

# LA LETTRE

## de la Financière MJ

N° 15 / 1er trimestre 2006.

## NEWS

### Patience et longueur de temps...

Début 2006, Financière MJ fête ses 4 ans d'activité !

Dédiée à une clientèle fortunée, elle l'accompagne et la conseille, en amont des prestataires traditionnels.

Son activité principale\* se répartit entre le **conseil patrimonial\***, « **l'asset monitoring\*** » (optimisation et supervision de la gestion d'actifs), le **conseil familial\*** et la **gestion administrative\*** des intérêts privés. Sa vocation est donc d'apporter un haut niveau de service et d'expertise, totalement objective dans l'appréciation des stratégies et des prestations, et d'adapter la gestion de type institutionnelle (ALM – gestion actif/passif) aux objectifs d'une clientèle privée de haut niveau. Financière MJ a pour cela, développé **une prestation de conseil de qualité**, adossée à **des outils technologiques de premier ordre\***.

Totalement **indépendante** de tout établissement ou de toute famille, l'activité de Financière MJ se répartit aujourd'hui de façon équilibrée entre un nombre restreint de clients ou familles et poursuit un **développement maîtrisé**.

Notre plan de marche avait, à l'époque, suscité des doutes de la part de nombreux interlocuteurs. Mais nous sommes toujours là 4 ans plus tard, et surtout plus convaincus que jamais du bien fondé de nos choix et de notre positionnement !

Nous avons basé notre approche sur une **déontologie\*** et une **éthique**, renforcées par une volonté de **totale transparence\*** à l'égard de nos clients. Un tel positionnement supposait une **parfaite indépendance\*** vis-à-vis des établissements financiers et autres intervenants de la gestion de fortune.

Il supposait également de s'assurer que notre rémunération ne dépendrait de personne d'autre que de nos clients, en d'autres termes, savoir être rémunérés en honoraires et non pas en rétrocessions sur des ventes de produits ! Et là, nous nous attaquons à une citadelle encore jamais prise, tant la pratique, en France, comme ailleurs, veut que 99 % du marché soit rémunéré, directement ou non, sur la vente de produits.

**Financière MJ peut ainsi se targuer de réaliser la quasi-totalité de son activité sous forme d'honoraires clients.** Totalement indépendante de l'ensemble des prestataires qu'elle côtoie pour le compte de ses clients, elle fait aujourd'hui l'objet d'une reconnaissance de la profession pour son sérieux et son professionnalisme, illustrée par les récentes fonctions prises par son Président, François Mollat du Jourdin, devenu **administrateur de l'AFFO** (Association Française du Family Office) **et de la CNCIF** (Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers).

En effet, les dernières évolutions de la réglementation ayant permis (enfin !) la mise en œuvre de ce statut régulé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), nous avons décidé d'y participer afin de donner une existence réglementaire à notre activité. Même si ce statut ne reflète que très partiellement l'étendue de nos activités, il nous a paru indispensable de renforcer, par cette appartenance, une pratique qui milite ouvertement pour plus de transparence et d'objectivité vis-à-vis de la clientèle.

**Financière MJ dispose ainsi du statut de Conseiller en Investissements Financiers, et est membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF.**

Par ailleurs, nous avons souhaité nous doter de moyens renforcés, afin d'apporter à nos clients une prestation de qualité toujours meilleure. Ainsi, **Financière MJ a recruté un spécialiste du patrimoine, de formation juridique et fiscale.**

Par ailleurs, nous avons mis en place, début 2005, une communauté de ressources avec une société de gestion indépendante, Auris Gestion Privée. Ne disposant d'aucun produit en propre, Auris et Financière MJ se sont très naturellement retrouvées sur le terrain de l'identification de produits d'investissement de qualité. Ainsi, ces **sociétés**, tout en demeurant totalement **indépendantes** l'une de l'autre, travaillent aujourd'hui en **partage de moyens** sur les activités de recherche : **identification et analyse de supports d'investissement\***, **comité d'investissement**, **ingénierie...** mais également de conseil aux entreprises (consulting, épargne salariale...) grâce à l'accueil récent de nouvelles compétences.

Ce travail repose sur des processus quantitatifs et qualitatifs, élaborés en commun et améliorés en permanence.

Cette « **plate-forme de savoir et de services** » permet aux clients des différentes entités - clients privés, entrepreneurs, familles - de trouver des solutions concrètes et adaptées à l'ensemble de leurs problématiques propres, et ce grâce à la complémentarité d'entités autonomes, partageant des valeurs d'éthique et de transparence.

Financière MJ est ainsi fière, après quatre années de travail rigoureux, d'apporter la preuve que **de nouvelles pratiques peuvent se faire jour sur des marchés aussi murs que la gestion de fortune**, pour le plus grand bénéfice des clients.

Notre modèle nous permet de valider qu'une approche de « **pur consulting** », **objectif, et indépendant\*** de toute vente produit, trouve sa place dans l'environnement actuel, d'autant que les clients fortunés sont de plus en plus conscients du conflit d'intérêt auquel sont confrontés les établissements financiers : ils recherchent souvent un conseil indépendant afin de les accompagner et les orienter au sein de l'offre pléthorique de produits et services sur les marchés français et européen.

\* Nous vous rappelons que vous pouvez trouver une information complète sur nos activités ainsi que les précédents numéros de notre Lettre et un dossier de presse en visitant notre site Internet [www.financiere-mj.com](http://www.financiere-mj.com)

## REVUE DE PRESSE

### De nos correspondants canadiens

« Bluebridge »

Le rééquilibrage mondial aura un impact majeur sur l'appréciation des devises dans les portefeuilles. Dès lors, la question est de savoir si le risque monétaire doit être couvert. Le dernier bulletin examine le sujet.

