

LA LETTRE

de Financière MJ

N°24 / 1er trimestre 2009.

Nous vous invitons à consulter notre nouveau site internet
www.financiere-mj.com

SOMMAIRE

Humeur	Page 2
Idées	Page 2
<i>Bouclier Fiscal</i>	
<i>Tout ce qui est rare est cher</i>	
<i>La France, paradis fiscal pour les Suisses</i>	
<i>Astrologie Chinoise : l'année du buffle</i>	
<i>Björk : maître de Davos</i>	
<i>Quel avenir pour l'industrie des Hedge Funds</i>	
News	Page 6
<i>ENFO</i>	
<i>AFFO</i>	
<i>Revue de Presse</i>	
<i>Le nombre de milliardaires fond en 2008 !</i>	
Pratique	Page 7
<i>Mécénat et philanthropie : les fonds de dotation</i>	
<i>Les 50 banques les plus sûres</i>	
<i>Private Equity</i>	
<i>Défiscalisation : loi Sellier</i>	
<i>Le secret bancaire : beaucoup de bruit pour rien !</i>	
Conjoncture ... et perspectives	Page 9
<i>Art</i>	
<i>Immobilier</i>	
<i>Marchés Financiers</i>	

Humeur

François Mollat du Jourdin

L'espérance est un risque à courir !

Car il est bien des choses qui ne paraissent impossibles que tant qu'on ne les a pas tentées ; et plus on prend de la hauteur, plus on voit loin. Mais le chemin importe peu, la volonté d'arriver suffit à tout, et le monde est du côté de celui qui est debout. Mais à quoi bon soulever des montagnes quand il est si simple de passer par-dessus ? De même, mesure la profondeur de l'eau avant de t'y plonger ; l'eau renversée est difficile à rattraper !

Cet enchaînement de proverbes et vérités, qui donnent une tonalité positive au monde et à l'avenir, nous semble témoigner que, depuis toujours, des observateurs de l'homme ont su discerner les faiblesses qui le font choir régulièrement ! Lorsque la tentation est grande de se laisser emporter par la noirceur ambiante, il est bon de voir que des sages et des philosophes, connaisseurs de la nature humaine, savaient, avec des mots simples, rappeler la nécessité de garder l'espoir...et la tête froide !

Nous traversons une crise sans précédent, s'en relever prendra du temps, et le monde en sera forcément transformé. D'ailleurs, n'est-il pas paradoxal de vouloir en sortir par une relance de la croissance, lorsque cette même (hyper)croissance est sans doute largement à l'origine du séisme que nous connaissons : c'est une crise écologique, au sens humain, industriel, financier et social. Il y faudra sans doute davantage que les recettes rituelles pour s'en extraire. Il n'est que de voir les excès de certains, commis jusqu'à plus soif, qui nécessiteront des ajustements importants pour réguler une nature dérangée, tant écologiquement qu'économiquement et financièrement, par une course effrénée, aveugle et excessive. Les derniers arrivés au festin y paient le plus lourd tribut, qui s'y sont gavés sans raison. Mais ils montreront aussi certainement la meilleure capacité à sortir de l'ornière, pendant que les grands frères seront plus lents à s'extraire d'un confort ébranlé.

L'homme est la clé de cette crise, son origine, son explication et sa solution. On ne peut donc qu'être optimiste, puisque cet animal a su depuis toujours montrer sa capacité à rebondir et progresser !

Il nous semble, dans ce contexte, que le Family Office, tel que Financière MJ le pratique et le défend depuis 2001, prend d'autant plus de sens : à l'écart du système et des institutions, construire une relation basée sur des valeurs humaines et éthiques, permettant au client de s'appuyer sur une expertise indépendante, objective et transparente en dehors de toute vente de produit, offre une perspective particulièrement intéressante dans ce contexte.

Toutes choses égales par ailleurs, le Family Office représente une source d'espoir dans le microcosme de la gestion de fortune, pour autant qu'il continue à s'imposer, sur la base de ces valeurs. Les actions menées par l'AFFO (voir ci-dessous) militent en ce sens, et nous sommes persuadés, qu'elles sauront prévaloir dans l'avenir.

IDEES

Bouclier fiscal

Judith Sebillotte-Legrès - Associé-Gérant Score Patrimoine

Le bouclier fiscal avait pour objectif de remettre la France en selle sur le terrain de la concurrence fiscale ! Si le principe du bouclier fiscal est simple : les impôts (impôt sur le revenu + ISF + GSG/GRDS + impôts locaux sur la résidence principale) payés par un contribuable ne doivent pas être supérieurs à 50 % de ses revenus, sa mise en œuvre souffre de complexité : nature et assiette des revenus à prendre en considération, modalités de calcul...Plus grave encore, le bouclier fiscal ne joue pas automatiquement, c'est au contribuable d'en demander le bénéfice qui, s'il lui est accordé, lui permettra d'obtenir la restitution du « trop versé ». Cette procédure de demande de restitution est qualifiée de « gracieuse » par l'administration fiscale mais la plupart des contribuables ne l'entendent pas de cette oreille. Pour bon nombre d'entre eux, la demande va s'accompagner inéluctablement de la « radiographie » de la déclaration ISF et donc d'un redressement.

Cette crainte amène certains d'entre eux à renoncer à profiter du système mis en place. Est-ce vraiment justifié ?

Aucun conseil ne peut affirmer que le contribuable n'encourt aucun risque mais la question est de savoir si ce risque est accru par une demande de restitution ? Or l'on sait que l'administration fiscale est parfaitement informée des contribuables qui peuvent prétendre à ce droit à restitution ; de ce point de vue, en poussant le raisonnement à l'absurde, ne pas demander le bénéfice du bouclier constitue une manière de se singulariser et donc de « mettre la puce à l'oreille »...En pratique, les demandes faites sont généralement couronnées de succès même si elles sont souvent accompagnées de questions pointilleuses de l'administration fiscale.

Rappelons qu'aujourd'hui la valeur du patrimoine n'a que peu d'importance puisque seul compte le niveau des revenus : c'est le montant des revenus perçus qui détermine le montant global de l'impôt et non le niveau de fortune de ceux qui peuvent faire jouer le bouclier. Les contribuables ont donc tout intérêt à évaluer au plus juste leur patrimoine et ce d'autant qu'en cas de redressement le bénéfice du bouclier ne peut pas jouer.

Pourtant là encore les freins psychologiques sont importants et tiennent pour l'essentiel à la pérennité ou non du mécanisme. Il apparaît également que les éventuels candidats au retour en France hésitent en raison de cette incertitude.

Peut-on vraiment les rassurer ?

Nul n'ignore que le bouclier fiscal était le moyen de mettre fin à l'ISF sans l'abroger. Tout a été dit sur le maintien ou non de l'ISF, il n'est cependant pas inutile de rappeler que lorsque l'ISF a été mis en place, le montant de l'impôt paraissait indolore compte tenu d'une inflation qui flirtait avec les 14 % !

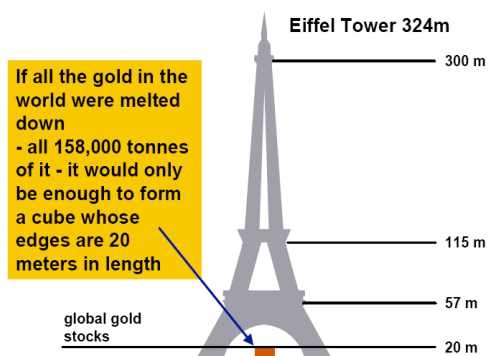
Quant au bouclier, il s'inspire du mécanisme dit du « plafonnement » qui, avant 1997, permettait de ne pas payer un impôt supérieur à 70 % de ses revenus. Autant d'arguments qui devraient militer en faveur de son maintien du moins dans son principe.

