

LA LETTRE

de Financière MJ

N°32 / 4^{ème} trimestre 2012.

Sommaire

HUMEUR.....	2
IDEES.....	2
<i>Ces drôles de victimes de l'ouragan fiscal</i>	
<i>Le coût de la vie</i>	
<i>L'Eldorado</i>	
<i>Flexibilité n'est pas panacée</i>	
<i>Commission de performance : dessus/dessous</i>	
NEWS.....	3
<i>Philanthropie, un modèle à (ré)inventer</i>	
<i>Des nouvelles de Mai Nha</i>	
<i>Hedge funds : 2012 en trompe l'oeuil ?</i>	
<i>Genève décolle, Paris chute</i>	
<i>ENFO (European Network of Family Offices)</i>	
<i>AFFO (Association Française du Family Office)</i>	
PRATIQUE.....	4
<i>Transmettre des œuvres, tout un art</i>	
<i>L'hôtellerie dans les étoiles</i>	
<i>Successions transfrontalières, pas simples</i>	
<i>Mécénat et parrainage, quelle contrepartie ?</i>	
<i>L'alternatif dans le flou</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES	5
<i>Art : aux abris !</i>	
<i>Immobilier : vers un (grand) écart</i>	
<i>Marchés financiers, pourquoi pas</i>	

HUMEUR

« Le pessimisme est d'humeur ; l'optimisme est de volonté » - Alain

C'est par ces quelques mots sages que nous voulons souhaiter une excellente fin d'année à tous ceux qui nous lisent, et redire combien demain peut rester prometteur. Nombreux sont, bien sûr, ceux que les crises répétées mettent en grande difficulté, rendant plus nécessaire le développement des actions philanthropiques, dans lesquelles Financière MJ-Family Office accompagne certains de ses clients.

Mais les crises sont aussi porteuses d'opportunités, il faut savoir remettre en cause ses modèles et ses habitudes. Il faut s'inscrire dans la durée et ne regarder derrière soi que pour y voir la génération suivante, pleine de promesses et de projets. Ne pas nier la force de l'expérience pourtant, et demeurer certain, toujours, que la vraie richesse est humaine. Une conviction qui sert de socle à notre activité, depuis le premier jour et qui nous permet, avec prudence et discernement, éthique et professionnalisme, d'avancer et de façonner un métier dont la pertinence prend une ampleur particulière en ces temps difficiles.

IDEES

Ces drôles de victimes de l'ouragan fiscal

Un point de la loi de Finances 2011, passé inaperçu en raison de son caractère plutôt symbolique, vient d'être précisé, au grand dam des amateurs de chevaux de course. La loi avait en effet exclu du bénéfice de la réduction ISF au titre de l'investissement PME, les sociétés dont les actifs sont constitués de façon prépondérante de... chevaux de course ou de concours. Ces derniers s'entendent, alternativement, 1/ des chevaux devant subir un entraînement intensif et être reconnus aptes à poursuivre l'entraînement, 2/ des chevaux devant être prédisposés à pratiquer la course ou le concours au regard d'une parenté ou d'un pedigree établi par le « stud-book » (registre de la race), et ne pas être frappés d'inaptitude. Il est ainsi rappelé que, « lorsqu'un cheval cesse d'être soumis à un entraînement intensif, il n'est plus assimilé à un cheval de course ou de concours, sauf s'il est utilisé pour la reproduction ». Désormais, et quel que soit le traitement comptable retenu, ce type de souscriptions est exclue du bénéfice de la réduction d'impôt !

Le coût de la vie

Zurich, Genève et Luxembourg offrent les salaires nets les plus élevés au monde. Avant déduction des impôts et assurances sociales, Zurich et Genève occupent encore les deux premières places, suivies de Copenhague. En

bas de l'échelle se trouvent Delhi et Bombay, où le salaire représente 6% de la rémunération zurichoise.

Oslo, Zurich et Tokyo sont les villes les plus chères du monde, par référence à un panier composé de 122 marchandises, biens et services, hors loyers, mais c'est à New York, Hong Kong et Dubaï que l'on constate la plus forte progression du niveau des prix si l'on inclut les loyers. L'Asie est la région qui affiche la plus large fourchette de prix : à Tokyo, les denrées alimentaires coûtent cinq fois plus qu'à Bombay. En comparaison mondiale, le salaire horaire net payé dans la plus grande ville de Suisse permet d'acheter le maximum de biens et services. C'est ainsi que pour pouvoir s'offrir un iPhone, un salarié doit passer 22 heures au travail à Zurich, vingt fois moins qu'à Bombay. Le *Big Mac Index* publié depuis 1986 se verrait-il dépassé ?

