

LA LETTRE

de la Financière MJ

n° 13 / 3^e trimestre 2005

NEWS

HUMEUR

Psychanalyse... ?

Nous évoquions l'autisme, n'est-ce pas plutôt de la dépression ? Les derniers mois ont égrainé leur lot d'événements significatifs de l'isolement profond de la France face au reste du monde : échec du référendum sur le projet de traité constitutionnel, échec de la candidature parisienne aux JO, Ce qui ne fait que renforcer la décrédibilisation d'une classe politique à bout de souffle et d'un pays dont le modèle affiche son incapacité à créer une dynamique, générant l'inverse de ce qu'il vise : l'exclusion structurelle de 10 % de la population du marché du travail et donc de la société basée sur cette valeur essentielle. Nous comptons sur des événements extérieurs pour nous sortir de cette paralysie, mais toutes les tentatives ont échoué. La France est aujourd'hui seule face à elle-même.

N'est-ce pas là notre plus grande chance, tâcher de trouver dans nos ressources propres l'énergie de relancer une machine qui ne fonctionne plus que de façon asthmatique ! ?

Oublions la grandeur gaullienne dont nous sommes si nostalgiques et posons un regard réaliste sur ce que nous sommes et ce qu'est le monde.

Les réactions exprimées par les dernières consultations expriment une peur, de l'inconnu, de la nouveauté et donc une volonté de repli sur soi... Réaction compréhensible !

Notre pays ne fera pas l'économie d'une introspection, il dispose des capacités à rebondir et à retrouver l'enthousiasme qui lui fait aujourd'hui tant défaut. C'est de la responsabilité de chacun, dirigeants et citoyens... Freud aurait eu ici un cas d'école passionnant à l'échelle d'une nation !

Mais laissons-la pour l'instant se mettre au vert, oublier le temps d'un été, que ses pères ne sont plus et qu'il lui faudra accepter de grandir demain !

REVUE DE PRESSE

Interview

" Capital Finance "

Fin mai, cet hebdomadaire du groupe Les Échos, consacré au Private Equity, s'est intéressé aux liens entre Family Office et Private Equity. François Mollat du Jourdin, Président de la Financière MJ-Family Office, était interviewé pour donner son analyse de la situation actuelle en France : place de cette classe d'actifs dans les patrimoines familiaux, perspectives d'avenir et rôle des Family Office dans cette évolution.

DÉBAT

" World Wealth Report "

Ce rapport, préparé tous les ans par Merrill Lynch et Cap Gemini, dresse un état des " riches à travers le monde ", les " High Net Worth Individuals " (HNWI) : 8.3 millions de millionnaires (en \$), soit +7,3 %, 78 000 Ultra Riches (plus de \$30 millions de fortune). Ici encore, l'Europe (+4,1%) affiche des taux de croissance deux fois moindre que les États-Unis (+9,7%) ou l'Asie (+8,2%). Ce qui n'est guère surprenant quand on sait que cette croissance est essentiellement alimentée par la dynamique économique et entrepreneuriale.

Il n'en demeure pas moins que cette population avait été l'une des premières à rechercher des investissements décorrélés lors de l'effondrement des marchés financiers. Or on constate aujourd'hui que leurs investissements ont évolué de façon assez significative d'une année sur l'autre, réduisant l'exposition aux actions, à l'immobilier et aux hedge funds. La contre partie est une croissance des investissements monétaires et surtout en non coté (private equity), ainsi que dans les produits structurés. Si l'on considère que cette population a accès à une information et une analyse de premier ordre, peut-on alors considérer leurs arbitrages comme des indicateurs de tendance, à suivre... ? C'est un pas que nous ne franchirons certes pas, mais il est intéressant néanmoins de constater ce souci de diversification des classes de risque de la part de ceux qui sont censés être le mieux à même de l'absorber.

