

LA LETTRE

de Financière MJ

N°25 / 2ème et 3ème trimestres 2009.

SOMMAIRE

Humeur Page 2

Idées Page 2

Citation de Warren Buffet

Hommage: Femmes et entreprises

Hedge fund: le secret de la réussite !

Family Office et « custody »

Le guide de l'initié des « family offices »

Une meilleure définition de l'aversion au risque

News Page 5

Les meilleures villes du monde

ENFO

AFFO

Revue de Presse

Les riches s'appauvrissent !

Concurrence boursière: la Chine bouscule le classement

Pratique Page 7

Paris signe de nouvelles conventions fiscales avec le Luxembourg et la Suisse

Bouclier fiscal en France contre amnistie fiscale en Italie

La France : un nouveau paradis fiscal pour les impatriés ?

Fraude fiscale : les avocats vont-ils devoir dénoncer leurs clients ?

Vente aux enchères : faites-vous représenter

Conjoncture ... et perspectives Page 10

Art

Immobilier

Marchés Financiers

Humeur

L'âge de raison : « La raison ne vient pas avec l'âge, elle est dans la tête ». (Proverbe turc).

Voici plus de sept ans que Financière MJ a vu le jour, premier family office indépendant et multi clients en France. Un concept qui, à l'époque, faisait sourire. Le doute s'exprimait librement sur l'avenir d'un modèle destiné exclusivement aux grandes fortunes, basé sur le conseil. Sept années au cours desquelles nous avons soutenu des valeurs de transparence et d'éthique, le refus des revenus faciles. Sept années, qui auront aussi permis de traverser des périodes contrastées et fortes, particulièrement depuis l'été 2008.

C'est ici que notre modèle, qui avait déjà prouvé sa pertinence et sa viabilité, a pris toute sa force : nos clients ont pu apprécier la valeur ajoutée de nos interventions au cours de ces violentes turbulences, tant au niveau des résultats que de la sécurité que cela leur procurait.

Aujourd'hui, face à la défiance vis-à-vis des acteurs traditionnels, le recours à un conseil expert et indépendant apparaît comme une nécessité, voire une évidence !

Au cours de ces années, Financière MJ a développé ses ressources, afin de faire face aux attentes d'une clientèle légitimement exigeante et répondre aux besoins d'un environnement de plus en plus complexe et mouvant :

- Développement d'une équipe de haut niveau, offrant une véritable prestation de «holding personnelle», pour superviser, coordonner et accompagner l'investissement et le financier, l'organisation juridique et fiscale, la famille et la gouvernance, l'éducation, la philanthropie, mais aussi offrir, au quotidien, un support administratif de qualité (trésorerie, assurances, administration des sociétés,...) ;
- Investissement dans de nouveaux systèmes informatiques de consolidation et de suivi de gestion d'actifs ;
- Création d'un réseau européen de family offices indépendants, réunissant aujourd'hui 6 acteurs nationaux de premier ordre, représentant ensemble plus de 10 milliards de fortunes privées supervisées.

Financière MJ – Family Office s'affirme aujourd'hui comme l'un des principaux acteurs du marché français, reconnu pour son professionnalisme et sa déontologie.

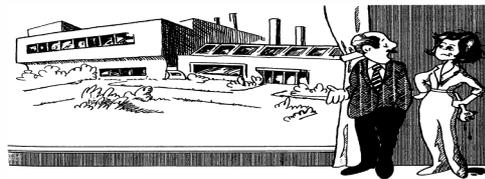
Sans encore prétendre à la maturité tant le modèle devra toujours progresser au rythme des évolutions de l'environnement et du marché, il nous semble cependant que le chemin parcouru nous permet légitimement de nous retourner, avec fierté et satisfaction, sur ce premier cycle de vie !

