

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°10 / 4e trimestre 2004.

NEWS

HUMEUR

Galvaudé ?!

Le terme de *Family Office* est parfois considéré comme galvaudé. Et pour cause ! Malgré de nombreuses réflexions en la matière, aucune définition précise, non plus que quelques dénominateurs communs permettant de « labelliser », ou non, des sociétés qui s'en réclament, n'a encore pu être élaboré. Aucun équivalent français n'a non plus été trouvé, qui permette de définir de façon satisfaisante ce que recouvre ce concept. Il conviendra un jour d'y faire travailler des consultants !

Il est vrai que l'on trouve aujourd'hui des acteurs « *Family Office* », aussi bien chez certaines banques, que chez des indépendants ou encore des professionnels du conseil (notaires, avocats,...).

Pour nous, chez *Financière MJ*, les choses sont claires. Nous considérons que le *Family Office* est avant tout une activité de conseil. Situé en amont des prestataires traditionnels (banques, gérants, juristes/fiscalistes, notaires, ...), sa vocation est d'assurer la définition d'une stratégie globale pour un client fortuné ou une famille, sélectionner, superviser, contrôler ces prestataires, et assurer aux clients une information régulière et synthétique (compte rendus et consolidation d'actifs). Le client, au lieu de s'adresser à ses différents prestataires, dispose ainsi d'un *interlocuteur unique, central et expert*, véritable *maître d'œuvre* de sa stratégie privée.

Il nous paraît en conséquence évident, qu'un *Family Office* ne peut être rémunéré que par ses clients, sous forme d'honoraires, afin de n'avoir aucun conflit d'intérêt. A notre avis, et sauf exception, les acteurs qui se rémunèrent par vente de (leurs) produits et/ou rétrocessions de commissions sur les solutions proposées doivent ou devront faire face, à un moment ou l'autre, au dilemme de privilégier leur intérêt ou celui de leur client dans le choix de solutions ou produits. Une situation impossible dans le cas d'une rémunération totalement honoraires. On argue aussi parfois que le coût de cette prestation renchérit les frais généraux des clients. Mais il est fréquent que l'intervention d'un *Family Office* permette de réduire, parfois sensiblement, les coûts d'intervention des prestataires. Ainsi, et au-delà du confort qu'il donne aux clients, le *Family Office*, pour un coût marginal relativement faible, apporte une véritable valeur ajoutée, objective et transparente, dans l'optimisation de gestion d'un patrimoine, ainsi que dans la définition d'une stratégie familiale, voire dans la gestion des relations d'un groupe familial (médiation, gouvernance,...). Tout comme l'on peut aujourd'hui difficilement envisager un projet de construction immobilière sans architecte, le propriétaire d'un patrimoine conséquent (professionnel, entreprise, financier,...) devrait avoir recours à ce type de prestations pour s'assurer d'une prise en main impartiale et professionnelle de ses intérêts ... en veillant à ne pas se tromper d'interlocuteur !

DEBAT

La gestion alternative (hedge funds) a déçu sur les six derniers mois, montrant une incapacité à générer, dans des marchés sans tendance ni volatilité, des rendements décorrélés des marchés traditionnels (indice en baisse de 2,03% sur le 2^e trimestre 2004).

Alors est-ce la fin de l'exception « hedge » ?

Il est certain que l'afflux massif de capitaux dans cette classe d'actif tend à gommer les inefficiences qu'elle est sensée exploiter. Cependant, cela ne concerne réellement que les stratégies dites de « relative value ».

Pour les autres, cette période exceptionnelle ne devrait pas perdurer. Il n'en demeure pas moins que la qualité des gérants va devenir un élément essentiel des performances. De même, les fonds de fonds devront, plutôt qu'une gestion passive, faire preuve de beaucoup d'anticipation et de créativité pour identifier les nouveaux talents ou les nouvelles stratégies (ainsi, le trading sur électricité récemment par exemple).

Enfin, ne perdons pas de vue qu'il s'agit bien d'une classe d'actifs à part entière, qui permet, sur le long terme, de générer des rendements dissociés de ceux des marchés traditionnels, et, en fonction des stratégies, avec un degré de volatilité nettement moindre que celui des actions.