Directive européenne sur l'imposition des revenus de l'épargne

Il n'est sans doute pas inutile de rappeler que cette directive est entrée en application le 1er juillet dernier. Elle prévoit que les produits d'intérêt des personnes physiques résidentes de l'UE seront fiscalisés, à un taux de 15 % jusqu'en juillet 2008, 20 % jusqu'en juillet 2011 et 35 % ensuite. Cette mesure concerne également les avoirs détenus dans les pays disposant d'un secret bancaire : Suisse, Autriche, Luxembourg. Les résidents suisses ne sont bien sûr pas concernés. L'alternative est évidemment une déclaration de ces revenus dans son pays de résidence.

Notons cependant que cette mesure ne concerne que les personnes physiques et non pas les personnes morales. Ne sont concernés que les produits d'intérêt (dépôts, obligations). Ne sont donc pas couvertes, les plus values, en ce compris les plus values sur OPCVM, à l'exception des OPCVM investis à plus de 40 % en produits de taux et pour lesquels l'établissement devra déterminer la part de plus value correspondant à de l'intérêt (!). De même, les dividendes sur actions, qui font en général l'objet d'une retenue à la source par le pays de l'établissement payeur du dividende, sont hors du champ de cette directive. Tout comme les produits d'assurance-vie.

RUMEUR

Fiducie, trust à la française (3)

Revenons brièvement sur ce projet en cours de préparation par le parlement. Si elle voit le jour, la fiducie permettra de disposer d'un outil précieux, tant pour les entreprises que pour les particuliers, dans l'organisation et la gestion de leurs intérêts. En effet, la notion de transfert de propriété à un tiers (fiduciaire) aux fins d'en assurer l'administration selon des instructions préalablement définies et au bénéfice de " bénéficiaires désignés " permettra de régler nombre de situations délicates (protection des personnes incapables, maîtrise de la détention d'une entreprise familiale, administration pérenne de patrimoines familiaux – immobilier... - sans risque d'éclatement par le jeu des transmissions successives...) du vivant de la personne établissant la fiducie comme après son décès (la durée maximum d'une telle structure serait de 99 ans). Cependant, sur le plan fiscal, la fiducie devrait être transparente, le fondateur étant, de ce point de vue strictement, toujours considéré comme propriétaire des actifs : ainsi, il resterait soumis à l'ISF sur les actifs transférés. En revanche, le transfert à la fiducie ne déclencherait pas de fiscalité sur les plus values. La fiscalité sur les revenus, dans une logique assez similaire à celle de l'assurance-vie, ne serait déclenchée qu'à l'occasion de distribution de revenus aux bénéficiaires.

Nul doute que, malgré cette restriction fiscale, la fiducie puisse devenir un outil de référence dans l'organisation des entreprises et patrimoines familiaux.

Réforme des successions

Les règles régissant le droit des successions et des libéralités n'ont quasiment jamais été réformées depuis 1804. Outre des mesures qui devraient permettre de grandement faciliter et réduire le coût de transmission des entreprises familiales, cette réforme s'articule autour de trois orientations :

1- Accélérer, simplifier et rendre plus sûr le règlement des successions

Le délai dont disposent les héritiers pour exercer leur option successorale est réduit de trente à dix ans. Le recours au partage amiable de la succession est favorisé.

Le projet de loi favorise le recours au mandat comme instrument de gestion de la succession. Il crée en particulier le "mandat posthume" : toute personne pourra, à l'avance, donner mandat à une personne de confiance de gérer ou d'administrer certains biens lorsque les héritiers n'ont pas la capacité de le faire eux-mêmes. Ce mandat aura deux domaines d'application privilégiés : la gestion de l'entreprise après le décès de l'entrepreneur et, plus généralement, la gestion d'un patrimoine en présence d'héritiers mineurs ou atteints d'un handicap.

