

LA LETTRE

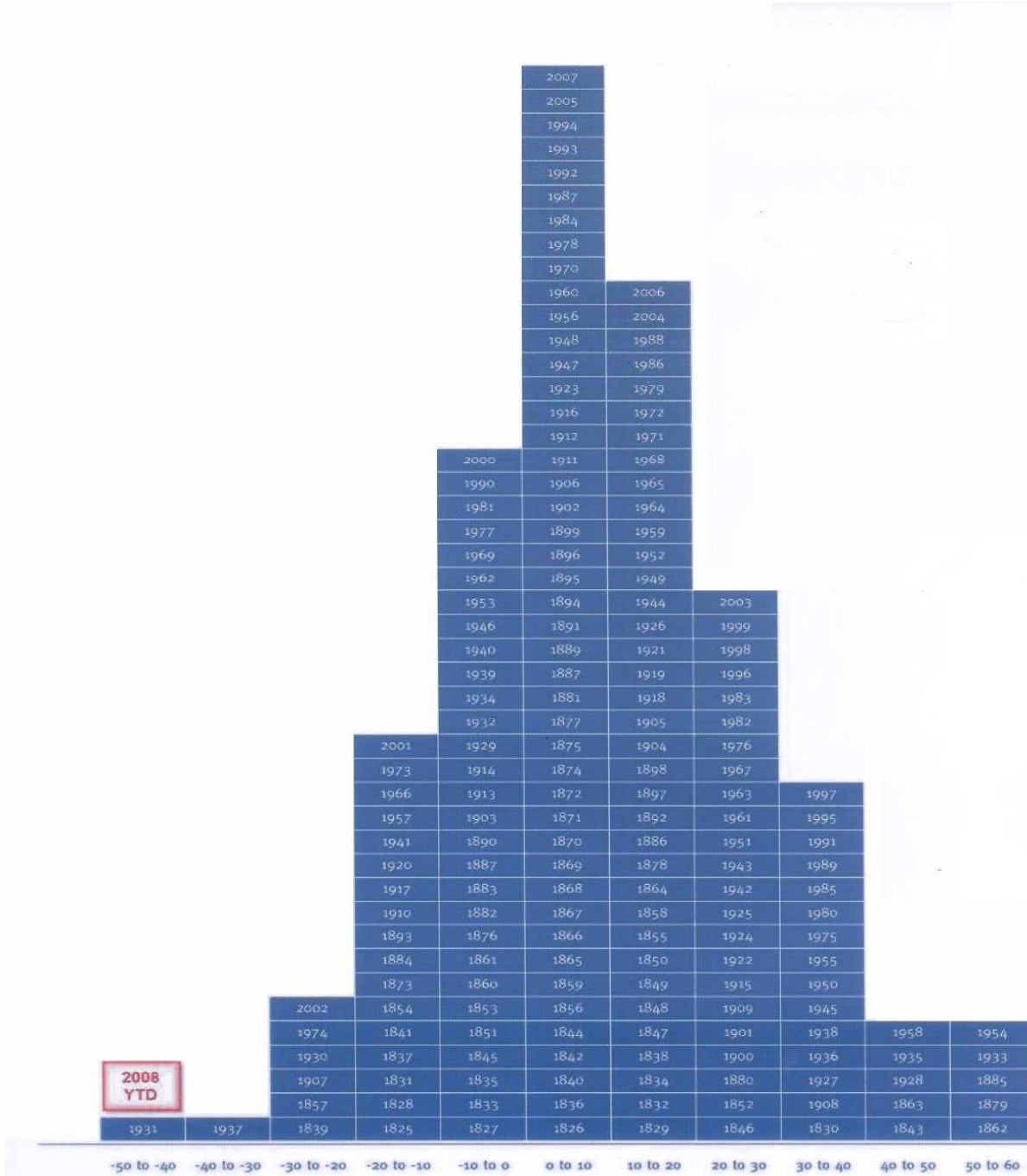
de Financière MJ

N°23 / 4ème trimestre 2008.

SOMMAIRE

Performances moyennes des marchés financiers	Page 2
Humeur	Page 3
Idées	Page 3
<i>La rémunération des Family Offices</i>	
<i>Les banquiers privés perdent la confiance des clients</i>	
<i>Le prix des transgressions</i>	
News	Page 5
<i>ENFO</i>	
<i>AFFO</i>	
<i>Revue de Presse</i>	
Pratique	Page 5
<i>Nouvelle réglementation des Hedge Funds</i>	
<i>Epargne salariale et LBO</i>	
<i>Loi de Finance 2009</i>	
<i>L'indice Big Mac</i>	
Conjoncture ... et perspectives	Page 8
<i>Art</i>	
<i>Immobilier</i>	
<i>Marchés Financiers</i>	

2008, une exception ? Une anomalie ?
 Seul équivalent aux performances boursières de 2008 : 1931.
 Une année noire, prolongée en 1932, mais suivie de rebonds significatifs (+60% en 1933).



Distribution par année des performances moyennes des marchés financiers de 1825 à aujourd’hui.
 (en pourcentage)

"On ne va jamais aussi loin que lorsqu'on ne sait pas où l'on va" - Christophe Colomb.

Les bourses mondiales connaissent leurs plus fortes baisses depuis 80 ans, le monde s'affole, les politiques paniquent...

Nous avons vécu un mois d'octobre exceptionnel, par la violence de la crise, qui, de financière devient économique avec une rapidité que nul n'aurait imaginée. Les Etats-Unis, après 8 ans d'administration, qui aura mis le monde à feu et à sang réalisent un volte face que personne n'osait espérer et donnent à cette occasion une grande leçon et surtout un immense espoir au reste du globe ! Le président français surfe sur l'opportunité de faire ré-émerger son pays sur la scène politique mondiale, le premier ministre anglais dessine une politique de secours qui se verra déclinée par le reste de la planète en quelques semaines seulement ! L'Etat actionnaire, concept peu en vogue depuis 15 ans, fait un retour en force en l'espace d'un mois, y compris et surtout dans les pays qui avaient le plus rejeté ce modèle : le réalisme et la nécessité prennent le dessus, face à une situation où il faut sauver le soldat financier si nous ne voulons pas que l'ensemble du navire sombre corps et bien ! Des sommes, dont on n'imaginait pas même qu'elles puissent un jour avoir une réalité, sont mobilisées par des états déjà au bord de la faillite, l'Europe parvient en 3 semaines à réaliser ce à quoi elle n'était jamais parvenue en 50 ans : une coordination économique et financière. Sarkozy en profite pour chausser les bottes du futur dirigeant économique du continent. La Russie, que l'on donnait pour un eldorado, assis sur une montagne de ressources naturelles, s'écroule et les épargnants voient se volatiliser leurs dépôts...qui seront probablement récupérés par quelques acteurs de l'ombre bien placés. La Chine sort finalement de sa réserve, et met sur la table une (petite) partie des ses immenses réserves pour calmer l'agitation sociale qui se lève à travers le pays. L'Islande fait faillite....et il n'est pas impossible, qu'après quelques autres, le Royaume Uni se voit contraint de recourir, comme il l'avait fait en 1976, au soutien du FMI..... !! Les hedge funds, considérés par beaucoup comme les grands responsables de cette crise, doivent faire face à un challenge sans précédent dans leur courte histoire (mais n'est-il pas dans leur ADN de s'adapter très rapidement aux nouveaux environnements ?). Le pétrole divise son prix par 3 en quelques mois.

