

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°17 / 4e trimestres 2006.

Humeur

L'exception culturelle ?

On disait les français brillants à la réflexion,...mais à l'anticipation ?

Début 2006, et suite à une directive européenne datant de 2003, émergeait enfin, après un accouchement laborieux, le statut de CIF, conseiller en investissements financiers, réglementant les professions financières indépendantes, en premier lieu desquelles, le conseil en gestion de patrimoine et le conseil en haut de bilan pour les entreprises.

Patatras ! Une nouvelle directive européenne sur les services financiers (la MIF, considérée comme certains spécialistes comme la réforme réglementaire la plus ambitieuse de l'histoire européenne, mais là n'est pas notre sujet... nous y reviendrons sans doute dans une prochaine édition) met à bas toute cette belle construction, à laquelle les professionnels ont beaucoup travaillé pour permettre une meilleure transparence et davantage de professionnalisation....L'évolution préconisée par la nouvelle directive prévoit que certaines des professions précédemment concernées par ce statut ne le seraient finalement plus

Quelle incurie de la part des autorités de tutelle que de tels allers/retours, exercices d'organisation et de mise aux normes lourds pour les professionnels (et qui sont autant de temps et d'énergie qui ne seront pas consacrés au développement de leurs activités.....).

Comble de l'ironie : les professionnels ayant maintenant goûté aux bienfaits d'un statut réglementé demandent aux autorités un statut de remplacement pour les exclus du CIF !

L'émergence des femmes dans les affaires et en politique (comme au Chili, en Allemagne et aux USA), la mixité, ethnique, religieuse, qui s'accroît sous les coups de boutoir d'une société civile en ébullition peut-elle laisser espérer le retour d'un peu plus de bon sens ? Restons optimiste et philosophe...

Tiens, c'est peut être ici qu'il faut signaler un blog que nous avons apprécié :

www.laurentderauglaudre.com

Plein de bon sens et de quotidien qui pourrait peut être s'avérer utile à ces élites qui nous emmènent....au gré des vents !

NEWS

Gouvernance et Family Office

La richesse par la diversité

Dans notre édition du 1^{er} trimestre, nous avons présenté les synergies développées, en particulier en matière de recherche économique et financière, avec la société Auris Gestion Privée. Cette logique d'une plate forme de compétences complémentaires, dans le respect de l'indépendance de chacun, s'est récemment enrichie par l'arrivée d'Anne Binder au sein de nos bureaux.

Fondatrice d'Administrance, une entité dédiée depuis 10 ans au conseil et à l'accompagnement des actionnaires et dirigeants d'entreprises, Anne Binder (IEP - INSEAD) s'appuie sur une longue expérience de fusion/acquisitions dans des établissements internationaux de prestige.

Intervenant comme conseil, administrateur indépendant, voire mandataire social « exécutif », son expertise dans les domaines de la gouvernance d'entreprises et du conseil aux dirigeants et actionnaires, en fait un partenaire idéal du Family Office, dans ses interventions auprès des familles.

Des synergies d'ailleurs susceptibles de se développer dans les deux sens, tant le besoin se fait plus évident de recourir, pour la réflexion stratégique patrimoniale, le choix des solutions et des partenaires, à des professionnels indépendants du conseil, lors de la cession d'une entreprise familiale.

Partageant avec Financière MJ – Family Office, des valeurs d'éthique, de liberté d'intérêt et d'indépendance, de professionnalisme, Administrance organise la gouvernance comme un élément stratégique de la vie de l'entreprise, à un moment où celle-ci peut être une véritable opportunité, pour les dirigeants comme pour les actionnaires.

Financière MJ – Family Office enrichit ainsi sa capacité d'intervention et affirme son positionnement d'acteur incontournable dans le domaine du conseil aux familles.

AFFO
Association Française du Family Office

Nous avons présenté, dans notre dernière édition, le rôle de cette association dont nous sommes membres et administrateur. Nous avons également évoqué la réunion de juin au cours de laquelle avait été traité le thème :

« Family Office : le gestionnaire des risques ? »

Depuis, les réunions mensuelles auxquelles sont conviés les membres ont permis de couvrir, avec le support de spécialistes, les sujets suivants :

*Gouvernance et actionariat familial.
Famille et philanthropie
Les pactes d'actionnaires (« Dutreil »).*

Variés et techniques, ces exercices permettent aux acteurs du conseil que sont les family offices, de maintenir un haut degré d'expertise ainsi qu'une réflexion permanente sur l'environnement des familles.

Par ailleurs, l'association a décidé d'entamer une réflexion sur la définition du family office et sur l'élaboration éventuelle d'une charte.

Financière MJ – Family Office, en qualité d'administrateur de l'association, participera activement à ces réflexions qui devraient permettre une meilleure reconnaissance de ce métier de conseil ainsi qu'une plus grande lisibilité pour les clients...et qui sait, éviter à terme les abus dans l'appellation Family Office !

Focus
Philanthropie et humanitaire, par Oxus - ACTED

Parlons Micro Finance

2005, année de la Microfinance dans le monde.

2006, Mohamed Junus, élu prix Nobel de la paix pour son œuvre en la matière.

De quoi parle t-on ?

Ni plus ni moins que de la création, partout dans le monde de banques ou de quasi banques, destinées aux plus démunis, leur permettant l'accès à des ressources nécessaires au lancement ou au développement d'une activité économique autosuffisante.

Pour quels « clients » ?

Plus de deux milliards de personnes dans le monde vivant sous le seuil de pauvreté ou de grande pauvreté (respectivement moins de \$2,5 et \$1.5 par jour).

