

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°12 / 2e trimestre 2005.

NEWS

HUMEUR

Mondialisation et référendum

Même combat ? De nombreuses similitudes existent entre les deux mouvements d'opposition, au traité constitutionnel européen d'une part, au mouvement d'ouverture de l'économie mondiale d'autre part. Certes, l'un est un projet politique, l'autre une tendance économique forte de ces dernières années. Mais dans les deux cas, on note une montée de la peur et de l'angoisse face à ces changements. Or, ne doit-on pas aussi constater que l'un et l'autre, s'ils ébranlent fortement la structure de nos institutions politiques et économiques, représentent aussi d'extraordinaires opportunités de s'intégrer dans une évolution qui aspire une grande part des nations dans un mouvement ascendant de démocratisation et d'enrichissement. Cela suppose bien évidemment d'accepter le changement. Mais la diabolisation de la mondialisation est excessive en ce qu'elle est sans aucun doute le plus efficace des remèdes contre l'énorme et insupportable fossé qui prévaut encore entre économies développées et pays émergents. Ce ne sont pas les budgets de « coopération et d'aide » des grandes nations qui ont apporté beaucoup d'amélioration en la matière, à se demander d'ailleurs, si ce système d'aides n'est pas également un moyen de maintenir ces pays la tête sous l'eau tout en conservant l'accès à leurs ressources ! Certes la mondialisation crée d'importants déséquilibres à court terme, et il est sans aucun doute nécessaire de ne pas la laisser livrée à la seule force du marché. Mais elle permet aussi l'accession progressive de nombreux pays à un niveau de développement plus équitable. N'est-ce pas là finalement un nouveau partage des richesses, qui se fait certes, et dans un premier temps, au détriment du confort des nations développées ?

L'adhésion de l'Espagne et du Portugal à l'Europe a parfaitement illustré le bénéfice que l'ensemble des parties retire de ces mouvements. Sans compter que ces deux pays, au passé politiquement discutable, se sont ancrés définitivement dans la démocratie.

« Autisme et déprime » ? Le prochain référendum ne changera rien à nos maux intérieurs, et pour ceux dont c'est la motivation principale, le Président a clairement annoncé qu'il ne démissionnerait pas en cas de victoire du non. La France, seule,

ne représente plus grand-chose au sein de l'économie et de la politique mondiale. L'ouverture est un fait, le repli sur soi un aveu de faiblesse que d'autres utilisent à nos dépens. Il n'est que de voir la récente décision de M. Pinault, qui finalement implante sa fondation en Italie. Ce projet culturel phare aurait pu donner un coup de fouet (imaginons-le, réalisé en même temps que des préparatifs aux JO ! L'énergie, la création et le dynamisme insufflés par de tels projets pourraient redonner de l'allant à un pays dont les unes de journaux ne titrent plus que sur le ras-le-bol, le moral en berne, les délocalisations et autres menaces extérieures... stimulant !).

Soyons aussi cohérents politiquement, si une écrasante majorité de l'opinion française s'affirmait contre l'intervention américaine en Irak, il convient alors de trouver une réponse à l'hégémonie de nos amis d'Outre Atlantique, réponse qui ne peut passer que par la montée en puissance d'une Europe politique. Nostalgique d'une prospérité révolue et d'une influence internationale disparue, la France s'enlise dans de mauvaises questions, des combats de chefs où domine surtout l'absence de projet d'avenir. Une fois de plus, il conviendra de se demander, au moment de déposer son bulletin, à qui profitera le résultat... ?

DEBAT

Private Equity : mode ou tendance ?

Cette classe d'actifs, qui a affiché de belles performances durant la crise des années 2000 fait l'objet d'une attention particulière. En France grâce à de fortes incitations fiscales en faveur des particuliers, dans le monde compte tenu de ses performances passées. Cependant, le Private Equity ne représenterait que 2 % des actifs des grandes fortunes françaises, à comparer à 10 à 15 % dans certains pays anglo saxons. Nul doute donc qu'un potentiel réel de développement existe. Il convient cependant de s'interroger sur la pertinence d'une telle classe d'actifs dans les portefeuilles de certains investisseurs privés. Les FCPI français génèrent un afflux de capitaux, sur des motivations purement fiscales. Un afflux que les placeurs ne sont pas toujours en mesure d'investir compte tenu d'un nombre, forcément, limité de dossier potentiels. Cette dérive peut donc s'avérer inquiétante dans la mesure où elle