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

### Interview – Gestion de Fortune

Le numéro du mois de mars de ce mensuel fait un zoom sur les grandes tendances en matières de services de gestion privée pour les clients haut de gamme. Plusieurs interlocuteurs sont interviewés, banquiers, gérants et indépendants, dont *François Mollat du Jourdin, Président de Financière MJ – Family Office*.

## DEBAT

### La gestion de patrimoine en Europe

Une étude édifiante est récemment parue dans un magazine spécialisé, sur le rôle et la pratique des acteurs dans les différents pays européens : où il apparaît que les conseillers indépendants sont environ 4 000 en France contre 100 000 en Allemagne et 25 000 en Grande Bretagne, marchés où les réglementations diffèrent assez largement de la France... L'Europe est encore loin ! Et ne permet donc pas les mêmes développements. Il en ressort cependant avec évidence que les « indépendants » sont appelés à se développer significativement sur le marché français. Il conviendra pourtant

de veiller à éviter les dérives qui semblent prévaloir sur certains marchés comme l'Espagne, où la pratique privilégie avant tout la vente plutôt que le conseil. Les acteurs français sont aujourd'hui soumis à une réglementation plus contraignante que leurs pairs européens, tant sur les pratiques (statuts divers malgré l'absence d'une obligation de diplôme) que sur les sécurités clients (assurances professionnelles onéreuses et parfois inappropriées).

*Notre commentaire* : Le nouveau statut de CIF, première étape vers davantage d'harmonisation européenne, et privilégiant très nettement l'aspect conseil, semble aller dans le bon sens. Mais en juxtaposant une série de statuts (courtier, démarcheur, CIF, agent immobilier...) plutôt qu'en créant un cadre global (ce qui, on peut l'espérer, sera la prochaine évolution), le régulateur ne facilite la tâche ni des clients, qui auront toujours du mal à savoir qui est qui, ni, bien entendu, des professionnels qui se trouvent soumis à un empilement de statuts, lourds administrativement et parfois contradictoires entre eux...

Il est certain que ces évolutions ne font pas forcément l'affaire de tous. Les nouvelles réglementations créent même dans certains cas de réelles distorsions de concurrence entre conseils indépendants et banques ou sociétés de gestion. Mais il est en même temps indispensable de moraliser ce secteur et ses pratiques encore trop opaques, en même temps qu'il faut s'assurer d'une compétence minimum chez les intervenants... Difficile de concilier plusieurs mondes !

## OPINION

### Réforme fiscale ou poudre aux yeux ? !!

Les échéances électorales de 2007 en décideront : en effet, le fameux bouclier fiscal s'avère, une fois encore, une « usine à gaz », sans doute habile politiquement, mais que seuls nos énarques sont capables d'imaginer (plutôt que de revenir, par exemple, au simple plafonnement lui-même déplaçonné par Juppé !). Il faut savoir que ce bouclier crée un droit à restitution à partir de l'année suivant celle du paiement de l'impôt. Ainsi, les revenus 2005, taxés en 2006, pourront donner droit à une demande de restitution en 2007, restitution qui sera réglée, dans le meilleur des cas en 2007, dans le moins bon en 2008 ! Soit 3 ans après la perception des revenus. D'ici là, ce régime, qui se superpose au plafonnement et au plafonnement du plafonnement, aura -peut-être ?- connu des aménagements ! L'impact psychologique auprès des personnes visées a très certainement été important. Cependant, il ne fait pas de doute que si des simplifications ne sont pas apportées au cours des prochains exercices fiscaux, ces mesures risquent de faire long feu quant aux effets attendus (freiner l'hémorragie des expatriations fiscales, entre autre !).

### L'histoire se répète-t-elle ?

La révolution française a nationalisé les biens du clergé (et créé pour l'occasion les Domaines Nationaux) afin de disposer d'une contre partie à l'émission de « quasi obligations », les assignats, qui deviendront rapidement, sous le poids d'une inflation galopante et d'une incapacité à gérer les finances publiques, une monnaie, qui perdra 99 % de sa valeur en 6 ans ! La seule issue sera la vente à vil prix des biens confisqués quelques

années plus tôt. En 1796, les machines à imprimer les assignats sont brûlées en place publique (place Vendôme à Paris), mais l'État, qui crée alors les Mandats Territoriaux, s'avère toujours aussi incapable de juguler l'inflation et d'apporter les réformes espérées par la population. Cette incurie sonnera le glas de la révolution !

Depuis 25 ans, les gouvernements successifs ont procédé d'une logique que l'on pourrait comparer : liquidation progressive du patrimoine national (sociétés publiques, immobilier, or de la Banque de France... sans compter les ponctions régulières dans les caisses des établissements encore publics !), sans pour autant assainir la gestion des comptes et décider des indispensables réformes : la dette a décuplé en quelques années, le nombre de fonctionnaires, nationaux et territoriaux, a littéralement explosé pendant que les missions de l'état reculaient et que les nouvelles technologies offraient de substantiels gains de productivité. La contre partie de la dette, mesurée par la valeur du patrimoine national, a été divisée par 3 depuis 1980. Le cycle est certes plus long qu'au XVIII<sup>e</sup> siècle, cependant, il est légitime de se demander jusqu'où les gouvernants pourront aller dans cette gestion de court terme qui hypothèque l'avenir en soldant les actifs du pays pour couvrir le déficit immédiat.

#### ART- Source Artprice

#### Le top 10 des artistes

Le TOP 10 2005 est aussi éblouissant que celui de 2004 : le produit de ventes du Top 10 atteint 576 millions de dollars, soit 13,6 % du marché. Exceptionnellement, un artiste contemporain, Basquiat et un maître ancien, Canaletto, se sont hissés aux premiers rangs.

1- Pablo PICASSO (1881-1973) : \$ 153,174,166

Sa cote a encore progressé de 20 % Sa plus forte enchère revient à *Les femmes d'Alger (J)* : 16,6 millions de \$ chez Sotheby's le 3 mai 2005.