Dans un souci de protéger les héritiers, le projet de loi précise les actes qu'ils pourront réaliser avant l'exercice de leur option successorale sans être considérés comme ayant accepté tacitement la succession. En outre, il exonère les héritiers ayant accepté la succession, du paiement des dettes qu'ils ignoraient au moment de prendre la décision d'accepter.

2- Augmenter la liberté de disposition

Le projet de loi prévoit que l'actuelle réserve héréditaire en nature, principale source de remise en cause des libéralités, sera remplacée par une réserve en valeur. Cette substitution permettra aux donataires ou légataires de conserver les biens reçus, à charge pour eux d'indemniser en argent les héritiers réservataires qui n'auraient pas reçu ce à quoi ils ont droit.

Les pactes successoraux seront autorisés. Le projet de loi met en place un mécanisme innovant de pacte successoral. Ce dernier permettra aux héritiers réservataires de renoncer, par anticipation et avec l'accord de celui dont ils ont vocation à hériter, à l'action en réduction. Cette règle autorisera la transmission plus libre du patrimoine, dès lors que l'accord de tous les intéressés aura été recueilli.

Ce pacte successoral facilitera la transmission d'entreprises, en permettant aux cohéritiers de choisir ensemble l'héritier reprenneur. De même il sera très utile pour les parents ayant un enfant handicapé.

3- Adapter le droit à la nouvelle configuration familiale

Face au vieillissement de la population, à l'augmentation du nombre des familles recomposées et à la situation des personnes sans enfants, le projet de loi élargit le champ d'application de la donation-partage qui pourra être ouverte à la fois aux enfants et petits-enfants, aux enfants non communs aux deux époux donateurs et, plus généralement, à tous les futurs héritiers du donateur (neveux, cousins...).

Le projet de loi prend également en compte la modification du patrimoine des familles, notamment en adaptant le droit à la réalité économique de l'entreprise. Les héritiers pourront ainsi administrer provisoirement de façon plus efficace l'entreprise sans être tenus d'accepter la succession. Ils pourront aussi demander à bénéficier de l'attribution préférentielle, quelle que soit son objet ou sa forme (individuelle ou sociale).

Nouveau régime pour les dividendes étrangers

Depuis janvier, les dividendes de sociétés étrangères bénéficient, comme ceux de sociétés françaises, d'un abattement de 50 %, puis d'un abattement de €1220 (personne seule) ou €2440 (couple). Par ailleurs, le crédit d'impôt de 50 % des sommes perçues est applicable, dans la limite globale (tous dividendes et tous portefeuilles, PEA inclus) de €115 ou €230. Enfin, les retenues à la source effectuées par certains pays seront, comme par le passé, récupérables, selon les modalités définies par les conventions fiscales et pour autant que l'établissement teneur de compte a justifié du statut de résident français de son client.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART- Source Artprice

La hausse des prix des œuvres d'art s'est brutalement accélérée ces derniers mois, de sorte qu'elle est passée à un rythme de croissance annuelle de 15,8 % en euros (+18,1% en dollars) au cours des douze derniers mois. À titre comparatif, la croissance annuelle moyenne enregistrée en euros par Artprice sur la période de juillet 1994 – juin 2004, n'est que de 3,7 % !

En cette période d'euphorie, les domaines les plus porteurs sont l'art contemporain (+17,7%), le dessin (+19,2%) et le marché des œuvres achetées plus de 15 000 euros (+9,3%).