La liste pourrait encore être longue, tant ces dernières semaines n'ont aucun précédent : même en 1929, l'onde de choc ne fut pas si rapidement mondiale ! Les conséquences sont déjà douloureuses pour beaucoup, elles se feront sentir pendant de longs mois, voire plusieurs années.

Octobre historique cependant, tant il semble évident que tous les pays se trouvent aujourd'hui, au-delà de défis

incommensurables, face à des intérêts convergents ; fascinant tant il apparaît que les pays dits riches bricolent de la dette pendant que les pays dits émergents ne font que ponctionner une petite partie de leurs réserves, sans même parler de leurs excédents budgétaires, pour amortir le choc ! Le monde a subi, en un temps record, un changement profond qui redessinerait aussi bien les cartes du pouvoir politique et financier, que celles du commerce et du développement.

Historique donc à plus d'un titre, et nous en sommes ! Quelle aventure ! Au delà de la souffrance et des dégâts, ne négligeons pas la force d'être, chacun de nous, un acteur/spectateur de cette révolution. Dès aujourd'hui, il faut tenter de déchiffrer et de tirer les premières leçons : un monde difficile, incertain, mais fait aussi d'opportunités, que nous n'avions plus vues depuis longtemps. Il est plus que jamais nécessaire de regarder derrière soi avec réalisme pour mieux se projeter de l'avant.

Dans un tel contexte, le family office, tel que nous le pratiquons et le défendons depuis bientôt 7 ans, nous paraît plus pertinent que jamais et offre, à ceux qui le souhaitent, une réelle alternative : conseil, réflexion, analyse, indépendance, expertise... Il serait prétentieux de s'imaginer plus capables, mais l'inertie et la capitulation ne peuvent servir de stratégie. La prudence réfléchie et la préparation doivent être les outils de reconstruction. Nous vous livrons ici un faisceau de réflexions dont nous espérons qu'elles sauront vous apporter quelques clés d'un métier nouveau, en cours de gestation mais que nous avons, parmi les premiers, estimé indispensable !

IDEES

La rémunération des Family Offices

Il existe deux types de family office, les single family offices (SFO), et les multi family offices (MFO), dont les rémunérations sont différentes.

En France, il existe plusieurs SFO, créés par une seule famille. Trouver alors un Family Officer soulève de nombreuses questions : où et comment le trouver, comment le rémunérer, et le fidéliser pendant une longue période ? Pour ce faire, la rémunération du Family Officer est souvent complétée par un bonus ainsi que la participation à des opportunités d'investissement, aux cotés de la famille. Les frais de fonctionnement engendrés par le SFO sont entièrement à la charge de la famille.

Le MFO est une entité ouverte à plusieurs familles. En France, une partie des MFO se rémunère exclusivement par des honoraires versés par les familles. En fixant à l'avance le montant de la rémunération qui sera perçue, le MFO conserve une indépendance de jugement et évite

tout conflit d'intérêts. Ces honoraires peuvent être fixés selon le volume de travail requis pour accomplir les missions définies et/ou par un pourcentage du patrimoine sous supervision. Le montant de ces honoraires peut varier d'une année sur l'autre, en fonction de la croissance, de la renommée, et de l'expérience de la famille avec son MFO, ce qui pourra permettre à ce dernier de financer son développement et, entre autres, d'accroître sa technicité au service de ses clients.

Aux Etats-Unis, le MFO a davantage vocation à optimiser les résultats de gestion et pour cela, la majorité du revenu provient de commissions de gestion. Il convient alors que le MFO adopte une totale transparence envers les familles afin de prouver que les investissements sont exclusivement réalisés dans l'intérêt de leurs clients. Ce type de rémunération nécessite donc une parfaite relation de confiance entre le MFO et la famille...mais ne saurait être à l'abri des travers qui lui sont inhérents...

Les banquiers privés perdent la confiance des clients

Une enquête réalisée par Deloitte auprès de 50 familles et dirigeants de banques spécialisées en gestion de fortune au Royaume Uni et en Suisse révèle certains défauts de ces organisations : rémunérés sur les volumes et non sur la performance, les banquiers privés sont souvent tentés de vendre des produits émis par leur banque, au risque d'oublier les besoins réels de leurs clients. La connaissance grandissante qu'ont les familles des produits financiers a aussi contribué à la dégradation de la relation qui les liait auparavant. Pour retrouver les banquiers dans un rôle de conseiller plutôt que de vendeur, il faudrait distinguer les honoraires, rémunérant le conseil, des commissions perçues sur les encours.

La crise financière qui secoue le monde depuis quelques mois a remis en cause la gestion financière des grandes banques, persuadant certaines familles de confier leurs actifs à des family offices ou des gérants indépendants. On assiste ainsi aujourd'hui au développement accéléré de ces structures. En Suisse, c'est EFG International, basée à Zurich, qui a le plus profité de cette perte de confiance, avec une entrée de CHF109 milliards de nouveaux capitaux au cours des 6 premiers mois de l'année 2008.

Le prix des transgressions

Par Pierre de Beaulaincourt – Natixis.

L'ampleur de la crise américaine, exportée par la titrisation, résulte en grande partie des transgressions des règles traditionnelles de la distribution des crédits (1) et de la liquidité des banques (2).

1) Les prêts menteurs consentis aux emprunteurs l'étaient sur la seule considération de la valeur des biens immobiliers. Y aurait-il un rapport direct entre la ravageuse obligation comptable du «mark to market» et la vertu de la juste valeur («fair value») ?