En revanche, on ne peut exclure une redéfinition des revenus à prendre en considération. En effet on assiste aujourd'hui à ce paradoxe : pour limiter les effets de l'ISF le contribuable a intérêt à ce que sa fortune soit la moins rentable possible... Bien évidemment nul ne peut se satisfaire de cette quête et l'objectif est de transformer la nature de ces revenus pour qu'ils n'entrent pas dans l'assiette du bouclier. Certains parlementaires, y compris de l'actuelle majorité, envisagent de remettre en cause, voire de supprimer le bouclier fiscal. Si le principe devait être maintenu on ne peut exclure une définition nouvelle de la notion de revenus mais cela n'ira pas sans poser des difficultés...

Tout ce qui est rare est cher (?)

Une orange pas chère est rare. Ce qui est rare est cher, donc une orange pas chère est chère !

A l'heure où l'or redevient un thème d'investissement phare, voici une illustration nécessitant peu de commentaires ! Le volume global d'or physique (fondu) existant aujourd'hui dans le monde (158.000 tonnes), tiendrait dans un cube de 20 m de côté ! Faut-il pour autant en tirer des conclusions ?



Source: PAM, World Gold Council Courtesy of DWS Investments
A courtesy of Banque Lombard Odier Darier Hentsch - Geneva

La France, paradis fiscal pour les Suisses ?

Source Le Figaro.fr - Guirec Gombert

La question semble étonnante, mais des retraités helvètes viennent bien s'installer en France pour échapper au fisc de leur pays. Lieu de refuge pour les riches étrangers, la Suisse est pourtant elle aussi touchée par l'exil fiscal. Surprenant, des retraités choisissent la France pour des raisons fiscales, selon le journal «Swissinfo». Une faille dans le dispositif fiscal français leur permet en effet d'échapper à l'imposition des deux pays.

Zéro impôt pour les retraités

La législation suisse oblige les employés à cotiser à deux piliers pour se constituer leur retraite. Le premier sera versé à l'heure de la retraite sous forme de rente mensuelle. Mais pour le second - la loi de prévoyance professionnelle - le salarié a le choix de le retirer sous forme de capital ou de rente. Si le salarié vit en Suisse, il sera taxé entre 8% à 10% sur son capital, selon son canton de résidence. Mais s'il s'installe en France avant de toucher ce capital, il bénéficie de la convention entre les deux pays pour éviter la double imposition. Comme le droit français ne prévoit pas de taxer ce type de capital, les exilés suisses échappent à toute taxation sur cette somme et évitent également de payer l'impôt sur le revenu en Suisse. Le capital de prévoyance professionnelle va de 80 000 euros jusqu'à 5 millions d'euros (voire plus). Pour ceux qui ont un capital inférieur à 800 000 euros, il est très attrayant de venir en France puisqu'ils ne seront pas soumis à l'ISF.

Le bouclier fiscal pour les grosses fortunes

Les très grosses fortunes peuvent également profiter de la fiscalité française grâce à l'instauration du bouclier fiscal. En effet, la majorité des cantons suisses n'ont pas voté un tel plafonnement des impôts et ont conservé l'impôt sur la fortune (ISF). «L'ISF 'mange' la fortune de certains contribuables alors qu'ils touchent parfois un salaire relativement modeste», explique un fiscaliste suisse.. Certains clients exaspérés se demandent s'ils ne vont pas déménager.» Ainsi, une personne dont la fortune s'élève à plus de 6 millions d'euros «pourrait être intéressée par le bouclier fiscal en France». Enfin, théoriquement, car, vu d'ailleurs, la prudence est de mise. L'instabilité fiscale de la France et le peu de recul sur le bouclier fiscal n'incitent pas encore les très riches à se jeter dans les bras du fisc français. Ils ont encore tout intérêt à déménager à Monaco, ou en Angleterre !

Astrologie chinoise : l'année du buffle

Le 29 janvier dernier, la Chine ouvrait l'année du buffle. Les caractéristiques de ce signe pourront donner l'espoir à certains que cette année permettra de vivre dans un monde qui recouvre santé et esprits ! En effet, le buffle (ou bœuf de terre) a le sens du devoir, de l'effort et de l'engagement. C'est un leader naturel (mais il peut parfois être un peu trop autoritaire et conservateur). Une

année du buffle est symbole de bon augure. En effet, la terre est l'élément favori du buffle. Ce devrait être une année d'efforts, de persévérance (sic !) où l'on redécouvrira la nécessité de guider sa vie selon des valeurs profondes.

Les questions d'environnement seront plus que jamais essentielles. Ce sera également une année d'efforts patients : celui qui a déplacé la montagne, c'est celui qui a commencé par enlever les petites pierres (proverbe chinois) !

Björk, maître de Davos ?

Le Forum 2009 de Davos a refermé ses portes sur une prière avec Desmond Tutu, l'archevêque sud-africain et prix Nobel de la paix !

Mieux réguler le système financier, coordonner les plans de relance à l'échelle mondiale et surtout ne pas mettre le doigt dans l'engrenage du protectionnisme. Ce sont les trois idées-force que l'on a pu entendre.

Des grandes idées, mais pas de véritable plan pour les mettre en œuvre. Il faudra attendre le sommet du G20 - le grand rendez-vous des vingt premières économies mondiales - qui se tiendra à Londres, en avril. Durant le Forum, les banquiers, très discrets cette année, se sont livrés à des actes de contrition bien contrôlés, tandis que les religieux, bien visibles, ont fait des prières. A Davos, tous les repères ont volé en éclats !

Domage que Björk n'y est pas été, elle qui met de l'éthique dans l'économie : la plus célèbre des islandaises, connue pour ses chansons envoûtantes et son imaginaire féérique, a décidé d'apporter sa contribution au redressement de son pays, en quasi-faillite depuis l'automne 2008. Elle vient de s'associer à la société de capital-risque Audur Capital pour lancer un fonds d'investissement éthique baptisé tout simplement..."BJÖRK!", doté au démarrage de 570 000 euros.

Géré par des femmes, ce fonds investira dans des entreprises socialement et écologiquement durables qui utilisent les riches ressources en eau et en énergie verte de l'Islande. Secteurs privilégiés : la pharmacie innovante, les éditeurs de logiciels et les sociétés qui favorisent le passage à une société fondée sur les énergies propres. Audur Capital, emploie 15 femmes sur 17 personnes et a la particularité d'avoir comme objectif principal d'introduire les valeurs féminines dans le monde de la finance.

L'étude "Women matter" a en effet récemment démontré que les entreprises dirigées majoritairement par des femmes sont plus rentables et plus durables que celles dirigées majoritairement par des hommes !

Quel avenir pour l'industrie des hedge funds ?

*Laurent Bodson - Ph.D. Candidate in Finance - University of Liège
Philippe Debatty, CAIA - Managing Director - Alternative Advisers S.A.*

Après l'année décevante que vient de vivre cette industrie, autant pour les investisseurs que pour les autres intervenants, nous sommes en droit de nous interroger sur son avenir et sur les conditions nécessaires à son redéploiement.