2- Andy WARHOL (1928-1987) : \$ 86,681,869

Sa production a encore été valorisée de +21 % cette année. *Liz*, un portrait de Liz Taylor, réalisé en 1963, s'est arraché 11,25 millions de \$ le 10 mai.

3- Claude MONET (1840-1926) : \$ 61,541,732

Avec une version des *Nymphéas* réalisée en 1907, Monet a décroché une enchère de 12,5 millions de \$ chez Christie's le 1er novembre 2005. Ces enchères tendent à confirmer que la cote de l'impressionnisme est à son apogée. Désormais, des toiles acquises au pic de la bulle spéculative de 1989-1990 peuvent être revendues avec de substantiels bénéfices.

4- Antonio Canal CANALETTO (1697-1768) : \$ 55,473,710

C'est la grande surprise de l'année : 239<sup>e</sup> au classement en 2004, "*Venise, the Grand Canal, looking North-East from Palazzo Balbi* " a atteint au téléphone 16 600 000 £ chez Sotheby's le 7 juillet. Fruit de ses enchères exceptionnelles, la cote de l'artiste a progressé de 31 % cette année.

5- Mark ROTHKO (1903-1970) : \$ 41,556,341

Avec 3 fois plus d'œuvres échangées cette année qu'en 2004 et deux très importantes enchères, dont un nouveau record pour l'artiste de 20 millions de \$ pour *Homage to Matisse* (1954), Mark Rothko a encore gagné 8 places au classement.

6- Marc CHAGALL (1887-1985) : \$ 36,592,410

La plus importante transaction revient à un tableau de 1943, *Le Jongleur*, parti pour 3,6 millions de \$. L'offre, en baisse, fait face à une demande soutenue car le taux d'inventus est passé de 34 % à 22 % en un an.

7- Willem KOONING de (1904-1997) : \$ 36,581,311

Tout comme Rothko, Willem de Kooning a le vent en poupe ; "*Sail Cloth*", une œuvre de 1949 estimée 8 – 12 millions de \$ est partie pour 11,7 millions de \$ en mai.

8- Fernand LÉGER (1881-1955) : \$ 35,701,947

Parmi les plus importants résultats notons les 2,6 millions de £ (4,8 millions de \$) pour *Nature morte à la lampe* (1914) le 8 février 2005 et les 6,8 millions de \$ pour *Les campeurs, 1er état* le 3 mai 2005. À souligner par contre le mauvais accueil réservé à *Les maisons dans les arbres* chez Sotheby's. La toile, pourtant de 1914, estimée USD 8 000 000 - 12 000 000 a été ravalée le 3 mai dernier.

9- Jean-Michel BASQUIAT (1960-1988) : \$ 35,630,019

Premier artiste contemporain en terme de produit de ventes, Jean-Michel Basquiat se maintient dans le classement grâce à une multiplication d'enchères au-delà du million de \$ : 12 en 12 mois ! Sa plus forte enchère revient cette année à *El Gran Espectaculo* (1983), adjugée 4,6 millions de \$ le 9 novembre 2005 chez Sotheby's. Sa cote a encore progressé de 28 % cette année, soit une valorisation de +289 % sur 8 ans.

10- Lucian FREUD (1922) : \$ 33,725,319

En février dernier, le record de Lucian Freud a été battu avec une enchère à 3,5 millions de £ hors frais (6,5 millions de \$) pour *Red haired Man on a Chair*, une imposante toile de 1962-1963.

## PRATIQUE

### ASSURANCE VIE

#### Rappel : Conversion des contrats en Euros

Les politiques au secours des assureurs

« Fourgousser » ou ne pas « fourgousser » : telle est la question !

Nous évoquons cette nouvelle possibilité dans notre dernière lettre. Cependant, les précisions apportées sur la réforme fiscale laisse poindre le fort lobbying des assureurs en la matière (!) : Les intérêts capitalisés des contrats dits « mono support » ou en Euro seraient intégrés dans le calcul des revenus au titre du bouclier fiscal. Une incitation forte à transformer ces contrats en multi supports et donc à alléger le

fardeau des compagnies d'assurance, qui voient avec anxiété les taux d'intérêt stagner sur des niveaux historiquement bas ! Mais ne dissimulons néanmoins pas notre joie : cette possibilité de transformation peut, sans aucun doute, être réalisée dans l'intérêt, aussi, du souscripteur qui, sinon, restera investi en fonds général dont les taux de rendement pour les 5 à 10 prochaines années seront faibles !

## FISCALITE

*Beaucoup a déjà été dit sur la récente réforme fiscale, que nous avons d'ailleurs évoquée dans notre dernière lettre. Il ne nous a donc pas semblé nécessaire d'y revenir de façon approfondie, cependant nous serons heureux de répondre aux questions qui pourraient se poser sur le sujet. Merci dans ce cas de nous contacter directement.*

### **Rappel : exonérations ISF au titre des biens professionnels**

- *biens professionnels* : L'exonération au titre des biens professionnels dépend à la fois des fonctions qu'exerce le contribuable et de la participation qu'il détient au sein de la société (25 % des droits de vote et des droits financiers). Si les conditions sont remplies, le contribuable est exonéré d'ISF sur la valeur de ses titres.

- *pacte d'associé* : La loi du 1<sup>er</sup> août 2003 a mis en place un régime d'exonération partielle d'ISF (et droits de mutation à titre gratuit) pour les associés ne remplissant pas les conditions pour bénéficier de l'exonération au titre des biens professionnels à condition qu'ils concluent entre eux et avec un dirigeant associé, l'engagement de conserver pendant une durée minimale de six ans une fraction du capital de la société. La loi de finances pour 2006 a porté de 50 à 75 % cette exonération.

- *souscription au capital d'une PME* : Cette même loi a créé l'exonération pour souscription au capital de certaines PME européennes. Cette exonération concerne les titres souscrits directement par l'associé, lors de la création de la société ou lors d'une augmentation de capital ultérieure. La société ne doit pas être tenue directement ou indirectement à 25 % ou plus par une ou plusieurs autres sociétés. Les titres reçus en contrepartie de cette souscription bénéficient d'une totale exonération.