L'Eldorado

La fortune des expatriés se déplace désormais de plus en plus vers l'Asie, en particulier Singapour, qui accueille les expatriés les plus fortunés du monde (80% d'entre eux ont vu leurs revenus disponibles augmenter depuis leur arrivée). Singapour gère davantage de dépôts que le Brésil et le Canada réunis.

Cette destination est désormais également connue des services fiscaux et des autorités judiciaires, qui évoquent les omissions de déclaration de biens meubles ou d'immeubles, placés dans des trusts Singapouriens ou d'autres paradis fiscaux. La coopération judiciaire y semble d'ailleurs assez limitée, les demandes d'entraide adressées à Singapour n'obtenant pas de réponse de manière quasi-systématique. Attention cependant, Singapour s'apprête à rentrer dans le jeu des grandes nations coopératives.

Flexibilité n'est pas panacée

(Source : Ph. Debatty, Fuchs & Associés Finance S.A)

Les fonds flexibles, dont l'allocation d'actifs peut varier fortement, diffèrent des fonds profilés dont l'allocation est stable et ne s'écarte jamais vraiment de celle prévue à l'origine. Si ces fonds ont un objectif commun (profiter des hausses et limiter les baisses), les méthodes utilisées pour y parvenir sont nombreuses. Un constat cependant : leurs performances sont globalement décevantes. Une analyse comparative sur plusieurs périodes fait en effet apparaître que les fonds flexibles sont presque systématiquement moins performants que ceux aux allocations « figées ». Les raisons avancées sont multiples : manque d'anticipation et/ou de réactivité, coût des couvertures ou peur de s'éloigner de l'indice.

Il faut malgré tout se garder de généraliser et les fonds flexibles ont au moins l'avantage de constituer une avancée intéressante dans le domaine de la gestion du risque.

Commission de performance : dessus/dessous

Une commission de surperformance pourrait sembler surprenante dans tout autre domaine que celui de la gestion financière. Elle y est largement répandue et « justifiée » par la motivation du gérant, bien qu'elle l'incite parfois à prendre des risques contraires à la volonté du client.

Les contrats de gestion sous mandat sont souvent flous sur son mode de calcul, le règlement général de l'AMF n'imposant que trois conditions : la mention dans le prospectus simplifié de l'OPCVM, la cohérence avec la gestion du fonds, et le fait de ne pas conduire le gérant à prendre des risques excessifs.

Le terrain des clauses abusives et de la bonne foi serait bon à exploiter pour combattre cette pratique, ce système de commissions poussant le gérant à favoriser une gestion avec une rentabilité à court terme, au détriment d'une politique d'investissement moins risquée. A bien des égards, un encadrement plus strict de ces commissions pourrait sembler souhaitable. En attendant, la solution pourrait passer par la mise en place d'une commission de sous-performance, venant diminuer les frais du fonds lorsqu'il sous-performe (Norvège, USA,...).

NEWS

Philanthropie, un modèle à (ré)inventer

Les 3^{èmes} Grands Prix de la finance solidaire, organisés par Le Monde et Finansol, se sont déroulés le 12 novembre pour récompenser des projets à forte utilité sociale ou environnementale ayant bénéficié des subsides de la finance solidaire. Les cinq lauréats ont ainsi reçu des financements divers : épargne de partage, commercialisation de fonds dits « 90/10 » (consacrant jusqu'à 10% de leurs actifs à des projets solidaires) ou prises de participation au capital d'entreprises solidaires.

Fin 2011, l'encours des produits financiers solidaires (produits de partage, micro-finance,...) a atteint €3,5Mrd (+15,1% sur un an), soit douze fois plus qu'il y a dix ans ! Au premier semestre 2012, l'encours de l'épargne salariale solidaire a encore bondi de 53% et représente désormais 50% des encours de la finance solidaire.

La crise semble donc inciter les épargnants à s'interroger sur le sens à donner à leur argent. Le succès de la finance solidaire en atteste et démontre que dans une période telle que celle que nous traversons, il est crucial d'inventer et de se renouveler. Ce constat se vérifie sur le terrain associatif. Les associations ont acquis une importance sans précédent, avec €70Mrd de budget annuel, soit 3,5% du PIB, et 1,8 million de salariés (et 16 millions de bénévoles). Or depuis 2010, les financements

publics baissent et rien n'indique un renversement, bien au contraire. Restent donc les ressources privées, avec deux origines : la générosité et la participation des usagers (cotisations, ventes de prestations), laquelle semble à moyen-long terme l'alternative la plus crédible, mais aussi la plus problématique. Le danger est en effet de glisser vers la recherche plus ou moins assumée de la rentabilité. Un sociologue américain, R. Putnam, a montré comment les Américains étaient parvenus, après 1929, à recréer un tissu communautaire au travers d'associations en tout genre. Les associations doivent donc aujourd'hui trouver leur place dans une économie sociale et solidaire renouvelée, dans laquelle elles seront de plus en plus sollicitées.

