ans (au lieu de dix) avant la nouvelle transmission à titre gratuit.

Le rappel fiscal consiste à rapporter les donations antérieures pour le calcul des droits de mutation à titre gratuit lors d'une succession ou d'une nouvelle donation. Si les abattements et éventuellement les 1ères tranches d'imposition ont déjà été utilisés, la nouvelle donation sera taxée au taux fort.

Grâce à la nouvelle mesure, il sera possible sur une période de 20 ans, de procéder à trois donations au lieu de deux en faveur d'un même donataire, en épuisant les abattements applicables.

Instauration d'un abattement en faveur des transmissions entre frères et sœurs et des donations au profit des neveux et nièces

Pour alléger les droits dus entre frères et sœurs, il sera instauré au 1^{er} janvier 2006 un abattement spécifique (et cette fois, systématique) de 5 000 euros en faveur des mutations à titre gratuit (successions et donations).

Pour maintenir une incitation en faveur des transmissions anticipées du patrimoine au profit des jeunes, il est prévu, toujours à compter du 1^{er} janvier 2006, un abattement de 5 000 euros en faveur des donations consenties au profit des neveux et nièces.

Conseils pratiques

- Quel que soit l'âge du donateur et l'antériorité des précédentes donations, il faut profiter avant le 31 décembre 2005 du dispositif « Sarkozy ».
- Si une donation en pleine propriété est envisagée, le choix de la faire en 2005 plutôt qu'en 2006 dépend de l'âge du donateur et de l'existence de donations antérieures.
- Si vous avez fait une donation en 2000, vous n'aurez pas à attendre 2010 mais 2006 ... Mais il faut attendre 2006 !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART- Source Artprice

Anne, ma sœur Anne...

Les ventes « Impressionist & modern art » orchestrées début novembre par Sotheby's et Christie's ont été couronnées de succès. Les deux maisons ont vendu 110 des 123 lots qu'elles proposaient, pour un total de 291 millions de \$.

Le clou de ces deux vacations est une surprenante enchère de 20 millions de \$ pour La blanchisseuse, une toile de Toulouse Lautrec, chez Christie's.

Ces enchères tendent à confirmer que la cote de l'impressionnisme est à son apogée. Désormais, des toiles acquises au pic de la bulle spéculative de 1989-1990 peuvent être revendues avec de substantiels bénéfices.

De leur côté, les ventes de photographies ont également atteint des sommets : 28,9 millions de \$ en 7 vacations. Chez Christie's, Sotheby's et Phillips, les records se sont multipliés. Le sommet a été atteint par les portfolios de Edward S. Curtis (1868-1952) : "The North American Indian" a décroché l'incroyable enchère de 1,2 million de \$, au double des estimations hautes.

Pendant ce temps, Dominique de Villepin tente de venir à la rescousse du marché de l'art contemporain français car un fossé s'est creusé entre les jeunes générations françaises et leurs confrères anglo-saxons. Au niveau économique, nombre d'indicateurs prouvent que le rayonnement culturel français en matière d'art contemporain s'arrête à nos propres frontières, (même si Arman, disparu le 22 octobre, fait l'objet d'un marché véritablement international).

Dans la sphère marchande, seules semblent aujourd'hui compter les avant-gardes américaines, britanniques, allemandes, ou italiennes. Faut-il penser que certains pays sont plus doués que d'autres pour la création artistique ? La France, berceau du romantisme, de l'impressionnisme, du cubisme et du nouveau réalisme serait-elle devenue subitement infertile pour un œil étranger ?

L'art contemporain ne cesse de gagner du terrain. Le chiffre d'affaires généré par les artistes nés après 1940 a doublé en un an. Jeff Koons, Jean-Michel Basquiat, Maurizio Cattelan ou Damien Hirst ont dépassé le million de dollars à plusieurs reprises. Mais la France est en marge de ce marché haut de gamme. Les artistes français sont peu valorisés et la France ne représente que 3,9 % du chiffre d'affaire réalisé par les ventes aux enchères d'art contemporain.

Et le constat est encore plus frappant lorsque l'on observe les cotes des plus jeunes générations d'artistes aux enchères. Aux États-Unis, les œuvres d'art produites par des artistes nés après 1960 se négocient en moyenne 58 607 euros. En France,

le prix moyen des œuvres de la nouvelle génération de plasticiens n'est que de 3 023 euros !

Certains comptaient sur le projet de fondation d'art contemporain de Pinault... Un projet de centre européen de la création contemporaine pourrait cependant le remplacer. Par ailleurs, le ministère de la culture va remettre l'art actuel français au cœur des manifestations : Le Grand Palais sera l'écrin d'une prochaine exposition dédiée aux artistes français contemporains. Les galeries seront associées à l'événement.