- *salarié et mandataire sociaux* : Les titres de société sont exonérés à concurrence de 75 % lorsque leur propriétaire exerce son activité principale dans cette société comme salarié ou comme mandataire social sous réserve de leur conservation pendant 6ans. Le bénéfice de cette exonération est étendu aux associés ayant pris leur retraite qui détenaient des titres depuis au moins 3ans au moment de la cessation de leur activité.

À noter, l'indexation du barème sur l'inflation, pour 2006, le seuil d'imposition est fixé à 750 000 €, les tranches d'imposition sont revalorisées :

Entre 750 000 et 1 200 000 € : 0.55 %  
Entre 1 200 000 et 2 380 000 € : 0.75 %  
Entre 2 380 000 et 3 730 000 € : 1 %  
Entre 3 730 000 et 7 140 000 € : 1.30 %  
Entre 7 140 000 et 15 530 000 € : 1.65 %  
Supérieure à 15 530 000 : 1.80 %

### **Bouclier fiscal – suite**

Les dispositions concernant le bouclier fiscal s'appliquent aux impositions réglées à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006. Le dispositif du bouclier se superpose donc aux mécanismes actuels.

S'agissant des impositions prises en compte :

L'ISF continue d'être calculé et réglé selon les règles actuelles du plafonnement (et du plafonnement du plafonnement),

L'IR 2005 calculé sur les revenus 2005 conformément au barème revalorisé,

Les impôts locaux sur la résidence principale.

Le bouclier fiscal instaure un droit à restitution de l'excédent d'impôts, calculé conformément aux règles des 60 %. La demande pourra être déposée à compter de 2007 sur les impôts réglés en 2006 au titre des revenus 2005. La restitution devrait intervenir au mieux fin 2007. Ce dispositif oblige donc le contribuable à faire une avance de trésorerie de l'impôt.

Le seuil des 60 % est en réalité d'un taux facial puisque les prélèvements sociaux ne sont pas pris en compte. Le mécanisme du bouclier revient en réalité à limiter l'ensemble des revenus à 71 %.

### **Inconstitutionnalité du plafond de 8 000 € par foyer de certains avantages fiscaux**

Dans un considérant lapidaire, le Conseil Constitutionnel a déclaré contraire à la constitution le plafonnement des avantages fiscaux tel que projeté par la loi de finances pour 2006.

### **Réforme droit des successions**

(AFP) - Le projet de loi réformant le droit des successions a été adopté le 8 février 2006 en commission à l'Assemblée nationale, l'examen en séance publique devant démarrer le 21 février après la semaine de vacances parlementaires.

Ce texte, qui modifie plus de 200 articles du code civil, prévoit notamment d'assouplir les règles de gestion de l'indivision, qui requiert actuellement l'unanimité des héritiers pour ouvrir la succession.

### **La société holding**

Il nous a paru intéressant de revenir sur cet outil, largement utilisé par les grandes sociétés, mais également judicieux dans pour certains patrimoines familiaux.

Étymologiquement, « holding » vient de l'anglais « to hold » qui signifie tenir ou détenir. La holding est donc une société ayant vocation à détenir des participations (sous forme d'actions ou de parts) dans d'autres sociétés, d'en assurer la gestion, de les négocier et de prendre ainsi part à la vie des entreprises auxquelles elle est associée.

La société holding permet de réaliser des objectifs très variés : **éviter une dispersion du capital de l'entreprise familiale** au décès de son dirigeant, en stabilisant le contrôle de cette structure ; **dissocier transmission de propriété et transfert du pouvoir** ; **financer la reprise d'une société** ; **centraliser certaines activités de gestion** (services administratifs,

juridiques, comptables, financiers, immobiliers) ; **assurer une direction unitaire à l'intérieur d'un groupe.**

Il n'existe pas de régime spécifique sur le plan juridique ni même fiscal, en droit français pour les sociétés holding.

#### *Pourquoi créer un holding*

Le holding est un réceptacle de dividendes bénéficiant d'un régime privilégié (mères filles, voir ci après) et constitue un instrument susceptible de **créer un effet de levier financier, fiscal et patrimonial.**

Le holding est aussi un instrument juridique de prise de participation ou de **maintien de contrôle** d'une ou plusieurs entreprises ou de leur **transmission**. Créer un holding permet de regrouper sous une même entité juridique, plusieurs entreprises exerçant des activités différentes ou situées dans des zones géographiques distinctes. La constitution d'un holding permet d'assurer l'unité d'un groupe en maintenant l'autonomie juridique de chacune des entités du groupe.

Le holding peut enfin et surtout être utilisé dans une perspective internationale pour regrouper des participations étrangères.

#### *Type de holding*

La qualification de la société holding sera fonction des objectifs poursuivis :

**Le holding de famille** peut être envisagé pour favoriser la transmission au profit des héritiers d'une société familiale ou de faciliter le rachat de titres pour ceux qui veulent s'en retirer. La création d'un holding familial peut être concilié avec une donation-partage des titres aux héritiers. Le holding de reprise sera alors le moyen de permettre à l'héritier minoritaire ou à un groupe d'héritiers minoritaires de poursuivre son exploitation. En conclusion, **le holding familial est un outil de management patrimonial de l'entreprise, permettant d'organiser et de sauvegarder les intérêts de la famille propriétaire.**

**Le holding de rachat** (ou de financement) sera mis en place pour permettre le rachat ou l'acquisition d'une société, par emprunt, sans nécessairement détenir les fonds propres pour la réalisation de l'acquisition. L'emprunt contracté par le holding de rachat sera remboursé avec les dividendes dégagés par la société cible rachetée. Cette technique met en place un effet de levier financier en utilisant l'emprunt plutôt que les fonds propres.