créé un déséquilibre entre offre et demande. En revanche, il est certain que les grands patrimoines devront de plus en plus prendre en considération cette classe d'actifs, réelle diversification de long terme. Certains souhaiteront co-investir aux cotés des fonds auxquels ils auront confié des capitaux, pendant que d'autres préféreront simplement tenir des positions indirectes via des fonds. Il s'agit ici essentiellement de clairement identifier le profil de l'investisseur. Le Family Office jouera, dans ce développement, un rôle important, par son intervention sur l'allocation d'actifs, la sélection des prestataires et des investissements et surtout, par son approche de conseil familial sur le long terme, qui apparaît particulièrement adaptée à cet investissement, qui ne peut se satisfaire d'une simple approche « produit » et dont l'horizon ne peut guère s'envisager à moins de 7 voire 10 ans.

EUROPE

Information

Le projet de traité constitutionnel permettra à la France de peser à hauteur de 13 % dans le processus de décisions européen, contre 9 % actuellement. Les six membres fondateurs (Allemagne, Italie, France, Benelux) représenteront à eux seuls la majorité, ce qui n'est pas le cas actuellement.

Un récent sondage, aux Pays-Bas, où le référendum aura lieu trois jours après la France, donnait le non gagnant à 52 %.

Luxembourg

L'Europe est en marche en matière d'épargne. Ainsi, les souscripteurs français de contrats d'assurance-vie luxembourgeois pourront dorénavant bénéficier d'un régime fiscal totalement aligné sur celui des contrats de droit français, tout en disposant de leur souplesse en matière d'investissement. Rappelons également que ces contrats peuvent s'avérer particulièrement judicieux si le souscripteur envisage ultérieurement de se délocaliser.

RUMEUR

Fiducie, trust à la française (2)

Philippe Marini, Sénateur, a déposé le 8 février dernier un projet de texte réglementaire dont l'objet est de permettre la création d'une fiducie, trust à la française. Nous l'évoquions dans notre dernière lettre, ce projet n'est que la réminiscence de nombreux autres qui n'ont jamais réussi à voir le jour depuis une quinzaine d'années ! S'il se concrétisait, il apporterait une réponse sérieuse à de nombreuses problématiques d'entreprises comme patrimoniales et familiales. Outil de prédilection pour la transmission et la protection des patrimoines privés et professionnels dans les pays anglo saxons, aujourd'hui reconnu par le droit français (jurisprudence 2004), ce ne serait finalement que la dernière étape d'un mouvement de « mise à niveau de nos outils d'ingénierie », le traditionnel démembrement ne pouvant toujours apporter de réponses satisfaisantes. Nul doute cependant, qu'une telle naissance ne manquerait pas de poser, à nouveau et de façon aigue, la question de l'ISF...

Interview

« BFM »

En mars, *François Mollat du Jourdin*, Président de la *Financière MJ Family Office*, est intervenu sur les ondes de BFM afin de présenter un cas patrimonial. L'occasion d'évoquer aussi bien la préparation du processus de cession d'une entreprise que l'optimisation via une ingénierie appropriée. Il est frappant de constater que trop d'opérations sont encore insuffisamment préparées en amont et manquent ainsi l'opportunité de fortement optimiser la facture fiscale !

Le 4 mai, à l'occasion de l'émission « Club Privé », avec le magazine *Gestion de Fortune*, *Bernard Camblain*, Président de l'AFFO (Association Française du Family Office) et membre du Directoire de Meeschaert Family Office, et *François Mollat du Jourdin*, débâtaient du Family Office, sa définition, son rôle et son fonctionnement.

Vous pouvez retrouver ces émissions dans la rubrique « Archives » sur www.radiobfm.com.

PRATIQUE

TECHNIQUE

Consolidation d'actifs – Analyse de performances

Quid ? Inspirée du jargon comptable, cette prestation vise à proposer, sur un seul relevé synthétique et homogène, un état global des actifs, au premier chef desquels, les actifs financiers, souvent répartis entre plusieurs établissements. Au-delà d'une fonction informative qui permet d'obtenir une photographie globale de ses avoirs, cette prestation homogénéise des informations présentées de façon extrêmement différentes d'un établissement à l'autre. Rares sont ainsi les clients capables de faire une synthèse de leurs actifs, afin d'en avoir une lecture optimale, en terme de stratégie d'investissement, de risque et de performance.