IDEES

Warren Buffet

"Aujourd'hui, les gens qui détiennent du cash et assimilé se sentent tranquilles. Ils ne devraient pas. Ils ont opté pour un actif terrible à long terme, qui ne rapporte pratiquement rien et qui est certain de se déprécier. En effet, les politiques que le gouvernement poursuivra dans ses efforts visant à atténuer la crise actuelle vont probablement se révéler inflationniste et donc accélérer la baisse de la valeur réelle des placements de trésorerie".

Femmes et entreprises



Un jour, ma chérie, tout cela sera à ton frère...

«Quand mon mari est mort, j'avais trois choix: vendre; trouver quelqu'un pour gérer, ou aller au travail. Et en fait il n'y avait pas de choix». Katherine Graham

Grande figure de la presse américaine, Katherine Graham a dirigé l'entreprise qui regroupait le Washington Post, Newsweek et plusieurs chaînes de télévision. L'entreprise, que son père avait achetée aux enchères, avait été confiée à son mari Philip Graham. C'est à la mort de celui-ci, en 1963, que Katherine Graham prit la direction de l'entreprise familiale. C'est elle qui prit la décision en 1971 de publier les «Dossiers du Pentagone» critiquant l'engagement américain au Vietnam. C'est elle aussi qui prit l'initiative de rendre publique l'enquête révélant le scandale du Watergate.

«A mon arrivée, je portais l'incapacité comme bagage ». Mais elle sut s'entourer. A sa mort en 2001, Bush déclarait : « Madame Graham est devenue une légende de son vivant parce que c'était un vrai leader et une vraie femme, d'acier quoique timide, puissante et humble, connue pour son intégrité...».

La mixité, facteur de performance

Une étude conduite en 2007 montre que les sociétés ayant le plus grand nombre de femmes dans leurs conseils d'administration ont une surperformance de :

- 53% pour le «return on equity»,
- 42% pour le «return on sales»,
- 66% pour le «return on invested capital» !

Globalement, les conseils d'administration comptant 2 femmes au moins, se révèlent bien meilleurs dans les pratiques de gouvernance.

La mixité, facteur de performance, mais...

Moins de 10% des postes d'administrateurs en Europe sont occupés par des femmes :

- 44% en Norvège (forte présence en Scandinavie),
- 7.6% en France,
- Encore moins en Europe du Sud...

Un vote à la dernière conférence du Family Business Network... (Berlin 2007)

Question: «le prochain CEO pourrait-il être une femme dans votre entreprise familiale?»

- Réponse des hommes: 30% OUI,
- Réponse des femmes: 50% OUI.



- Allez les enfants, que le sort nous dise qui est le successeur
- Si j'avais su, je ne me serais pas fatiguée à faire 3 MBAs!!

Le secret de la réussite !

Le secret de la réussite de Brevan Howard (gérant de hedge funds) a été révélé : de nombreux gestionnaires des risques !

Selon un article récent, Brevan Howard a un gestionnaire de risques pour trois traders et l'ensemble de ses gestionnaires des risques a l'instruction de réduire le levier des fonds au premier signe de stress. L'année dernière, Brevan Howard a atteint des rendements de 20%; l'industrie dans son ensemble a enregistré une perte de 19%. Un ancien gestionnaire des risques de hedge fund, devenu trader, affirmait que le ratio de Brevan Howard est très atypique : «Certains hedge funds ont seulement l'apparence d'une gestion des risques, et sur la plupart des salles de marché, le ratio est plutôt de 10 opérateurs pour un gestionnaire des risques. »

Pour les investisseurs, la cause de Brevan Howard semble entendue. "Presque tous les hedge funds se vantent de l'importance de leurs équipes de gestion des risques. Mais ils mettent davantage l'accent sur les risques de processus (risk processes) ou opérationnels».