2) Un peu tardivement, nous découvrons que les agences de notation n'avaient pas évalué, entre autres, le risque de liquidité des titres émis par les SPV (Special Purpose Vehicle).

Sur ces bases, pour le moins mouvantes, beaucoup ont cru que la tendance haussière de l'immobilier américain devait durer. Il le fallait car le supplément de rémunération permettait d'atteindre des ROE (Retour sur Capital) inimaginables dans l'économie réelle. Et dans la chaîne des responsabilités, les notations flatteuses des agences de ratings ont trompé les investisseurs inconscients des vrais risques encourus. Faut-il ajouter une autre transgression en violation d'un principe essentiel : ne pas prêter en fonction des garanties. Force est de constater qu'à partir du moment où «le sous-jacent» n'est pas liquide, tous les instruments créés en chaîne pour le refinancer vont être affectés de la même illiquidité.

Mais ne refaisons pas l'histoire et laissons-nous imprégner de Robert Lacour, rappelant que «la science des finances n'est faite que de quelques principes élémentaires de bon sens et d'honnêteté, et que dans ce domaine, l'imagination, dont on a cherché à exalter le rôle, ne trouve son origine que dans l'ignorance du passé».

Il est peut être minuit moins le quart d'une profonde transformation de la financiarisation d'un monde, décrété global par le modèle anglo-saxon, où «la finance prétend être sa propre force et n'est mue que par le désir excessif de profit», nourri de la fausse bonne idée selon laquelle les marchés se régulent tout seul. Maintenant il faut remettre de l'ordre dans ce chaos généralisé et :

- Mieux régler les marchés financiers, impliquant tous les acteurs,
- Se recentrer sur l'économie réelle,
- Inviter les épargnants et investisseurs à résister aux ROE illusoire.

En effet, quelle crédibilité peut-on accorder à ceux qui (USA et UK) nous ont donné tous les mauvais exemples en banque comme en finance depuis plus de 25 ans (la crise des Caisses d'Epargne, les junk bonds et LTCM entre autres). Ils ont surtout réussi à exporter leurs mauvaises pratiques derrière des modèles mathématiques ayant fait long feu (Fischer Black et Myron Scholes par exemple).

En clair les banques américaines ont perdu :

1. en 1982, en un seul mois, tout l'argent gagné dans leur histoire,
2. en 1992, idem,
3. en 2008, il est question, à ce stade, de 1400 milliards d'USD.

De bonnes raisons de ramener progressivement la confiance...et de moins désespérer de l'économie et de nos économies ? :

- La mobilisation politique de l'Europe est effective en dépit des difficultés à conduire un attelage de 27 nations.
- Les autorités monétaires sont de mieux en mieux coordonnées et, sur ce socle, les esprits semblent décidés à revoir les règles d'un jeu qui a tourné court, selon l'expression du président brésilien à l'assemblée des Nations Unies, où «la convoitise de quelques uns est devenue le fardeau de tous».
- Parmi les pistes de révision, deux d'entre elles, simples à mettre en œuvre, pourraient notamment être :
 1. L'exigence, dès la fabrication d'un produit financier (comme dans l'industrie), que soient validés jusqu'à sa distribution, ses caractéristiques techniques, comptables, juridiques, fiscales et réglementaires.
 2. Que les dits produits soient notés par des agences de notation elles-mêmes sous la surveillance de professionnels compétents, relevant des Banques Centrales.

NEWS

ENFO - www.enfo.net

L'**European Network of Family Offices**, créé depuis un an par 6 membres (dont Financière MJ) issus de 5 pays européens, est sans équivalent dans le « microcosme mondial du Family Office ». Il poursuit son avancée pragmatique afin d'offrir à ses clients l'expertise et la capacité partagées de sociétés qui font référence sur leurs marchés respectifs. Par leur pratique, leur éthique et la qualité de leurs prestations, les membres d'ENFO s'attachent au principe premier d'absence de conflit d'intérêts. Aucun d'entre eux ne se veut promoteur ou vendeur de produits, contrairement aux établissements de gestion privée rémunérés sur les produits proposés aux clients au titre des « conseils » prodigués.

ENFO, qui a tenu sa dernière réunion trimestrielle à Paris en Octobre, travaille à plusieurs projets qui auront un impact direct sur la qualité et l'étendue de l'offre de services et de conseils proposés aux clients :

- Allocations d'actifs,
- Global Custody,
- Familles et Private Equity,
- Formation des nouvelles générations.

AFFO

L'Association Française du Family Office poursuit ses réunions de formation, les dernières ayant porté sur les actions de préférence d'une part et, d'autre part, sur le rôle du family office dans la crise. Comme cela a déjà été évoqué dans ces colonnes, un groupe de travail, constitué de 6 membres représentatifs des différentes typologies de family office (indépendants, bancaires, multi et mono clients) travaille actuellement à donner,

après 7 ans d'existence, un nouveau souffle et un nouveau rôle à cette association. Des études sont menées avec la collaboration d'un grand cabinet de conseil, qui devraient amener à une définition plus précise de ce qui n'est peut être pas encore toujours suffisamment reconnu comme un métier, ...ou utilisé de façon abusive par nombre d'acteurs de la gestion privée !

Revue de presse

Le Temps – Novembre 2008

Les family offices proposent deux architectures aux milliardaires. Leonidas Charitos (Merrill Lynch Private Bank) décompose le monde du Family Office en deux catégories : Les superstructures et les « concierges ».

Livre – Family Office et Famille - Bernard CAMBLAIN, fondateur de l'AFFO, explore les différents types de Family Offices en France et à l'étranger. Il rappelle leurs fonctions essentielles et la manière dont ils accompagnent les familles à travers les générations.

Conférences

Septembre – IIR Wealth Management & Family Office Congress – Londres - François Mollat du Jourdin intervenait avec d'autres spécialistes sur le modèle économique du Family Office.

Décembre --The Shorex Wealth Management Forum – Genève -- Le forum du Family Office sera l'occasion pour de nombreux professionnels d'analyser, dans un contexte de crise aiguë, le rôle des FO et les opportunités de demain.