La consolidation d'actifs répond donc à cette nécessité impérieuse dès lors que les capitaux deviennent conséquents, permet de s'assurer que le travail réalisé par chaque intervenant ou gérant est cohérent avec les autres et que la stratégie globale reste conforme aux objectifs et au risque définis initialement.

Financière MJ - Family Office propose ainsi une plate-forme de consolidation permettant de suivre et contrôler les allocations, les coûts, les performances, individuelles et globales. S'y ajoute un outil *d'analyse et d'attribution de performances* qui complète de façon efficiente cette prestation : mesure et analyse des sources de performances, allocation optimale régulièrement révisée, valeur ajoutée par les gestionnaires... Cela permet au Family Office de développer des échanges à forte valeur ajoutée avec ces derniers – enrichis, qui plus est, de nos *recherches en matière de sélection de produits* d'investissement – et d'avoir un impact significatif. Notre indépendance est ici un point clé de notre analyse, gage d'une parfaite objectivité dans nos recommandations et dans la mesure des résultats.

FISCALITE

Art et assurance –

Disparition de l'obligation déclarative d'assurance objets d'art

Depuis mi 2004, les compagnies d'assurance qui couvrent les objets d'art et antiquités de collection n'ont plus l'obligation de déclarer les contrats à l'administration fiscale. Auparavant, l'article 1649 ter G du code général des impôts, abrogé par une ordonnance de simplification fiscale, leur imposait de déclarer tout contrat couvrant une collection d'une valeur supérieure à 15000 euros. Cette modification incitera de nombreux collectionneurs, qui hésitaient à le faire de crainte d'une intrusion fiscale, à s'assurer (l'alternative était de prendre une assurance à l'étranger). L'offre française en matière d'assurance d'œuvres d'art devrait donc s'étoffer dans les prochaines années.

Contrat de capitalisation

Un outil à (re) découvrir dans le cadre d'une stratégie de gestion des grands patrimoines, en particulier compte tenu de la volonté forte des gouvernements successifs de favoriser la transmission entre les générations (enfants et petits enfants).

Le contrat de capitalisation, s'il ne bénéficie, contrairement au contrat d'assurance-vie, d'aucun avantage en matière successorale, est un outil privilégié pour optimiser la gestion et la fiscalité de patrimoines démembrés. Quelques rappels sur leurs caractéristiques :

Tout comme l'assurance, la capitalisation offre aujourd'hui des possibilités de contrats multisupports et multi gestionnaires, proposant ainsi une palette extrêmement large d'investissements, quelle que soit la classe d'actifs, de la plus sûre (fonds général en Euro) à la plus risquée. S'agissant d'une enveloppe de capitalisation, la totalité des gains (intérêts, plus values) est exonérée d'impôt, seuls les retraits réalisés par le souscripteur restent soumis, pour la partie correspondant à la revalorisation uniquement, à une retenue à la source, dégressive avec le temps.

Souscrit directement par les propriétaires des capitaux ou par l'intermédiaire d'une société civile (en particulier lors de démembrements), il bénéficie d'un traitement attractif en matière d'ISF puisque déclarable à sa valeur nominale (capitaux versés à l'origine), exonérant ainsi de fait la totalité de la revalorisation du capital (sauf en cas de souscription via une société civile). Certaines utilisations pointues de cet outil, par exemple par des donations temporaires d'usufruit, permettent d'optimiser davantage encore la fiscalité des souscripteurs. Il conviendra cependant de s'adjoindre les conseils d'un expert avant toute décision en la matière.

REGLEMENTATION

CIF (Conseiller en Investissements Financiers)

L'arrêté homologuant la création du statut de conseiller en investissements financiers, nouveau statut créé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) a été (enfin !) publié le 22 avril. Ce statut devrait permettre l'émergence d'une nouvelle catégorie de conseillers en gestion de patrimoine, davantage orientée vers le conseil, rémunérée par honoraires, et contrôlée

par l'AMF. Un gage de qualité pour les clients privés ? Le fichier des CIF sera accessible aux particuliers sur le site de l'AMF (www.amf-france.org).