En effet, l'Edhec Risk - Funds of Funds Index, un des indices les plus représentatifs pour mesurer la performance des fonds de hedge funds, affiche un rendement de - 19,73% sur 2008. Il s'agit de sa première et unique performance annuelle négative depuis sa création (janvier 1997). Mais les performances négatives seules ne suffisent pas à expliquer cette déception, car deux autres éléments ont également assombri le tableau : les problèmes de liquidité et l'affaire Madoff.

Les conséquences immédiates de ces événements sont un taux de disparition des hedge funds qui va être anormalement élevé, et le corollaire naturel pour les investisseurs est bien évidemment une perte de confiance généralisée vis-à-vis de cette industrie, se traduisant par une baisse des encours, à fin 2008, de l'ordre de 40%. Et pour couronner le tout, les hedge funds ont été erronément pris pour cible pour justifier l'origine de la crise économique mondiale.

Le tableau n'est donc pas rose du tout, mais nous devons néanmoins relativiser ces constatations. D'abord, il nous faut revenir sur le caractère exceptionnel de la crise. Ainsi, par exemple, la performance de - 16,80% réalisée par le S&P 500 au mois d'octobre dernier correspond à un événement qui devrait se produire – en appliquant les propriétés et caractéristiques statistiques d'une loi normale – une fois tous les 5500 ans ! De telles conclusions nous amènent cependant à nous interroger sur la validité de cette loi au niveau des marchés financiers, surtout après les - 21,54% d'octobre 1987. Ou encore, simplement de manière empirique, la performance du S&P 500 sur 10 ans est, à fin janvier 2009, de - 23,52% (soit - 2,65% en performance composée), ce qui tend toutefois à repousser les frontières du long terme. A titre de comparaison, elle est de + 6,05% pour l'Edhec Risk - Funds of Funds Index, et de + 6,71% pour l'Edhec Risk - Long/Short Equity Index. Et le même type de constatation peut être établi pour certains segments des marchés obligataires.

D'autre part, mais ce n'est qu'une maigre consolation, les fraudes ne sont pas l'apanage des hedge funds (Enron, Worldcom, ...), et la meilleure façon de s'en prémunir reste la diversification. Enfin, des solutions existent pour réduire drastiquement les risques opérationnels et améliorer la liquidité.

Par ailleurs, il est également apparu au cours de cette année que les hedge funds, dans une large majorité, n'étaient pas la panacée dans une économie globalisée,

à fortiori en cas de dislocation des marchés et d'aversion extrême pour le risque. En d'autres termes, dans ce type de configuration de marchés, il leur est difficile de délivrer des performances positives. En pratique, la faible corrélation habituelle entre les hedge funds et les marchés s'est traduite par une corrélation conditionnelle qui a tendu vers 1. Autrement dit, l'automne dernier, tous les types d'actifs ont été touchés et la décorrélation habituelle n'a plus joué son rôle ! De plus, toute tentative de couverture s'est avérée délicate en raison des niveaux de volatilité atteints.

Un retour à la normale – tout au moins pour les hedge funds – semble toutefois se profiler en ce début d'année. Ainsi, les performances réalisées en janvier 2009 par la plupart des stratégies sont positives. A titre d'exemple, elles sont de + 0,86% (Funds of Funds Index) et de - 0,16% seulement (Long/Short Equity Index), alors même que le S&P 500 a connu le pire mois de janvier de son histoire (- 8,43%) et que les marchés obligataires gouvernementaux ont été négatifs. Une des explications que l'on peut donner de cette très bonne tenue relative est le retour progressif à des conditions normales de marchés et aux fondamentaux, ce qui a favorisé une meilleure valorisation de certains actifs, compte tenu du niveau élevé d'inefficiences dans le marché.

Mais aussi, un effort pédagogique est nécessaire afin d'aider l'investisseur à mieux appréhender les risques liés à ce type d'investissement. Car comme nous devrions le savoir, les hedge funds prennent des risques, que ce soit au travers d'expositions traditionnelles ou linéaires (par exemple, dans les marchés) et alternatives ou non linéaires (par exemple, optionnelles).

Une bonne analyse quantitative devra se dérouler à deux niveaux. Premièrement, un examen d'indicateurs appropriés (skewness, kurtosis, ratio de Sortino, ratio de Calmar, MVaR, ...) permettra rapidement d'évaluer le profil de risque du hedge fund (ou du portefeuille de hedge funds). Ensuite, une analyse de style adéquate permettra à l'investisseur d'être informé des véritables risques (les betas) liés à ses investissements. Si elle est faite de manière dynamique, elle apportera en plus des informations précieuses sur la stabilité ou la dérive de style. De cette manière, il pourra connaître son exposition réelle, ainsi que la véritable capacité de son gestionnaire à délivrer de la surperformance (l'alpha).

Ces différents types de risques ne sont généralement pas présents dans les portefeuilles traditionnels et sont porteurs d'une importante décorrélation (dans des conditions normales de marchés) qui va être recherchée lors de la construction de tout portefeuille. C'est cela qui constitue le principal avantage des hedge funds.

Quoiqu'il en soit, les enseignements, constats et perspectives que l'on peut tirer de cette année de crise sont nombreux :

- À l'instar des événements climatiques, les marchés ne seront plus un long fleuve tranquille. Par conséquent, les événements extrêmes risquent d'être plus fréquents, et la volatilité moyenne des actifs et les dispersions de performances plus élevées,
- Dans le même ordre d'idées, nous devons utiliser des mesures de risque et des logiciels plus appropriés, c'est-à-dire fonctionnant en dehors du cadre moyenne-variance et de la loi normale,
- Les inefficiences de valorisation des actifs sont telles que les opportunités attendues sont très importantes pour les meilleurs des survivants, et une fois les opérations de deleveraging terminées,
- L'environnement des marchés finira par se normaliser, notamment au niveau de la liquidité, favorisant les stratégies bottom-up,
- Les hedge funds auront recours à moins de levier, tant parce que celui-ci sera plus coûteux, qu'en raison du fait que – dû aux opportunités – moins de capital sera nécessaire pour obtenir la même rentabilité espérée,
- L'adéquation actifs-passifs en termes de liquidité va devenir une priorité absolue, autant pour les gestionnaires que pour les investisseurs,
- Une plus grande transparence dans la gestion et les risques pris, et une réglementation adaptée seront requises,
- Les intervenants seront plus attentifs aux risques opérationnels et à la ségrégation des tâches, et tendront à rechercher des investissements avec une meilleure sécurité juridique,
- Des mesures favorisant l'éthique et une bonne gouvernance d'entreprise devront être prises, tant au niveau de chaque structure qu'au niveau réglementaire,
- Les investisseurs institutionnels compléteront leurs compétences internes relatives à l'analyse des risques et la construction de portefeuilles de hedge funds par des consultants externes spécialisés et indépendants.

Tous ces éléments impliqueront un repositionnement de l'industrie des hedge funds. C'est dans cette période de crise, de rupture d'équilibre, que se forgeront les acteurs de demain. Gageons que ceux qui auront su tirer parti

des opportunités actuelles pour une remise en question salutaire et adéquate en ressortiront plus forts afin d'affronter de façon plus optimale les futurs chocs des marchés.

Et espérons que les investisseurs déçus sauront retrouver la confiance pour faire les choix qui s'imposent afin de profiter des opportunités réelles qui se présentent aujourd'hui.