Des nouvelles de Mai Nhà

L'orphelinat de Mai Nhà au Vietnam, association à caractère humanitaire fondée par deux Français (La Lettre n°30) vient d'accueillir le premier orphelin âgé de 8 jours. Il pourra prochainement rencontrer les 9 « frères et sœurs » avec qui il grandira jusqu'à son indépendance, probablement autour de ses 20 ans. Le 5 septembre, a eu lieu la rentrée scolaire des 30 enfants boursiers, à qui Mai Nhà apporte un soutien concret.

Le site internet www.mai-nha.org, qui présente les projets de l'association, vient d'être lancé : inauguration de la première maison le 8 juin, construction de la 2^{ème} maison pour 10 autres orphelins et distribution de 50 bourses scolaires supplémentaires. Les travaux doivent débuter prochainement et Mai Nhà poursuit sa recherche de fonds.

Hedge funds : 2012 en trompe l'œil?

(Source : Ph. Debatty, Fuchs & Associés Finance S.A.)

Les *hedge funds* se sont bien défendus en 2012, affichant des performances globalement positives. Toutes les stratégies (hors *short selling*) en ont profité et l'écart entre la meilleure stratégie et la moins performante est inférieure à 5%. Par ailleurs, la majorité des stratégies de *hedge funds* ont atteint cette année leur plus haut historique, sachant que presque toutes affichent des performances positives depuis fin 2007. Seuls les indices de fonds de fonds, *Emerging Markets*, et de *Short Selling* accusent des performances négatives.

Bilan positif donc, avec des actifs globaux qui, à fin juin, s'élevaient à plus de \$2 300Mrd, en hausse de 3%. Ceci ne doit cependant pas masquer le déclin continu des fonds de *hedge funds*, en nombre comme en actifs gérés (environ \$425Mrd). Année après année, les indices de *hedge funds* offrent des performances supérieures à ceux des fonds de *hedge funds* (de 1 à 2%) : la gestion des premiers est plus flexible et réactive, ce qui leur permet de se débarrasser plus rapidement de leurs investissements les moins performants.

Genève décolle, Paris chute

Selon le *Global Financial Centres Index* (GFCI), baromètre mesurant la compétitivité des places financières, Londres, New York, Hong Kong, Singapour et Zurich occupent dans cet ordre les 5 premières places. Genève arrive en 9^{ème} position et progresse ainsi de 5 rangs. En raison de la crise de l'Euro, nombre de places européennes dégringolent dans le classement, à l'image de Paris (29^{ème}, - 7 places). Sans grande surprise, Athènes est la dernière de la classe (77^{ème}).

ENFO (*European Network of Family Offices*)

ENFO poursuit ses travaux en vue de renforcer les synergies entre ses membres et proposer à leurs clients, des prestations qui bénéficient pleinement de la richesse du plus important réseau de family offices : les activités de conseil en investissements, dans un environnement soumis à des exigences toujours plus fortes de la part du régulateur, sont, en particulier, au cœur des réflexions.

AFFO (*Association Française du Family Office*)

L'AFFO demeure très active ! L'association propose maintenant des activités spécifiques aux mono family offices. Les petits déjeuners thématiques récents ont couvert des sujets aussi variés que le rôle d'administrateur pour le *family officer*, l'assurance-vie luxembourgeoise ou l'investissement en Afrique. Le 14 décembre prochain, auront lieu les Rencontres Annuelles de l'AFFO : Livre Blanc Gouvernance, tables rondes «résolution des conflits familiaux», «entreprendre et réussir» constitueront des témoignages riches pour les participants.

PRATIQUE

Transmettre des œuvres, tout un art

Est-il encore besoin de le rappeler, l'œuvre d'art est un actif patrimonial à part entière, entretenant avec son créateur ou son collectionneur (et leurs ayants-droits respectifs) un lien particulier, notamment dans le cadre de sa transmission. Le thème de la transmission a justement été à l'honneur du 108^{ème} Congrès des Notaires de France, en septembre, théâtre de propositions audacieuses (évolution de la réserve, subrogation dans les libéralités graduelles, ouverture générale des donations-partages aux tiers,...) ; avec un mot d'ordre : la sécurité.

Du point de vue de l'artiste, l'œuvre conjugue deux sortes de droits (patrimoniaux et moraux) dont la dévolution est différente de celle de l'œuvre corporelle qui en est le support. Un artiste peut, en outre, optimiser la transmission de son outil de travail via le dispositif

Dutheil. Il faut encore veiller à la rédaction d'un objet social suffisamment large, en y incluant la promotion de l'œuvre par les héritiers.