Dans une époque où la visibilité est faible, la diversification tient du bon sens. Mais la technicité de ce type de gestion suppose une sélection judicieuse et prudente des gérants. Autant de critères qui plaident pour une approche particulièrement ouverte, en dehors d'une philosophie « produit maison » encore trop souvent proposée par les établissements traditionnels.

EUROPE

Attention, Directive !

La directive européenne sur l'épargne ne sera finalement applicable qu'à compter du 1^{er} juillet 2005 au lieu du 1^{er} janvier. Un retard essentiellement dû à la Suisse, qui y sera également soumise. Tout comme Monaco, Andorre, le Liechtenstein et San Marin.

Rappelons que cette directive prévoit que les institutions financières européennes devront déclarer aux autorités fiscales du pays de résidence

de leurs clients non résidents, les revenus de capitaux perçus par ces clients (bénéficiaires économiques) non résidents (ainsi, par exemple, un français détenant des actifs auprès d'un établissement anglais verra l'information sur les revenus de ses placements en Angleterre, déclarés aux autorités fiscales françaises).

Cependant, si ce système d'échange d'informations n'est pas appliqué (cas des pays pratiquant le secret bancaire, comme la Suisse, le Luxembourg, l'Autriche...), les revenus de placement devront alors faire l'objet d'une retenue à la source de 35%.

RUMEUR

Exit tax à l'américaine (bis)

Le projet évoqué dans notre dernière Lettre avait pris corps en fin d'été. Cependant, il semblerait que le Congrès y ait finalement renoncé. Se profilerait en revanche un projet de renforcer la possibilité, pour l'administration, d'interdire l'accès du territoire américain aux personnes ayant renoncé à leur citoyenneté américaine... ! A suivre après les élections donc.

REVUE DE PRESSE

Interview

« *Familles, je vous aime* »

Un dossier consacré au *Family Office* dans le numéro de Septembre du magazine *Gestion de Fortune* fait le point sur les prestations proposées par les *Family Offices*, l'état du marché en France et ses perspectives. Parmi d'autres, *François Mollat du Jourdin* apporte son témoignage et met en avant le concept développé par *Financière MJ - Family Office* depuis bientôt trois ans : objectivité, transparence et globalité. Un triptyque qui reflète la valeur fondamentale de cette activité : la confiance entre le client et son family officer.

Bloomberg TV

L'émission patrimoine de cette chaîne a réalisé un focus sur le *Family Office* en diffusant, pendant plusieurs jours en septembre, une interview de *François Mollat du Jourdin* qui présentait le concept de *Family Office*, et en particulier celui développé par *Financière MJ* : un service de conseil indépendant pour l'organisation, l'administration et la gestion des grandes fortunes privées.

PRATIQUE

FISCALITE

Trust et patrimoine

Par Emmanuel Zerbib, Avocat Fiscaliste

*Le Trust patrimonial :
Attraits et limites pour les résidents français*

Le monde de la Gestion privée et du Family Office a fréquemment recours au Trust dit patrimonial dans le cadre des relations avec ses clients, mais sait-on au juste ce que cette notion de Trust recouvre et, surtout, comment en tirer avantage ?

Le Trust est une institution d'origine anglo-saxonne¹ par laquelle une personne (le « Constituant » ou « Settlor ») place tout ou partie de ses biens sous le contrôle d'une autre personne (le « Trustee ») à charge pour ce dernier d'administrer, de gérer ou de disposer de ces biens pour le compte de personnes désignées (les « Bénéficiaires »).

Dans le cadre d'un Trust patrimonial, le Constituant est généralement le seul Bénéficiaire de son vivant ; ses héritiers (ou autres ayants droits) et son conjoint (le cas échéant) le devenant à leur tour au jour de son décès.

Il arrive également qu'une quatrième personne intervienne dans le Trust ; il s'agit du Protector dont le rôle consiste, le plus souvent, à contrôler le Trustee dans le but de protéger les Bénéficiaires.