Le premier ministre a également annoncé la création d'un nouveau dispositif fiscal pour inciter les jeunes artistes à venir travailler en France. De plus est instauré un abattement de 50 % sur les revenus tirés de la vente des œuvres des artistes durant les 5 premières années de déclaration. Pour protéger les artistes, l'État souhaite aussi adapter sa législation sur les droits d'auteur. Enfin, le gouvernement a ramené au cœur du débat la loi 2003 en faveur du mécénat d'entreprise.

Des mesures qui sont autant d'incitations fiscales à consommer de l'art... et voudraient redonner une dynamique au marché français.

L'action du Premier Ministre n'est pas sans rappeler l'œuvre de Malraux. À l'aube de la Ve République, devant la crainte d'une perte d'identité culturelle française, André Malraux a joué le rôle de gardien du patrimoine culturel français et de promoteur de la démocratisation culturelle. Mais la tâche semble aujourd'hui plus ardue. Le gouvernement actuel ne doit pas faire face à une perte, mais à une absence d'identité culturelle française en matière d'art contemporain capable de rivaliser à l'international.

Et au-delà des mesures gouvernementales pour encourager le travail des artistes et des galeries, ou inciter les entreprises et les particuliers à acheter des œuvres d'art, le marché français va être confronté au problème de la richesse nationale.

La puissance économique d'un pays est souvent corrélée avec son intégration sur la scène artistique internationale. Le retour de la France sur l'avant-scène du marché ne sera catalysé que par celui de la croissance économique.

IMMOBILIER

Durant les mois d'été, le marché des logements anciens a connu une activité soutenue. Néanmoins, les tensions qui s'observent habituellement sur les prix à cette période de l'année n'ont pas affecté la tendance au ralentissement observée jusqu'alors. Au cours du mois de septembre, les prix des logements anciens ont même reculé de 0.2 %, recul amplifié en octobre à -1,6 %.

Cependant, compte tenu de la hausse du premier semestre, tout semble indiquer que 2005 devrait afficher une hausse de l'ordre de 10 %.

Ainsi, sur 10 ans, la hausse des prix au m² dans le logement aura été d'environ +100 %, alimentée par l'afflux de liquidités après l'explosion de la bulle Internet, des politiques monétaires

accommodantes (baisse des taux de 6 % à 3.5 %), et des mesures fiscales très incitatives.

Ce mouvement peut aussi s'expliquer de façon quasi mécanique par la hausse du revenu disponible d'environ 20 % et l'allongement de la durée du crédit de 15 à 20 ans en moyenne.

Une détérioration d'un de ces facteurs devrait conduire automatiquement à une baisse des prix.

Ceci incite à la prudence sur la valorisation du marché résidentiel. On constate d'ailleurs un allongement des délais de vente, une augmentation du stock de logements anciens à vendre (+38% en un an selon la FNAIM), une évolution plus contrastée des prix, voire des signes de surévaluation et de retournement. Et comme tout laisse penser que les taux d'intérêt pourraient aussi se retourner dans un proche avenir (3 à 6 mois)...

Si l'on prend l'exemple du marché britannique, la hausse des taux d'intérêt a engendré une baisse de 16 % entre 2002 et 2004 du prix moyen des logements londoniens. Enfin, il ne fait aucun doute qu'un séisme sur un marché majeur, américain par exemple, se répercuterait en Europe. Or la « bulle » immobilière est aujourd'hui une vraie préoccupation des acteurs outre-Atlantique et Monsieur Bernanke, successeur de Greenspan, s'attache déjà à les rassurer...

L'immobilier commercial, de son côté, se démarque par son niveau de rendement toujours attrayant, de l'ordre de 7 %, à comparer à celui des logements compris entre 2 et 3 %. Par ailleurs, les analystes sont assez unanimes à considérer que cette classe immobilière ne connaît pas de « bulle ».

Maintenant plus accessible, par l'intermédiaire de véhicules cotés, cette classe immobilière peut être une diversification tentante.

MARCHES FINANCIERS

Au suivant !

Les trimestres se succèdent et se ressemblent par bien des aspects. Certes, l'été et l'automne auront été un peu plus chahutés, mais au final la tendance n'est pas remise en cause : les actions demeurent à la hausse, offrant des perspectives de rendement largement supérieures aux obligations, les USA restent à l'écart de la hausse quand leur économie affiche une santé insolente, les profits des entreprises, y compris en Europe, demeurent très prometteurs, et l'Asie poursuit sa course...

D'un point de vue global, nous retenons le retour des craintes inflationnistes des banques centrales (sans aucun doute justifiées, compte tenu de l'évolution des actifs, immobiliers en particulier, depuis de nombreuses années et même si la désinflation importée par la concurrence asiatique compense largement), l'accélération de la croissance européenne au second semestre, et la probable accélération de la croissance

chinoise, ou le risque social et bancaire n'est sans doute pas à négliger.