**Le holding financier** permet de fédérer plusieurs sociétés, en les coiffant sous une seule entité juridique. Cela permet, entre autre, d'équilibrer les risques entre les différentes filiales.

#### *Régime fiscal*

Lorsque la société holding reçoit des dividendes de ses filiales sans pouvoir se prévaloir du régime des sociétés mères et filiales, les dividendes sont soumis à l'impôt selon les règles de droit commun (33,1/3 %). Le régime des sociétés mères se caractérise par l'exonération des dividendes perçus en provenance des filiales (sous réserve d'une quote-part de frais et charges de 5 %). Ainsi, outre l'effet de levier financier, le holding peut permettre un effet de levier fiscal.

#### *Forme juridique*

Le choix de la forme dépendra là aussi des objectifs poursuivis par les fondateurs. Lorsque le holding a pour objectif essentiel la stabilité des dirigeants et la protection des intérêts familiaux, elle revêt le plus souvent la forme d'une société civile ou d'une SAS. Les holdings familiaux ont dans de nombreux cas comme support une société civile. Si l'objectif poursuivi est le financement, le rachat ou la restructuration, les formes fréquemment adoptées sont la SA, la société en commandite par actions, ou la SAS.

## **CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES**

ART - Source Artprice

### **Le marché en 2005**

À l'échelle mondiale, le marché de l'art ne s'est jamais porté aussi bien. Les chiffres sont historiques !

Le produit des ventes de Fine Art a dépassé le seuil de 4 milliards de dollars, contre 3,6 l'an dernier, malgré un volume pratiquement stable de 320 000 lots.

À l'origine de cette incroyable progression, une élévation des prix de 10,4 % cette année, faisant suite aux 19 % de hausse déjà enregistrés en 2004. Fruits de cette inflation, les enchères millionnaires se sont multipliées. Pas moins de 477 lots ont été adjugés au-delà du million de \$, contre tout juste 393 en 2004, ou encore 395 en 1990, au pic de la bulle spéculative. 55 % de ces lots millionnaires ont été échangés à New York.

Leader du marché avec près de 44 % du chiffre d'affaires mondial, la « Big Apple » est animée d'une inflation particulièrement galopante : +34,5 % en 2005. Aux États-Unis, les prix des œuvres d'art sont désormais supérieurs de 27 % à leur niveau de 1990 ! Jamais une telle inflation n'a été enregistrée sur le marché...

À titre comparatif, les acheteurs londoniens paraissent beaucoup plus raisonnables car les prix des œuvres d'art n'ont progressé que de 4,8 % cette année en Angleterre. Il faut dire qu'ils avaient déjà gonflé de 27 % en 2004. Malgré tout, Londres conserve près de 29 % de parts de marché et jouit d'une progression de 20 % de son chiffre d'affaires. Il faut dire que la qualité des ventes orchestrées à Londres est montée d'un cran !

Désormais les ventes prestigieuses rivalisent avec les plus médiatiques vacations new-yorkaises. Ainsi, pas moins de 176 lots ont atteint le million de \$ à Londres, pour un produit de 470 millions de dollars, contre tout juste 142 en 2004 et 90 un an plus tôt. D'ailleurs, c'est chez Sotheby's London, le 7 juillet, qu'a été adjugé le record de l'année : 16,6 millions de £ (29,1 millions de \$) pour Venise, the Grand Canal, looking North-East from Palazzo Balbi de Antonio Canal CANALETTO. La deuxième plus forte enchère revient à Constantin BRANCUSI dont L'oiseau dans l'espace s'est envolé à

24,5 millions de \$ le 4 mai dernier chez Christies' New York. La troisième est encore une sculpture : 21,25 millions de \$ pour Cubi XXVIII, une sculpture monumentale de David SMITH réalisée en 1965.

Cette incroyable enchère, arrachée au double des estimations, reflète l'incroyable engouement des collectionneurs américains pour les œuvres de l'après-guerre. Le segment de l'art contemporain affiche une exceptionnelle progression de 28,2 % sur douze mois ! Mais cette flambée est très fragile. Elle concerne le plus volatile secteur du marché, celui sur lequel le temps n'a pas encore mis à l'épreuve la solidité des cotes des artistes. En 1990, 28 artistes de moins de 45 ans vendaient des pièces à plus de 100 000 \$ en ventes publiques ; un an plus tard, seuls 7 d'entre eux parvenaient encore à ce niveau... Cette année, la nouvelle vague met la barre encore plus haut puisqu'ils sont 49 à atteindre ce seuil. Qu'en sera-t-il en 2006 ?

À New York et Londres, le marché de l'art a atteint cette année un cap, celui de 1990. À moins que ce ne soit un pic...

### **2006 sera-t-elle l'année Cézanne ?**

À l'occasion du centenaire de la mort du peintre, deux expositions, l'une à Orsay, l'autre à Aix en Provence, vont rendre hommage à Paul Cézanne. Peut-être l'occasion de relancer son marché en perte de vitesse depuis 5 ans.

Les œuvres les plus recherchées sont les toiles produites à partir du milieu des années 1880, et ce quels que soient les thèmes. Ainsi, son record revient à une nature morte de 1893-1894 intitulée Rideau, cruchon et compotier, provenant de la collection Whitney. L'œuvre estimée 25 – 35 millions de \$ s'est arrachée 55 millions de \$ le 10 mai 1999 chez Sotheby's. Les pièces susceptibles de décrocher le million de \$ se font de plus en plus rares, de sorte que le produit annuel des ventes de cet artiste est systématiquement inférieur à 30 millions de dollars depuis 4 ans. Seuls 4 tableaux ont été adjugés en 2005, contre 18 en 1997. Face à cette pénurie, après s'être infléchie entre 2001 et 2004 la cote des toiles de Cézanne est aujourd'hui de nouveau en hausse, mais celles de ces dessins reste encore faible :

Huit dessins ont été dispersés l'an dernier, contre 53 en 2003. Il fallait compter 45 000 £ (65 000 €) pour emporter « Homme près d'une femme nue », une petite aquarelle gouachée chez Christie's Londres.