Parallèlement, les décrets de septembre 2004 relatifs au démarchage financier ont permis la création d'un fichier des démarcheurs financiers, lui aussi accessible aux particuliers, en théorie depuis le 1^{er} avril dernier. A la différence des CIF, les démarcheurs financiers sont mandatés par un ou plusieurs établissements financiers (banques, sociétés de gestion, compagnies d'assurance) afin de proposer leurs prestations et/ou produits. La rémunération du démarcheur se fait par une rétrocession sur les frais prélevés par le/les établissements mandants. Cette réforme, qui vise à améliorer la transparence à l'égard des clients particuliers, devrait aussi progressivement renforcer la professionnalisation d'un marché encore très hétéroclite.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART- Source Artprice

L'Artprice Global Index affiche une progression de 5,2 % entre le 1er janvier et le 1er avril 2005, soit un total de 57 % de hausse sur 10 ans.

Jamais les prix des œuvres d'art n'avaient atteint de tels niveaux à New York. Pour les collectionneurs craignant une nouvelle bulle, les prochaines ventes médiatiques « Impressionism & Modern Art » seront décisives.

Cette progression exceptionnelle des prix n'est cependant pas étendue aux autres places de marché : s'ils progressent régulièrement depuis 1996, les prix sont en Europe toujours inférieurs de 40 % à leur niveau de 1990. En dehors du Royaume Uni et de l'Italie (marchés qui, s'ils jouissent de belles progressions de prix sur 10 ans, restent très en dessous des niveaux de 1990), l'Europe est à la traîne. Ainsi, en France, les prix sont désespérément stables depuis pratiquement 5 ans. En Allemagne, les prix des œuvres d'art sont même à la baisse. Seules la Scandinavie et la Belgique, qui ont connu entre 1990 et 1994 une moindre baisse de prix, pourraient assez rapidement retrouver les niveaux de 1990.

Illustration de l'emballage du marché américain, en particulier sur l'art contemporain, Chuck Close risque de briller aux prochaines enchères. En effet, l'actuel record de l'artiste pourrait être éclipsé par les deux prochaines pièces proposées par Sotheby's New York le 10 mai prochain au cours de la vente « Contemporary Art » du soir.

L'œuvre la plus chère du portraitiste reste « Cindy II ». La toile, vendue \$1,1 millions en 1999, s'est arrachée \$ 200 000 de plus le 14 mai 2003 chez Christie's New York. L'extrême méticulosité de son travail hyperréaliste limite naturellement sa production. À peine une ou deux toiles sont présentées par an aux enchères. L'arrivée sur le marché de deux pièces importantes est évidemment l'un des événements attendus des prochaines ventes d'art contemporain.

Intitulée « John », la toile phare est le point culminant de la première série de portraits en couleur, réalisés par l'artiste. Elle

va être proposée \$5 à 7 millions (l'œuvre a été achetée \$9 000 en 1972 !).

Pendant ce temps, le marché de la photographie connaît d'importants changements structurels. Depuis l'essor de ce marché, en 1999, le nombre de photographies échangées n'a jamais été aussi faible que l'an dernier. Pourtant le chiffre d'affaires engendré (\$70 millions) n'a jamais été aussi élevé, supérieur de 31 % à celui de 2003.

Encore une fois, l'art contemporain bénéficie de cet engouement, aux dépens des clichés modernes et anciens : sa part, dans le produit des ventes de photographie a doublé, passant de 27 % à 52 % d'une année sur l'autre, avec à la clef une multiplication des enchères importantes... et des records. En 2004, 105 clichés ont dépassé le seuil des \$100 000, dont 70 reviennent à des œuvres contemporaines.

Le cœur du marché de la photographie reste cependant le segment des clichés entre \$1 000 et \$5 000, qui représente 44 % des transactions. Par contre, il devient de plus en plus difficile de trouver des œuvres en deçà de ce seuil.

Reste à savoir si, dans un contexte de ralentissement économique mondial, un tel engouement sera tenable. Il est certain qu'il existe aussi une grande corrélation avec le marché de l'immobilier...