N'oublions bien entendu pas le reflux du pétrole et des matières premières, le retour d'une forte activité de fusions/acquisitions. Et encore et toujours, l'insensibilité totale des marchés aux grands drames du monde : attentats, séismes, ouragans...

➤ **Aux États-Unis**, la conjoncture continue à surprendre par sa vigueur... toujours soutenue par la consommation, et donc l'immobilier. La nomination de Mr Bernanke a été bien reçue, il s'est voulu rassurant mais il conviendra d'analyser l'impact de ses « différences » : objectif en matière d'inflation (« inflation targeting », une approche plus européenne, qui pourrait priver le Fed d'importantes marges de manœuvre.). Les prévisions de déficit budgétaire ont été totalement remises en cause par Katrina, le gouvernement consacra environ \$150 milliards à la reconstruction ! Ouragan qui ne semble d'ailleurs pas avoir eu d'impact majeur sur le rythme de la consommation ! Même la hausse des prix de l'énergie n'a, pour l'instant, qu'un impact marginal. L'inflation pointe cependant le bout de son nez, la hausse des taux ne devant produire ses effets qu'au cours du premier semestre 2006. C'est d'ailleurs bien de là que vient la grande faiblesse du système américain : l'endettement des ménages, les prix de l'immobilier et le niveau de l'épargne.

L'évolution des taux d'intérêt à long terme demeure toujours aussi sage : on peut clairement y voir le soutien des Asiatiques à la conjoncture américaine : achat des bonds du trésor, financement des déficits US, des exportations asiatiques à destination du consommateur « Yankee ». Une telle avidité à financer la frénésie consummatrice américaine peut cependant laisser perplexe : l'Asie a-t-elle peur d'un ralentissement aux USA ... ?.

L'effet bénéfique de ces mouvements étant, du moins pour l'instant, l'exportation aussi de la déflation des coûts de production asiatique, qui font contre poids aux tensions inflationnistes liées à la flambée des matières premières.

➤ **En Europe**, la croissance accélère au second semestre. On retiendra bien entendu le résultat des élections allemandes, qui ont retardé les espoirs de réformes... mais la coalition finalement formée avec difficulté pourrait bien accoucher d'une restructuration de la société allemande plus consensuelle et partant plus fluide... De plus, l'Allemagne bénéficie toujours autant de la force de ses exportations, et si la consommation intérieure demeure atone, les entreprises se redressent et la croissance s'améliore légèrement grâce à la croissance mondiale. Une force que ne possède pas la France qui, après plusieurs années de sur performance, pourrait bien rentrer dans le rang, un rang qui n'offre guère de perspectives très réjouissantes en matière de croissance ! Et ce n'est pas l'Italie qui pourra jouer un quelconque rôle de relais : certains économistes considèrent d'ailleurs que l'Italie n'aura bientôt pas d'autre issue que de sortir de l'Euro !!! Mais ce scénario nous paraît bien improbable. Seul le Royaume Uni a réussi à éviter cette descente inexorable ces dernières années, mais la croissance outre-Manche ralentit cependant et va progressivement se rapprocher de celle du continent. La consommation demeure pourtant, portée par les baisses de prix que ne connaît pas le continent ! La baisse de l'Euro devrait malgré tout produire des effets bénéfiques en 2006 (la récente accélération de la croissance européenne en est sans doute la

première illustration), surtout si les prix des matières premières, comme nous le pensons, restent sur des niveaux, certes élevés mais plus raisonnables que ceux connus récemment.

➤ **Le Japon** semble confirmer nos espoirs : hausse des crédits à la consommation, des prix immobiliers, des commandes de biens durables, et plus généralement de l'ensemble des indicateurs. Les emplois précaires sont en forte diminution au profit des contrats à durée indéterminée, ce qui favorisera la consommation. Les marges des entreprises se redressent significativement. Il est probable que la banque centrale s'attaquera à la politique des taux 0 dans les prochains mois (hausse du Yen). Après 15 ans de marasme, et sans être face à une euphorie, l'économie japonaise est plus que jamais positionnée pour une reprise. Le Japon semble capable d'une croissance autonome raisonnable (2 à 2,5 %) sur les prochaines années. La réélection de Mr Koizumi est un signe fort qui montre que le Japon a tourné une page de son histoire, acceptant la privatisation de la Poste, symbole d'un système où finance et politique étaient étroitement liées.

➤ **En Asie** enfin, ainsi que dans les pays émergents (Europe de l'est, Amérique latine), la croissance demeure, et sera sans aucun doute un soutien significatif de l'économie mondiale. La Chine, en assouplissant sa politique monétaire, devrait à nouveau connaître une accélération, entraînant le reste de l'Asie.