PRATIQUE

Nouvelle réglementation des Hedge Funds

Vendredi 31 Octobre, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a volé au secours des « hedge funds » en leur accordant l'usage des « gates provision », permettant de limiter le montant des retraits de leurs clients à un pourcentage de l'actif net du fonds. Cette régulation donne aux gérants davantage de temps pour sortir des marchés, ce qui limite l'impact sur les cours, rendant ainsi l'afflux des rachats plus facile à gérer. Les fonds de « hedge funds » peuvent, eux aussi, mettre en place des « gates » et modifier la fréquence de calcul de leur valeur liquidative. Du coup, alors que de nombreux fonds de « hedge funds » passent d'une valorisation hebdomadaire à mensuelle, d'autres changent quasi-entièrement leurs prospectus : modalités de souscription, délais de règlement des rachats ou intégration de « gates ». L'adoption de ces nouvelles mesures n'a pas été du goût de tous les investisseurs, qui voient les règles changer en cours de route...sans aucune possibilité de sortir préalablement! Demeure aussi l'incertitude de ces positions au sein des contrats d'assurance vie français : impossible dorénavant de respecter le délai de liquidité de 30 jours que le

régulateur impose aux compagnies...qui, pour l'instant, demeurent silencieuses... Merci de

Épargne salariale et LBO

Par Marc Maurel – Maurel & Compagnie.

Communiquer sur l'épargne salariale dans la crise financière peut paraître incongru.

Pour autant, dans cette conjoncture, il existe, des entreprises dont la rentabilité s'améliore. L'épargne salariale qui permet, «les bonnes années», de rémunérer davantage les bénéficiaires (salariés et, à partir de 2009, dirigeants d'entreprise employant de 1 à 250 salariés) avec des coûts optimisés en termes de charges sociales et d'impôts sur le revenu, est d'autant plus pertinente qu'elle n'engage pas l'entreprise sur les années suivantes. Ce dernier aspect prend aujourd'hui tout son intérêt. La loi du 30/12/2006 instaurant le «dividende du travail», a permis aux entreprises d'ajuster les versements d'intéressement et de participation par des suppléments décidés après la date de clôture, au moment de l'approbation des comptes. Dès lors, en mettant en place un accord d'intéressement à minima, les entreprises, PME en particulier, peuvent pratiquement décider chaque année d'une rémunération variable exonérée de charges sociales. Une telle rémunération, plafonnée globalement à 20% de la masse salariale, peut être perçue directement par les bénéficiaires. Placée individuellement dans un PEE, elle est également exonérée d'impôts sur le revenu et peut s'élever à près de 20 000 € par bénéficiaire en tenant compte de l'abondement possible par l'entreprise. La loi sur les revenus du travail, votée actuellement par le parlement, vise à doubler les montants d'intéressement et instaure un crédit d'impôt sur les sociétés de 20% sur l'accroissement des versements d'intéressement. Cet avantage compensera largement les 2% de forfait social du PLFSS 2009 qui s'ajoutent à la CSG/CRDS, portant désormais les prélèvements sociaux sur l'intéressement, l'abondement et la participation, à 10%.

Pour les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO, l'épargne salariale, qui constitue le cadre à privilégier pour l'actionariat salarié, peut devenir un dispositif essentiel pour affronter une baisse de rentabilité. Rappelons que les remboursements de capital de la dette des LBO se font par des remontées de dividendes qui ont supporté l'IS à 33,33%. Les flux d'épargne salariale (participation, intéressement, abondement) réinvestis dans des augmentations de capital des holdings des entreprises sous LBO ne subissent, quand à eux, que 10% (8% jusqu'à la fin de l'année) de prélèvements, présentant un différentiel de 23,33%... ! Naturellement ces augmentations de capital se traduisent par une dilution des actionnaires initiaux, qui pourront cependant parfaitement contrôler, année après année, leur taux de dilution, et bénéficieront surtout de la dynamique liée à l'implication accrue des collaborateurs de l'entreprise.

Après une période faste ayant conduit à des excès de prise de risque et de rémunération individuelle, la peur de perdre va probablement permettre de retrouver les vertus du partage des risques et des profits avec les forces vives de l'entreprise. Un partage qui, dans le cadre de l'épargne salariale, s'effectue avec des prélèvements sociaux et fiscaux sensiblement réduits !

Loi de Finances 2009 & fiscalité générale

Plafonnement des niches fiscales

Peu de nouveautés à l'ordre du jour de 2009 pour les particuliers, en dehors de ce point notable.

L'année dernière, plus de 7 000 foyers dont le revenu fiscal était supérieur à 97 500 euros n'ont acquitté aucun impôt sur le revenu, mais cela risque de changer dans les prochains mois : le 12 novembre dernier, un amendement a été voté, visant à plafonner les niches fiscales. Le plafonnement sera de 25 000 euros + 10% du revenu. De plus, il est compatible avec l'amendement qui limitera l'avantage fiscal sur les investissements dans les DOM-TOM, plafonné quant à lui à 40 000 euros nets de la part restituée à l'exploitant du bien, ou à 15% du revenu brut imposable.

Certaines niches fiscales seront transformées en réduction d'impôts, simplifiant le calcul du plafonnement global et rendant celui du bouclier fiscal plus cohérent. Cette réforme vise en particulier le dispositif Malraux, qui autorisait les contribuables à déduire de leurs revenus les frais engagés lors de la réhabilitation d'un immeuble dans le but de le mettre en location. Le projet de loi de finances pour 2009 entend plafonner à 140 000 euros le montant des dépenses déductibles, et lorsque l'immeuble se trouve dans une zone de protection du patrimoine architectural urbain et paysager, trois quarts des dépenses uniquement seront retenues, et cela dans la limite annuelle de 100 000 euros. La durée de location sera elle aussi modifiée, passant de 6 à 9 ans. Cette réforme contient cependant quelques améliorations : les locaux professionnels seront inclus dans le dispositif auparavant réservé aux locaux d'habitation, les travaux d'utilité publique jusqu'alors énumérés par la loi seront désormais tous déductibles des revenus et la notion d'initiative des travaux sera supprimée, permettant, par exemple, aux promoteurs de proposer aux particuliers des programmes clefs en main.

Loueur en meublé professionnel

Le parlement s'est attaqué à une révision de ce régime de location immobilière. Les nouvelles mesures n'étant pas encore définitivement adoptées, nous pouvons prévoir un durcissement des contraintes pesant sur ce régime, qui rendront plus difficile son acquisition, en particulier par une augmentation des revenus minimum à provenir de cette activité, qui passeraient à 50% des revenus professionnels.

Bouclier fiscal

Le Sénat a voté le 25 novembre, avec l'accord du gouvernement, une mesure qui permettrait l'auto liquidation du bouclier fiscal par imputation du droit à restitution sur les impôts dus la même année, sachant que le décalage de 2 ans serait néanmoins conservé. A suivre donc, tant cette mesure constituerait un début de simplification dans le système fiscal des particuliers !