En pratique, tout est dans la manière dont le Trust est établi. A cet égard, plusieurs choix sont essentiels :

- celui du Trustee (personne physique ou personne morale ?) ;
- celui de la juridiction dont dépend le Trust (on-shore vs off-shore ?) ;

¹ La France peut toutefois s'enorgueillir d'avoir historiquement contribué aux développements initiaux de la pratique du Trust : en effet, pendant la période des croisades, il arrivait fréquemment qu'un chevalier partant pour la Terre Sainte transfère le titre juridique portant sur ses terres au profit d'un ami de confiance pour le compte de son épouse et de ses enfants. Cette pratique dite de « Garde royale » n'a pourtant pas perduré, notamment en raison de l'absence de tribunaux susceptibles de juger en « Equity » les éventuels conflits.

- celui de la forme du Trust et des termes de l'acte de Trust² (irrévocable³ ou révocable ? discrétionnaire⁴ ou non ?).

Le droit français ne connaît pas l'institution du Trust en elle-même⁵, et ce malgré les tentatives infructueuses d'introduire dans notre droit un Trust à la française (Cf. Projet de loi sur la « Fiducie » déposé en 1992 et resté sans suite).

En revanche, la jurisprudence française en a reconnu les effets sous réserve qu'il ne heurte pas l'ordre public français⁶, et notamment qu'il ne contrevienne pas à la réserve héréditaire édictée à l'article 913 du Code civil.

En pratique, le Trust patrimonial a généralement pour objet d'organiser une succession, à la condition toutefois que les biens concernés soient situés hors de France⁷. Il s'agit alors de planifier la succession (« Estate Planning ») afin d'éviter les conflits entre héritiers.

Le Trust peut avoir incidemment pour effet de protéger les actifs (étrangers) du Constituant en les rendant insaisissables par les créanciers (« Asset protection Trusts »), sous réserve toutefois de ne pas avoir été constitué en fraude des droits des créanciers.

A l'évidence, le Trust peut être un vecteur intéressant d'organisation patrimoniale, dès lors que le Trustee et le pays où est constitué le Trust sont judicieusement choisis, ainsi que les termes du Trust Deed.

S'agissant toutefois d'un résident français, il convient de faire particulièrement attention à ses conséquences fiscales, notamment au regard des

² L'acte de Trust (ou « Trust deed ») est soumis au droit du pays où est implanté le Trust.

³ La constitution d'un Trust irrévocable implique nécessairement un dessaisissement définitif de la part du Settlor.

⁴ Le Trust est dit discrétionnaire lorsque le Trustee a toute latitude pour arbitrer les distributions faites au profit des Bénéficiaires, étant toutefois précisé que le Settlor peut initialement lui faire part de ses souhaits à cet égard.

⁵ A noter que les compagnies d'assurance sont, dans le cadre des contrats d'assurance vie, dans une position comparable à celle d'un Trustee en ce qu'elles reçoivent, à titre de primes, des fonds d'une souscription avec obligation de distribution au terme convenu à des bénéficiaires. L'assurance-vie se rapproche en effet du Trust, sans toutefois en présenter les mêmes avantages.

⁶ Arrêt Courtois / de Ganay, Cour d'appel de Paris, 4 janvier 1970.

⁷ Les biens situés en France, en particulier les biens immobiliers, obéissent aux règles françaises de la dévolution successorale du fait de leur situation. Leur mise en trust est donc inappropriée.

droits d'enregistrement, de l'ISF et de l'impôt sur le revenu (« IR »).

Au regard des droits d'enregistrement, la mise en trust doit-elle s'analyser comme une donation assujettie au droit proportionnel de 60 % ou plutôt comme un acte innommé ne donnant ouverture qu'à un droit fixe de 75 euros ?

La jurisprudence française⁸ semble avoir tranché en faveur de la seconde interprétation en retenant la qualification de « donation indirecte », étant précisé que cette qualification entraîne juste un différé d'imposition jusqu' au jour du décès du Constituant mais en aucun cas une exonération des droits de donation. L'Administration fiscale conserve, en outre, toute latitude pour soumettre le Trustee aux droits d'enregistrement à 60 % lors de la constitution du Trust puis les Bénéficiaires lors de sa cessation, sur le fondement de la théorie de la propriété apparente.

Une autre question est fréquemment posée : les biens mis en trust doivent-ils continuer à figurer dans la déclaration du Constituant au titre de l'ISF ? Cette question doit logiquement appeler une réponse négative pour autant que le Trust soit irrévocable et que les termes du Trust Deed soient opposables à l'Administration fiscale.