A l'origine, il y a Mohamed Junus, Bangladeshi qui crée il y a plus de 25 ans une organisation de délivrance de micro crédits devenue aujourd'hui la célèbre Grameen Bank, la plus importante institution de micro finance au monde. Mais aussi dans son sillage, le succès moins connu mais tout aussi prodigieux de BRAC, également au Bangladesh.

La mécanique est lancée. Face au succès de ses pères fondateurs, la Microfinance se développe à grande vitesse pour concerner à ce jour près 100 millions de personnes, mais encore et seulement 1/20e des populations potentiellement bénéficiaires.

En pratique, il s'agit de la délivrance de crédits (à des taux de 15 à 30% annuels) pour de très faibles montants destinés à l'acquisition de moyens ou de matériels nécessaires au développement d'une activité économique propres, rentable et pérenne.

Dans des zones où les structures bancaires n'existent pas, où le refusent de prêter à ces catégories de populations, où les usuriers, seules sources de financements, permettent l'accès à des ressources facturées entre 100% et 300% l'an, l'intervention des institutions de Microfinance (les MFI) prend alors tout son sens.

Les produits proposés sont assez divers mais tournent souvent autour de deux maillons : le prêt d'argent, majoritairement à des femmes (sensées être plus fiables, solvables et durables que leur époux...) et la garantie solidaire de groupes, à qui sont prêtées lesdites sommes : le prêt est réalisé au groupe, chaque membre du groupe (sans parenté) étant responsable du remboursement intégral des sommes empruntées, le jeu de la pression collective joue à plein et le taux d'impayés dépasse rarement les 1% (à titre de comparaison, le secteur bancaire des pays OCDE tourne généralement sur un taux d'impayés de l'ordre de 4% environ !). Les bénéficiaires les plus aguerris peuvent avoir également accès à des prêts individuels, cette fois gagés ou contre garantis par des tiers.

Le développement de la micro finance prend actuellement une ampleur exponentielle et nombre d'investisseurs s'intéressent au sujet, se faisant le relais, sous une forme de plus en plus capitalistique, des nombreux projets initialement lancés par des ONG. Les investissements actuellement réalisés par les coopérations nationales ou les très grosses ONG de certains pays (Novib-Oxfam pour les anglais ou encore FINCA aux USA) se chiffrent en centaines de millions de dollars.

Et la France dans tout cela. Pionnière des interventions humanitaires par le biais de ses grandes ONG (MSF, ACF, MDM...), la France n'est que peu représentée dans ce nouveau business social. En France même, l'initiative remarquable de Maria Novac, au travers de l'ADDIE, ne dépasse pas le cadre un peu particulier de nos frontières. La culture de nos ONG françaises s'est bâtie sur un dogme d'interventionnisme en période d'urgence et, contrairement aux autres ONG, notamment anglo saxonnes, très peu sur le thème du développement et de l'accompagnement économique. Elles ont donc dans leur ensemble et par nature raté le décollage de ce mouvement. Jacques Attali, ancien ministre des finances et ex patron de la BERD, qui a créé il y a quelques années PlaNetFinance, organisation internationale d'assistance technique aux institutions de Microfinance (rating, conseil, refinancement et plus récemment investissement direct), en est un acteur français quelque peu atypique et connu dans cet univers. ACTED, cinquième plus grosse ONG française est également de la partie. Cette très belle ONG française, méconnue du grand public s'est créée en 1993 en Afghanistan sur le concept d'ONG de développement. Aujourd'hui présente dans 18 pays, et forte de près de EUR 40 000 000 de budget annuel et de 3000 salariés, elle a su saisir le train de la Microfinance en 2000 pour créer ses propres institutions sous le label OXUS. Aujourd'hui OXUS intervient en direct dans

quatre pays d'Asie centrale et finance près de 15 000 bénéficiaires pour plus de \$3 000 000 d'encours. Forte de son savoir faire et à horizon de 4 ans, ses encours passeront à \$50 000 000 dans 8 à 10 pays, un vrai succès.

Les enjeux, au-delà de la représentation nationale dans ces pays en besoin, sont énormes. La micro finance est en effet reconnue comme l'un des outils les plus efficaces dans la lutte contre la pauvreté. N'être pas présent sur cette approche induit une place laissée aux autres en terme de présence durable dans ces pays. Les Etats-Unis, notamment, par le biais de leur bras armé en matière d'aide au développement, US Aid, ne s'y sont pas trompés qui déversent de considérables investissements dans des MFI pures souches...

La tendance de ces dernières années se caractérise également par une rencontre entre la finance et la Microfinance. Cette dernière a ouvert ses portes, sous diverses formes à des investisseurs dits « socialement responsables » et qui pour la première fois y ont découvert un outil conciliant humanitaire et investissement durable. L'aide n'est plus un simple sujet de collecte, certes louable, mais éphémère à l'instant de l'urgence. Elle devient un moyen, par le prêt, l'épargne ou la participation en capital à des MFI, de participer, sur la durée, au financement de ces innombrables lancements d'activité ; Un autre monde, où la logique humanitaire rencontre avec bonheur la logique du travail et de l'économie. C'est tout le rapport à l'aide qui s'en trouve bouleversé, c'est la rencontre enfin rendue possible entre des modèles économiques que sont celui de la richesse déjà créée chez nous avec celui de la richesse qui émergera demain ailleurs. De ne citer, à titre d'illustration, que les fonds de refinancement de la SIDI, les fonds de Microfinance de La banque Dexia, ou de la compagnie Financière E. de Rothschild. Mieux encore, de structures telle OXUS, qui permettent l'accueil direct d'investisseurs dans le capital de leur MFI.