David Durham, de Durham Consultants, affirme que les hedge funds sont prêts à embaucher des gestionnaires des risques, mais ces derniers ne sont pas toujours désireux de se joindre à eux : «chez certains hedge funds, il y a un sentiment que les gestionnaires des risques ne sont qu'un simple faire valoir". Le niveau des salaires peut être utilisé pour évaluer si le rôle du gestionnaire de risques est réel ou non. Selon un autre recruteur, un gestionnaire des risques « de façade » est payé environ £150k, et son rôle est de produire des rapports quotidiens faciles à digérer que personne ne lit

vraiment. Les vrais risk managers sont payés plusieurs millions de dollars et mènent des discussions approfondies avec le comité d'investissement sur une base quotidienne. Brevan Howard semble tomber dans cette dernière catégorie.

Family Office et « custody »

Avant la débâcle des grandes banques et les révélations sur l'escroquerie de quelques « supers » hedge funds, peu de riches investisseurs privés avaient réfléchi aux risques liés au dépôt de leurs avoirs.

La fonction de dépositaire (custody : dépôt, conservation et administration des titres) était jusque là essentiellement prise en charge par la banque ou le gestionnaire, facturé pour un coût souvent minime.

Le danger d'ignorer cette fonction a été mis en évidence par l'escroquerie de Madoff. Pour la plupart des institutions qui avaient décidé de ne pas investir chez Madoff, son insistance à ce que sa propre société soit dépositaire des fonds était un signal d'alarme.

Avant même cette affaire, les clients de certaines institutions avaient réalisé, à la faveur de la faillite de Lehman Brothers, que le maintien, dans un même établissement, de la fonction dépositaire et de celle de gestionnaire pouvait s'avérer très risqué.

Avoir un gestionnaire d'actifs et une structure dépositaire distincts procure un niveau supplémentaire de protection contre la fraude et/ou la faillite d'une institution: le dépositaire a le seul rôle de conservation, administration et sauvegarde des actifs, qui demeurent ainsi « à portée de main » et surtout hors de son bilan. Le dépositaire s'assure également que les transactions réalisées par le gestionnaire sont réglées, que les fonds sont déposés ou payés en conséquence. Cette séparation des rôles, qui offre de faibles marges aux institutions pratiquant le custody, s'avère aujourd'hui totalement nécessaire, au moins pour les grands investisseurs, privés ou institutionnels.

En Europe, la fonction dépositaire a tendance à être proposée avec la gestion d'actifs. Aux États-Unis, il est beaucoup mieux compris qu'il convient de distinguer gestion d'actifs et custody.

Pour les family offices, il y a une raison supplémentaire à recourir à un tel service : le reporting. L'extrême volatilité de l'année écoulée a souligné, pour de nombreux investisseurs fortunés, l'importance d'avoir une vision claire des risques de marché à tout moment.

Andreas Sutter, chez Pictet Family Office, indiquait récemment : «Quand j'ai commencé chez Pictet, il y a sept ans, nous avons peut-être une ou deux réunions

par an sur le reporting. De nos jours, pratiquement tous les prospects s'intéressent à ce sujet."

La difficulté pour les family offices, est que leurs investissements ont tendance à être répartis entre plusieurs gestionnaires, et que nombre d'investissements sont des actifs non cotés et/ou non financier- entreprises, immobilier, art, yachts...

Obtenir une vue consolidée de la situation est donc difficile, mais indispensable. "Le Saint Graal est d'avoir une page unique donnant un aperçu de la situation d'ensemble», dit Phelps.

Deux solutions à cela : la consolidation d'actifs, effectuée par le family office (telle que pratiquée aujourd'hui chez Financière MJ), ou bien le dépositaire centralisé.

Le guide de l'initié des "family offices"

Au sommet de la pyramide des acteurs de la gestion de fortunes siègent les family Office, conseillers pour les UHNWI (Ultra High Net Worth Individuals). Leur approche est basée sur l'indépendance, la transparence et la prudence de l'allocation d'actifs. Il y a des leçons à tirer de leur modèle, pour les investisseurs de toute taille.

Alors que le secteur de la gestion de fortune se remet difficilement de la fin du boom du crédit, les family offices, qui gèrent et supervisent les avoirs des plus riches, bénéficient d'une poussée de popularité.