Qu'en est-il alors du Bénéficiaire résident français ?

Le Tribunal de Grande Instance de Nanterre a récemment rendu un jugement⁹ intéressant à cet égard en rejetant la thèse de l'Administration qui soutenait que la perception annuelle de revenus du Trust assimilait le Bénéficiaire « à un titulaire d'un droit de propriété sur les biens constitués de valeurs mobilières », susceptible de faire l'objet d'une évaluation par capitalisation des revenus considérés à un certain taux. S'agissant, en l'espèce, d'un Trust irrévocable et discrétionnaire, le TGI de Nanterre a considéré que le Bénéficiaire ne pouvait pas être imposé à l'ISF dans la mesure où « les actes instituant [le Trust] lui dénie un quelconque droit de propriété ou de créance sur le trust ou sur les biens objet du trust, et même laissent un pouvoir d'appréciation au trustee sur les revenus à distribuer ».

Le Trust peut-il être un outil de capitalisation en franchise d'impôt ?

Il ressort de l'article 120-9° du Code général des impôts (« CGI ») que le Bénéficiaire d'un Trust, résident français, est imposable à l'IR sur les seuls produits reçus en provenance du Trust. Toutefois, une autre disposition du CGI (art. 123 bis) prévoit l'imposition des revenus du Trust au niveau de leurs bénéficiaires, même en l'absence de redistribution de la part du Trustee. Les praticiens considèrent néanmoins que cette disposition ne saurait s'appliquer à un Trust irrévocable et discrétionnaire. En conclusion, des incertitudes demeurent quant au traitement fiscal de la constitution d'un Trust par un résident français mais les derniers développements jurisprudentiels laissent apparaître une ouverture. Il est évidemment plus aisé pour un français expatrié de constituer un Trust dès lors qu'il est non-résident. En revanche, un résident français peut parfaitement être désigné en qualité de Bénéficiaire d'un Trust et tirer profit des avantages fiscaux qui en résultent.

En tout état de cause, à tout problème il existe une solution : il suffit de la trouver !

Projet de loi de finance 2005

Quelques mesures phares en perspective

Emploi d'un salarié à domicile

Le plafond total (salaire + charges sociales) donnant droit à réduction d'impôt (50%) serait revalorisé, de 10 000 euros actuellement à 15 000 euros, cependant, l'Assemblée Nationale envisagerait plutôt un montant de 12 500 euros.

ISF

En contrepartie, les Députés souhaitent revaloriser le plafond ISF, qui n'a plus été modifié depuis 1997 (mais peut être aussi supprimer le « plafonnement du plafonnement » !).

Assurance vie DSK, PEA, FCPI, FCPR, SCR

Après l'accès aux sociétés de l'Union Européenne, ces enveloppes, dont les gains sont exonérés d'impôt, s'ouvriront à celles de l'Espace Economique Européen.

Successions, donations

Afin de suivre le mouvement européen de baisse, l'abattement applicable à chaque héritier serait porté de 46 000 à 50 000 euros. Rappelons par ailleurs que le conjoint survivant bénéficie d'un abattement de 76 000 euros.

En complément, et pour les successions en ligne directe uniquement, un abattement de 50 000 euros serait appliqué sur la valeur globale de la succession.

⁸ Arrêt Zieseniss, Cour de cassation, 20 février 1996.

⁹ Jugement du TGI de Nanterre n° 0303.950 du 4 mai 2004.

Prélèvements sociaux

Si l'impôt direct baisse, ce ne sera pas le cas des prélèvements sociaux (CSG, RDS) : prélèvement social de 2% majoré de 0,3% le 1^{er} juillet dernier, CSG portée à 8,2% à partir du 1^{er} janvier 2005. Globalement, la pression fiscale est attendue en hausse en 2005... malgré tous les efforts du gouvernement pour laisser penser le contraire !