À la vue des récents résultats décrochés au cours des ventes publiques londoniennes et new-yorkaises, l'art contemporain haut de gamme est l'un des segments de marché les plus bénéfiques. Nombreux sont les artistes contemporains dont la cote s'est envolée en une année. Ainsi, Francis Bacon a vu ses prix augmenter de 60 % sur un an. À l'arrivée, un nouveau record décroché chez Christie's le 23 juin : 4,9 millions de £ (9 millions de \$). Le dessin, autre segment très porteur, était à l'honneur à Londres les 5 au 6 juillet. Pièce particulièrement attendue : un dessin d'Andrea Del Sarto (1486-1530), maître de la Renaissance italienne, dont on attendait plus de 1,5 millions de £. Ce dessin retrouvé de l'artiste florentin, représentant une tête de Saint Joseph s'est finalement arraché 5,8 millions de £ ! Cette enchère, un record pour l'artiste, est la troisième plus forte

pour un dessin ancien, derrière une feuille de Michel-Ange et une de Leonard de Vinci, toutes deux vendues 7,4 millions de £ en juillet 2000 et 2001.

Selon Artprice, la cote des dessins de la Renaissance Italienne a été au plus haut en 2002. Après avoir fortement baissé entre 2002 et 2004, ils tendent de nouveau à augmenter depuis le début de l'année.

Dans cette période d'incertitudes (géopolitique, matières premières...), le marché de l'art semble donc se comporter comme une valeur refuge... Il est vrai aussi que si l'on considère la progression des gros patrimoines (voir notre rubrique " Débat "), il est également logique que ce marché prenne de l'ampleur. Mais ces progressions vertigineuses rappellent parfois " l'exubérance irrationnelle " évoquée il y a longtemps par M. Greenspan...

Quelle que soit la classe d'actif (art, matières premières, actions, obligations, immobilier), on assiste actuellement à une envolée qui amène à se questionner sur ses fondements.

IMMOBILIER

Ralentissement ?

La hausse des prix de l'ancien, amorcée en 1999, a commencé à se ralentir depuis l'automne 2004 : ainsi depuis janvier, le rythme de la progression diminue nettement.

Pour autant, l'activité n'a pas reculé, loin s'en faut : le deuxième trimestre a même été très dynamique sur à peu près l'ensemble du marché. Aucun espace du territoire métropolitain n'est resté à l'écart de ces évolutions. Si la hausse des prix se ralentit à l'avenir, on peut, peut être, imaginer que la conjoncture atterrira en douceur.

Au cours du 2^{ème} trimestre 2005, les prix de l'ancien ont progressé de 2.8 %, une hausse désormais plus de deux fois moins rapide qu'en 2004 à la même époque. Pour le troisième trimestre consécutif, le ralentissement de la hausse des prix se confirme donc : sur un an, les prix de l'ancien ont en effet augmenté de 9.5 % (16.3 % en 2004 à la même époque). Les prix des appartements augmentent toujours plus vite que ceux des maisons : c'est donc logiquement sur le marché des appartements que le ralentissement de la hausse est le plus rapide !

Il est intéressant de constater que sur un an, la hausse des prix se ralentit maintenant, et de façon parfois sensible, presque partout en France (à l'exception notable de l'Ouest) et, plus particulièrement dans les régions où les prix avaient augmenté souvent très vite par le passé.

Nous restons cependant persuadés que la conjoncture immobilière demeure étroitement liée à celle des taux d'intérêt... qui ne vont sans doute pas s'inverser prochainement compte tenu de la faiblesse de la conjoncture en Europe.

MARCHES FINANCIERS

Voici un premier semestre qui aura dépassé toutes espérances ! Tout au moins pour les marchés européens et, dans une moindre mesure, asiatiques.

Il est étrange de constater le peu de cas que font les marchés de la conjoncture économique : ainsi l'Europe a de loin réalisé les meilleures performances, France en tête, pendant que les États-Unis affichent une performance légèrement négative sur les six premiers mois de l'année. Les investisseurs européens ont en revanche largement bénéficié de la hausse du dollar sur leurs investissements américains.

La dernière grande nouvelle est bien sûr la réévaluation du Yuan chinois, qui, malgré sa valeur symbolique, pour l'instant, pourrait ouvrir une aire nouvelle d'évolution des devises asiatiques face au dollar, et donc à l'Euro. Et partant de là, des rapports commerciaux et financiers entre les trois grandes zones du globe.