Directive Européenne sur l'Épargne

Cette Directive prévoit une fiscalisation des revenus d'investissements détenus par des résidents européens pour autant qu'ils ne soient pas fiscalisés dans le pays de résidence du détenteur. Ce taux de prélèvement, actuellement de 20%, doit passer à 35% en janvier prochain. Il ne concerne toutefois que les portefeuilles détenus en nom propre par des personnes physiques (sont donc exclues les structures « écran ». Ce prélèvement porte uniquement sur les revenus distribués -intérêts et dividendes- à l'exclusion des plus values).

La Commission Européenne a proposé de modifier divers articles de cette Directive. Il convient de retenir que le périmètre des produits concernés par la retenue à la source serait étendu :

- aux OPCVM de trésorerie non coordonnés,
- aux produits d'assurance-vie investis en fonds général en Euro,
- aux produits structurés à capital garanti à hauteur d'au moins 95%.

Mais surtout, les structures interposées type « Off Shore », qui aujourd'hui détiennent les actifs des clients potentiellement concernés, ne pourront plus jouer leur rôle d'écran. En effet, l'agent payeur des intérêts aura l'obligation de s'appuyer sur la documentation interne dédiée à la lutte anti-blanchiment qui mentionne la résidence fiscale du bénéficiaire économique des actifs financiers pour apprécier s'il y a lieu ou non d'appliquer la retenue à la source !

Ces modifications devraient rentrer en application d'ici la fin de l'année 2009.

« Mark to market » : explication

Les normes comptables IFRS, applicables depuis quelques années, ont largement participé à la crise du système financier ces derniers mois. Elles imposent en effet aux établissements financiers d'appliquer la règle du mark-to-market à leurs bilans, tout comme aux actifs des portefeuilles des clients.

Cette règle consiste à valoriser un actif financier à son prix de marché de l'instant, (même si sa valeur future - éventuellement garantie- est connue et totalement différente), plutôt qu'à son prix d'achat ou à sa valeur future de remboursement. Cette règle simple est cependant extrêmement contraignante, pour les entreprises mais surtout pour les banques. Ces dernières

sont ainsi obligées de comptabiliser leurs actifs à leur prix de marché, ce qui, dans des conditions de baisse des actifs financiers, a sensiblement dégradé les bilans des institutions financières. Leurs ratios de solvabilité ont ainsi été mis à mal, nécessitant des recapitalisations d'urgence afin de pouvoir faire face à leurs engagements tout en restant dans le cadre des normes comptables.

Si ces contraintes de mode de comptabilisation ont amplifié la situation de crise, certaines autorités de régulation en ont accepté la modification afin de prévenir toute situation similaire à l'avenir.

Cette méthode de valorisation s'applique ainsi par exemple aux produits structurés, qui sont valorisés aux conditions de marché, ne reflétant pas nécessairement les caractéristiques intrinsèques de ces produits à l'échéance. Mais il est difficile d'imaginer une modification des règles comptables pour les investisseurs particuliers...

L'indice Big Mac

L'indice Big Mac est une mesure fruste de parité de pouvoir d'achat (PPA), inventée par le magazine *The Economist* en 1986. Initialement proposé à titre facétieux, cet indice est devenu un sujet d'étude sérieux pour plusieurs économistes. Chaque année, l'hebdomadaire *The Economist* dresse la liste des différents prix du Big Mac dans les principales zones géographiques. L'indice a fêté ses vingt années d'existence en mai 2006. Il est à notre avis intéressant de regarder son évolution entre Europe et USA sur les 3 dernières années : sachant que les cours €/€ étaient de 1,23\$/€ en juin 2005, et de 1,58\$/€ en juillet 2008, cela peut-il constituer une mesure d'anticipation sur l'évolution du dollar ... !? Qui amènerait la parité aux environs de \$1.05/€.

Indices Big Mac pour quelques pays

En juin 2005

Pays	Coût d'un Big Mac (USD)	Ecart par rapport aux prix US
Suisse	5,05	+65%
Zone euro (moyenne)	3,58	+17%
États-Unis	3,06	--
Chine	1,27	-59%

En juillet 2008

Pays	Coût d'un Big Mac (USD)	Ecart par rapport aux prix US
Suisse	6,36	~ +78%
Zone euro (moyenne)	5,34	~ +50%
États-Unis	3,57	--
Chine	1,83	~ -49%

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art

« Subprime » artistique ?

Auparavant réservé à une élite, l'art contemporain est devenu un véritable effet de mode, soutenu par des acheteurs du monde entier, en particulier des nouvelles puissances (Russie, Chine,...). La FIAC a réuni 189 galeries, venues de 22 pays. Avec 65 000 visiteurs, l'affluence a augmenté de 9%. Le temps des artistes maudits est bel et bien terminé, et certains d'entre eux, considérés comme de véritables stars, gèrent leur carrière à la manière de « businessmen ». Dans cette catégorie, deux artistes se détachent du lot :

Damien Hirst a été reconnu cette année par le magazine Art Review comme l'artiste contemporain le plus influent en 2008. Avec ses sept sociétés, il a la volonté de contrôler la totalité du processus, de la création à la vente. En septembre dernier, avec l'aide de Sotheby's, il a défrayé les règles du marché des enchères, en proposant 223 œuvres neuves, c'est-à-dire jamais exposées. En se passant des galeristes, qui prennent généralement 50% du montant des transactions, l'artiste britannique a pris de gros risques. Mais, avec 139,2 millions d'euros récoltés lors de ces deux séances, surpassant ainsi le précédent record détenu par Picasso en 1993, Damien Hirst a montré que sa notoriété était au dessus des normes.

De son côté, l'artiste américain Jeff Koons ne fait pas l'unanimité. Enfant du pop art, génie pour certain, imposteur pour d'autres, son exposition au château de Versailles (du 10 septembre 2008 au 4 janvier 2009) fait scandale. Pourtant, Jeff Koons fut un temps l'artiste vivant le plus cher, avec son œuvre *Hanging Heart* adjugée pour 23M€. Le protégé de François Pinault a été également élu artiste de l'année par l'American Friends of the Tel Aviv Museum of Art and Architecture et fait chevalier de la Légion d'honneur par Jacques Chirac en 2007.