Qu'en est-il de la transmission de l'œuvre, une fois dans le patrimoine du collectionneur ? En cas de décès du collectionneur, il est souvent conseillé de prévoir un mandat à effet posthume, donné à une personne de confiance pour la gestion et l'administration de sa collection, ou un legs graduel ou résiduel si l'on souhaite son maintien dans la famille, un testament-partage enfin, qui permette l'affectation des œuvres dans le lot de l'enfant auquel on les destine. L'œuvre elle-même peut être utilisée en paiement des droits, par le biais de la dation (La Lettre n°30). Les héritiers peuvent enfin effectuer un don sur succession, en soustrayant de l'assiette de calcul des droits, la valeur des œuvres données à un organisme d'intérêt général pouvant les recevoir, stratégie d'autant plus pertinente que la transmission a lieu à un taux élevé.

Pour la transmission de son patrimoine artistique de son vivant, et compte tenu de la mobilité de ce type d'actifs, la donation notariée est recommandée, avec toutes ses subtilités : donation-partage (pourquoi pas transgénérationnelle), avec ou sans charge, assortie ou non d'une réserve d'usufruit, voire de sa réversibilité sur la tête du conjoint,... La mobilité et la valeur de beaucoup d'œuvres d'art justifient largement ces précautions. Enfin, mêlant générosité et pérennité de la détention du patrimoine artistique familial, la donation des œuvres à un fonds de dotation, créé par le disposant, pour les recevoir, peut être envisagée en ce qu'elle permet une grande souplesse de fonctionnement et ... des réductions d'impôts.

L'hôtellerie dans les étoiles

Représentant environ €1,2Mrd de transactions en 2011, le marché hôtelier français constitue une véritable classe d'actifs. Contrairement à l'investissement dans des actifs immobiliers « classiques », l'investissement hôtelier se singularise par la possibilité d'acquérir, ensemble, les murs et le fonds de commerce. L'investisseur devient propriétaire (souvent à travers une SCI) et gérant d'une société commerciale, dont il peut confier l'exploitation à un opérateur hôtelier qui opte pour un contrat de location gérance ou pour un mandat de gestion. Le seul achat des murs, suivi de la conclusion d'un bail commercial, présente des rendements certes plus fiables mais pouvant s'avérer moins attrayants. Pour les particuliers fortunés, l'avantage patrimonial est amplifié : qualifié d'outil de travail, l'investissement n'entre pas dans l'assiette de calcul de l'ISF.

Successions transfrontalières, pas simples

Un règlement européen vient « simplifier » les règles de conflit de lois en matière de successions transfrontalières, prévoyant l'application unique de la loi

du dernier lieu de résidence habituelle du défunt (à défaut d'autre choix), mais ne trouvera à s'appliquer qu'aux successions ouvertes à compter d'août 2015. Cette avancée était attendue par les résidents d'Etats ignorant la réserve héréditaire et détenant une résidence secondaire en France, laquelle soumet encore les successions immobilières à la loi du lieu de situation de l'immeuble.

S'il constitue une avancée en matière civile, le règlement dispose qu'il ne s'appliquera pas en matière fiscale et n'aura donc aucun impact sur les conventions conclues par la France en matière de succession (près de 40).

C'est notamment le cas avec la Suisse, qui s'apprête, de nouveau, à perdre un avantage fiscal pour les expatriés français, cette fois-ci en matière successorale. Actuellement, la succession d'un résident suisse, possédant un immeuble dans l'Hexagone via une SCI, est imposée en Suisse. La prochaine révision de la convention franco-suisse sur les successions, de 1953, pourrait introduire l'adoption de la méthode d'imputation (à la place de l'exonération). Ainsi, même en cas de détention d'un immeuble en France par le biais d'une SCI, les droits applicables seraient les droits français, l'impôt suisse serait simplement déductible.

Le sort des successions transfrontalières est moins enviable encore entre la France et le Luxembourg, du fait de l'absence de convention sur le sujet et de l'extension du champ des droits de succession par le législateur français. Reste à souhaiter que les instances européennes fassent leur possible pour aboutir à une harmonisation fiscale.

Mécénat et parrainage, quelle contrepartie ?

Mécénat et entrepreneuriat peuvent-ils aller de pair ? Le mécénat, constituant juridiquement une libéralité, s'oppose par là-même à la notion de parrainage, prestation publicitaire effectuée en contrepartie d'une somme d'argent ou de la remise en nature d'un bien ou d'une prestation de service. La conséquence de la distinction est essentiellement fiscale. Le mécénat et le parrainage ne bénéficient pas des mêmes avantages, en raison des objectifs qu'ils recherchent : réduction d'impôt pour le premier et déduction des charges pour le second.