➤ **Le Dollar** a trouvé une zone d'équilibre depuis 5 mois dans une bande 1.17/1.25 dans une tendance haussière. Les avis divergent aujourd'hui beaucoup, nous pensons pour notre part qu'il ne devrait pas, à court terme, connaître de nouvel affaiblissement. En tendance et à plus long terme, les gains sur devises sont davantage à rechercher sur les monnaies asiatiques, le Yen en tête, dont la parité n'a pas bougé par rapport à l'Euro depuis le début d'année.

➤ **Obligations** Quelques secousses, des annonces de hausse des taux en Europe, mais il n'en demeure pas moins que cette classe d'actifs se trouve toujours à un niveau historiquement élevé. Les alarmes sonnées par la BCE et le FED sur les risques inflationnistes ne sont certainement pas innocentes. Il faut s'attendre à une hausse des taux. On évitera donc toujours les obligations souveraines Europe, USA et Japon, mais on pourra maintenir les positions « haut rendement » et émergentes.

➤ **Actions** 2005 semble promettre un beau cru. À tout le moins en Europe et en Asie, puisque le marché américain est aujourd'hui à son niveau de début d'année ! Certes ce marché se paie encore cher, comparativement, mais la croissance des bénéfices et de l'économie ne se sont pas démentis pour l'instant, à la grande surprise des analystes et intervenants. Nous préconisons un peu de prudence en juillet dernier, tout en constatant le prix raisonnable des actions européennes. Cela demeure vrai, surtout pour les sociétés qui pourront continuer à afficher une croissance de leurs profits : les multinationales essentiellement, tirées par leurs exportations. En Europe toujours, mais aussi aux États-Unis, les valeurs de consommation sont délaissées. Il pourrait cependant y avoir de l'intérêt à se porter sur les valeurs de très grande consommation et surtout de « discounter », compte tenu de perspectives d'emploi raisonnables mais de niveau de salaires

et de partage de la valeur ajoutée clairement défavorables aux salaires, poussant ainsi le salarié à consommer « économique ». Mais les sociétés pourraient aussi retrouver un peu de « pricing power » dans le nouvel environnement de crainte inflationniste, qui leur permettrait de poursuivre la hausse de leurs marges. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la hausse des taux d'intérêt ne devrait pas mettre en danger la hausse des marchés actions. Il demeure cependant certain que l'Asie, Japon et pays émergents, demeure toujours le thème essentiel à jouer sur le long terme.

Cependant, si l'inflation devait revenir au centre des préoccupations, l'or reprendrait toute sa place dans les portefeuilles !

Le secteur énergies et matières premières peut toujours être surpondéré, mais il convient de l'aborder de façon plus large que le seul pétrole, sans omettre les secteurs amonts qui feront l'objet d'investissements lourds au cours des prochaines décennies.

Enfin, la gestion alternative a de nouveau déçu en 2005, même si la fin d'année devrait permettre un rattrapage. Il n'en demeure pas moins que les espérances de rendement sur ce type d'investissement sont aujourd'hui nettement inférieures à ce qu'elles furent dans le passé, l'investisseur doit en tenir compte dans sa stratégie, d'autant que la décorrélation n'est plus aussi

évidente que par le passé ! Les investissements alternatifs doivent donc faire l'objet d'une veille permanente afin, d'une part de détecter des modifications de comportement mais aussi d'identifier de nouvelles classes d'investissements alternatifs potentiels.

Un axe de réflexion pourra aussi être la capacité d'aborder certains marchés (Asie, énergie...) par le biais exclusif de la gestion alternative afin de mieux maîtriser son risque par la volatilité. De telles stratégies peuvent effectivement présenter de l'intérêt, aussi à titre de diversification.

Cependant, et comme nous avons souvent eu l'occasion de le souligner ici, une telle approche suppose une parfaite sélection du/des gestionnaires.

Profitons de cette conclusion pour évoquer une approche originale de la gestion alternative qui conjugue rendement stable et lutte contre la pauvreté : des « hedge funds » se sont ainsi développés ces dernières années exclusivement sur le financement du microcrédit dans les pays émergents. Sans offrir des rendements mirobolants, (4 à 5 % environ nets de frais), c'est là un véhicule qui, s'il est géré par un professionnel de qualité et fait l'objet d'une sélection rigoureuse des sous-jacents, permet de participer au développement de régions pauvres en favorisant l'esprit d'entreprise.

« L'alternatif socialement responsable » !

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 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 ou une proposition de services financiers. L'utilisation qui pourrait en être faite ne saurait engager la responsabilité de la Financière MJ.