Les multi family offices, qui se sont multipliés au cours de la dernière décennie, enregistrent un flux de demandes d'informations de la part de clients qui se défient aujourd'hui des principaux gestionnaires ou banques privées.

Markus Stadlmann, HQ Trust - Francfort, un multi family office établi par les descendants de la famille Harald-Quandt, déclare: «Nous avons eu de plus en plus marques d'intérêt simplement parce que la crise financière et économique a initié, dans un certain nombre de familles, une discussion sur la façon dont ils devaient aller de l'avant.".

Guy Paterson, Unigestion - Genève, remarque : «Les familles qui ont subi leurs relations avec leurs banques privées au cours des dernières années se demandent aujourd'hui pourquoi.".

Les plus riches dynasties d'Europe préfèrent souvent disposer de leur propre family office dédié. Pour les patrimoines moins importants (de quelques dizaines à quelques centaines de millions d'Euros), la solution de plus en plus fréquente est de recourir à un multi family office, au service d'un nombre limité de clients. Et les attributs de ces boutiques - conseils indépendants, rémunération transparente et en ligne avec le rendement

des investissements – attirent aujourd'hui des clients moins fortunés. Graham Harvey, Scorpio Partnership, remarque : «Pensez au transport aérien. Les services disponibles en première classe il y a 10 ans se retrouvent aujourd'hui en classe économique!». De même chez Lord North Street, FO londonien : «si la façon dont nous abordons l'investissement est bonne, pourquoi cela ne serait-il pas le cas pour les plus petits clients ?».

Le sentiment d'insatisfaction des clients vis à vis des gestionnaires rend sa question d'autant plus pertinente.

Performance

Les recherches effectuées par le Wealth Bulletin et le Wall Street Journal Europe, montrent une grande divergence d'opinion entre la façon dont les gestionnaires de fortune évaluent leur prestation au cours de la crise, et ce qu'en pensent leurs clients. Alors que les premiers estiment s'être correctement acquittés de leur tâche, de nombreux clients sont d'un avis contraire et, par voie de conséquence, questionnent leurs relations avec eux.

Le succès des multi family office pourrait être la botte secrète pour réinventer cette industrie. Le problème actuel est essentiellement le conflit d'intérêt auquel font face les conseillers en gestion de fortune : censés conseiller les clients sur ce qui est le mieux pour eux à long terme, ils sont incités à vendre des produits financiers sur le court terme !

Trois chercheurs de l'Université Goethe de Francfort et de l'Université de Naples, ont analysé plus de cinq ans de données d'une société de courtage allemande qui offre à ses clients la possibilité de gérer leurs portefeuilles directement ou avec l'aide d'un conseiller financier indépendant. Ils ont constaté que les clients qui ont utilisé un conseiller ont tendance à avoir des rendements plus faibles avec une prise de risque plus importante ! Le scepticisme sur la valeur et l'indépendance des conseils imprègne le marché de la gestion de fortune. Les multi family offices affirment éviter cet écueil par leur indépendance vis-à-vis des fournisseurs de produits et par la transparence de leur rémunération.

Plus facile à dire qu'à faire ! Le passage obligé est d'agir en qualité d'acheteur, et non comme vendeur de produits. Il faut une totale indépendance vis-à-vis des intermédiaires comme les banques, confirme Stadlmann. Mais ici encore, le jeu est troublé par de soi-disant family office qui assurent la promotion de produits ou par des banques prétendant assurer une prestation de family office ! Ces derniers ne sont en fait rien de plus que des gérants de hedge funds ou des gérants d'actifs à la recherche de capitaux sous gestion, déclare-t-on chez Ferguson Partners.

Le seul moyen de s'assurer de la totale indépendance d'un gérant de fortune, est de disséquer la façon dont est perçue sa rémunération. Une seule question donc :

Comment êtes-vous payé ?!