ART- Source Artprice

FIAC et FRIEZE

La 31^e édition ouvre ses portes du 21 au 25 octobre, à Paris, avec 215 galeries dont 94 nouvelles, représentant 20 pays. Elle attend près de 80000 visiteurs. Cette manifestation est le rendez-vous français incontournable des professionnels, collectionneurs et amateurs d'art contemporain. C'est l'occasion de voir des toiles d'artistes nationaux confirmés mais aussi de débiter une collection en achetant une œuvre d'un jeune artiste prometteur. Certaines maisons profitent de l'événement pour orchestrer des ventes dédiées.

À Londres, une semaine plus tôt, Frieze, pour sa deuxième édition, et forte de son succès de 2003, a attiré 42000 visiteurs (28000 en 2003), et 150 galeries. A moins de trois heures en Eurostar, une compétition féroce s'installe.

Photo...Paris, capitale mondiale ?!

En novembre prochain, Paris deviendra la capitale mondiale de la photographie en accueillant plus de 70 expositions dans le cadre du Mois de la photo. Au cœur de la manifestation se tiendra du 11 au 14 novembre, la huitième édition du salon Paris Photo. 105 exposants (94 galeries, dont 63 étrangères, et 11 éditeurs), mettront cette année l'accent sur les clichés contemporains.

Cependant, aux enchères, la photographie s'efface de la scène Parisienne en faveur des auctioneers anglo-saxons. A peine une semaine avant Paris Photo, sera dispersée à New York l'une des plus importantes collections de clichés contemporains. Plus de 10 millions de dollars sont attendus, soit 5 fois le chiffre d'affaires réalisé sur l'ensemble des ventes françaises de photographies en 2003 !

A partir des données enregistrées par Artprice l'an dernier, 47,5% des 2400 clichés proposés en France ont été ravalés. Ceux qui ont été échangés ont été négociés en moyenne à \$5 354 dollars. A titre comparatif, le taux d'invendus n'est que de 28,3% aux USA pour un prix moyen de \$10 404.

Au moment où la photographie l'un des segments du marché qui se porte le mieux aux Etats-Unis (près de 27% de hausse des prix au cours des 12 derniers mois), Paris semble céder devant la concurrence internationale. Deuxième place de marché dans le domaine de la photographie en 2002, la France a été reléguée à la 3^{ème} position (derrière le Royaume-Uni) en 2003.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART

Paris en 2e division !

Dans le secteur de l'art contemporain, un véritable fossé s'est creusé entre le marché hexagonal et celui qui s'est développé outre-Atlantique et outre-Manche.

Les chiffres parlent d'eux-mêmes (source Artprice) : 50% des tableaux contemporains vendus en France sont adjugés moins de 500 euros. Aux Etats-Unis, le prix médian des tableaux contemporains atteint 20 000 dollars !

En 2004, la plus chère enchère américaine d'art contemporain atteint \$4,5 millions (Jeff KOONS). En tout 7 œuvres d'artistes contemporains ont dépassé le million de dollars. Dans cette gamme de prix, on trouve des productions de Basquiat, Cattelan et Vettriano. Mais ces œuvres millionnaires restent confinées sur le marché anglo-saxon. En France, la plus chère œuvre de Basquiat a été adjugée 27 000 euros. Le mois précédent, du même artiste, "Low pressure Zone" s'arrachait 1,9 millions de dollars chez Sotheby's. Les peintures de l'artiste semblent désormais trop chères pour le marché hexagonal.

Notons au passage que les plus importantes pièces d'art contemporain vendues en France sont dispersées par les auctioneers anglo-saxons. Dans le classement des plus chères peintures contemporaines vendues en France, la première maison de vente française n'arrive que 6^{ème} avec une toile de Daniel Richter, adjugée 61 000 euros.

Le bilan est encore plus inquiétant si l'on s'interroge sur la place des artistes nationaux. La plus chère toile française adjugée depuis le 1^{er} janvier 2004

revient à "La fiancée de Belmondo" de Robert Combas, adjugée 30 000 euros. La même toile avait été adjugée l'équivalent de 69 000 euros en 1990 !

Avec de tels résultats, il devient difficile aux maisons de vente nationales de s'imposer sur la scène internationale. Les segments de prix couverts par les maisons de vente françaises sont trop bas pour qu'elles puissent s'imposer de manière significative dans le chiffre d'affaires réalisé par les enchères d'art contemporain.