IMMOBILIER

Un grand magazine anglais publiait le mois dernier une étude sur l'état du marché immobilier de l'habitation dans 20 grands pays (USA, GB, Europe, Australie,...). L'approche, originale, développe une analyse parallèle à celle appliquée aux actions : ainsi, la valeur d'un bien doit être égale à la valeur actualisée des loyers futurs (valeur du bien = X fois le loyer annuel). Sur la base de cette approche, il ressort que l'ensemble des marchés, à l'exception de l'Allemagne, est largement surévalué (le rendement de l'immobilier est extrêmement bas compte tenu des prix, les loyers ayant évolué beaucoup moins vite ; le faible niveau des taux d'intérêt ne suffit pas à justifier et compenser ces niveaux) : 46 % de sur évaluation en France, près de 100 % en Espagne, 60 % en GB et 30 % aux USA. Il revient aujourd'hui beaucoup moins cher de louer que d'acheter ! Y compris dans les pays, comme les USA, où les intérêts des emprunts immobiliers sont déductibles fiscalement. Ainsi, à San Francisco, il faudrait, pour que l'opération soit neutre entre location et achat, que les prix de l'immobilier augmentent, sur les 7 prochaines années, quatre fois plus vite que leur moyenne historique ! Partant de là, deux scénarii sont envisageables (exactement comme pour les marchés financiers aujourd'hui) : soit les prix des loyers augmentent drastiquement, ce qui ne nous semble guère envisageable compte tenu de leur niveau et de leur impact sur l'inflation (on estime que près de 30 % de l'indice des prix américains est impacté, directement ou non, par l'évolution des loyers – les banques centrales ne pourront laisser faire une telle hausse), soit les prix des biens immobiliers s'ajustent à la baisse..... De là à conclure qu'une correction sur ce marché est inévitable à plus ou moins court terme, il n'y a qu'un pas que nous ne franchirons pas totalement mais qui nous semblerait cependant nécessaire, de façon, aussi, à ce que les prix de l'immobilier reviennent plus en ligne avec l'évolution des revenus. Pour l'instant, la hausse des prix a été compensée par le niveau des taux d'intérêt et l'allongement de la durée moyenne des emprunts, mais nous sommes sans doute à un plancher en la matière....L'Europe dispose cependant (et

malheureusement ?) d'un amortisseur tant que sa conjoncture défallante n'autorise pas de hausse des taux d'intérêt,

MARCHES FINANCIERS :

Jusqu'à tout va bien... Les marchés, comme nous l'évoquions dans notre dernière lettre, ont effectivement poursuivi sur leur lancée au cours du premier trimestre, mais semblent maintenant s'essouffler. La géopolitique a relativement disparu de la scène, pour laisser place aux éléments plus traditionnels d'analyse que sont l'économie des grands pays, les cours des devises et des matières premières, enfin et bien sur, le niveau de profitabilité des entreprises. Si ce dernier critère a apporté son lot d'excellentes surprises au titre de l'année 2004, les résultats publiés pour le premier trimestre 2005, en particulier aux USA, semblent marquer une nette décélération dans la croissance des bénéfices. Coté croissance économique, il est certain que le cru 2005 sera moins bon que 2004, en Europe bien entendu ou les prévisions sont revues à la baisse, France et Allemagne en tête, mais aussi aux USA et au Japon.

Ces zones doivent cependant faire l'objet d'une analyse différenciée :

➤ **Les États-Unis** doivent redresser leurs comptes et diminuer leurs déficits, qui font courir un véritable risque, intérieur et extérieur. Intérieur, car, comme cela a déjà commencé, il leur faudrait rapidement et fortement augmenter leurs taux d'intérêt pour continuer à attirer des acheteurs d'obligations du Trésor dans une devise, le \$, qui se dévalue... Mais le seul moyen de rembourser cette dette ne sera-t-il pas de laisser l'inflation augmenter et le \$ baisser ? Un tel scénario provoquerait sans aucun doute d'importants séismes sur le marché de l'immobilier américain, et partant, sur la consommation, principal moteur de la croissance, américaine et mondiale, ces dernières années. Dans ce contexte, la banque centrale essaye de faire du « fine tuning » (ajustement progressif) afin d'éviter toute réaction violente du marché. Nul doute non plus que M. Greenspan, dont le mandat se termine en décembre prochain, supporterait mal de quitter ses fonctions, occupées depuis plus de quinze ans, sur une crise, il préférera laisser la gestion de ces questions difficiles à son successeur ! En tout état de cause, des signes réels, mais non alarmants, de ralentissement de la croissance se font jour aux USA, peut être faut-il s'en réjouir dans la mesure où cela pourrait aussi freiner les impératifs de hausse des taux d'intérêt que la Fed a entamé afin de limiter les risques inflationnistes. Les USA auront donc du mal à maintenir leur rôle de locomotive de l'économie mondiale. Dans un tel contexte, les actions présentent un potentiel peu convaincant, il convient de rester à l'écart des obligations et l'immobilier devrait à tout le moins se stabiliser (voir notre rubrique « immobilier ») sinon baisser, en fonction de la vigueur de la hausse des taux.