Les grands noms de l'art contemporain, tels Koons, Hirst, Murakami ou encore Doig, résisteront-ils à la tempête qui secoue le monde et commence à atteindre le marché de l'art ? Rien n'est moins sûr, si l'on regarde les derniers grands rendez-vous new yorkais. Les ventes de ces dernières semaines sont bien loin des vacations historiques ayant eu lieu plus tôt dans l'année : Les 77M\$ obtenus par le *Tryptych* de Francis Bacon, et le phénomène Lucian Freud, devenant l'artiste vivant le plus cher avec \$30M, ont laissé place aux mauvaises nouvelles, qui annoncent un futur des plus tourmenté : Christie's et Sotheby's ont vu leurs taux d'inventus

dépasser 30% à 40%, avec des prix d'adjudication parfois inférieurs aux estimations basses. Des œuvres pourtant très attendues n'ont pas trouvé preneur, tel un *Arlequin* de Picasso (1909) estimé à plus de \$30M, retiré de la vente par ses propriétaires ou un *Autoportrait* de Francis Bacon estimé à \$40M, et dont les enchères se sont arrêtées à \$27,4M, n'atteignant pas le prix de réserve. D'autres œuvres, de Cézanne, Manet, Rothko, Van Gogh, Matisse ou Modigliani n'ont, elles non plus, pas trouvé preneur.

Quelques œuvres ont cependant connu un meilleur sort : « *Vampire* » d'Edvard Munch a été adjugée pour \$34M, Kazimir Malevitch, avec sa « *Composition Suprématiste* » (1916), a établi un nouveau record pour une œuvre d'art russe à 53.5 M\$. Quant à Juan Gris, « *Livre, pipe et Verres* », initialement estimée entre 12.5 et 18.5M\$, a atteint 20,8M\$. L'art n'est donc certainement pas la valeur refuge tant annoncée, et l'éclatement de la bulle financière ramène les investisseurs à plus de raison. Mais, même si le temps des enchères irraisonnées est désormais révolu, les toiles de grande qualité continueront à se vendre. Les maisons de ventes aux enchères ne sont d'ailleurs pas les seules à souffrir :

Manhattan, capitale du marché de l'art, voit l'avenir de ses galeries s'obscurcir. Lors des années fastes, les galeries se sont lancées dans un mouvement mégalomane, recherchant toujours plus d'espace, de plus en plus grand, s'installant en bordure du port de Manhattan, dans d'anciens entrepôts pouvant faire plusieurs milliers de mètres carrés. Comme symbole de cette démesure, Larry Gagosian, le plus grand marchand d'art du monde, en possède deux, ainsi que des galeries à Rome, Londres, Beverly Hills, et une dans le quartier de Madison (New York). Mais avoir de telles structures représente d'importants frais généraux, et la chute des prix sera suivie de nombreux licenciements et fermetures. Selon Philippe Ségalot, un important courtier en art contemporain de Manhattan, 30 % à 40 % des galeries de New York risquent de fermer dans les prochaines années ! D'autant que la concurrence chinoise s'annonce, ici aussi, rude : il n'est que de voir les quartiers entiers de Shanghai qui se peuplent de galeries, certes pour partie filiales de maisons occidentales, mais néanmoins fort prometteuses.

Cette crise présente aussi de bons côtés. Au delà du retour à la raison des prix, le paysage artistique New Yorkais, et mondial, pourrait changer de visage, certaines galeries « historiques » appartenant à des propriétaires déjà âgés laisseront place à des lieux plus jeunes. Les musées bénéficieront, eux aussi, de la crise, auparavant incapables de suivre la hausse. Cependant, si une correction peut se révéler salutaire, un effondrement pourrait déboucher sur un paysage mondial de l'art profondément remodelé. Les acheteurs-collectionneurs en décideront. Mais y aura-t-il des acteurs assez passionnés pour acheter sans perspective de plus-value ?!

Epidémie...

Même si l'immobilier français résiste plutôt bien comparé au reste du monde, la correction ne sera pas indolore. Au cours des dix dernières années, le prix de l'immobilier a augmenté de 180 % à Paris et de 140% dans le reste de la France, mais cette fin d'année 2008 marque le retour vers plus de raison.

Selon la FNAIM, les prix devraient baisser de 10% à 15% en 2009. Et pour cause, la revente des biens immobiliers devient plus difficile, les acheteurs n'acceptent plus n'importe quel prix et l'on assiste de plus en plus souvent à de véritables négociations. Lorsque l'on sait que 35% des acquéreurs de logement le financent par la revente d'un autre, et qu'ils sont obligés, sous la pression des banques, de baisser le prix de vente de leur logement pour le rendre plus attractif et accélérer la vente, il n'est pas étonnant de voir les prix des logements anciens baisser de 2,9% en juillet-août 2008 puis de 3,2% pour le seul mois de septembre !

Pour cause de crise financière, les crédits bancaires accordés aux ménages se font plus rares (-20% à -25%) et les conditions de financement ont changé : hausse des taux et des niveaux d'apport et raccourcissement des durées d'emprunts. Face à ce durcissement, les notaires anticipent une baisse de 25% des transactions immobilières sur l'année, et la chute devrait être encore plus rude pour le marché du neuf (34% en moins fin août par rapport au même niveau l'année 2007).

Conséquences de ce ralentissement : les agences immobilières disparaissent aussi vite qu'elles sont apparues. Les vendeurs ne sont plus libres de fixer leurs conditions, et les bonnes affaires commencent à se faire plus nombreuses ! Seul le marché immobilier de prestige reste soutenu par les acquéreurs étrangers. N'ayant pas de problème de financement, ils continuent à acheter des biens haut de gamme sur la Côte d'Azur et à Paris...jusqu'à quand ? Les investisseurs français, eux, préfèrent investir à l'étranger, bénéficiant de bas prix et d'une fiscalité plus avantageuse.

Côté bureaux, la Défense sera peut être le théâtre d'une des opérations les plus représentatives de la crise : 610 millions d'euros, c'est la moins-value que ferait « Heart Of La Defense (HOLD) » en cas de revente de Cœur Défense. L'année dernière, les deux tours jumelées, d'une superficie de 182 000 m², ont été achetées à prix d'or (2,11 milliards d'euros) par la société HOLD, en faisant l'actif immobilier le plus cher de l'année. HOLD, détenue en partie par Lehman Brothers, a été lourdement impactée par la chute de la banque d'affaire new yorkaise, et se trouve désormais placée sous procédure de sauvegarde. Un statut qui devrait lui permettre de gagner du temps pour dialoguer avec ses

créanciers. Si Cœur Défense venait à être cédé aujourd'hui, sa valeur ne dépasserait pas 1,5 milliards d'euros environ, et deviendrait à coup sûr le symbole de la fin de l'euphorie immobilière de ces dernières années, tout comme le fut le sort de son actionnaire Lehman Brothers pour le monde de la finance.