NEWS

ENFO - www.enfo.net

Comme nous l'avions évoqué dans ces colonnes, l'**European Network of Family Offices**, créé par 6 FO indépendants (dont **Financière MJ**) issus de 5 pays européens, est aujourd'hui dans la phase de lancement d'un projet baptisé « FPPI (Family Platform for Private Investments) ». Animée par des spécialistes reconnus, cette plateforme a l'objectif d'offrir aux familles, en dehors des circuits traditionnels de l'investissement (fonds, établissements financiers,...), la possibilité d'investir dans des entreprises familiales, en partageant une vision et le cas échéant apportant un savoir faire complémentaire. Un retour à un concept que le private equity avait sans doute trop perdu de vue :

Des familles aux familles, dans une optique patrimoniale « raisonnable ».

ENFO poursuit par ailleurs ses négociations sur une offre potentielle de dépositaire global (global custody), avec de grands établissements européens. Un séminaire, destiné aux clients, sera organisé fin 2009 sur le thème de la préparation des jeunes générations à leurs futures responsabilités, qui fera intervenir un panel d'orateurs de qualité exceptionnelle. Enfin, au travers de leurs échanges mensuels, les membres d'ENFO partagent leurs vues sur la conjoncture et les marchés, enrichissant leurs analyses par des vues « transnationales » et une allocation d'actifs...qui demeure aujourd'hui très prudente !

AFFO

En mouvement.

L'Association Française du Family Office a tenu une AGE en février dernier, entérinant des évolutions importantes :

Élection d'un nouveau conseil d'administration, recentré sur les Family Offices, conseil qui a ensuite choisi un bureau :

- Bernard Camblain, Président d'Honneur,
- Josée Sulzer (GIM Dassault), Président,
- Renzo Evangelista (LCF Rothschild Family Office), Vice-Président,

- François Mollat du Jourdin, Secrétaire Général,
- Christophe Achard (Intuitae), Trésorier.

Juliette Laquerrière (Groupe Bolloré) a également été élue administrateur.

A cette occasion, de nouveaux statuts ont été adoptés, qui prévoient un recentrage de l'association sur les family offices, distinguant ainsi membres titulaires (family offices) et membres partenaires (banques, avocats, notaires, consultants,...). Des projets ambitieux ont été présentés, qui valident, entre autres, la finalisation d'une étude menée avec le concours du cabinet Deloitte, sur la définition du métier de family office. Cela devrait permettre à l'AFFO d'élaborer une charte, voire, ultérieurement de « labelliser » ses membres.

Une action qui s'avèrera sans aucun doute judicieuse dans la perspective d'une éventuelle réglementation, mais aussi pour une meilleure lisibilité du marché à destination des clients actuels ou potentiels. L'AFFO confirme ainsi qu'elle est l'association de référence des FO en France.

Des réunions mensuelles continueront par ailleurs à se tenir, la prochaine fin mars devant avoir lieu sous la forme d'un séminaire, animé par Loedstar Genève, sur la gestion des conflits, en particulier au sein des entreprises ou groupes familiaux.

Revue de presse

Investir Magazine – Décembre 2008

Stratégie d'investissement dans la crise – François Mollat du Jourdin était interviewé au sein d'un panel de spécialistes, essentiellement banquiers et gestionnaires.

NewsManager – Groupe Agefi – Décembre 2008

François Mollat du Jourdin était interviewé sur l'affaire Madoff et ses conséquences sur les family offices. Une occasion de confirmer que, si le nom de certains FO semble avoir été associé, en qualité de victime, à cette fraude, aucun membre d'ENFO, dont fait partie Financière MJ, n'était concerné. Une confirmation du bien fondé du processus de ses membres en matière de sélection des gestionnaires et de contrôle des risques. Il faut ici souligner que si les clients des family offices ont, bien entendu, été impactés par la crise financière en 2008, l'intervention de FO comme Financière MJ a prouvé sa valeur, parvenant à réellement protéger le patrimoine des clients dans un environnement exceptionnellement difficile.

Conférences

Mars – IFE Family Office : *quelles sécurités pour les grandes fortunes dans la crise ?* – Luxembourg - François Mollat du Jourdin intervient sur les perspectives de réglementation des activités de Family Office. Son rôle au sein de l'AFFO (Secrétaire Général) et d'ENFO (Président) lui donne une vision large du sujet, à un

moment où l'affaire Madoff, fortement associée à de nombreux « mono Family Offices », pousse les autorités à se pencher sur ces entités.

Rencontres

Avril – A l'occasion d'un voyage d'étude à New York, Financière MJ rencontrera certains des meilleurs gérants de gestion alternative américains. Après avoir fait couler beaucoup d'encre, cette industrie semble déjà se relever (même si l'on estime qu'après avoir perdu près de 50% de ses encours et de ses acteurs, le « nettoyage » va se poursuivre en 2009) : de nombreux gérants confirment leur qualité et leur savoir faire. La gestion alternative pourrait réserver de bonnes surprises cette année et il ne faut certainement pas « jeter le bébé avec l'eau du bain ». Transparence, lisibilité, liquidité, accès au gérant, demeurent néanmoins les maîtres mots.

Le nombre de milliardaires fond en 2008 !

Alors que les dernières années avaient vu une très forte croissance du nombre de milliardaires dans le monde, l'année 2008 et sa crise financière ont fortement impacté ce club très fermé. Selon le dernier classement Forbes, ils ne seraient aujourd'hui plus que 793 contre 1125 à la fin de l'année 2007. En outre, ces derniers se sont sensiblement « appauvris » : leur fortune totale s'élèverait à €1,9 trillions, soit 44% de moins que l'année précédente, tandis que leur patrimoine net moyen aurait diminué de 23 % pour passer à €2,3 milliards. Il faut remonter à 2003 pour trouver une moyenne aussi « faible »...

PRATIQUE

Mécénat et philanthropie Les fonds de dotation

Corinne Louis – Financière MJ

Le décret d'application du 13/2/09 est venu préciser les modalités d'application du fonds de dotation (introduit par la loi du 4 août 2008). Le fonds de dotation « à la française », équivalent de l'endowment fund américain, se veut un outil simple, sûr et attractif qui devrait permettre, à côté des mécanismes existants, au mécénat privé de connaître un nouvel essor.

Petit rappel : qu'est-ce qu'un fonds de dotation ?

« Une personne morale de droit privé à but non lucratif qui reçoit et gère, en les capitalisant, des biens et droits de toute nature qui lui sont apportés à titre gratuit et irrévocable, et utilise les revenus de la capitalisation en vue de la réalisation d'une œuvre ou d'une mission d'intérêt général, ou les redistribue pour assister une personne morale à but non lucratif dans l'accomplissement de ses œuvres et de ses missions d'intérêt général ».

Principales caractéristiques :

Le fonds de dotation, personne morale de droit privé, s'adresse à tous les acteurs publics et privés ayant un projet ou une mission d'intérêt général. Le fonds est constitué d'un capital versé de façon irrévocable par un ou plusieurs donateurs. On notera qu'aucune dotation minimale n'est requise pour sa constitution. Le fonds de dotation peut recevoir et gérer des biens et droits de toute nature. Les revenus financiers du capital sont versés au budget de l'institution.

Avantages fiscaux :

Comme pour le mécénat et la philanthropie, les entreprises donatrices peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt de 60% du montant des versements, dans la limite de 5% du chiffre d'affaire, les particuliers d'une réduction d'impôt sur le revenu (IRPP) de 66% du montant des sommes versées, dans la limite de 20% du revenu imposable.

En outre, les fonds de dotation bénéficient du régime fiscal applicable aux organismes sans but lucratif et ne sont donc pas, en principe, soumis aux impôts commerciaux (IS, taxe professionnelle, TVA) dès lors qu'ils n'exercent pas d'activité lucrative au sens du code général des impôts. A noter que les fonds de dotation qui ont prévu statutairement de ne pas consommer leur dotation en capital, sont également exonérés de l'IS au titre de leurs revenus dits patrimoniaux, à l'instar des fondations reconnues d'utilité publique. Enfin, les dons et legs consentis au profit des fonds de dotation sont exonérés de droits de mutation.