En présence d'une véritable révolution dans l'approche du développement, que les plus fins stratèges de la banque mondiale n'avaient pas imaginée il y a quelques années encore, nous sommes en présence d'un mouvement de fonds qui ne peut effectivement laisser indifférent.

Si vous souhaitez contacter OXUS

www.oxusnetwork.org

Tel : 33 (0)1 42 65 33 33

Les millionnaires

Ils sont 7 millions (1% de la population) et possèdent 28% de la richesse mondiale !

Après l'étude « World Wealth Report » réalisé conjointement par Merrill Lynch et Cap Gemini, le BCG (Boston Consulting Group) publie une étude sur les grosses fortunes (actifs « investissables » supérieurs à \$1 million) :

Une croissance de 8% en 2005 représentant environ 70 000 milliards d'Euros !

En France, le chiffre serait de 3 100 milliards (soit à peine 4,5% du total, mais 12,5% du patrimoine européen de cette population). Un chiffre qui atteindrait 4 000 milliard en 2010.

Les Etats-Unis comptent 3 millions de millionnaires (1,2% de la population), le Japon 825 000, puis viennent l'Allemagne, le Royaume Uni, la France (260 000 personnes, soit 0,4% de la population) et la Chine.

C'est aux Emirats Arabes Unis que l'on trouve proportionnellement le plus de millionnaires : 6% de la population !, puis viennent le Koweït et la Suisse avec 5,3%.

Revue de Presse

L'Expansion - Septembre 06

Ce magazine faisait un point sur l'évolution des réglementations en matière d'épargne, en particulier celle touchant les conseillers en gestion de patrimoine, par l'apparition du statut de CIF (voir notre rubrique humeur en début de cette édition...).

L'occasion pour François Mollat du Jourdin, interrogé en qualité d'administrateur de la CNCIF (Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers) d'affirmer non seulement l'évolution inéluctable des pratiques du marchés vers une distinction entre prestations par honoraires et rémunération par rétrocessions de commissions financières, mais de constater aussi que le marché demeure encore aujourd'hui très largement dominé par cette dernière pratique, les honoraires et la transparence qui caractérisent ce mode de facturation demeurant encore rarissime et pas toujours accepté par le client lui-même. Nul doute qu'au-delà de la réglementation, l'autorisation de rendre ces honoraires déductibles, les rendrait beaucoup plus attractives pour les clients : ainsi, l'opacité des rétrocessions (qui sont de facto déductibles, est aujourd'hui favorisée par rapport à une pratique plus saine d'honoraires mais pénalisantes fiscalement.....

De nos correspondants canadiens

Les récentes nouvelles concernant le secteur immobilier américain ne sont pas encourageantes et leurs conséquences peuvent avoir une portée considérable. Un examen de cette question.

Vous pouvez accéder à leur bulletin en français par le lien <http://www.bluebridge.ca/fr/newsletter.html>

Consolidation d'actifs – Analyse de performances

Un élément central du Family Office

La consolidation des actifs financiers et non financiers d'une famille ou d'un individu ainsi que la mesure de risques, de performances et de l'origine de la création de valeur sont autant de sujets auxquels le Family Office se doit de fournir une réponse de qualité afin de suivre au mieux les intérêts de ses clients.

Il est en effet indispensable de connaître précisément et régulièrement la valeur du patrimoine global d'une famille, d'une branche, d'un individu ou bien même d'un compte, d'en mesurer la performance ainsi que l'origine de cette performance : talent

du gérant, choix de valeurs, timing ou simple résultante de la hausse des marchés ?

Il est ainsi possible de mesurer et de décomposer finement la gestion d'un portefeuille.

La consolidation d'actifs permet également d'effectuer une mission de contrôle en continu, en vérifiant les cours d'achat et de vente, les frais de gestion et les commissions.

C'est ainsi que le Family Office se doit de disposer de ressources importantes en matière technologique, afin d'assurer cette mission de surveillance continue et d'appréciation de la qualité de la gestion.

Du bon usage d'un tel savoir faire peut découler la sélection des gestionnaires auxquels confier les capitaux, selon leurs domaines d'expertise, leurs ressources et leurs historiques de gestion. Seul le Family Office, acteur indépendant et exclusivement rémunéré par ses clients, peut jouer ce rôle d'expert et de conseil.

Nomenclature d'une démarche « d'asset monitoring »

Objectif : rendement optimal pour un risque maîtrisé

- « Profiling et contraintes » puis élaboration d'une allocation optimale (benchmark composite optimum) indiquant un niveau de risque minimisé pour une espérance de rendement donnée.
- Audit et comparaison de la structure réelle des actifs à cette allocation théorique : écarts, corrélation (aux marchés, à un ou des indices,...)
- Restructuration et ré allocation éventuelle.
- Suivi et coordination régulière Family Office / Gestionnaire(s)
- Etudes régulières performances / risques et attributions de performances

Le résultat de ce travail permet de disposer d'une stratégie mieux contrôlée et plus conforme aux attentes des clients, mais aussi d'améliorer la création de valeur pour un niveau de risque défini.

Financière MJ dispose d'une véritable plate forme technologique que nous vous invitons à (re)découvrir sur notre site internet :

<http://www.financiere-mj.com/consolidationd'a.html>

Opinion

Hedge funds : nouvelles secousses

Alors que la rentrée 2006 a été porteuse pour la plupart des marchés financiers mondiaux, elle fut également annonciatrice d'une forte débâcle dans l'univers des hedge funds.

En effet, les deux fonds alternatifs de la Société de gestion Amaranth basée au Connecticut, USA, ayant près de 50% de leurs actifs investis dans l'énergie, ont essuyés de très lourdes pertes (6,5 milliards de dollars), conséquence de paris erronés pris sur le marché des dérivés de gaz naturel, contraignant ainsi la société à liquider l'ensemble de ses actifs.