D'une façon générale, les dons, pour conserver leur qualification et permettre la réduction d'impôt au titre du mécénat, ne doivent pas avoir de contrepartie directe et donc ne pas donner lieu à une prestation publicitaire au profit de l'entreprise. Toutefois, il est évident que le don n'est pas totalement désintéressé et que l'entreprise mécène recherche toujours une contrepartie, indirecte et immatérielle, sous forme de retombées médiatiques (publicité, revalorisation ou repositionnement de son image). Tout est donc affaire de proportion entre le don et la contrepartie !

L'alternatif dans le flou

Effectués en direct ou plus généralement par l'intermédiaire de fonds, les placements « passions » (vin, livres, manuscrits,...) théoriquement décorrélés des marchés, suscitent de plus en plus l'intérêt d'investisseurs, las de la complexité financière croissante. Si les avantages fiscaux n'entrent plus guère en ligne de compte (qui s'en étonnera ?), de pures considérations de rentabilité sont désormais mises en avant. Mais, la valorisation de ces actifs peut parfois poser question, en raison d'un défaut de transparence. Les sociétés distribuant ces produits ne sont souvent pas autorisées à fournir des services de conseil en investissement et ne sont soumises à aucune obligation en la matière. En outre, pour des investisseurs peu ou pas avertis, se pose le délicat problème de la sortie : la société distributrice a beau proposer de racheter les biens à un taux attractif, ce rachat n'est bien souvent pas garanti. Enfin, il est difficile aux investisseurs de connaître le prix initial d'achat, ainsi que les marges et frais pratiqués sur ces investissements.

Si nombre de ces produits sont aujourd'hui distribués en France hors de toute réglementation (malgré des alertes répétées de l'AMF), la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), applicable à compter de juillet 2013, est appelée à couvrir un champ suffisamment vaste d'investissements, pour que des produits aujourd'hui non régulés entrent dans son champ d'application (La Lettre n°29). Elle a pour but d'encadrer l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs commercialisés en Europe par un corps de règles commun, qui permette leur développement dans un cadre mieux sécurisé ainsi que le renforcement de la protection des investisseurs. Ne pas étouffer la passion, mais la contrôler néanmoins !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art : aux abris !

Contre toute attente, l'art contemporain aurait perdu du terrain en 2011-2012 selon *Artprice*, avec €860M d'adjugés, soit €55M de moins qu'en 2010-2011, et un niveau d'inventures de près de 40%. On serait tenté de sourire, l'exercice restant tout de même la troisième meilleure performance historique du segment (record en 2007-2008 avec €976,9M), mais ce signal étonne. Les œuvres contemporaines passent en effet pour le segment le plus emblématique du comportement des acheteurs, sorte d'indicateurs naturels peu exposés à la rareté et, par-là, davantage sujets aux variations de la demande.

Cependant, les grandes ventes new yorkaises ont, une fois encore, battu des records. La vente d'art contemporain chez Sotheby's le 13 novembre a provoqué une passion sans précédent. Le tableau de Rothko, *Royal and Red Blue* (1954), a été adjugé \$75,1M et la toile de Pollock, *Number 4 (1951)*, s'est envolée à \$40,4M. La vente présentait aussi des œuvres de Warhol et Bacon, dont *Untitled (Pope)*, adjugé \$29,7M. Le lendemain, Christie's a fait mieux en réalisant la vente d'art d'après-guerre et contemporain la plus lucrative de l'histoire avec un total adjugé de \$412,3M. Ce jour-là, selon *Bloomberg*, la bourse de New York perdait \$240Mrd. On suivra avec intérêt la dispersion de la collection Clouzet à Paris, le 1^{er} décembre.

A une échelle moindre, la photographie poursuit son essor. La plus grande foire internationale de l'image vient de s'achever à Paris. Les ventes organisées en parallèle ont ainsi vu Christie's battre quatre records avec la vente notamment du *Primat de la matière sur la pensée* (1929) de Man Ray, pour 660K€.