Les estampes constituent plus de la moitié des transactions de l'artiste. 70 % d'entre elles sont adjugées moins de 1 000 euros. Il fallait par exemple compter 850 euros chez Piasa (Paris) le 9 juin 2005 pour « Tête de jeune fille », une eau-forte de 1873.

## **IMMOBILIER**

### **Croissance ... retournement... arbitrages ?**

Le Royaume Uni a été un précurseur dans la gestion de la frénésie immobilière en étant le premier à remonter ses taux d'intérêt. On peut aujourd'hui considérer qu'il a réussi son ralentissement, même si les dommages collatéraux ne sont pas

négligeables : croissance des prix immobiliers 2005 (habitation) de 2 % contre 20 % en 2004, mais une croissance économique qui passe de 3.2 % à 1.7 % ! Il est probable que les mêmes causes produiront les mêmes effets aux USA dont les taux d'intérêt sont passés de 1 % à 4.5 % en à peine deux ans.

L'Espagne semble aujourd'hui particulièrement exposée à une baisse brutale du marché, mais la France apparaît également fragile si les taux et/ou la demande devaient ralentir.

Côté demande certes, l'activité française du marché de l'habitation dans l'ancien a encore progressé au cours du 4e trimestre 2005 : accroissement modeste de 0.5 % durant le trimestre ; mais cela est remarquable dans le contexte de ces derniers mois (crise des banlieues, précarité, remontée des taux d'intérêt de certains établissements de crédit...). En 2005, l'activité des professionnels a ainsi augmenté de 4.8 %, loin des scénarios qui, depuis près d'un an, pronostiquent un retournement de conjoncture imminent.

Le marché a largement bénéficié pour cela du ralentissement de la hausse des prix. Cette hausse, constatée depuis sept années maintenant, était parvenue à un point haut en 2004 (+15.5%). En 2005, la décélération a été prononcée (+10.3%). Depuis quatre ans, les prix de l'ancien ont donc augmenté de 62.9 % et même de 107 % depuis 1998 !

Le ralentissement de la hausse des prix a été le plus rapide sur le marché des appartements. Ainsi, au cours des quatre dernières années, les prix ont crû de 70 % pour les appartements (+ 119 % depuis 1998) et de 49 % pour les maisons (+ 100 % depuis 1998).

Ce début d'année 2006 semble confirmer que les tendances des prix de l'ancien ne sont pas inscrites « à la baisse » (même si certains indicateurs pouvaient laisser penser le contraire au dernier trimestre 2005, au cours duquel les prix semblaient avoir reflué de 1 % environ !). Si les prix des appartements ont encore progressé (?), le ralentissement de la hausse des prix paraît cependant bien ancré dans le marché.

Dans l'ensemble, le rythme de hausse des prix est maintenant passé sous la barre des 10 % en glissement annuel et l'on peut tout à fait imaginer un ralentissement nettement plus significatif si la BCE devait décider d'une hausse des taux au cours du second semestre. Une BCE qui estime d'ailleurs que l'immobilier en France est surévalué de 30 % (voir ci-dessous).

Reste que l'Allemagne et le Japon font toujours pâle figure dans ce scénario puisqu'ils sont totalement restés à l'écart du mouvement de ces dernières années. Des arbitrages géographiques sont donc sans doute à envisager. Enfin, l'immobilier coté (bureaux, entrepôts...) peut sembler cher, avec un PER de plus de 18 et une prime moyenne de l'ordre de 30 à 40 %, cependant les rendements demeurent particulièrement attractifs et peuvent, temporairement, justifier de tels niveaux.

### **Flash BCE**

La BCE veut éviter un crash immobilier dans l'habitation. « Il est nécessaire de limiter l'octroi de crédit qui alimente les pressions inflationnistes mais aussi la surévaluation de l'immobilier », déclare C. Noyer. Concernant la France, les calculs de l'institution mettent en avant une situation extrêmement tendue avec des prix au mètre carré surévalués de près de 30 %. Il s'agirait même du marché le plus en risque des Douze, à égalité avec l'Espagne et devant l'Italie qui présente des prix gonflés de 20 %. Pour retrouver une période de semblable distorsion selon cette méthode de calcul, il faut remonter au début des années quatre-vingt-dix, qui ont été suivies d'une chute durable. « Les

prix pratiqués demeurent au-dessus de la moyenne historique, ce qui laisse augurer une surévaluation du marché. Cette situation impose la plus grande vigilance, en particulier dans un environnement où cette dynamique s'accompagne d'une forte demande de crédit », conclut la banque centrale.

En conséquence, le patron de la banque centrale française défend l'idée de nouvelles hausses des taux directeurs car « le maintien de conditions accommodantes n'est pas nécessairement la meilleure solution pour l'économie. Il est préférable de contenir les pressions inflationnistes plutôt que de maintenir des conditions extrêmement accommodantes », a-t-il déclaré...

En conclusion, l'immobilier d'habitation fait l'unanimité sur sa surévaluation en Europe et plus particulièrement en France. En revanche, le bureau et l'entrepôt demeurent des classes d'actifs qui ne sont pas dénuées d'attrait, compte tenu de l'évolution des prix et des rendements. Et sur ce créneau, Paris et l'île de France semblent bien positionnées en Europe. Des arbitrages donc peut-être davantage sectoriels que géographiques à envisager ?

## MARCHES FINANCIERS

### Situation macro-économique

Aux États-Unis la progression de la consommation va très probablement ralentir au cours de 2006 sous le coup de la hausse des taux et du ralentissement de l'immobilier, dont les premières manifestations s'annoncent, et qui diluera « l'effet richesse » qui a alimenté la consommation américaine depuis plusieurs années.