Cependant, depuis la fin du printemps un certain nombre de signaux étaient apparus, qui auraient pu mettre en garde les

gestionnaires. En effet, la volatilité sur ce type de marché est extrêmement importante puisqu'il n'était pas inhabituel pour ces fonds d'endurer des pertes supérieures 20% sur un mois. Les marchés de matières premières diffèrent cependant des autres marchés financiers traditionnels par le fait que de nombreuses imperfections subsistent, permettant de réaliser des gains mais également des pertes importants.

Il ne faut pas donc pas nécessairement faire un amalgame et considérer l'ensemble de l'industrie des hedge funds comme étant à hauts risques. Nombre de fonds pour=suivent des stratégies beaucoup plus pérennes et prudente, plus lisibles également. Il convient donc, comme nous l'avons toujours défendu ici, de choisir scrupuleusement les supports d'investissements utilisés pour aborder cette classe d'actifs.

Rappelons que Financière MJ réalise depuis 5 ans une observation approfondie du marché afin d'appréhender les meilleurs véhicules d'investissements, pour un conseil alliant expertise et sécurité.

Private equity Prudence et sélectivité !

Rexel, Legrand, Teledanmark, Pages Jaunes, Cegelec, HCR, ...toutes ces entreprises ont un point commun : elles ont fait l'objet d'un rachat par un fonds d'investissement. L'activisme des ces fonds est devenu un phénomène financier majeur. Aujourd'hui, pas une rumeur de cession ou un projet de rachat ou d'OPA sans que leurs noms soient évoqués. Et pour cause, les montants qu'ils ont levés suivent une croissance exponentielle (plus de 300 milliards de dollars ont ainsi été levé depuis le début de l'année 2006, un nouveau record).

Cette course folle s'explique aussi par les rendements lucratifs délivrés ces 15 dernières années par ces investissements, aussi favorisés par un contexte de taux d'intérêt particulièrement favorables à l'endettement.

Néanmoins, tous les investisseurs utilisant cette classe d'actifs comme diversification de leur patrimoine ne sont pas logés à la même enseigne.

En effet, d'après une étude de Private Equity Intelligence, « 10% des fonds ont représentés à eux seuls 65% des gains totaux perçus par les investisseurs. Si on élargit la base à 20% des fonds, on obtient 84% des gains totaux ». Le fonds auquel on confie des capitaux revêt donc une importance capitale.

Toujours est-il que ce phénomène pourrait encore faire l'actualité en France, et à l'international, au cours des prochains mois, mais qu'il convient aussi de veiller à la possible bulle de cette classe d'actifs qui peine aujourd'hui à placer ses liquidités et s'attaque donc aux sociétés cotées... !

Des rendements attractifs sont encore possibles, mais est-ce réellement au travers de ces mastodontes, qui « se repassent le mistigri » tous les 2 ans avec 50% de plus value (il faut bien donner son TRI à l'investisseur...) dans une économie en croissance de 2%, ou plutôt par des acteurs plus confidentiels et plus spécialisés, agissant dans une véritable logique d'accompagnement des entreprises dans lesquelles ils investissent ?

PRATIQUE

Fiscalité

France / Luxembourg : « ah les beaux jours ! »

Un avenant à la convention fiscale franco-luxembourgeoise a été signé entre les deux pays au mois de juillet 2006. Cet amendement, qui devrait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2007, impactera directement les anciennes règles fiscales permettant l'exonération d'impôt, luxembourgeois et français, sur les revenus et plus values d'immeubles situés en France et détenus par une société luxembourgeoise.

Une faille qui résultait d'interprétations divergentes des deux pays, et largement exploitée :

En substance, l'administration française qualifiait les revenus fonciers perçus par l'entreprise luxembourgeoise, de bénéfices commerciaux. La fiscalité applicable devait par conséquent relever de la juridiction où l'entreprise disposait d'un établissement stable, le Luxembourg. De son côté, le Luxembourg considérait ces revenus fonciers comme devant être fiscalisés dans le pays de situation des immeubles, la France.

Résultat : plus values et revenus locatifs n'étaient pas imposés !

L'amendement signé cet été met fin à cette situation et rend imposables les revenus immobiliers ou les plus values immobilières dans le pays de situation de l'immeuble, même lorsque ceux-ci sont générés par une société soumise à l'IRC (équivalent luxembourgeois de l'Impôt Société).

La protection des épargnants

L'information, le conseil et la rémunération

En donnant raison à La Poste, la chambre commerciale de la cour de Cassation¹ vient de rendre 5 arrêts au profit de l'établissement financier, conformément à l'avis de l'avocat général, démontrant ainsi que la protection de l'épargnant ne doit pas se transformer en assistanat.

Le litige portait sur l'absence de conseil délivré aux épargnants lors de la souscription des contrats. Pour la cour de Cassation, les précisions figurant dans le document publicitaire accompagnant l'offre du produit financier satisfaisaient à l'obligation d'information de La Poste sur les caractéristiques objectives de ce produit. Ces arrêts, confirment la jurisprudence selon laquelle le banquier n'a un devoir de mise en garde envers ses clients que pour des opérations qui présentent un caractère spéculatif. Tel n'était pas le cas du produit Bénéfic.

Toujours sur le thème de la protection des épargnants, le rapport de la commission Delmas Marsalet pointe les carences en matière d'information et les méthodes de commercialisation

des produits financiers. Cette commission dresse un état des lieux des pratiques pour l'ensemble du secteur financier (banques, assurances ..). Le rapport développe un certain nombre de mesures allant dans l'intérêt des épargnants, avec pour objectif central : permettre aux clients de faire des choix éclairés en matière de placements financiers.