Ainsi, sur la base des enchères réalisées entre le 1er juillet 2003 et le 30 juin 2004, la France ne pèse que 4,6% du secteur des artistes nés après 1940, contre 7,7% toutes époques confondues. En vente publique, les fers de lances des maisons de vente nationales restent les tableaux modernes et du XIX^e siècle.

Art et investissement

Comme actif financier, *l'art contemporain affiche des rendements inférieurs au reste du marché*. Sur les douze derniers mois, les prix des artistes nés après 1940 ont progressé de 4,59%, alors que l'Artprice Index toutes époques confondues (en euros) affiche une hausse de 7,72%. Sur 10 ans, 100 euros investis dans une toile d'art contemporain valent en moyenne 136 euros en septembre 2004, soit 10 euros de moins que sur les autres segments de marché. Autre point négatif : 41,4% des toiles contemporaines proposées à la vente en France n'ont pas trouvé preneur durant la première saison de vente 2004, contre 37,4% l'an dernier. A titre comparatif, le taux d'invendus sur le marché américain n'est que de 16%. A la vue de cet indicateur, au delà du manque de rentabilité, *l'art contemporain semble en France un investissement plutôt risqué*.

IMMOBILIER

Pendant que le marché français de l'habitation, toutes zones confondues, poursuit son ascension, le bureau semble avoir du mal à retrouver le chemin de la hausse, après plus de 2 ans de baisse. En habitation toujours, coté location, et en région parisienne en particulier, le printemps avait déjà marqué un infléchissement de la hausse. L'été a largement confirmé la tendance. Sur les mois de juillet, août et septembre, la hausse des loyers à la relocation s'est limitée à 4 %, soit deux fois moins qu'au printemps et trois fois moins qu'un an plus tôt. Une statistique qui inclut le mois traditionnellement actif de la rentrée de septembre. La stabilisation

des loyers semble donc actée. Or elle précède généralement celle des prix du mètre carré.... qui ont malgré tout encore augmenté de 5% au 3^e trimestre à Paris (15% sur un an). Mais plusieurs indicateurs semblent indiquer un ralentissement. Sans compter les avertissements de plus en plus nombreux sur les grandes places internationales (New York, Londres –dont la baisse a commencé -, Madrid, ...) d'une possible bulle immobilière, dans l'habitation.

MARCHES FINANCIERS :

Soleil à l'est.

A croire que c'est fait exprès : les règlements de compte en Russie à peine calmés, les ouragans dans les Caraïbes, les troubles au Nigeria (sans parler du Venezuela), la grève en Norvège, prennent le relais pour alimenter la hausse du pétrole. Sans compter les craintes sur le niveau des stocks aux USA et bien sur, toujours, le Moyen Orient.....Tout concourt à faire grimper les prix et l'OPEP s'avère impuissante à maîtriser cette évolution. Il est cependant probable que cette hausse est excessive. Un retour de balancier se fera jour, peut être à l'issue des élections américaines...encore elles, qui font peser des incertitudes, comme rarement, sur la face future du monde !

En attendant, la confiance des consommateurs américains (rappelons qu'ils tiennent l'économie mondiale à flot depuis plusieurs années par leur « soif consommatrice », qui irrigue le système productif mondial) se dégrade, ce qui pourrait coûter cher en croissance américaine, et partant mondiale. L'Europe ne sortira non plus pas indemne de cette hausse, empêtrée dans une croissance poussive et une devise trop forte...qui pourrait d'ailleurs bien poursuivre son ascension contre le Dollar.

Alors d'où viendra le salut ?

Nous pensons que l'Asie (certes très pénalisée par le prix des matières premières dont elle est une grande consommatrice), malgré ces incertitudes, sortira son épingle du jeu dans les prochaines années mieux que toute autre zone. La Chine, après une légère accalmie, semble repartie sur un rythme de croissance soutenue. Certes dangereuse, mais n'oublions pas que les JO auront lieu à Pékin dans quatre ans. Qui pourrait imaginer que les autorités chinoises laissent une crise se déclencher, leur faisant « perdre la face », pendant cette période préparatoire ?!