Dans le reste du monde, l'évolution du secteur est en phase avec la crise, certains pays étant cependant beaucoup plus violemment touchés que d'autres, où les gouvernements essaient, tant bien que mal, d'améliorer le sort des familles en difficulté :

Les autorités américaines ont annoncé un plan d'aide aux propriétaires en difficulté. L'agence fédérale pour le financement du logement (FHFA), va permettre à des millions de ménages américains de renégocier leurs conditions de prêt. En réduisant le remboursement des intérêts et/ou en étendant la durée de l'emprunt, la FHFA espère enrayer les vagues d'expulsions qui ont déjà touché 4 millions de familles depuis 2007. Tout ce processus sera grandement facilité par la prise de contrôle des deux géants du refinancement hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac, qui détiennent ou garantissent la moitié des prêts hypothécaires (5 200 milliards de dollars) aux Etats-Unis. L'arrivée de la nouvelle administration en janvier prochain, devrait aussi accélérer le processus de soutien aux ménages.

Le secteur de la construction « commerciale » s'effondre également. Face à des investisseurs frileux et aux banques à court de capitaux, les promoteurs annulent de plus en plus de projets. La chute des ventes de propriétés commerciales est vertigineuse (-70 % depuis un an) et les prix moyens ont officiellement baissé de 10% (sans doute plus proche de -20%).

L'année 2009 s'annonce tout aussi difficile. Avec la chute de sociétés telles Lehman Brothers ou Washington Mutual, et la récession en cours, la valeur des nouveaux projets devrait chuter encore et les taux d'occupations des immeubles de bureaux continuer à diminuer.

Au Royaume Uni aussi, l'immobilier continue sa chute rapide. Cela fait maintenant 1 an que les prix baissent sans discontinuer. En comparaison annuelle, les logements ont perdu 14,6% en moyenne (chiffre officiel, la réalité semblant plus proche de 25%, et de 45% pour les bureaux !). De plus, la crise du crédit, beaucoup plus aiguë que sur le continent, se répercute sur le nombre de transactions qui baisse de 53%.

En Espagne, après 10 ans de croissance spectaculaire, l'immobilier est aujourd'hui en grande difficulté. Depuis le début de l'année, les ventes ont diminué de 54% et le nombre de mises en chantier de 75%. En ces temps difficiles, les promoteurs espagnols font preuve d'originalité pour séduire les investisseurs. Ainsi, Salsa Inmobiliaria offrait un appartement pour toute maison achetée dans un lotissement de la province de Malaga. De son côté, José Luis Zapatero a mis en place un plan

de sauvetage de 20 milliards d'euros pour aider les particuliers étreignés par la crise. Les prix s'écroulent (-40% estimés), les stocks gonflent rapidement, et c'est toute la machine à créer de la richesse ces 10 dernières années qui semble au bord de l'écroulement.

Marchés financiers

Qui va piano va sano.

L'éclatement de la bulle immobilière aux Etats Unis a déclenché une crise sans précédent, systémique (secteur financier), puis économique.

Aujourd'hui, il paraît acquis que si la crise systémique a été évitée, mais la crise économique est ancrée et violente.

Croissances mondiale et régionale

Face à la perspective d'un ralentissement économique important, le FMI a encouragé les pays à stimuler leur économie. L'institution vient par ailleurs de réviser fortement à la baisse ses prévisions de croissance mondiale : 3.5% en 2008 et 2,2 % en 2009. A comparer aux 5% de 2007. L'ensemble de ces données ne prennent cependant pas en compte les conséquences (favorables !) attendues de l'ensemble des plans de relance. Enfin, le découplage de croissance entre les économies développées et émergentes demeure puisque l'on envisage respectivement 1% et 5% de croissance l'année prochaine.

Des mesures d'une large portée sont mises en œuvre pour s'attaquer aux raisons fondamentales de la crise financière et pour soutenir la demande, mais il faudra cependant du temps pour que leurs effets bénéfiques se fassent pleinement sentir.

A court terme, la lourdeur de la conjoncture et la chute des matières premières va aider à contenir les tensions inflationnistes. On peut cependant envisager qu'à moyen terme, l'ensemble de mesures et des injections de liquidités créeront un retour des pressions inflationnistes.

La crise américaine

Les indices de prix ont reculé de façon importante (reflétant avant tout le plongeon des matières premières). Cependant, cela révèle que le mouvement désinflationniste est général.

Les indicateurs d'activité ont accentué leur baisse, le taux de chômage est remonté à 6,5 %, au plus haut depuis 1994. Des plans de soutien, annoncés quotidiennement pour secourir une banque ou un pan de l'économie, sont financés par la planche à billet.

Cependant, compte tenu de l'ensemble des mesures prises et de l'arrivée d'une nouvelle administration, les

Etats Unis, structurellement en avance dans le cycle économique, devraient repartir avant les autres.

En Europe

La récession s'installe également un peu partout en Europe, La conjoncture mondiale laisse peu de perspectives aux exportations et la consommation devrait au mieux stagner., les taux de chômage sont en forte hausse et les perspectives très mauvaises.

Cependant, les mesures mises en place par les autorités nationales et européennes devraient permettre d'amortir le choc (même si certains observateurs estiment que ces plans sont insuffisants, notamment au regard des moyens mis en place aux USA). Une reprise progressive pourrait ensuite s'amorcer dans le sillage des réductions de taux d'intérêt et de l'apaisement des turbulences sur les marchés financiers. Ainsi, le PIB de la zone euro diminuerait de 0.6 % en 2009 pour remonter de 1.2 % en 2010.

Le repli de l'activité devrait être encore plus prononcé dans les économies les plus vulnérables, en particulier l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Irlande,....

Les banques centrales

Au même titre que les gouvernements, les banques centrales ont affiché une très forte volonté interventionniste, et coordonnée à l'échelle mondiale ! Injections de liquidités, baisses drastiques des taux d'intérêt (les craintes inflationnistes étant désormais secondaires). De nouvelles baisses sont envisagées à court terme.

Le Japon

Une brève accélération de la croissance est prévue au Japon au début de 2009 sous l'effet de récentes mesures de relance budgétaire, mais la production devrait ensuite stagner. On peut alors craindre que la déflation ne réapparaisse.