Nous reprenons les propos de monsieur Delmas Marsalet « A l'heure actuelle, la couverture du conseil se fait par des rétrocessions sur les droits d'entrée ou sur les frais de gestion prélevés sur l'encours. Ce second mode, dominant aujourd'hui sur le marché, a l'avantage de moins pousser à la vente à tout prix. Ce système de rémunération n'est toutefois pas idéal, car il rémunère le conseil lorsque celui-ci aboutit à une vente. Or, il y a des cas dans lesquels le bon conseil peut être de ne pas souscrire de produit. Exemple : si vous avez de l'argent disponible et que vous êtes endetté à un taux nettement supérieur au rapport de vos placements, mieux vaut alors rembourser qu'investir. En l'état actuel des choses, si l'on donne ce conseil, on n'est pas du tout rémunéré. Donc, on ne le donne pas ! Le rapport avance l'idée de favoriser la rémunération du conseil en tant que tel par voie d'honoraires réglés par le client. Si le conseil débouche sur une vente, elle serait déductible des droits de souscription des produits vendus, de façon à éviter une double rémunération. Pour être accepté dans un pays où les clients des banques sont très réfractaires à la tarification de ce service en tant que tel, cette rémunération devrait être modeste. Elle pourrait être limitée au coût réel du temps passé par le conseiller vendeur. »

Quant aux moyens pour encourager le développement d'une tarification de la prestation de conseil par la voie d'honoraires directement perçus par le conseiller, la commission propose d'admettre des honoraires de conseil en déduction des revenus du patrimoine, à l'image de ce qui existe pour les droits de garde. Une idée également défendue par les avocats, qui souhaiteraient voir le régime de déductibilité des honoraires pour les particuliers, aligné sur celui des sociétés.

Il est cependant peu probable que ces sujets, malgré leur importance pour renforcer la transparence du marché, fassent partie des priorités de nos élus au cours des prochains mois !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART- Source Artprice

Frénésie insatiable...

La vente « Impressionnist & Modern Art » de Christie's a confirmé que le marché est aujourd'hui à un niveau historique. En une seule vente et 78 coups de marteau, l'auctioneer a enregistré un incroyable produit de ventes de \$491m, plaçant cette vacation comme la première vente mondiale en terme de chiffre d'affaires, loin devant la vente historique de mai 1990 orchestrée par Sotheby's capitalisant alors \$ 286m.

¹ Cassation commerciale, 19 septembre 2006,

Les quatre Gustav KLIMT présentés ont rapporté quelque \$192m. Ces tableaux, confisqués par les nazis à la famille Bloch-Bauer, avaient été récemment restitués par l'Autriche à l'héritière des propriétaires. Une cinquième toile, Portrait d'Adèle Bloch-Bauer, avait été vendue en juin au cours d'une transaction privée pour \$135m.

Au delà des Klimt, de nombreux records ont été enregistrés, notamment, Gauguin, Schiele et Kirchner.

En revanche, une toile de Picasso de la période bleue, dont on attendait beaucoup, a été retirée de la vente au dernier moment (devant les contestations de Julius H Schoeps qui affirme que son grand oncle, Paul von Mendhelssohn- Bartholdy, en a été spolié sous le régime nazi).

L'art contemporain s'avère également toujours très porteur :

L'Américain Jeff KOONS trône cette année encore sur la plus haute marche. Son record date de 2001, avec une sculpture intitulée Mickael Jackson and Bubbles de 1988 adjugée \$5,1m chez Sotheby's New York à l'armateur norvégien Astrup Fearnley. Alors qu'il n'avait jamais vendu une œuvre aux enchères en 1990, il est aujourd'hui habitué au feu des coups de marteau millionnaires ! Pas moins de trois sculptures ont dépassé le seuil du million de dollars depuis le début de l'année, dont New Hoover Convertibles, Green, Red, Brown, New Hoover, une installation réalisée à partir d'aspirateurs, partie pour 4,7 millions de dollars chez Sotheby's. Cette pièce fait référence à "The New" l'un des ses premiers travaux exposés au New Museum of Contemporary Art de New York en 1980, qui était composé d'aspirateurs sous vitrine.

Autre spécialiste des installations, Damien HIRST, chef de file des Young British Artist : cette année, *Away from the Flock, divided*, un aquarium contenant un agneau coupé en tranches s'est arraché \$3m le 9 mai dernier chez Christie's NY. Quelques minutes après ce coup de marteau, *Beauty and the Beast*, un diptyque de 2002 partait pour \$1,5m.

L'avant-garde nord-américaine ne compte pas moins de 24 artistes dans le TOP 100, contre 39 Européens. Parmi les artistes européens qui ont le vent en poupe cette année, soulignons les performances de l'anglais, d'Albert OEHLEN, ou encore la présence de l'allemand Matthias WEISCHER ! Cette étoile filante de 33 ans, soutenu par Saatchi et présenté à la Biennale de Venise 2005, s'est arraché à Londres cette année, alors que ses toiles n'étaient jamais apparues en salle des ventes avant l'automne dernier.

Symbole de la montée en puissance du marché chinois, le TOP 100 établi par Artprice compte désormais autant de créateurs chinois qu'américains. Le leader du groupe est ZHANG XIAOGANG. Avec un tel essor, il ne serait pas étonnant de voir les artistes de nationalité chinoise dominer le marché en 2007.

La photographie, de son côté, demeure le médium le plus en vogue. Sur la période janvier 1996 – septembre 2006, la cote des photographies réalisées par les artistes nés après 1945 a progressé de +262%, alors que les hausses sont de +156% pour les sculptures et +158% pour les peintures. Quant aux estampes, leur cote ne progresse que de +33% sur dix ans.