On sous estime aussi sans doute beaucoup, vu d'Europe, l'ampleur du développement du commerce intra régional en Asie (qui a triplé en 20 ans), rendant cette zone nettement moins

dépendante des USA qu'elle ne le fut dans le passé.

Par ailleurs, il convient de noter qu'en Amérique du Sud, le Brésil, et son gouvernement, qui avait effrayé les marchés, fait preuve d'un solide réalisme (qui commence d'ailleurs à se payer dans les urnes), alimentant une croissance forte sans déséquilibre majeur, croissance qui se ressent sur l'ensemble du sous-continent.

Bien évidemment, ces zones resteront, par essence, très volatiles, mais il n'en demeure pas moins que l'investisseur long terme (et aux nerfs solides) ne regrettera pas ces placements d'ici quelques années.

Enfin, l'Europe de l'Est a maintenant accroché le train de l'Union et doit combler son retard à marches forcées. Nous avons toujours soutenu que leur entrée serait non seulement un élément de dynamique économique pour eux, mais également pour les « vieux pays » que nous sommes. Et nous restons plus que jamais convaincus de cette thèse.

Ce sont donc les pays dits « émergents » qui joueront le plus probablement la locomotive du monde dans les prochaines années. Les Etats-Unis devront, après les élections, s'attaquer au redressement de leurs doubles déficits (commercial et budgétaire), ce qui coûtera sans doute cher en terme de croissance.

Obligations si les obligations souveraines nous paraissent un peu moins risquées aujourd'hui compte tenu de perspectives de hausse des taux modérées, cela signifie aussi que la sempiternelle question de savoir où trouver du revenu demeure ! D'autant que, en fonction des mesures qui seront prises par la nouvelle administration américaine, on ne peut exclure un ralentissement économique plus important outre atlantique (qui sans doute pourrait redonner des couleurs au marché obligataire). Dans ce contexte, les obligations à haut rendement demeurent le poste à sur pondérer. Si les perspectives de gains en capital sont aujourd'hui relativement modérées (spread et taux de défaut sont proches de leur plus bas historiques), les niveaux de coupons (+3,70% en moyenne par rapport au TBond) présentent cependant suffisamment d'attrait pour y prêter attention. Ce marché devrait être positif jusqu'en 2006, ce n'est sans doute qu'à ce moment là qu'il faudra commencer à alléger les positions.

Actions Prudence toujours dans les fondamentaux (prévisions de bénéfices excessives ?), cependant la fin d'année pourrait réserver quelques (bonnes) surprises. Les marchés sont aujourd'hui globalement peu chers, mais les incertitudes sur la croissance (et le prix du pétrole) sont un frein

puissant. Nous continuons à préférer les actions européennes (également à cause du risque devise \$/€), mais aussi asiatiques, japonaises en particulier. Notre préférence va toujours au « stock picking » (choix des titres), qui a été capable de dégager de substantiels sur performances et devrait continuer.

➤ **Europe** Les restructurations sont bien avancées, les profits atteignent des niveaux record. Il convient de privilégier les valeurs défensives et payant un dividende élevé. Le dollar représente un risque non négligeable pour nombre de sociétés internationales, la croissance européenne va sans doute légèrement ralentir et ne sera qu'un maigre soutien, les perspectives semblent donc limitées tant qu'aucune embellie, sur la croissance ou les changes, ne se fait jour (ou une reprise significative des mouvements de fusions/acquisitions, au point mort depuis trop longtemps).

Cependant, pour 2005, il convient de ne pas sous estimer un risque politique majeur : la perspective de referendum sur la constitution européenne pourrait déboucher sur une grave crise qui, dans un premier temps, bloquerait totalement les institutions avant d'obliger (?) à redessiner les contours d'une Europe à deux vitesses. Un risque qui nous plongerait au cœur des problèmes d'identité européenne et d'élargissement... ! Et qui ne manquerait pas d'avoir un impact majeur, à court terme au moins, sur les marchés.

➤ **USA** Toujours les mêmes incertitudes sur la croissance et la devise, nous restons prudents à l'égard des actions américaines (nous leur préférons les obligations à haut rendement). L'issue du match électoral donnera peut être un petit coup d'énergie au marché, mais nous anticipons assez rapidement un retour du réalisme, synonyme de ralentissement économique et de la croissance des bénéficiaires, dont le principal soutien seront les gains de productivité d'une part (au détriment toujours de l'emploi), la faiblesse du Dollar d'autre part, sur lequel nous sommes négatifs depuis longtemps déjà.