En Europe, après le trou d'air du deuxième trimestre, le redressement a concerné la majorité des pays. La zone euro reste cependant un espace soumis à des évolutions très divergentes : forte performance à l'exportation (Allemagne), demande interne stimulée par les crédits et le reflux de l'épargne (France, Espagne), perte de parts de marché (France, Italie).

L'Allemagne, dont les réformes devraient montrer leurs premiers effets en 2006 et qui, gouvernée par une nouvelle coalition, semble prendre le chemin d'un consensus de réformes, paraît aujourd'hui mieux positionnée pour assurer le relais de croissance de la zone européenne.

La France, tirée par l'immobilier et l'endettement, continue de faire abstraction des réformes impopulaires, alors que son marché de l'emploi ne reste qu'artificiellement soutenu. Mais la consommation a jusque-là permis de largement maintenir le rythme de croissance.

Plus à l'est, la zone a profité de taux de croissance soutenus et d'améliorations structurelles importantes. Les comptes publics russes et turcs bénéficient respectivement des recettes pétrolières et de la reprise de la demande privée.

Les perspectives de reprise du Japon pour 2006 semblent désormais acquises. L'économie paraît définitivement positionnée pour un tel mouvement, certes d'ampleur limitée (le consensus table sur 1.5 à 2 %), y compris dans l'immobilier. La conjoncture chinoise devrait également participer au soutien du

Japon, dont le principal partenaire commercial est aujourd'hui... la Chine (et non plus les USA), où le Japon exporte essentiellement du matériel d'équipement lourd.

Après une année plus heurtée en 2005, qui a vu croître les craintes et les incertitudes, la croissance chinoise devrait rester soutenue par l'abondance de l'épargne, le niveau élevé des investissements, les migrations des campagnes vers les villes, d'importants investissements dans les infrastructures, et l'émergence d'une classe moyenne.

Cette conjoncture contribue à la création d'énormes réserves de change en Asie et d'excédents redirigés vers des investissements en obligations du trésor américain, donc au maintien de taux à long terme très en deçà des taux d'équilibre usuels du marché.

La croissance économique des différentes zones du globe devrait donc être plus « convergente » en 2006, en particulier entre l'Amérique du Nord et l'Europe.

### Evolution des marchés

L'année 2005 et le début 2006 ont été marqués par une progression de quasiment tous les indices « actions ».

En Europe, les marchés ont poursuivi sur le rythme de l'an dernier - de l'ordre de +5 à +7 % sur les deux premiers mois de l'année !, après des scores compris entre 20 et 30 % en 2005, la palme revenant à l'Allemagne (+27 %), le CAC 40 progressant de 23.4 %, sa plus forte hausse depuis 1999.

L'indice MSCI des valeurs asiatiques hors Japon a gagné 17 % en 2005. Alors que l'indice Nikkei a bondi de 40 %, rebaisant légèrement en ce début d'année.

Les autres performances les plus remarquables sont celles de l'Europe de l'est, emportée par la Russie, qui progresse de plus de 90 % sur un an.

Aux États-Unis, les marchés affichent sur la même période des progressions légèrement positives (SP +5 % ; Nasdaq +4 %), qui, en euros, atteignent tout de même 16 à 17 %, mais encore très en deçà des meilleures performances européennes !

### Perspectives

Plusieurs facteurs incitent à l'optimisme ambiant : inflation maîtrisée (par la compétition mondiale et les gains de productivité), état des bilans des entreprises, liquidités suffisantes et trésorerie des sociétés historiquement abondante, fusions et acquisitions (les deux premiers mois de l'année ont d'ores et déjà montré le rythme probable à attendre, qui semble d'ailleurs, vu de Paris, devenir quelque peu frénétique : les structurations – plutôt que restructurations – sectorielles font souffler un vent de panique chez ceux qui n'ont pas eu l'initiative et s'empressent alors de partir en croisade !), besoins importants en équipements des pays émergents, apparition d'une base de consommateurs mondiale, maîtrise de l'hyperinflation des pays émergents.

Mais cet environnement n'est pas exempt de risques : taux, devises, immobilier, consommation américaine, facteurs géopolitiques, sans compter certaines bulles un peu moins

connues mais qui pourraient avoir un impact sur les marchés : ainsi la très forte croissance des opérations de LBO peut laisser craindre d'éventuels retours de bâtons en matière obligataire, une classe d'actif déjà fragile... Enfin, les risques exogènes, comme la grippe aviaire, sont aujourd'hui difficiles à quantifier, mais sont susceptibles d'avoir un impact important sur les marchés.

Globalement, les prix atteints par les actifs exigent une vigilance accrue.

### Conséquences pour l'investissement

Malgré le ralentissement de la croissance bénéficiaire des entreprises, les actions européennes nous paraissent toujours attrayantes (valorisation, rapprochements ou restructurations - comme le prouve l'effervescence des dernières semaines !).

Le différentiel de taux de croissance entre les États-Unis et le vieux continent devrait également se réduire. La marche vers une meilleure harmonisation de la croissance mondiale incite donc à accroître la diversification géographique des avoirs.

Si des bénéfices peuvent être pris sur l'Europe de l'Est, cette zone demeure certainement porteuse en tendance moyen terme. De même, nous estimons que les investissements en Asie et au Japon devront être maintenus.

Même si le Japon n'a pas connu d'évolution spectaculaire en ce début d'année et que la poursuite de cette consolidation n'est pas à exclure à court terme (terme de l'année fiscale fin mars). Tendanciellement, le Japon est certainement le pays qui a le plus à gagner du développement des pays de la zone asiatique, qui, pour beaucoup, n'ont plus d'émergent que le nom tant leurs économies sont aujourd'hui dans une phase de rattrapage qui les amène à des niveaux proches de certains pays européens. Enfin, il nous paraît judicieux de revenir de façon plus significative sur les marchés américains. Compte tenu des incertitudes sur la devise, nous penchons cependant pour des positions « couvertes » contre le Dollar.