En conclusion, le fonds de dotation semble bien être la formule souple tant attendue par les donateurs et les bénéficiaires du mécénat et de la philanthropie. A mi-chemin entre l'association et la fondation RUP (reconnue d'utilité publique), elle présente les mêmes avantages que la fondation RUP, en termes de gestion de patrimoine (le fonds pourra recevoir et gérer, en les capitalisant, des biens et des droits de toute nature) et de l'association, en termes de formalités administratives (une simple déclaration en préfecture avec dépôt des statuts). Enfin le fonds bénéficie d'avantages fiscaux multiples, à l'exception de la réduction d'ISF de 75% (seuls les dons aux Fondations RUP en bénéficient à ce jour). Un petit inconvénient tout de même, si les ressources du fonds dépassent 10 000 euros en fin d'exercice, le fonds devra nommer un commissaire aux comptes.

Les 50 banques les plus sûres en 2009

Source : Global Finance Magazine

Le 25 février, The Global Finance Magazine a publié la liste des banques les plus sûres en 2009. Pour la première fois, cette liste est mise à jour à mi-année, compte tenu des turbulences actuelles. Cette comparaison est établie sur la base de la notation crédit à long terme (Standard & Poors, Moody's and Fitch) et

de la taille des actifs, parmi les 500 plus grandes institutions mondiales. Selon l'éditeur, les agences de notation estiment que ces établissements ont prouvé une gestion du risque plus prudente et viable que leurs pairs. La France et l'Allemagne comptent 6 institutions. Les pays les plus touchés sont les USA (5), l'Angleterre (3) et la Suisse (2). Classement par ordre décroissant :

PAYS	BANQUE
Allemagne	KfW
France	Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)
Pays Bas	Bank Nederlands Gemeenten (BNG)
Allemagne	Landwirtschaftliche Rentenbank
Pays Bas	Rabobank
Allemagne	Landeskreditbank Baden-Wuerttemberg-Foerderbank
Allemagne	NRW. Bank
France	BNP Paribas
Espagne	Banco Santander
Canada	Royal Bank of Canada
Australie	National Australy Bank
Australie	Commonwealth Bank of Australy
Espagne	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)
Canada	Toronto-Dominion Bank
Australie	Australy & New Zeland Banking Group
Australie	Westpac Banking Corporation
Espagne	Banco Espanol de Credito S.A. (Banesto)
N Zélande	ASB Bank Limited
GB	HSBC
France	Credit Agricole
USA	Wells Fargo
Suède	Nordea Bank
Canada	Scotiabank
Espagne	La Caixa
Suède	Svenska Handelsbanken
USA	US Bancorp
Espagne	Banco Popular Espanol
Singapour	DBS Bank
Finlande	Pohjola Bank
Allemagne	Deutsche Bank
France	Société Générale
Italie	Intesa Sanpaolo
Canada	Bank of Montreal
Norvège	DnB NOR Bank
USA	The Bank of New York Mellon
Portugal	Caixa Geral de Depositos
Singapour	United Overseas Bank
Singapour	OCBC
Belgique	Axa Bank Europe
Suisse	Crédit Suisse Group
Allemagne	Landesbank Baden-Wuerttemberg
GB	Nationwide Building Society
Canada	CIBC
Koweït	National Bank Of Koweït
GB	Barclays
Suisse	UBS

USA	JPMorgan Chase
Japon	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
France	Banque Fédérative du Crédit Mutuel (BFCM)
France	Crédit Industriel et Commercial (CIC)

Private Equity

Le BCG (Boston Consulting Group) a récemment publié une étude intitulée : « get ready for the private equity shakeout » (préparez-vous, le private equity va secouer). Un travail édifiant au moment où il est difficile de prévoir un scénario économique et financier, et donc une stratégie d'investissement. Il en ressort essentiellement que :

- L'industrie du PE est aujourd'hui au milieu de la « tempête parfaite » : éclatement de la bulle du crédit, profits des sociétés en baisse, valorisations en baisse, réduction de l'allocation en PE des investisseurs institutionnels.
- L'industrie du PE est aujourd'hui assise sur \$450 milliards de liquidités, soit 56% des capitaux levés au cours des 4 à 5 dernières années ! Elle est donc solidement armée pour investir.
- Les périodes de crise sont les meilleurs moments pour investir. Acheter peu cher des actifs de qualité est le meilleur moyen de s'assurer des rendements élevés à terme.
- On estime à 50% le taux de faillite des opérations de PE au cours des 3 prochaines années. Cela créera un important flux d'opérations, dès lors que les investissements sous jacents, souvent des sociétés solides mais impactées financièrement par la crise, devront être revendus avec d'importants « discounts ».

Chronique d'une tornade annoncée mais analyse éclairante et encourageante, ces éléments sont à prendre cependant avec précaution, dans la mesure où le conseiller n'est pas le payeur...d'autant que ledit conseiller a des intérêts dans la partie ! Mais il est certain qu'au-delà du caractère exceptionnel de cette crise et de son impact sur tous les pans de l'industrie financière, des opportunités importantes apparaîtront. Il sera indispensable de savoir les saisir afin d'améliorer à long terme le rendement global des actifs.

Les family offices en leur qualité de conseil devront être proactifs. Le projet FPPI, évoqué ci-dessus (rubrique News – ENFO) répondra à cet impératif de façon qualitative et originale.

Défiscalisation Et maintenant la loi Sellier !

Entré en vigueur le 1er janvier dernier, ce dispositif permet aux contribuables qui investissent dans un logement neuf, destiné à la location, de bénéficier d'une réduction d'impôt. La réduction sera égale à 25% (ou 37% si l'on opte pour le régime « Loi Sellier Social ») du prix d'acquisition du bien, dans la limite de 300 000 euros, jusqu'au 31 décembre 2010.

Du 1er janvier 2011 au 31 décembre 2012, la réduction sera égale à 20% du montant de l'investissement. La réduction d'impôt est reportable pendant 6 ans. Le dispositif est limité à une opération par an et la réduction d'impôt est étalée sur 9 ans. Il est impératif que le locataire fasse de ce bien sa résidence principale. L'investissement doit être réalisé dans une ville éligible et le loyer respecter des plafonds.

Ce dispositif a vocation à remplacer l'amortissement fiscal Robien-Borloo mais une période de transition est prévue qui permet aux 2 régimes de cohabiter jusqu'à la fin de l'année 2009.

Un régime qui promet encore, compte tenu de la « carotte fiscale », des dérives et, au final, des sorties douloureuses !

Secret bancaire Beaucoup de bruit pour rien ?

La Suisse, le Luxembourg, l'Autriche, Singapour....La liste est longue de ces paradis bancaires et fiscaux qui annoncent, sous la pression, américaine d'abord, européenne ensuite, apporter des assouplissements à leurs règles en la matière. Cependant, et à l'aune de l'exemple suisse, il est probable qu'il faille encore un long chemin et du temps avant de le faire réellement voler en éclat :

La Suisse s'apprête ainsi à établir une procédure (qui devrait prendre déjà quelques années) permettant de lever le secret bancaire.