Le premier photographe du classement Artprice est Richard PRINCE (nouveau record à \$1,2m pour *Good News, bad News*). Autre icône, Andreas GURSKY, avec une enchère à 2 millions de dollars pour «99 Cent» le 10 mai 2006.

En novembre, autour de nombreuses expositions, foires et ventes publiques, Paris est devenue la capitale de la photographie : près de 80 expositions thématiques, le salon Paris Photo, en marge duquel les maisons de ventes parisiennes organisent quelques ventes spécialisées : Piasa avec une dispersion de 300 clichés, anciens et modernes dans des budgets souvent inférieurs à 500 euros. Tajan, avec une vente articulée autour des archives de la maison Braun et une sélection de tirages de la Comtesse de Castiglione par le photographe Pierre-Louis Pierson....

Dans ce contexte, les photographes de mode font une percée remarquée.

Mode et photographie forment une alliance commerciale et créative depuis le début du XXème siècle. La photographie de mode s'est rapidement diffusée via des revues telles que Vogue ou Harper's Bazaar et flirte déjà avec l'art lorsque, par exemple, MAN RAY utilisait des mises en scènes surréalistes pour honorer ses commandes commerciales. Les connivences entre l'art, la mode et la publicité sont vieilles d'un siècle et, depuis les années 1980, une véritable fusion entre les deux univers s'est imposée. Certains photographes de mode ont su créer des univers esthétiques forts. Leurs clichés ont désormais pénétré les galeries et les musées.

A titre d'exemple, citons Helmut NEWTON, l'artiste, qui magnifiait le nu féminin. Mais nombre de photographes contemporains prennent des libertés avec leurs sujets si bien que le produit à vendre et les « people » à immortaliser deviennent prétextes à d'étranges mises en scènes, décalées et insolentes. Les top modèles les plus prisés et autres célèbres personnages déclenchent le feu des enchères à l'instar du cliché de Peter LINDBERGH titré *Cindy Crawford, Tatjana Patitz, Helena Christensen, Linda...* qui a doublé son estimation le 17 mai dernier pour partir à 17 000 £ (24 963 €, chez Christie's Londres).

Bénéficiant de l'engouement de ces 5 dernières années pour la photographie de mode, Jean-Baptiste MONDINO a fait une entrée timide dans la maison de ventes Brist à Paris en 2001.

De grands photographes se sont également prêtés à l'exercice de la photographie de mode dont Irving PENN et Richard AVEDON. Certains clichés d'Avedon atteignent des sommets comme *Stephanie Seymour*. Cependant, la photographie de mode est parfois une occasion unique d'acquérir une grande signature pour une modeste somme. En effet, des retirages de Penn et Avedon sont accessibles autour de 5 000 €, tels que *Penelope Tree, Suit by Ungaro, Paris*.

IMMOBILIER

« Piano et sano ? »

Le marché de l'immobilier a fait preuve d'une certaine vitalité au cours du troisième trimestre 2006, avec une progression d'activité de près de 2.5 %. Sur un an, le marché est donc toujours orienté à la hausse et l'expansion reste soutenue (+ 3.0 % sur un an), malgré des scénarios de retournement de conjoncture si souvent pronostiqués.

Les conditions de crédit faites aux emprunteurs n'ont quasiment pas été affectées par les quatre remontées du taux de refinancement de la BCE intervenues depuis décembre 2005. L'allongement de la durée des prêts accordés est venu en compenser la presque totalité des effets.

Sur le fond, le marché paraît relativement solide. D'autant que le ralentissement de la hausse des prix participe depuis plus d'un an au soutien de la demande : l'indicateur de solvabilité est maintenant stabilisé depuis l'été 2005. Il bénéficie de l'amélioration de la situation du marché de l'emploi, mais aussi d'un contexte économique favorable. Ainsi, la faible progression des prix constatée durant l'été doit sans doute être considérée avec attention. Elle fait suite à une augmentation des prix plus rapide que prévue durant le 2ème trimestre. La « faiblesse » de la hausse des prix durant la saison estivale ne paraît donc pas annoncer un affaiblissement général du marché, mais plutôt exprimer un déplacement de la demande : déplacement d'une partie de la demande convaincue à tort que les taux d'intérêt allaient remonter rapidement au printemps et qu'il fallait acheter au plus tôt. De plus, le retour sur le marché de ménages modestes en primo accession (avec l'extension du Prêt à Taux 0 applicable à l'ancien), le déplacement de la demande des zones les plus convoitées et donc les plus chères vers des marchés périphériques, sont autant de facteurs qui soutiennent ce marché.

Les perspectives :

Aussi, si le spectre d'un choc immobilier semble peu plausible en France, il convient néanmoins de prêter attention au comportement des marchés américains et espagnols, le premier connaissant un retournement de tendance depuis la fin du premier semestre tandis que le second reste l'un des marchés Européens les plus chers et surtout le plus exposé à un brutal retournement. Un tel scénario serait forcément susceptible d'impacter le marché Français.

D'un point de vue purement cyclique et comme cela est habituel en automne, le marché devrait connaître un ralentissement d'activité dans les mois à venir. Pour autant, les conditions de crédit restent excellentes et les établissements distributeurs maintiennent leurs stratégies de concurrence. La hausse des taux devant demeurer cantonnées, il paraît dans ces conditions probables que, sauf « gros accident extérieur » (USA, Espagne,...), le marché devrait demeurer solide et ralentir de façon saine.

Reste néanmoins que l'écart revenus/prix immobiliers a rarement été aussi important et qu'une telle situation ne saurait demeurer sans un rééquilibrage.... Cela viendra-t-il du fameux « pouvoir d'achat », un thème qui semble devoir être central dans la campagne présidentielle qui démarre ?