Globalement, les performances financières annoncées par les family offices en 2008 sont largement meilleures que celles des banques privées. Mais surtout, il apparaît qu'au-delà de ces performances et d'une prestation de conseil beaucoup plus large que les seuls actifs financiers, le succès des multi family offices, au cours de la crise, tient à leur capacité à apporter un conseil réellement indépendant, une caractéristique largement plébiscitée par les clients !

Une meilleure définition de l'aversion au risque

Source: Profession CGP magazine

La crise financière a fortement modifié la place du risque dans le comportement des investisseurs. Pour les professionnels du conseil financier, ce comportement doit conduire à une meilleure appréhension du risque tel que le client le perçoit réellement. Plus précisément, cela impose une modification des indicateurs de risque.

Ces derniers mois, les marchés actions ont subi des baisses dont l'ampleur était jusqu'alors inconnue. En réaction, les épargnants ont massivement investi dans les produits bancaires et d'assurance considérés comme sécuritaires, *Livret A* ou *fonds général*. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels ont fortement accru la diversification de leurs portefeuilles, en ayant recours, par exemple, à des stratégies alternatives.

Evolution du concept d'aversion au risque

L'un des fondements de la théorie financière traditionnelle est que les individus sont rationnels et qu'ils éprouvent une aversion au risque. Cela signifie que, placés face à deux gains, l'un certain, l'autre incertain, dont l'espérance est équivalente, ils feront le choix du gain certain. Si la prise en compte de l'aversion au risque dans la construction de portefeuille est connue depuis Markowitz (1952), la mesure de celle-ci a évolué depuis quelques années.

La conception « classique » du risque

Pour la grande majorité des financiers, le risque se définit comme l'incertitude des rendements futurs par rapport à leur moyenne historique. On mesure donc l'amplitude des variations des rendements d'un actif financier autour de sa moyenne. L'indicateur statistique utilisé est l'écart type qui permet de déterminer la volatilité de cet actif. Plus ce coefficient est élevé, plus la dispersion des rendements de l'actif sera grande, signe du risque important.

Des travaux ultérieurs, fondés sur une prise en compte plus approfondie de la psychologie, ont fait évoluer cette mesure de risque.

Les travaux de la finance comportementale, débutés dans les années 70, ont analysé les décisions des individus en présence de risques, utilisant des outils

développés en psychologie cognitive. Alors que la théorie financière classique propose une vision normative de ce que devrait être le comportement des agents, la finance comportementale présente une vision du comportement réel des individus. Ces travaux réfutent le postulat de rationalité des individus et considèrent que nous faisons preuve d'une «rationalité limitée». Ainsi, nos décisions financières peuvent être biaisées pas nos perceptions, et la fonction d'utilité classique est désormais remplacée par une fonction de valeur asymétrique. La fonction présente plusieurs caractéristiques notables. D'une part, elle distingue deux formes de comportements en fonction de ces zones respectives :

- En situation de gain, les individus manifestent un comportement d'appétence pour le risque croissant.
- En situation de perte, les individus manifestent un comportement d'aversion au risque croissant.

Enfin, l'impact psychologique d'une perte est deux fois plus important que celui d'un gain de même amplitude.

L'une des conséquences de ces travaux est de donner une nouvelle définition de la notion de risque. Alors que pour les financiers «classiques», le risque s'analyse sur la base de l'incertitude, la finance comportementale propose une définition du risque plus proche de l'aversion à la perte. Les individus refusent de supporter la douleur liée à une perte. Cette caractéristique expliquerait la tendance constatée à différer la vente d'un actif perdant.

NEWS

Les meilleures villes du monde

Un nombre croissant de villes prétend à être l'emplacement favori pour les riches et les puissants. En cela, la première édition de Knight Frank's World Cities Survey de Liam Bailey donne un indicateur de celles qui comptent vraiment.

Existe-t-il une ville-monde? Existe-t-il des endroits où la confluence financière, la création et l'activité intellectuelle est si grande que la ville a un impact bien au-delà de ses frontières nationales et régionales?