Pour ce faire, il faudrait qu'une administration étrangère adresse une demande circonstanciée, incluant le nom, le numéro de compte, l'établissement financier....à l'appui de sa requête. Le détail des éléments, devant être produit dans la demande, fera l'objet de négociations au cours des prochains mois ou années...et nul doute que ce processus prenne déjà longtemps ! Ces informations constitueront donc un obstacle important, difficile à surmonter, pour permettre aux administrations étrangères de parvenir à leurs fins.

Le secret bancaire a encore de beaux jours devant lui !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art

Source : Artprice

Paris sauve le monde !

Chaque année, Artprice publie le classement des artistes en fonction du produit de ventes réalisées aux enchères. En 2007, les résultats enregistrés étaient exceptionnels : les 10 poids lourds du marché de l'art avaient généré à eux seuls \$1,8mds, soit une progression de 50%. En 2008, le produit de ventes du Top10 enregistre \$100m de moins, mais atteint tout de même \$1,7mds, soit 20% du marché mondial de Fine Art et 1,5% du volume de transactions. Ce fléchissement tient essentiellement à l'essoufflement du chiffre d'affaires d'Andy Warhol. Le ticket d'entrée dans le Top 10 a, en revanche, encore augmenté : un score minimum de \$91,8m était nécessaire pour prétendre au classement 2008, contre \$87m en 2007, \$59,6m en 2006 et \$33,7m en 2005.

L'année dernière, le Top 10 rajeunissait, avec l'ascension d'Andy Warhol sur la première marche d'un podium habituellement dominé par Picasso. Classé 7ème, Jean-Michel Basquiat était le plus jeune artiste du classement 2007, mais aucun artiste vivant ne parvenait à se hisser aux sommets atteints par les maîtres de l'art moderne. C'est désormais chose faite avec le classement 2008 qui intègre le britannique Damien Hirst (né en 1965) et l'allemand Gerhard Richter (né en 1932). Ce dernier clôturait déjà le Top 10 en 2002 et 2003. En 2008, les \$122m générés par la vente de ses œuvres l'ont propulsé à la 7ème place du classement, derrière Giacometti ! La quatrième place tenue par Damien Hirst, l'artiste quadragénaire le plus médiatique du moment, témoigne de la frénésie spéculative qui s'était emparée de l'art contemporain avant la crise ...

Face à une demande en chute libre, les maisons de vente mettent en place de nouvelles stratégies pour soutenir les prix. Les investisseurs, qui, il y a quelques mois encore, s'adonnaient aux spéculations les plus folles, deviennent désormais plus raisonnables. La vente, de tous les records, YSL Bergé, se démarque cependant de cette tendance, par son caractère exceptionnel et la qualité des pièces.

L'art au Moyen-Orient

Les vacances de 2008 à Dubaï ont connu une progression de +70% (\$35m). Les grandes maisons ont bien compris l'importance des nouveaux collectionneurs moyen-orientaux, préférant investir en priorité sur leurs compatriotes. Christie's a commencé à intégrer des artistes du Moyen-Orient aux vacances de Londres ou Paris. Pour sa vacation du 18 mars à Doha, Sotheby's a mêlé des artistes occidentaux reconnus, Warhol, Hirst, à

Farhad Moshiri ou Mohammad Ehsai, qui représentent les artistes iraniens les plus dynamiques du moment. Saatchi consacre, de son côté jusqu'au 9 mai, une exposition à quelques jeunes artistes du Moyen-Orient : « Unveiled: New Art from the Middle East ».

Art Contemporain

L'art contemporain, dont les vacations 2008 atteignaient des sommes record, connaît un ralentissement sensible. Jeff Koons, pourtant une des stars incontournables du marché ces dernières années, a connu un bilan mitigé lors des ventes londoniennes de février 2009. Chez Sotheby's, sa sculpture « Stacked » a été adjugée pour £2,5m. Chez Christie's, sa toile « Monkeys » a atteint la somme de £1,2m. Sa pièce « Encased – Five Rows » fut retirée par Phillips de Pury & Co sans la moindre enchère.

Mais, même si « Man in Blue VI » de Francis Bacon, et « Green, Blue, Green on Blue » de Mark Rothko, n'ont pas trouvé preneur au cours de cette semaine londonienne, le pire a été évité. Le taux d'invendus chez Christie's n'est que de 21%. Cependant 52% des œuvres n'ont pas atteint leurs estimations. Sotheby's affiche lui aussi un beau résultat avec 25 lots adjugés sur les 27 proposés, dont trois ont dépassé le million de livres : Jeff Koons, Lucio Fontana et Gerhard Richter.

Les 15 et 16 septembre 2008, Damien Hirst avait réussi son pari en présentant, au cours d'une vente exceptionnelle organisée par Sotheby's, plus de 200 œuvres neuves (c'est-à-dire jamais exposées en galerie) qui furent adjugées pour £111m. Mais, en seulement quelques mois, le marché de l'art a changé, et le taux d'invendus de l'artiste britannique est passé de 11% en septembre à 55% en décembre 2008 !

Collection Saint Laurent– Bergé

Le Grand Palais accueillait à Paris, du 23 au 25 février dernier, la vente de 691 lots dont certaines pièces exceptionnelles. Ainsi, les plus grands noms de l'art moderne, tels que Giacometti, Juan Gris, Vuillard, Klee, Toulouse-Lautrec, Modigliani, Munch ou encore Klimt se côtoyaient dans la capitale. Les prix se sont globalement envolés, le produit de la vente totalisant près de €375m. Le précédent record remontait à 1997 avec €163m lors de la dispersion de la collection Victor et Sally Ganz à New York. Et au moins 25 records ont été battus (œuvres d'art moderne, impressionnistes, Art déco, dessins ou peintures de maîtres anciens). Un Matisse, « Les coucous, tapis bleu et rose », a atteint €32m, un record pour le peintre français. Toutefois, la vente a connu des ratés, quatre toiles du XIXe, restant invendues. Le premier jour, un Picasso présenté comme l'une des œuvres majeures de la vente, n'avait pas non plus trouvé preneur. Cette vente rompt ainsi avec les vacations du début de l'année 2009, où les grandes maisons avaient réduit le nombre de lots proposés. Mais la provenance prestigieuse a permis d'atteindre des sommets. La crise a donc touché le marché de l'art de plein fouet et corrige violemment les excès de ces dernières années, comme dans les autres

secteurs. Les acheteurs se raréfient, et ne sont plus disposés à acheter à tout prix. Mais la vente YSL Bergé prouve néanmoins que ce marché fléchit moins si les œuvres proposées sont de grande qualité. Ici comme ailleurs, la sélectivité demeure la meilleure arme.

Immobilier

Quand le riche maigrit, le pauvre meurt.

En ce début d'année 2009, le secteur immobilier est marqué, en France, par l'attentisme. Malgré une chute des prix en 2008 et une récente baisse des taux de crédit, les investisseurs restent frileux et semblent attendre une stabilisation avant de s'engager. Il faut dire que la publication début février 2009 du rapport de conjoncture trimestriel de la FNAIM n'aide pas, puisque cette organisation professionnelle envisage une baisse des volumes sur l'année et surtout de sensibles reflux des prix. Les acheteurs potentiels ne sont donc pas incités à « passer à l'acte ». Par ailleurs, les conditions d'octroi de crédit se sont durcies en fin d'année 2008, les banques exigeant des apports supérieurs et des durées inférieures. Nul doute que les plus faibles seront les plus impactés, dans le bureau comme dans le résidentiel.