➤ **L'Europe** continentale, de son côté, patauge entre ses difficultés à réformer et les risques institutionnels liés à l'approbation de la constitution....qui, en cas de rejet, créerait sans nul doute une paralysie du processus de convergence et surtout des institutions qui ne peuvent actuellement fonctionner qu'à l'unanimité....mission impossible à 25 ! Les exportations, point fort de nos économies, Allemagne en tête, suivent l'évolution de la croissance mondiale et ralentissement par rapport à 2004, l'augmentation du prix des matières premières

fait sentir ses effets, avec quelques retards compte tenu de la vigueur de l'Euro. Les grandes entreprises continuent à tirer leur épingle du jeu par l'activité hors Europe, mais la faiblesse de la conjoncture intérieure commence cependant à avoir des conséquences évidentes (cf. L'Oréal au 1^{er} trimestre). La logique de restructuration a atteint sa maturité et sans croissance, on peut craindre pour le niveau des profits. Seuls les secteurs portés par une conjoncture exceptionnelle (énergie et matières premières –pétrole, mais aussi charbon....) devraient pouvoir maintenir les niveaux record connus l'an dernier. Finalement, toute la question est de savoir si le marché européen, dont on dit depuis de nombreux mois qu'il est peu cher (P/E de 12 à 13), s'ajustera par une baisse des bénéfices ou une hausse des cours. Sans doute un peu des deux, de façon sélective, valeur par valeur.....Le Royaume Uni, de son côté, demeure un havre de croissance et de plein-emploi, en ralentissement cependant. La hausse des taux d'intérêt ralentit la machine sans mettre en péril un marché immobilier dangereusement valorisé... pour l'instant.

➤ **Le Japon** déçoit, on pouvait encore espérer, voici deux ou trois mois, que la consommation intérieure prendrait le relais de la croissance mondiale et de ses exportations, cela ne semble pas être le cas, nous restons pourtant confiant dans ce marché qui a mangé son pain noir et progressivement, par a coups, sort d'une longue ornière de presque 15 années. La compétition entre Japon et Chine, si elle impacte négativement les marchés à court terme, comme le prouve l'actuelle crise entre les deux pays, sera un puissant stimulant pour l'Empire du Soleil Levant, qui aura à cœur de maintenir son leadership économique et surtout technologique... ne négligeons pas la psychologie dans l'analyse de ces marchés ! Le Japon, au demeurant, sera toujours le premier bénéficiaire de la forte croissance de cette zone du globe !

Nous pensons toujours que le Yen, comme de nombreuses autres devises asiatiques, devra remonter, contre Dollar et surtout contre Euro.

➤ **En Asie** enfin, la croissance ne se dément pas, mais sur un rythme un peu ralenti par rapport à 2004 : la Chine croîtrait de 7 à 9 % cette année contre presque 10 % l'année dernière, l'Inde de 6 à 7 % ! Nous évoquions dans notre dernière édition le décalage qui pouvait exister d'un pays à l'autre et la prudence à avoir dans l'approche de cette zone qui ne peut que difficilement être prise dans sa globalité pour autant que l'on souhaite faire un peu de « market timing »....Cela nous paraît de plus en plus vrai, et nous persistons à considérer la Corée (des signes sérieux de reprise de la consommation intérieure se font jour) et Taiwan (la crise actuelle avec la Chine inquiète les investisseurs étrangers, maintenant ce marché à des niveaux extrêmement bas par rapport à ses voisins, alors qu'il semblerait que le gouvernement aie finalement renoncé à ses projets d'indépendance au cours de l'actuelle législature qui se termine en 2008) comme deux des marchés les plus prometteurs. Cependant, et d'un point de vue plus macro économique, il est certain que le ralentissement qui semble se dessiner progressivement aux USA aura un impact sur l'Asie. Cependant, gardons en tête que près de 40 % des exportations asiatiques se font à destination d'autres pays de la zone (contre 20 % à peine il y a 15 ans). Un discours qui est sans doute à modérer si l'on pouvait précisément mesurer le total des exportations de pays asiatiques vers la Chine, qui elle-même ensuite assemble et réexporte... vers les pays occidentaux, USA en tête. Un effet