D'un point de vue global, nous retenons l'absence totale de tensions inflationnistes, l'accroissement constant des échanges à l'intérieur de la zone Asiatique, de même que l'amélioration des fondamentaux en Amérique latine.

Les risques majeurs sont d'une part la faiblesse des demandes internes générées par des politiques peu volontaristes en Europe, et d'autre part une hausse des prix de l'énergie (baril à + 32 % sur le semestre) soutenue par l'anticipation de goulets d'étranglement dans l'approvisionnement pétrolier, résultant d'une demande débridée de la Chine. En revanche, les signes de montée du nationalisme en Iran et les attentats de Londres ne semblent pas (encore) avoir peu perturbé les marchés et les économies occidentales.

> **Aux États-Unis**, la conjoncture demeure solide, en dépit du prix des matières premières. La croissance reste cependant portée par les ménages, eux-mêmes confortés par les créations d'emplois. Le rôle de moteur, une fois de plus dévolu aux États-Unis, se traduit encore en investissements dans la technologie qui contribuent à améliorer la productivité. Par ailleurs, ce bon niveau d'activité permet aux autorités américaines de prévoir une forte réduction du déficit budgétaire pour l'année 2005 (prévision de \$427 milliards, revue à \$333 milliards !), le déficit ne représentant alors plus que 2,7 % du PIB... Agissant en partie pour contrer certains déséquilibres, dont la flambée des prix et l'endettement immobilier aux États-Unis, la FED a poursuivi sa politique de resserrement monétaire en augmentant fin Juin de 25 points de base son taux directeur, pour le porter à 3,25 %. Elle se donne ainsi progressivement une nouvelle marge de manœuvre sur l'économie. Dans ce contexte, la baisse des taux d'intérêts à long terme est surprenante pour de nombreux analystes. Certains l'expliquent par l'effet d'un afflux sur les bons du trésor américains d'excédents d'épargne, notamment asiatiques ; d'autres y voient le signe de l'anticipation d'un scénario déflationniste.

> **En Europe**, les prévisions de croissance sont révisées à la baisse, suite à une demande intérieure en retrait et des sociétés exportatrices n'ayant pas encore pu intégrer les avantages liés au récent reflux de l'euro. Le reflux de notre devise surenchérit par ailleurs mécaniquement le prix des matières premières, libellé en \$, pétrole en tête ! Ce qui ne devrait guère favoriser l'accélération conjoncturelle que nombre d'analystes annoncent pour le second semestre ! Les évolutions sont cependant contrastées

et nous observons que l'Allemagne, au détriment de sa croissance, a pris une longueur d'avance sur le front de ses améliorations structurelles ; que l'Italie est en bas de cycle conjoncturel et de facto bien positionnée pour bénéficier d'une relance ; alors que le marché immobilier britannique met un frein à la croissance... et donc à l'effet richesse qui soutenait la consommation.

En France, la confiance des ménages soutient la conjoncture, mais le pays perd du terrain sur ses marchés à l'exportation, et, faute de détermination politique, retarde la mise en œuvre de réformes structurelles nécessaires.

> **Le Japon** est resté dépendant de ses exportations et donc tributaire d'un moratoire des investissements de son grand voisin chinois, sans que la consommation intérieure ne puisse prendre le relais. Nous percevons cependant des signes positifs : une diminution de la propension à épargner des ménages, une progression constante de la part des importations dans le PIB, où encore un rendement moyen des actions du Topix (1,2 %) qui vient de rejoindre celui des taux d'intérêt à 10 ans. La reprise japonaise est donc concevable, bien qu'en léger décalage avec celles des États-Unis et de l'Europe.

> **En Asie** enfin, ainsi que dans les pays émergents, la croissance demeure, mais a quelque peu ralenti, suivant en cela la tendance mondiale d'une " douce dynamique de ralentissement ".