Une attention particulière sera portée au style de gestion des gérants afin de s'assurer une représentation suffisante des valeurs « growth » versus « value » dans les portefeuilles.

Enfin, trésorerie court terme et OPCVM de trésorerie dynamique devront être privilégiés plutôt que le marché obligataire.

Si l'on se penche de façon plus spécifique sur chaque zone et classe d'actifs, il nous paraît que les principaux éléments à prendre en compte sont les suivants :

➤ **Aux États-Unis**, l'arrivée de M. Bernanke devrait marquer une nouvelle ère dans la politique monétaire américaine, qui se rapprochera de la gestion de M. Trichet... La conjoncture ralentira sans doute mais les entreprises semblent armées pour maintenir un rythme satisfaisant de croissance. Il est néanmoins certain que la quasi-stagnation du marché boursier américain en 2005 laisse perplexe : certes, la hausse des taux peut sembler une explication satisfaisante, mais la décorrélation des marchés et de l'économie a atteint son apogée ! Dans un tel contexte, il paraît raisonnable de tabler sur un rattrapage des valeurs américaines qui, après correction du

biais « techno » de ce marché, se révèlent être presque moins chères que les actions européennes !

➤ **En Europe**, la croissance pourrait réserver de bonnes surprises, aidée par une Allemagne qui paraît maintenant en meilleure posture que la France pour assurer un rôle de locomotive. Les valeurs demeurent à des prix raisonnables et la forte activité de fusions attendue (que ce début d'année ne dément certes pas !) devrait être un moteur significatif du marché.

L'Europe de l'est, après une réelle flambée en 2005 devrait assagir son rythme de croissance. D'autant que la Russie est surtout impactée par la progression des matières premières.

➤ **Le Japon** a connu une hausse importante en 2005 mais en « base 100 » en 1990, le marché nippon révèle une valorisation encore inférieure de près de 50 % aux autres marchés OCDE. Les réformes entreprises par Koizumi à la suite de sa réélection modifient profondément la perception des investisseurs à l'égard de ce marché qui revient ainsi à des normes plus proches des standards internationaux, le marché est ainsi plus lisible. L'emploi et la consommation semblent en mesure de tenir la croissance japonaise, même si un ralentissement chinois provoquerait sans doute un trou d'air. Coté immobilier, notons d'importants investissements réalisés par des investisseurs étrangers dans le centre de Tokyo, à des prix largement supérieurs à ceux pratiqués jusque-là, signe d'une confiance retrouvée de la part des acteurs mondiaux.

➤ **En Asie**, la croissance devrait rester solide en 2006. Le marché chinois, qui avait été à la peine en 2005, démarre l'année en trombe, pendant que l'Inde, l'autre géant que l'on ne peut plus ignorer, atteint des sommets qui inquiètent (PER supérieur à 18 !). Les effets de la politique monétaire chinoise paraissent donc s'estomper. Qui plus est, n'oublions pas que les échéances des JO 2008 se rapprochent : les gouvernants chinois auront à cœur, avant ces échéances, de montrer leur meilleur visage.

➤ **Le Dollar** demeure dans une zone d'équilibre (1.17/1.25) depuis maintenant plusieurs mois. Le consensus le voit plutôt revenir vers 1.30, voire 1.35 pour les plus pessimistes. Cependant nous ne sommes pas convaincus par ce scénario, en conséquence, et sans conviction forte sur le sujet, nous préférons investir en étant couvert contre ce risque de change. De façon surprenante, le yen s'est affaibli fin 2005, nous restons néanmoins convaincus que les devises asiatiques, le Yen en tête, devraient progresser contre \$ et €. seul le timing est délicat à pronostiquer !

➤ **Les obligations** apparaissent beaucoup plus dangereuses que leur risque historique intrinsèque. En dehors des papiers émergents en devises locales, et des convertibles, bien sûr, qui permettront d'accompagner une hausse de la volatilité (et des actions...), nous préférons demeurer à l'écart de cette classe d'actifs. L'autre possibilité est également de renforcer la gestion alternative « Taux », qui pourrait trouver un alpha significatif dans une hausse de la volatilité actions et obligations. Le secteur obligataire risque aussi de pâtir de secousses sur le marché du private equity / LBO, ainsi que d'une recrudescence des défaillances sur la dette corporate après les taux historiquement faibles atteints depuis 2004.

➤ **Les actions** demeurent ainsi clairement la classe la plus porteuse pour 2006, mais il conviendra de rester vigilant car les risques s'accroissent avec l'accentuation des grands déséquilibres mondiaux. Il est intéressant de noter néanmoins qu'après une longue période pendant laquelle les gérants recherchaient avant tout du rendement (le dividende), le consensus s'entend aujourd'hui à privilégier les valeurs dites de croissance, celles qui investissent leurs profits plutôt que de les distribuer... un joli retournement de psychologie !

L'or et les matières premières se doivent aussi de figurer dans un portefeuille. Les nouveaux entrants profiteront d'une consolidation pour y entrer (même si l'on doit en attendre un parcours un peu moins fulgurant que celui de l'an dernier).

Enfin, la gestion alternative devrait retrouver des couleurs en 2006 grâce au retour de la volatilité. Sans en attendre les résultats que l'on a connu au début des années 2000, on peut raisonnablement estimer que cette classe d'actifs devrait générer des rendements plus proches de sa tendance long terme, estimée aux environs de 7 à 8 %.

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](http://www.financiere-mj.com)  
[info@financiere-mj.com](mailto:info@financiere-mj.com)

**Avertissement :** Ce document ne fait partie d'aucun prospectus. Les commentaires ne sont donnés qu'à titre d'information et de réflexion. Ils ne sauraient être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente ou une proposition de services financiers. L'utilisation qui pourrait en être faite ne saurait engager la responsabilité de la Financière MJ.