domino n'est donc pas à exclure, même si l'émergence d'une classe moyenne soutiendra l'économie par la consommation (ainsi quelques chiffres à titres d'exemple : si le taux d'équipement des chinois en téléphone mobile était équivalent au taux américain, cela représenterait un marché de 1,6 milliards de mobiles ! Si le taux d'équipement en postes de télévision ou en PC en Chine équivalait à celui de Taiwan, le marché chinois représenterait 506 millions de postes TV et plus de 600 millions de PC (le taux d'équipement de Taiwan étant en moyenne inférieur de l'ordre de deux fois à celui des grands pays occidentaux) ! L'Inde présente des caractéristiques relativement similaires, à ceci près que les taux d'équipement sont inférieurs à ceux de la Chine, mais aussi que les dépenses d'infrastructures y sont largement moins importantes. Le potentiel est donc énorme. Certes, cela n'arrivera pas en un jour, mais nous avons clairement ici un réservoir de croissance massive pour les prochaines décennies. Des à-coups violents se produiront, mais comme nous l'avons déjà dit, nous estimons peu probable que la Chine, à 3 ans des jeux olympiques, laisse l'économie glisser vers une situation de crise. Par ailleurs, les perspectives de réévaluation du Yuan semblent se préciser, les autres devises de la zone suivront très probablement le mouvement.

➤ **Les Marchés émergents** certes, ont un peu ralenti, mais gardent un rythme soutenu. D'un point de vue du timing, la période actuelle, après une baisse relativement marquée en avril, reste incertaine à court terme, les plus prudents souhaiteront en conséquence rester à l'écart quand les plus audacieux considéreront cela comme une opportunité. Ce sont davantage les problèmes politiques qui impactent négativement tel ou tel marché (Russie, Brésil...). L'Amérique Latine est aussi plus sensible à la politique monétaire américaine et les hausses de taux pourraient avoir un impact significatif sur leur croissance et leurs marchés. Les pays de l'Est, de leur côté, ayant beaucoup monté, risquent de consolider (mouvement déjà initié en avril), mais l'investisseur long terme saura se laisser porter par la seule zone européenne qui connaîtra une croissance économique vigoureuse sur les prochaines années !

Notons aussi que, mesurées en rapport « cours/bénéfices », les actions des pays émergents demeurent peu chères, par rapport à leur moyenne historique (10 pour une moyenne de 14, à comparer avec un niveau actuel des actions US de 16). Le ratio « cours/valeur comptable » donne une lecture un peu différente, puisque supérieur à la moyenne historique (2 contre 1,6) mais encore largement inférieur au niveau des pays développés (3 aux USA) : signe que ces marchés ont entamé un processus de rattrapage qui les amènera progressivement à valoriser leurs entreprises sur la même base que les marchés occidentaux ? Nul doute, dans un tel scénario, que de superbes opportunités existent,....sur le long terme ! Mais on peut aussi s'interroger : la période actuelle n'est-elle pas exceptionnelle en terme de niveaux de bénéfices. Les marchés anticipant une baisse de ces derniers, les cours refléteraient d'ores et déjà ces attentes ? Globalement, la conjoncture la plus porteuse, et ce n'est pas une nouveauté, sera en Asie. Nous ne reviendrons pas sur la volatilité de ces marchés, qui nous l'ont encore prouvé le mois dernier... à croire à un début de saisonnalité sur les marchés asiatiques, comme les analystes ont tenté d'en trouver pour les autres pays (USA, Europe,...). Mais au-delà, il convient surtout d'être aujourd'hui extrêmement sélectif, tant dans le choix des valeurs que dans son allocation d'actifs et sectorielle (économique et géographique).

➤ **Dollar** Stabilisé autour de 1.3 contre Euro, scénario qui nous paraissait effectivement le plus vraisemblable en Janvier, le Dollar pourrait cependant connaître de nouveaux accès de faiblesse d'ici la fin d'année : souvenons nous que, dans les années 80, il a valu jusqu'à l'équivalent de 1.80 euro !