> **Le Dollar** a fortement rebondi depuis 4 mois, mais demeure toujours à des niveaux relativement faibles par rapport à l'Euro. La récente réévaluation du Yuan chinois pourrait cependant le pousser à reprendre le chemin de la baisse, même si les effets de cette mesure sont encore difficiles à mesurer.

> **Obligations** En Europe, après une baisse généralisée des taux à moyen et long terme de plus de 50 points de base au cours du dernier trimestre, les taux réels sont au plus bas et le risque de cette classe d'actifs naturellement encore plus élevé. Globalement, les marchés obligataires semblent aujourd'hui très chers et n'incitent donc guère à renforcer des positions.

> **Actions** Globalement, après une période mars/avril pendant laquelle les marchés ont connu de fortes baisses, le rebond a été impressionnant, en particulier en Europe, mais aussi au Japon et sur une grande partie des marchés émergents. Les États-Unis ont suivi le mouvement dans une moindre mesure malgré les excellents chiffres économiques.

Rattrapage ? Après l'envolée de ces derniers mois, la prudence voudrait que l'on prenne au moins une partie de ses bénéfices. Certes, les actions européennes demeurent peu chères comparativement aux américaines, mais une fois encore, nous nous interrogeons sur la pérennité de la croissance des profits dans une zone où l'économie est toujours aussi molle.

Il est certain que le niveau des taux d'intérêt est un soutien fort pour les marchés actions. Il est aussi impressionnant de constater les volumes de liquidités prêts à s'investir à la moindre baisse. Certes les entreprises sont assainies et génèrent des profits en croissance, mais il ne fait pas de doute que les actions sont aujourd'hui un choix par défaut (faible attrait de l'obligataire bien

sûr, mais aussi de l'alternatif, dont les performances, depuis un an et demi, ont été très décevantes) pour une partie des investisseurs, surtout si l'on regarde les rendements moyens, qui bien souvent dépassent ceux des obligations d'état!

Tout cela nous amène à estimer que les actions demeurent pour l'instant l'actif le plus attractif, cependant, de saines règles de gestion amèneront à savoir prendre ses profits, au moins partiellement sur les lignes les plus largement bénéficiaires. D'autant que l'été n'est pas terminé et que cette période, comme nous l'avons souvent écrit ici, est propice à des mouvements de marchés plus importants, compte tenu des faibles volumes négociés.

En tout état de cause, il convient toujours de privilégier les actions Européennes, compte tenu de leur niveau de valorisation et le fait qu'elles recèlent encore des situations spéciales de rapprochement ou de restructuration. En effet, les opérations de fusions/acquisitions ont retrouvé de belles couleurs depuis le début d'année. Il faut cependant demeurer très sélectifs et privilégier les actions (en direct ou à travers des gérants expérimentés) de sociétés disponibles à un prix raisonnable, et possédant des capacités de génération de " cash-flow " et/ou des cataly-

seurs crédibles à un horizon relativement court. Les petites et moyennes capitalisations ayant poursuivi leur " rally ", il conviendra d'alléger ces positions.

De manière générale, le secteur énergétique doit toujours être surpondéré, et l'on peut s'intéresser aux financières dont le bilan est assaini et l'exposition à la croissance des crédits favorable.

Dans la zone émergente, l'Asie demeure toujours la zone à privilégier pour profiter du potentiel de croissance à long terme (émergence d'une nouvelle classe de consommateurs), et à plus court terme de la croissance industrielle intra-asiatique.

En Europe centrale, il convient de veiller au risque d'un ralentissement économique momentané, même si nous demeurons fondamentalement positifs sur cette zone de croissance très attractive à moyen terme. La Russie doit cependant être évitée pour l'instant, compte tenu des risques politiques.

Enfin les positions japonaises pourront être progressivement renforcées pour participer à la sortie du bas de cycle de l'économie et tirer profit de valorisations intéressantes.



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.