➤ **Le Japon** voit, après 12 ans de baisse, une embellie de son marché immobilier (Carlyle vient d'y réaliser sa première acquisition..., après d'autres gros opérateurs étrangers – Starwood, Soros,...-). La consommation semble également se tenir. Globalement, la croissance, assise sur une structure assainie des entreprises devrait se maintenir, à des niveaux certes moins élevés que ce qui a été vu ces derniers trimestres, mais soutenue aussi par la croissance chinoise et asiatique (rappelons que la corrélation entre les

marchés japonais et américains est quasiment moitié moindre que celle de l'Europe par rapport aux USA !). Enfin, le Yen, qui s'était un peu affaibli début octobre, devrait protéger la valorisation des investissements étrangers, même si le marché restera sensible aux fluctuations de la croissance chinoise.

➤ **Les Marchés émergents** ont connu, depuis la fin d'été, une importante reprise. La Chine, l'Inde, l'Amérique Latine, mais également la Russie ou la Turquie, semblent avoir repris le chemin d'une forte croissance, malgré les incertitudes politiques et internationales. Même l'Egypte ou l'Algérie, donnent des signes de reprise. Certes, chaque pays a ses spécificités : l'Inde, à l'excellence micro économique, ne redistribue pas suffisamment sa création de richesses, bloquée par son système politique, bureaucratique et social (tiens, cela ne rappellerait-il pas un peu la France ?!). La Chine, à l'inverse, doit améliorer sa productivité (3 à 4 fois inférieure à Taiwan), mais cela peut-il se faire au détriment de la redistribution ?

Globalement, ces pays représentent plus des deux tiers de l'humanité, qui aspirent à accéder à la société de consommation. Nul doute que cette dynamique changera la face du monde au cours des 20 prochaines années mais cela n'ira pas sans une volatilité certaine. Seule la malheureuse Afrique sub-saharienne reste sur le bord du chemin. Jusqu'à quand pourra-t-on ignorer 300 millions de personnes ?

➤ **Dollar** Ayant franchi le seuil de 1,25, nous estimons qu'il existe un réel risque de poursuite de cet affaiblissement. Et même si les asiatiques, au premier chef desquels la Chine, achètent près des 2/3 de la dette américaine (et verraient donc d'un mauvais œil une dévaluation significative de leurs

placements), l'intérêt des parties sera clairement de trouver un terrain d'entente sur les parités, l'un achetant la dette pendant que l'autre achète les biens manufacturés...nul intérêt donc, à aller au clash !

Nous demeurons donc prudents, même si nous pensons possible un rally pour cette fin d'année. En tout état de cause, rien ne se passera avant les élections américaines. Il conviendrait aussi de voir un reflux sur le pétrole. Compte tenu du niveau actuel des profits, les actions, peu chères, offrent des perspectives de dividendes alléchantes, en comparaison avec les obligations.

La croissance se fera essentiellement en Asie, les revenus pourront être obtenus en Europe, pour éviter une exposition dangereuse au Dollar.

Les obligations à haut rendement offrent des niveaux de rendement relativement attrayants dans un contexte de taux bas (qui devraient le demeurer encore quelques temps) pour un risque limité, qui ne devrait augmenter qu'à l'horizon 2006.

Enfin, la gestion alternative, après une période difficile, devrait pouvoir offrir des rendements plus en ligne avec ses objectifs, surtout si la volatilité augmente (pour ceux que la volatilité des marchés émergents effraient, la gestion alternative d'ailleurs, judicieusement sélectionnée, sur ces marchés, peut être une solution raisonnable).

Mais il convient, encore et toujours, de demeurer sélectif, d'identifier les vrais talents, les hommes avant les produits.

La gestion du risque, adaptée au profil de chaque investisseur, prend toute sa valeur dans un tel contexte, et nous ne saurions trop encourager chacun à en faire une analyse.

« 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 à caractère commercial 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 et ne peuvent engager la responsabilité de la Financière MJ.