Il semblerait cependant que Lyon et Paris résistent mieux que les autres villes. Malgré la chute conséquente du nombre de transactions (-20% en Ile de France au dernier trimestre 2008), le peu de biens immobiliers mis en vente - les vendeurs se retirant dans l'attente d'une période plus faste - permet de soutenir les prix. Le marché immobilier parisien n'échappe cependant pas à la crise, et malgré la résistance des beaux quartiers, qui voient certains vendeurs refuser la baisse des prix, ou retirer leurs biens de la vente, les prix sont généralement en baisse. Certains notaires observeraient même des baisses de l'ordre de 15 à 20% à Paris...

Côté logements neufs, les ventes ont chuté de 38% en 2008. Les délais d'écoulement des appartements sont passés de 11 à 21 mois en un an, et le nombre de mises en ventes a chuté de près de 60% au 4ème trimestre 2008. Pour les logements individuels, le délai est désormais de 20 mois, et les mises en ventes ont reculé de 45%. Enfin, le nombre de permis de construire octroyés au niveau national s'est également fortement contracté.

Fait rare, l'immobilier de luxe souffre également, certes dans une moindre mesure. En dehors de certaines exceptions dont les appartements « haut de gamme » situés rive gauche à Paris, dont le peu d'offre permet de maintenir la tendance haussière, le marché connaît une chute qui peut aller de 10% à 20% en fonction des régions. Les russes, auparavant acheteurs, se retrouvent de plus en plus nombreux du côté vendeur, et veulent se séparer de leurs biens souvent achetés au prix fort. Du côté de Londres ou New York, les investisseurs, profitant de la tendance mondiale, ainsi que d'un taux de

change favorable, sont de plus en plus séduits par ces marchés qui leurs étaient, il y a quelques mois encore, totalement inaccessibles. Cependant, la crise immobilière dans ces pays est pour l'instant bien ancrée et l'environnement économique général ne plaide pas pour une reprise forte dans les mois qui viennent.

Le marché de l'immobilier professionnel suit la même tendance que celle de l'immobilier résidentiel. En effet, en 2008, la crise a fortement impacté les investissements, diminués de moitié, revenant aux niveaux de 2004. L'octroi de crédit s'étant raréfié, les entreprises sont moins à même d'investir dans de nouveaux locaux. Par ailleurs, ce marché est étroitement lié au marché de l'emploi, ce qui laisse relativement peu d'optimisme pour l'année 2009. Si la demande se contracte fortement, l'offre quant à elle demeure, puisque les mises en chantier continuent sur le même rythme.

Cependant, le marché parisien est plus touché que le reste de la France : le quartier central d'affaire regroupant généralement banques et autres établissements financiers, souffre du marasme de cette industrie, alors que les entreprises cherchent logiquement à réduire leurs coûts en privilégiant des bureaux plus éloignés, traditionnellement moins chers. Il faudra donc que l'environnement général reparte pour que l'on puisse entrevoir une sortie du tunnel. Mais il est aussi probable que cette conjoncture offrira des opportunités aux investisseurs disposant de moyens de financement. On verra en effet certainement des faillites ou autres saisies qui provoqueront des ventes dans l'urgence, des rentabilités locatives croissantes, dans le résidentiel, mais aussi et surtout dans le bureau et le commercial. Il convient donc, pour ceux qui le peuvent, de demeurer vigilant et opportuniste.

Marchés financiers

L'art de la prévision est un art difficile, surtout quand il s'applique à l'avenir. (Tristan Bernard)

Alors que pessimisme, désarroi, panique et immobilisme s'installent et que chaque jour apporte son lot de mauvaises nouvelles, tel un effet domino, le malaise se propage à tous les secteurs et toutes les régions du monde.

Si le sauvetage du système financier et de l'économie de marché semble désormais acquis (ils n'en sortiront cependant pas indemnes, sans devoir profondément évoluer), l'environnement économique souffre considérablement des conséquences de la « crise du crédit » qui a débuté il y a 18 mois.

En effet, la récession s'est amplifiée au 4ème trimestre 2008 à l'échelle mondiale et les données macroéconomiques sont peu encourageantes. Le FMI a une nouvelle fois abaissé ses prévisions de croissance dans le monde (voyant même éventuellement une

croissance négative pour l'année 2009) et les perspectives sur le marché de l'emploi, de la consommation et de l'investissement sont peu réjouissantes.

La stabilisation de quelques indicateurs avancés ces dernières semaines laissait cependant espérer aux plus optimistes que le creux de la vague pourrait être proche. Il n'en demeure pas moins qu'aucun signe concret de reprise n'est visible et que ces derniers jours, de nouvelles craintes sur le secteur financier (AIG recourt pour la 3ème fois aux aides publiques, HSBC doit se recapitaliser) font ressurgir les inquiétudes.

Par ailleurs, l'énorme processus de désendettement à l'échelle mondiale ne plaide pas pour une reprise immédiate de l'activité générale.

L'impact des politiques de relance (astronomiques), plutôt basées sur l'investissement que sur la consommation, sera, par essence, moins immédiat. Si l'on pouvait espérer que l'investiture d'Obama donnerait un signal fort, ce dernier doit finalement faire face à une situation moins bonne qu'escomptée.

Par ailleurs, après avoir connu une inflation très marquée au cours du premier semestre 2008, notamment due à l'explosion des matières premières, la situation actuelle tend vers un environnement déflationniste, la bulle ayant éclaté et le ralentissement de l'activité tirant les prix vers le bas.

Les Etats Unis

La montée du chômage américain (perte de plus de 600 000 emplois par mois sur les 4 derniers mois), est très révélatrice. Les derniers chiffres font état d'un taux de 7.8%. L'emploi est donc l'une des premières variables d'ajustement. La production est toujours en chute libre. La construction de logements neufs a diminué de près de 75% par rapport à son plus haut, et les prix continuent de baisser. Le PIB du 4e trimestre s'est contracté de l'ordre de 6% en rythme annuel. Les mesures mises en place par la nouvelle administration n'ont pas encore permis de restaurer la confiance. Celles-ci ont sans doute manqué d'ampleur et de clarté pour susciter un choc de confiance positif immédiat et durable. On constate aussi que les premières mesures en faveur du consommateur permettent davantage une hausse du taux d'épargne que de la consommation, ce qui est un préalable dans ce contexte général. Enfin, il ne faut pas oublier que toutes ces mesures sont financées par la planche à billet dont la conséquence la plus vraisemblable, à moyen terme, sera un retour de l'inflation dès lors que la reprise économique sera confirmée (seul moyen également de palier à l'explosion de la dette). Même si les chinois veillent à leurs intérêts (premiers porteurs de Treasury Bonds), comme ils l'ont prouvé récemment !

Néanmoins, quelques indices se font jour qui peuvent redonner un peu d'optimisme : la confiance des ménages, qui a touché son plus bas niveau depuis que

ce baromètre existe, remonte légèrement en février. De même, les prix à la consommation ont cessé de baisser et les mises en chantier semblent entamer un (très) léger redressement. Il nous paraît cependant peu probable de voir un début de reprise économique avant fin 2009/début 2010 : la purge n'est pas terminée !

L'Europe

Le PIB de la zone euro s'est replié de 1.5% au 4e trimestre 2008. L'activité a reculé dans tous les principaux pays, à commencer par l'Allemagne. La première économie européenne a notamment souffert de la baisse de ses exportations et des investissements. La récession se confirme également en Italie (-1.8%), en France (-1.2%) et en Espagne (-1%) alors que les taux de chômage grimpent en flèche et que le moral des ménages est au plus bas. Néanmoins, on estime que les systèmes de protection sociale (chômage, allocations,...etc) auront un effet d'amortisseur, qui compensera la faiblesse relative des plans de relance. Au Royaume-Uni, le dernier rapport trimestriel sur l'inflation peint un cadre noir de l'environnement conjoncturel. Le pays est touché de plein fouet par la débâcle de l'industrie financière et l'explosion de la bulle immobilière. La Banque d'Angleterre table désormais sur une contraction du PIB d'environ 4% en rythme annuel vers la mi-2009.