Les marchés émergents

Les économies émergentes souffrent également.

En *Chine*, la croissance en 2009 devrait descendre à 7,5%, son plus faible niveau en 19 ans, après 9,4% cette année. Le gouvernement a mis en place une politique budgétaire de relance à horizon 2010 de façon concomitante avec une baisse des taux directeurs.

En *Russie*, la chute des prix des matières premières et les sorties de capitaux ont bloqué la machine.

L'*Inde*, malgré le ralentissement, bénéficie d'une demande intérieure forte qui devrait compenser la baisse des exportations, permettant de maintenir la croissance entre 6 et 7%. Le pays pourrait être l'un des premiers à sortir du marasme d'autant que la baisse des prix des matières premières a réduit l'inflation.

Au Brésil, le ralentissement devrait se poursuivre en raison d'une moindre contribution extérieure, cependant, la robustesse de la demande intérieure devrait soutenir l'activité.

Conséquences pour les matières premières

Après avoir battu des records historiques au premier semestre, le baril a retrouvé dernièrement ses niveaux de 2006 (50 dollars, soit -65% depuis les plus hauts), baisse alimentée par une forte diminution des investissements spéculatifs, le ralentissement de l'économie et les révisions de la croissance mondiale. Les pays émergents ont annoncé diminuer leurs importations. Il est cependant difficile d'imaginer que les prix resteront longtemps sur ces niveaux, un retour vers 80/100USD semble plausible courant 2009. Par ailleurs, la corrélation entre US\$ et prix du pétrole (1% sur la devise engendre une variation de l'ordre de 4% sur le baril) plaide pour un tel scénario.

Dans le sillage du pétrole, les matières premières agricoles ont corrigé sévèrement.

Conséquences pour les marchés de taux et devises

Après une forte dépréciation amenant la parité EUR/USD à 1.60, le dollar est revenu autour de 1.25. Le rapatriement des capitaux, le débouclage des positions à risque et les dévaluations des titres libellés en USD ont forcé les investisseurs à acheter des dollars. Par ailleurs, la devise a joué durant cette crise un rôle de valeur refuge. Mais ces niveaux sont-ils tenables compte tenu des (trop) importants déficits américains. De son côté, le yen, s'est renforcé, et a retrouvé ses plus hauts niveaux de l'année 2007. Enfin la livre Sterling a touché son plus bas niveau depuis la création de l'euro, reflétant la situation préoccupante du pays...qui s'enfoncé dans la crise et perçoit le spectre de la quasi « faillite » !

Conséquences pour l'investissement.

Dans cet environnement difficile et surtout extrêmement volatile (la volatilité historique de 20% a atteint 70% ces dernières semaines !), les marchés sont revenus, à leurs niveaux de début 2002, soit des baisses de l'ordre de 50%, et ce malgré des résultats d'entreprises de qualité pour 2008 (tirés, certes, par ceux du premier semestre). En revanche, 2009 verra des révisions drastiques, qui n'augurent rien d'encourageant pour les actions, en dehors de rebonds techniques. Les gérants sont unanimes et continuent d'anticiper des mois difficiles. Certaines analyses graphiques remontant jusqu'au début du 20ème siècle laissent même entrevoir des baisses supplémentaires de 20% ! Le PE moyen, à fin octobre, est ainsi revenu entre 8 et 10 sur les marchés occidentaux...Mais la visibilité est nulle sur la réalité des résultats l'an prochain. Ce ratio est donc à prendre avec précaution.

A court terme, il nous paraît donc judicieux de demeurer extrêmement prudent. Cependant, comme dans toute crise, des opportunités se dessinent : ainsi pour certaines actions « Deep Value » fortement décotées, non cycliques.

Les obligations corporates à échéance courtes semblent également attrayantes. Si la crise sur les marchés actions est historique, les niveaux des spreads de crédit le sont aussi. Une normalisation devrait intervenir. Il faudra néanmoins demeurer extrêmement vigilant sur la durée de détention de ces obligations car, à moyen terme, l'ensemble des injections de liquidités dans l'économie ne manquera de marquer un retour de l'inflation et de hausse des taux d'intérêts. Dans cette perspective, des obligations indexées sur l'inflation peuvent aussi prendre tout leur sens...

Dès lors, les niveaux actuels pourraient constituer, pour l'investisseur le plus audacieux, et dans le cadre d'une approche particulièrement sélective, des points d'entrée pertinents pour le moyen long terme. Géographiquement, nous pensons toujours que les États-Unis seront en meilleure posture que l'Europe, pour repartir. Le décalage des cycles économiques et la réactivité de l'administration américaine plaident également en ce sens. Sur les marchés émergents, les zones productrices de matières premières et/ou disposant d'une demande intérieure forte seraient à privilégier, avec une capacité de rebond importante.

L'or, qui a aussi connu de violentes fluctuations, devrait jouer son rôle de valeur refuge malgré la baisse de la demande physique et la disparition, à court terme, des craintes inflationnistes.

Les hedge funds et autres fonds à performance absolu n'ont pas été épargnés par la crise. Rares sont ceux qui ont pu tirer leur épingle du jeu, la majorité se trouvant devant une obligation, d'une part de réduire fortement le niveau de leur levier, d'autre part de faire des liquidités pour honorer les demandes de rachats massives. La suspension des ventes à découvert et la hausse des coûts de financement ont finalement peut être amplifié le mouvement de repli des marchés.

L'industrie des hedge funds se trouve aujourd'hui devant une profonde obligation de mutation. Nul doute, à notre avis, qu'après une purge des « plus faibles », les acteurs de qualité en sortiront renforcés et armés pour profiter pleinement des nombreuses opportunités offertes par les marchés...2009 pourrait en conséquence se révéler un bon cru pour l'alternatif.

Enfin, les produits structurés, qui ont connu un important développement depuis quelques années et sont donc très présents dans les portefeuilles, pénalisent les performances, conséquence de la méthode de valorisation « mark to market ». Ils n'en demeurent pas moins de bons outils de diversification potentiels.

Après cette tornade, il nous semble donc que la conjoncture économique demeurera durablement mauvaise, ce qui n'exclut en rien de belles opportunités en matière d'investissements (obligations, actions deep value, hedge, structurés,...). Ici plus que jamais, la

sélection des gérants, des règles prudentielles de bon sens, conciliant maîtrise et réactivité, une analyse fréquente de l'allocation d'actifs, feront la différence...

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

Société de conseils en Investissements Financiers
Enregistrée 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.