Malgré tout, à l'heure de l'agitation, de la spéculation et par-dessus tout de la financiarisation du marché de l'art (€46,1Mrd en 2011), les collectionneurs semblent désireux de « revenir » à la peinture ancienne. Le Palais Brongniart abrite cette année le salon Paris Tableau, salon international de la peinture ancienne. Cette seconde édition se présente non seulement comme le reflet d'un véritable engouement, mais elle semble aussi être le témoin, plus révélateur encore, d'une certaine quête d'authenticité. Le salon, couvrant une période très vaste, du Moyen-Age au Second Empire, est un rendez-vous incontournable pour qui veut percevoir un condensé du marché en la matière. Intimité et sélection de grande qualité en sont les maîtres mots. Devant la pléthore de foires généralistes ou spécialisées (Tefaf de Maastricht, *European Fine Art Fair*, *Frieze Masters* ou *Masterpiece* de Londres, Biennale des Antiquaires de Paris, Biennale de Florence ou encore *Moscow World Fine Art Fair*,...), il est apparu nécessaire que naisse à Paris un salon centré sur une spécialité aussi noble. Ses succès économiques ne sont par ailleurs plus à démontrer et les riches clients internationaux achètent, en nombre, antiquités et pièces de maîtres, ce qui tend à valoriser à son juste prix non seulement un tableau de Chardin, une nature morte de Goya, ou encore une page d'études au lavis d'un peintre moins connu. Et quoi de mieux, pour cette (re)valorisation, que l'instauration d'un dialogue construit et intelligent avec l'art contemporain ? L'idée n'est pas marginale : l'établissement public du château de Versailles s'y est essayé avec succès, ainsi que le Musée Thyssen-Bornemisza de Madrid, qui organise cette année un cycle d'expositions très novatrices, débutant avec Mondrian et les artistes hollandais du XVII^{ème}. Finalement, authenticité, qualité, mais aussi rareté, deviennent les maîtres mots, et la recette semble fonctionner.

De l'autre côté du globe... *Artprice* vient d'annoncer son alliance avec *Art Stage Singapore* (Singapour est la deuxième place pour l'art asiatique après Hong Kong). Il s'agit d'une foire majeure d'art contemporain qui cherche également à éditer des ouvrages pédagogiques et des flux numériques permanents, donnés aux grands collectionneurs asiatiques. L'Asie représente en effet plus de 55% du marché de l'art mondial en 2012, et pas moins de 65 à 70% d'ici 2015 ! Si la Chine est incontestablement le leader du marché de l'art mondial (désormais bien loin devant les Etats-Unis), Singapour, Hong Kong, l'Indonésie, Taiwan, le Japon, la Corée du Sud et les Philippines occupent également des positions de chefs de file dans ce domaine.

A cet égard, la présence à Singapour d'un port franc n'est pas anodine. Le Luxembourg semble l'avoir bien compris, qui vient d'en ouvrir un au sein-même de son aéroport international. Ainsi, tout comme la Suisse qui possède les principaux ports francs du monde avec Chiasso, Zurich, Bâle et Genève, le grand-duché souhaite devenir un acteur de ce marché très particulier. Un port franc permet aux œuvres d'art d'être stockées et transportées dans les meilleures conditions en attendant de changer de main. C'est la Suisse qui, actuellement, posséderait le plus grand stock d'œuvres du monde, et le port franc de Genève arrive à saturation. On a même fait valoir que la trop grande concentration d'œuvres d'art y créerait un risque pour leur sécurité. Pragmatique, le gouvernement helvétique propose d'ailleurs à la vente, ses bunkers militaires désaffectés (près de 300.000 construits dans les années 70/80), comme alternative au stockage des œuvres ! En plus de réunir des conditions idéales à la conservation (température et sécurité), ils représentent des avantages financiers conséquents en termes de primes d'assurance et deviennent, à ce titre, une opportunité non négligeable, surtout quand on sait qu'à Genève, les coûts d'assurance ont doublé depuis trois ans. L'un d'entre eux, construit dans les années 1960 près du Lac des Quatre-Cantons, est actuellement mis en vente pour la somme de 417.000\$.

Immobilier : vers un (grand) écart

« Une bulle est un état du marché dans lequel la seule raison pour laquelle les prix sont si élevés aujourd'hui est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain, alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix » - Joseph Stiglitz, Prix Nobel d'économie 2001.

En France, selon *The Economist*, les maisons résidentielles sont 49% trop chères par rapport à la moyenne pluriannuelle des loyers, et encore 38% par rapport au revenu disponible par habitant (des chiffres de respectivement 0 et -7% pour la Suisse). La France a déjà connu une bulle immobilière dans les années 1980, laquelle était restée fortement concentrée sur la région parisienne... où les prix ont précisément bondi de plus de

40% depuis 2005. Même l'OCDE a remarqué qu'une «période prolongée de financement facile pourrait déboucher sur une bulle de prix pouvant mettre en danger les banques françaises». Premier signaux ? Cette année, le marché a affiché une petite détente, et les prix au 3^{ème} trimestre ont légèrement baissé, un peu plus dans la région parisienne (-1,1%) que dans le reste du pays (-0,4%), poursuivant ainsi la tendance de 2012, marquée surtout par une diminution significative des volumes de ventes. Le nombre de crédits a baissé d'un tiers, signe que les banques deviennent plus restrictives, non seulement en raison du scepticisme des agences de notation, mais aussi des exigences imposées par Bâle III.