MARCHES FINANCIERS

(Avec Auris GP)

Croissances mondiale et régionale

Au cours du deuxième trimestre la préoccupation d'une récession américaine s'était substituée aux craintes inflationnistes qui prévalaient fin juin.

Les données statistiques attestent d'une divergence entre les cycles économiques américain et européen. Les Etats-Unis, dans une phase de ralentissement, s'orientent vers une pause de milieu de cycle, avec une croissance économique en deçà de leur tendance de long terme, à 2,8 % environ.

La correction immobilière en cours a été de nature à apaiser les tensions inflationnistes, qui avaient constitué le principal moteur de consolidation des marchés. Ce ralentissement a aussi permis la détente des prix du baril et des matières premières.

En Europe, la reprise est désormais bien installée, soutenue par une amélioration progressive de l'emploi. Cet élan sera cependant freiné à l'avenir par la mise en place de politiques budgétaires plus rigoureuses, notamment en Allemagne et en Italie.

Ceci posé, il semble que l'augmentation de TVA allemande est déjà anticipée et devrait donc avoir peu d'effets. A contrario, il faut souligner la décision allemande de ramener la fiscalité des entreprises à moins de 30 % au premier janvier 2008 contre 38,6 % aujourd'hui (taux le plus élevé d'Europe).

La croissance de la zone Euro devrait néanmoins s'inscrire en retrait en 2007 (proche de son potentiel de 2%), essentiellement grâce à la prolongation d'un processus de rattrapage et notamment aux investissements des entreprises dont la croissance sera proche de 5 %.

Les nouvelles en provenance du Japon confirment le sentiment d'une économie en expansion. L'enquête Tankan, qui retrace la confiance des entrepreneurs, est ressortie au-dessus des attentes. Le Japon n'a cependant pas encore totalement gagné sa lutte contre la déflation dans la mesure où le taux d'inflation épuré de sa composante « énergie » reste négatif.

La sortie de la déflation semble en effet plus laborieuse que prévue et nous restons en attente d'une confirmation de la capacité de la demande privée domestique à se substituer à la croissance des exportations. L'amélioration du ratio « CDI » / « CDD » dans les contrats d'embauche est à cet égard un élément précurseur positif.

Nous faisons le pari que les forces d'un monde plus globalisé amplifient les opportunités de croissance.

Atterrissage des Etats-Unis

Le spectre de l'éclatement d'une bulle du marché immobilier engendrant une récession économique semble s'éloigner. En effet, la rapidité des ajustements est rassurante, les stocks n'étant plus excessifs (équivalents à 7 mois). La situation à la fin des années 80 était différente car les promoteurs avaient accumulé des invendus pendant plusieurs années.

Ceci posé, la situation financière des ménages américains doit être observée attentivement. De nombreuses innovations financières ont permis aux ménages les plus fragiles d'accéder à des formules de crédit innovantes, permettant notamment de reporter l'échéance de remboursement du capital. Ceci constituerait peut-être un talon d'Achille en cas de ralentissement économique plus prononcé, avec à la clé une érosion de la qualité des bilans des institutions bancaires que la FED cherchera certainement à éviter par davantage de régulation.

Il faut également noter que la capacité des ménages américains à extraire du cash en refinançant leurs crédits immobiliers grâce à la baisse des taux et la hausse des prix va rapidement se réduire.

Ben Bernanke, en ligne avec d'autres économistes, estime que le ralentissement de l'immobilier résidentiel devrait peser sur la croissance économique à hauteur d'un point de PIB.

L'indice ISM a poursuivi sa baisse pour le troisième mois consécutif. Parallèlement, la productivité ralentit, ce qui, couplé à des hausses salariales, devrait déboucher sur une progression du coût unitaire du travail (probablement inférieure à 2,5 % en 2007 toutefois).

La Victoire démocrate, plus large qu'attendue, implique un consensus et devrait repousser les réformes économiques fondamentales après 2008. On notera qu'elle facilitera cependant une hausse du salaire minimum (inchangé depuis 1997), mais que l'effet domino d'une telle hausse sur l'ensemble de l'échelle des salaires est moins mécanique que dans nos économies. Le marché compte maintenant sur la solidité des fondamentaux américains pour soutenir sa croissance et créer des emplois en dehors de la chaîne immobilière.

Conséquences pour les banques centrales

Le différentiel des taux d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique s'étant réduit, il est vraisemblable que la FED gardera ses taux inchangés dans les prochains mois, alors que la BCE, après avoir porté les siens à 3,25 % malgré le répit concédé par l'inflation en septembre, devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, portant les taux à 3,5 % d'ici la fin de l'année.

La BCE a confirmé son orientation restrictive, en évoquant le terme de « vigilance forte » et le risque de « sur-ajustement » monétaire existe, avec pour conséquence la force de l'euro, une inversion de la courbe obligataire et donc un frein à l'augmentation des multiples de valorisation boursière.

Conséquences pour les marchés émergents

Dans l'environnement actuel, les prix des actions des pays émergents devraient résister au scénario de ralentissement américain pour au moins trois raisons :

(1) historiquement les pics des taux des « Fed funds » n'ont généralement pas précédé des périodes de performances négatives, c'est davantage le repli des investissements américains (très prononcé en 2001) qui a contribué au recul

des émergents, or actuellement le cycle des investissements des entreprises américaines ne semble pas en bout de course;

(2) la moindre dépendance des économies émergentes à l'égard du commerce avec les pays développés;

(3) les marchés émergents disposent actuellement de considérables ressources financières (réserves de change massives en Chine, mais également très respectables en Amérique latine) pour stimuler leurs économies de manière plus autonome en cas de ralentissement (les crises asiatique et russe de 1997/1998 ont été amplifiées par le fait que ces économies étaient alors très dépendantes de sources de financement externes).