➤ **Obligations** Les obligations américaines sont évidemment à éviter, tant souveraines que « corporate », en effet, le risque de signature, qui était à son plus bas historique l'an dernier, semble refaire surface avec « l'affaire » GM (General Motors) et Ford (la dégradation de leur dette a été annoncée et Wall Street a déjà entamé une correction : 10% des émissions du secteur privé ont été reclassés en junk bonds!)...nul doute que d'autres suivront, il convient donc de rester prudent sur cette classe d'obligations. En Europe, nous estimons toujours le risque de hausse des taux très faible. Mais il semble peu vraisemblable que les taux baissent davantage, l'attrait des obligations d'état est par conséquent limité, compte tenu de rendements qui font presque pale figure aujourd'hui face aux rendements offerts par certaines actions ! On se portera donc toujours plus volontiers sur des obligations privées, en veillant toutefois, comme aux USA, à l'impact que les révisions de signature pourraient avoir sur ce marché. Seules les obligations anglaises offrent aujourd'hui des rendements un peu plus attrayants, mais le risque de baisse du Sterling n'est pas nul. En conclusion, il convient d'avoir une approche prudente, sélective et limitée. Les opportunités demeurent certainement plus importantes en Asie et plus largement, dans les pays émergents, où les rendements (et surtout les spreads) se sont récemment élargis. Cependant, les obligations sud américaines pâtiront de tout mouvement significatif des taux américains. Par ailleurs, de nombreuses devises asiatiques sont sous évaluées, de l'ordre de 10 à 30 % selon les pays (et hors Europe de l'Est où nous assistons plutôt à la situation inverse), ce qui pourrait jouer un rôle d'amortisseur efficace en cas de remontée des taux plus rapide que prévue !

➤ **Actions** Nous maintenons notre recommandation de prudence pour les prochains mois. Nous restons bien entendu et encore à l'écart des marchés américains, qui ont sous performé l'Europe et l'Asie au premier trimestre, nous ne voyons aucun argument pour modifier notre position. L'Asie reste notre recommandation la plus forte, cependant qu'il convient de veiller à la volatilité de ces marchés que tous les investisseurs ne sont pas prêts à accepter, plus ponctuellement, les autres zones émergentes, dont la visibilité, quoiqu'en forte amélioration, n'offre pas encore tous les gages qu'un investisseur peut souhaiter. En Europe, et hors Royaume Uni (où les valorisations et la croissance semblent plus attrayantes), il n'est pas certain que l'ajustement se fasse par une hausse des cours mais plutôt

par une baisse des profits, ce qui pourrait au mieux signifier une stagnation des marchés. La sélectivité, plus que jamais, est donc à l'ordre du jour, dans le choix des titres : privilégier les meilleurs dividendes et les secteurs les plus défensifs. Veiller à maintenir une allocation sectorielle et géographique fine, tant en Europe (l'Allemagne présente un bien meilleur potentiel sur les petites et moyennes valeurs que la France, où ce segment de la cote est aujourd'hui sur valorisé globalement, même s'il reste toujours de belles opportunités qu'un « stock picker » de qualité saura identifier !) qu'en Asie, où comme nous l'avons déjà évoqué, les cycles peuvent largement diverger d'un pays à l'autre. On y préférera les valeurs de consommation intérieure aux valeurs exportatrices.

Mais ne prenons pas peur non plus, les marchés actions recèlent sans doute le meilleur potentiel de valorisation. Il est intéressant de noter un phénomène significatif, ces dernières années : la multiplication de gérants, « stock pickers », qui ne raisonnent absolument plus en terme de conjoncture de marché mais exclusivement en valorisation des sociétés, qualité du management (les hommes.....qui font la différence : déjà en 2002 nous évoquions ici ce nécessaire retour à la reconnaissance du talents des hommes avant tout autre critère). Nous prônons souvent la nécessaire sélectivité des investisseurs, dans leur approche comme dans le choix de leurs interlocuteurs. Nul doute que la période actuelle, dont la visibilité est, pour le moins, faible, nécessitera une vigilance accrue en la matière.

Les obligations demeurent un terrain difficile, dont il conviendra de confier la gestion à quelques experts de talents qui auront la possibilité d'investir très largement sur les marchés internationaux, puisque c'est clairement sur ce terrain qu'existent encore les meilleures opportunités.

Enfin, la gestion alternative, dont les performances sont à nouveau décevantes depuis le début d'année, offre néanmoins la possibilité de se mettre partiellement à l'abri de réactions excessives de marchés (même si nous sommes encore loin d'avoir retrouvé une volatilité inquiétante, ce qui explique d'ailleurs le manque de performance de cette classe d'actifs). La conjoncture actuelle semble plus favorable aux stratégies « long/short », cependant les résultats très inégaux des gérants au cours des quatre derniers mois, incite, ici aussi, à ne pas y aller les yeux fermés ! Malheureusement, les gestions réellement performantes en France sont encore rares (mais pas inexistantes), les meilleures se trouvant plus souvent à Londres ou à New York. L'évolution de la réglementation française en la matière devrait cependant permettre un accès progressif et plus aisé à certains grands talents étrangers.

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

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 la Financière MJ.