Côté bureaux, il semble que le marché français ne puisse plus échapper, au moins à court terme, au ralentissement de l'activité. L'investissement dans l'immobilier d'entreprise a connu une chute de 25% par rapport au 3^{ème} trimestre 2011. Le marché, très polarisé (la région parisienne concentre 77% de l'ensemble des montants engagés), perd 19% en Ile-de-France. Au troisième trimestre, l'activité locative a chuté de 43% sur un an dans la capitale. Le maintien des valeurs locatives, qui restent à des niveaux élevés, peut en partie expliquer ce constat. Pour combien de temps ? Un redémarrage en 2013 semble peu probable, bien au contraire.

En revanche, et une fois encore, l'immobilier résidentiel parisien ultra haut de gamme comporte son lot de (belles) surprises, dont une au moins mérite d'être mentionnée. Si le faubourg Saint-Germain est bien connu pour ses somptueux hôtels particuliers XVIII^{ème}, il l'est beaucoup moins pour ses demeures de style normand. Ainsi, c'est bien au cœur du 7^{ème} arrondissement, à deux pas des Invalides, que se niche une ravissante maison à colombages de 800 m² avec jardin, conçue au XVIII^{ème} siècle par l'architecte Brongniart. Elle a vu se succéder des hôtes de renom, à commencer par le propre frère de Louis XVI, le comte de Provence et futur Louis XVIII, le jazzman Cole Porter ou l'homme d'affaires franco-britannique James Goldsmith. Cette maison de campagne en pleine ville serait mise en vente €42M. Les étrangers, qui représentent en France une part significative de ce marché, risquent d'être désormais moins enclins à les réaliser, le tour de vis fiscal ne les ayant pas non plus épargnés. Quand ils céderont un bien immobilier, il leur faudra désormais s'acquitter des prélèvements sociaux au taux de 15,5% (bientôt plus).

A l'international, l'immobilier résidentiel de Hong Kong connaît sa quatrième année consécutive de croissance des prix (13%). Comme New York et Londres, Hong Kong avait connu une augmentation constante entre 2003 et 2006, stoppée par la crise financière. La ville a rebondi plus fort que jamais et ses prix ont augmenté de près de 80% depuis 2009 quand ceux de New York ont chuté de plus de 10%. Il y a de bonnes raisons à cela : les acheteurs chinois continentaux, profitant des faibles taux d'intérêt, ont conduit ce mouvement, leurs transactions représentant 30% des acquisitions.

Cependant, la ville entend désormais donner la priorité aux locaux et les ventes de certains biens immobiliers seront ainsi limitées à ses sept millions d'habitants. Baptisée « Les terres de Hong Kong pour le peuple de Hong Kong », cette opération fait partie d'un programme en dix points envisageant la reconversion de lieux publics ou gouvernementaux. Les prix moyens de l'immobilier *prime* ont également augmenté à Hong Kong (4,6%).

Pour les biens d'exception, le prix moyen au m² monte à 47.000US\$, derrière Londres mais... devant Courchevel !

Marchés financiers, pourquoi pas

Faillite grecque, récession en Europe, élections américaines, nouveaux dirigeants en Chine, guerres au Moyen-Orient...et pourtant, l'année boursière a été excellente. Deux acteurs sont à remercier : les banques centrales américaine et européenne. Face à des dirigeants politiques incapables de s'accorder ou bloqués par des échéances électorales, ces deux institutions ont pleinement joué leur rôle. Dans un système au bord de l'explosion, elles ont ouvert les vannes monétaires avec baisses des taux, rachats massifs de créances, et soutien aux banques et aux Etats.

Comme d'habitude ce fut plus compliqué en Europe : les marchés attendent toujours que l'Espagne demande officiellement de l'aide. La BCE pourra alors commencer à acheter directement des obligations espagnoles, comme le font déjà les américains, et faire ainsi disparaître le risque extrême d'explosion de la zone Euro. De même, nous venons de le voir avec l'accord sur le budget de l'UE, repoussé à 2013, et le énième sauvetage de la Grèce, qui renvoie le problème à plus tard, les décisions sont difficiles à prendre. L'Allemagne et l'Italie rentrant en année électorale, le compromis restera délicat en 2013. Pour autant, 2012 aura vu les premiers pas d'un fédéralisme européen : rôle accru de la BCE, début de mutualisation des dettes, supervision bancaire européenne, adoption de la règle d'or budgétaire...tout cela va dans le bon sens et l'année se termine ici avec beaucoup moins d'incertitudes qu'elle n'avait commencé.