Il est probable que le rôle structurant et croissant des pays émergents dans les marchés des capitaux occidentaux soit encore sous-estimé. Pour les portefeuilles prêts à accepter un peu plus de volatilité à court terme, la performance ajustée du risque plaide certainement en faveur des pays émergents.

Conséquences pour le secteur énergétique

La demande restant forte et l'exploitation de nouveaux gisements exigeant des coûts supérieurs, il est probable, au-delà de la volatilité à court terme et le récent repli significatif des cours, qu'il demeure pertinent, à long terme, de rester exposé à cette classe d'actifs.

Conséquences pour les obligations

Les taux US (4,60 % sur les « Treasuries » à 10 ans) sont si bas (courbe inversée) qu'il est possible qu'ils intègrent de manière excessive le scénario d'un atterrissage brutal. Même si les emprunts d'Etats peuvent être favorisés par leur qualité de valeur refuge, ils nous semblent toujours trop chers par rapport à leur potentiel de hausse.

Les obligations à haut rendement et émergentes nous paraissent également présenter une faible opportunité : les spreads sont trop limités pour offrir un « coussin » suffisant.

En revanche, les obligations convertibles demeurent une classe qui nous paraît mériter de figurer dans un portefeuille, d'une part comme amortisseur potentiel d'une baisse des actions (et l'on voit que des corrections peuvent se produire), mais également, et comme signalé dans le passé ici, pour profiter d'une hausse de la volatilité.

Conséquences pour les devises

La phase d'évolution conjoncturelle actuelle ne donne pas de visibilité sur le dollar, il ne nous paraît donc toujours pas pertinent de s'exposer à cette devise. Les investissements US devraient dès lors et préférablement être réalisés avec une couverture devise.

Le yen, qui souffre déjà d'un différentiel de taux défavorable et du tarissement des flux liés à la sous performance du marché nippon, a été encore affaibli par les tensions liées aux essais nucléaires en Corée du Nord. Il est cependant certain que les niveaux actuels ne reflètent pas la valeur intrinsèque de la

devise et que le Yen, avec les autres devises asiatiques, devrait connaître un mouvement de réévaluation à terme.

Conséquences pour l'investissement

L'année approche de sa fin, il est déjà possible de tirer un bilan partiel, constat tout d'abord d'un exercice en deux temps :

(1) forte hausse suivie d'une violente correction sur le premier semestre, qui affiche ainsi une performance légèrement négative, suivies

(2) d'une hausse presque ininterrompue à compter du mois d'août, un mouvement qui va s'accéléralant au cours de l'automne. Un constat peut également être fait ces dernières semaines d'un retour du « cash », les liquidités sont abondantes et semblent retenir le marché de toute velléité de baisse forte. En somme, 2006 devrait être « un cru de qualité », mais qui n'aura pas été sans difficultés et à coups.

En cette fin d'année se pose donc (comme cela est d'ailleurs généralement le cas) la question des prises de bénéfices (et des ajustements éventuels de stratégies pour l'année 2007, le « window dressing » n'étant pas toujours sans conséquences pour les portefeuilles). Au-delà de ce réflexe, il paraît normal de savoir « engranger » régulièrement les profits, surtout après un tel parcours (au moins sur les marchés européens). Le systématisme de prises de bénéfices régulières et de gestion par le risque doit en effet devenir partie intégrante d'une stratégie « père de famille » comme dynamique. Profits dont le réinvestissement peut être l'objet d'une gestion complémentaire, via des classes d'actifs moins risquées que les actions (et sans pour autant se rabattre sur les actifs sans risque et peu rémunérateurs).

En conclusion, si la prime de risque des actions semble historiquement élevée (et donc les actions peu chères), ce n'est pas l'effet du hasard, mais de la prise en compte logique par les

investisseurs de la difficulté qu'il y aura à maintenir le rythme de croissance des bénéfices et les taux de marges élevés des années précédentes.

La dichotomie croissante entre les marchés financiers et la macro économie doit inciter à garder un œil attentif sur la liquidité des marchés et le sens des flux financiers (comportement des institutionnels, des « hedge funds » et des fonds de LBO) pour juger des risques inhérents à chaque classe d'actifs.

Il paraît donc raisonnable, pour un investisseur européen, de maintenir un important biais actions Europe ainsi que des positions sur les marchés émergents et le secteur pétrolier.

A titre de diversification internationale :

- Construction progressive d'une position en actions japonaises, et ce seulement lorsque l'on aura observé une stabilisation du yen et l'éradication définitive du risque de scénario déflationniste (et d'une reprise solide de la consommation?... Mais il pourrait alors être un peu tard !). Il est évident qu'il faut aborder ce marché à travers des gérants spécialisés capables d'identifier des actions à faibles valeurs relatives et à forts catalyseurs.

- Construction progressive d'une position en actions américaines (avec couverture systématique de la devise). Notons aussi que de nombreux gérants d'actifs privilégieront cette classe d'actifs pour son caractère défensif dans un scénario de ralentissement de la croissance mondiale. Une approche « relative value » semble donc ici convenir.

De manière générale, il paraît souhaitable d'accroître la « manœuvrabilité » des portefeuilles pour garantir le maximum de réactivité face à un imprévu. Les pronostics apparaissent en effet très contrastés sur les scénarios possibles en 2007.

FINANCIERE MJ  Family Office
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune

Conseiller en Investissements Financiers
Enregistré sous le N° D003807 auprès de la CNCIF
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers

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 Financière MJ.