Les pays de l'Europe de l'est se trouvent également confrontés à une situation délicate auquel le FMI cherche une réponse urgente, conséquence de la baisse des exportations conjuguée à un arrêt des investissements étrangers. Pour les pays hors zone Euro, l'engrenage des déficits et le poids accru de la dette en devises réveillent le spectre du défaut de paiement.

Le Japon

Le PIB japonais s'est littéralement effondré au cours du 4e trimestre de l'année passée : -3.3% en variation trimestrielle (-13% en rythme annuel !). La chute de la demande mondiale, la hausse du yen et la concentration de l'industrie japonaise dans des secteurs particulièrement vulnérables (automobile, électronique) ont déprimé exportations et investissements. L'éternel espoir du rebond japonais aura donc encore une fois fait long feu et probablement découragé les derniers « samourais ».

Les marchés émergents

Le temps paraît loin où l'on affirmait que les pays émergents maintiendraient un taux de croissance permettant au monde de conserver un rythme élevé d'activité ! Les dernières données confirment un ralentissement rapide de l'économie chinoise : la croissance s'établit à 6,8 % en glissement annuel au T4, un plus bas depuis 7 ans, conséquence d'un ajustement dans l'immobilier résidentiel, de déstockages massifs et du plongeon brutal du commerce mondial. Cependant, les dernières annonces de mesures en faveur de la consommation sont très favorables et devraient être efficaces, tout en accélérant le rééquilibrage de la

croissance chinoise et mondiale. Si l'activité industrielle chinoise demeure pour l'instant orientée à la hausse, cela n'est pas le cas pour le Brésil ni la Russie. Le premier peut compter sur ses importantes réserves de devises. Il a également l'avantage d'une économie relativement fermée. Son important marché intérieur devrait compenser en partie la baisse des exportations. En Inde, le gouvernement a également adopté plusieurs plans de relance et l'inflation s'est considérablement ralenti. Mais les élections prochaines sont au cœur des attentions.

Conséquences pour les matières premières

Des niveaux inenvisageables il y a tout juste six mois ont été touchés sur le prix du baril de pétrole pour revenir aux niveaux de 2004 et ce malgré un ralentissement de la production décidé par l'OPEP. Il est cependant difficile d'imaginer que les prix resteront à ces niveaux à moyen terme. L'or, joue actuellement son rôle de valeur refuge, même s'il reflue après s'être rapproché de ses plus hauts niveaux historiques. La prudence voudrait que tout investisseur en possède dans ses actifs, comme protection en cas d'écroulement du dollar et du retour de l'inflation. Cela demeure néanmoins un pari.

Conséquences sur les taux et les devises

L'entrée en récession a fini par infléchir la Banque Centrale Européenne, aidée dans ses prises de décision par le recul des matières premières. En effet, plusieurs baisses de taux sont intervenues récemment et de nouvelles sont à prévoir. Si les mouvements ne sont pas aussi marqués que ceux de la FED et de la BoE, Mr Trichet se laisse encore de la marge d'intervention. Les pays Nordiques ont également baissé drastiquement leurs taux directeurs. Dans ce contexte, où l'Europe semble s'enfoncer dans une récession plus longue que les Etats Unis ou l'Asie, l'Euro a reculé face à la plupart des devises depuis le début de l'année. Le Dollar demeure cependant fragile et n'est pas à l'abri d'une rechute. Les expositions aux risques devises nous semblent difficiles à justifier, en dehors de quelques « paris » à la marge : Dollar australien, devises asiatiques.

Conséquences pour l'investissement

Dans cet environnement incertain, la prudence reste de mise : si la volatilité des marchés financiers est retombée, elle reste néanmoins très largement supérieure à sa moyenne historique. Le contexte actuel de « deleveraging » (réduction de l'effet de levier) et d'assainissement de l'économie, plaide en faveur d'un retour vers des stratégies plus traditionnelles. Et comme toute crise, celle-ci peut être un extraordinaire vecteur d'opportunités !

Les obligations, en particulier souveraines, ont retrouvé l'attrait perdu depuis plusieurs années : baisses de taux continuent de porter cette classe d'actif. Mais une forte sélectivité s'impose, y compris sur les meilleures signatures d'état, et il faut même, peut-être, commencer à prendre ses profits. Les obligations des entreprises de

bonne qualité (investment grade), après la forte hausse des rendements (6 à 8%), ont connu un afflux de capitaux, surtout sur les maturités courtes. Le high yield (dont les taux de défauts devraient augmenter fortement) offre des rendements compris entre 15% et 20%. La chute des profits (qui est encore à venir, l'exercice 2008 ayant finalement été relativement bon), les faillites et l'éventuel retour de l'inflation doivent cependant inciter à la prudence : maturités courtes, liquidité, qualité des signatures, et pondération mesurée doivent être privilégiées. Nombre d'établissements proposent actuellement des fonds à maturité qui ne trouvent pas de papier pour investir les capitaux levés ! Bientôt une bulle obligataire ?

Sur les actions, les mauvais indicateurs macro économiques n'ont pas tardé à se refléter dans les résultats du 4ème trimestre. Mais l'impact se fera surtout sentir en 2009. Les prévisions ont d'ailleurs été drastiquement révisées à la baisse. Les marchés demeurent volatils, dans une tendance baissière, et tout rebond significatif devra plutôt être mis à profit pour alléger les positions. Il est probable que les plus bas seront à nouveau touchés. Il pourra alors être pertinent de reconstruire progressivement des positions, sur des valeurs « deep value », de préférence sur les marchés américains et asiatiques, où la reprise devrait arriver plus tôt.

Les Hedge funds, qui ont modifié leurs règles de liquidité afin de faire face à l'ensemble des rachats du 4ème trimestre 2008, ont mauvaise presse. Les publications

des diverses fraudes - Madoff, Stanford - n'aident pas à crédibiliser cette industrie. Nous pensons cependant que la crise, qui continue à réduire sensiblement le nombre d'intervenants, laissera une plus grande faculté aux survivants (les meilleurs) d'exploiter les anomalies de marché. Les objectifs devraient pouvoir être atteints sans levier, réduisant substantiellement le risque. 2009, dans les conditions actuelles, pourrait s'avérer un bon cru pour le hedge, en particulier les CTA, Global macro et Long/Short. Liquidité, transparence et sélectivité resteront cependant des conditions indispensables d'entrée.

Les produits structurés, également très décriés, ont, comme nous l'évoquons dans nos précédentes lettres, particulièrement souffert de leurs valorisations « mark to market » et, pour nombre d'entre eux, désactivé les conditions de garantie en capital. Mais les niveaux actuels peuvent être attractifs pour obtenir, sur des maturités courtes, des coupons élevés. Il faut néanmoins veiller à la qualité de l'émetteur.

Si la période actuelle demeure gorgée d'incertitudes, il n'en demeure pas moins que de belles opportunités (obligations, actions deep value, hedge, structurés,...) peuvent exister. Mais la sélection des gérants, la transparence, la lisibilité, la simplicité et les règles prudentielles de bon sens, conciliant maîtrise du risque, réactivité, analyse fréquente de l'allocation, feront la différence.

Terminé de rédiger le 19/03/09.

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.