Aux Etats-Unis, la FED a elle aussi répondu aux attentes des marchés, avec un QE3. Du côté de l'économie, la situation est moins dramatique mais le chômage persiste. La réélection d'Obama devrait permettre de poursuivre la politique monétaire accommodante. A court terme, le «*Fiscal Cliff*» agite les marchés, même si un accord entre Républicains et Démocrates semble probable. Mais c'est surtout le renouveau du secteur immobilier, d'où la crise est partie, qui est motif d'espoir : ce secteur, fort consommateur de main d'œuvre, pourrait dynamiser la croissance US, qui reste encore mollassonne.

Enfin ces dernières semaines les yeux étaient braqués sur la Chine. La période de croissance à deux chiffres semble bel et bien révolue, mais la volonté du nouveau

gouvernement de favoriser la consommation intérieure est un signe positif pour les économies développées. Ce rééquilibrage progressif de la balance commerciale profitera aux entreprises exportatrices occidentales.

Marchés financiers - Dans un monde où les liquidités sont devenues quasi-gratuites, toutes les classes d'actifs ont monté : actions (+25% en Allemagne, +12% en France et aux Etats-Unis), obligations d'Etats et d'entreprise, pays émergents (+25% en Inde), or et pétrole. Le découplage entre économie réelle et monde financier a rarement été aussi flagrant : l'Europe est de retour en récession mais l'indice européen gagne 10%, l'indice américain retrouve ses niveaux d'avant crise mais le chômage est au plus haut depuis les années 80, les Etats font face à un déficit abyssal mais jamais ils ne se sont financés aussi peu cher (1.4% à 10 ans en Allemagne, 1.6% aux USA).

2013 - L'année sera probablement encore difficile et volatile. La zone Euro a rebasculé dans la récession. Les politiques d'austérité en Europe du Sud commencent à atteindre leurs limites et le tour de vis demandé par l'UE a pour conséquence une croissance en berne et des niveaux de chômage qui ne cessent de croître. L'OCDE et le FMI, habituellement connus pour leur orthodoxie budgétaire, ont mis en garde contre trop d'austérité. L'incertitude sur l'état de santé de la France, qui pourrait être le prochain grand malade de l'Europe, inquiète, même si pour l'instant elle affiche une croissance toujours positive et garde la confiance des marchés (taux d'intérêts négatifs court terme).

Aux Etats-Unis le plafond de la dette sera atteint en mars, et nous pourrions assister au *remake* du psychodrame de l'été 2011 qui avait conduit à la perte du AAA américain.

Mais comme en 2012, la performance des marchés devrait être davantage guidée par les flux et les liquidités que par la santé des économies.

Par ailleurs, nombre d'intervenants répètent à l'envi que les actions européennes sont peu chères. Leur valorisation est effectivement historiquement faible. Mais ce constat est vrai depuis plusieurs années et rien ne s'est passé. La nouveauté en 2012 est l'attractivité du prix des actions européennes par rapport aux autres actifs. Les actions américaines se rapprochent de leur niveau de 2008, l'or est à son plus haut historique, les dettes des états offrent des rendements négligeables et les obligations d'entreprise sont également à leur plus haut. La forte hausse de ces dernières, est illustrée par l'exemple de Nestlé qui a émis une obligation à 4 ans offrant un rendement annuel de 0.77% ! La question se pose de l'intérêt d'un tel rendement comparé à l'inflation (2%) et au rendement du dividende qui est 5 fois supérieur (3.5% pour Nestlé). Devant de telles valorisations sur le marché obligataire, la recherche de rendement incite aujourd'hui à regarder vers les actions qui peuvent offrir un dividende élevé et stable. Dans un monde à taux d'intérêts très bas, pour encore au moins 2 ans selon les derniers discours des banques centrales, la préservation de la valeur du capital (après inflation et impôts) ne peut plus se faire seulement avec des produits de taux, il est nécessaire de prendre plus de risques. L'excellente année 2012 repose sur une hausse conjointe des actions et des obligations, mais ce dernier moteur risque de caler en 2013 : le temps de réallouer le risque est proche. Ce momentum positif en faveur des actions européennes pourrait être déclenché par le retour des investisseurs étrangers sur le vieux continent: effrayés par la possible explosion de la zone Euro, ils y sont aujourd'hui peu exposés, alors qu'elle recèle des leaders mondiaux en très bonne santé.

Ce changement de perception du risque extrême en Europe, et donc une diminution de l'aversion au risque (qui pousse encore aujourd'hui des investisseurs à prêter aux Etats à des taux négatifs), pourrait être le moteur de croissance des marchés au début 2013.

Fini de rédiger le 29 novembre 2012.

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.