Si la réponse est oui, comment devrait-on reconnaître une ville-monde? Plusieurs organisations ont tenté de fournir une réponse, et le champ d'enquêtes mondiales est large.

Alors que plusieurs études sont tombées dans le piège de ne considérer que l'activité économique, sans tenir compte de l'ensemble des éléments qui composent l'attractivité de la ville, Liam Bailey a évalué, outre l'importance économique et financière, l'influence politique, l'activité intellectuelle mais aussi la qualité de vie.

A l'aune de ces critères plus larges, l'étude donne un classement des principaux centres financiers mondiaux, aujourd'hui et dans 10 ans.

| <u>Aujourd'hui:</u> | <u>Dans 10 ans :</u> |
|---------------------|----------------------|
| -New York | -New York |
| -Londres | -Londres |
| -Tokyo | -Pékin |
| -Hong Kong | -Shanghai |
| -Pékin | -Hong Kong |
| -Francfort | -Singapour |
| -Shanghai | -Bombay |
| -Singapour | -Tokyo |
| -Paris | -Moscou |
| -Moscou | -Francfort |
| -Bombay | -Paris |

ENFO - www.enfo.net

ENFO poursuit ses développements évoqués dans les précédentes éditions de notre Lettre.

Le projet FPPI (Family Platform for Private Investments), dont l'objectif est d'offrir aux familles, en dehors des circuits traditionnels de l'investissement non coté (fonds, établissements financiers,...), la possibilité d'investir directement dans des entreprises familiales, sera opérationnel en septembre. Il réunit d'ores et déjà des familles françaises et du Benelux.

ENFO travaille par ailleurs à son élargissement et est actuellement en cours de discussion avec d'autres family offices, en Suisse, en Allemagne et bientôt en Espagne, susceptibles de rejoindre le réseau.

AFFO

Après la nomination d'un nouveau bureau au cours de l'hiver dernier, l'AFFO (Association Française du Family Office) avance maintenant dans les projets ambitieux qu'elle s'est fixés :

- Etude, en coopération avec un grand cabinet de conseil, sur le marché du family office en France, définition du métier et élaboration d'une charte. Les conclusions de ce travail seront présentées à l'occasion d'une journée d'étude, prévue le 17 novembre prochain au Cercle Interallié.

- Mise en place de groupes de travail sur des thèmes d'intérêt pour les family offices :

- Philanthropie,
- Gouvernance familiale,
- Education et formation.

L'association élargit aussi le cercle de ses membres et voit, au fil des mois, de nombreux family offices, dédiés à une famille ou multi clients, la rejoindre, témoignant ainsi de la nécessité et de la pertinence de l'action entreprise.

Revue de presse

Récompenses — Mai 2009

CityWealth Leaders – Londres : à l'occasion de la soirée annuelle réunissant des professionnels du droit et de la finance, venus de l'Europe entière, Financière MJ s'est vue décerner le prix de « *Family Office Européen de l'année 2009* ».

Argus de l'Assurance – Avril 2009

En sa qualité de secrétaire général de l'AFFO, François Mollat du Jourdin était interviewé sur les projets lancés par le nouveau bureau et l'objectif de définir ce métier.

Wealth Bulletin (Wall Street Journal) – Mai 2009

Ce bulletin, spécialisé sur l'industrie de la gestion de fortune, publie un long article sur les family offices en Europe, décrivant les business models et les principales caractéristiques des acteurs. L'article dresse ensuite une cartographie des principaux family offices en Europe, dans laquelle *l'ensemble des membres d'ENFO apparaissent comme des acteurs de références sur leurs marchés respectifs*. Une analyse qui conclut à la force du modèle face à la crise actuelle, les clients fortunés se tournant de plus en plus vers ce type de structures, à l'écart des conflits d'intérêts et offrant une approche plus « holistique » et personnalisée.

Décideurs – Stratégie, Finance et Droit – Juin 2009

Dans ce numéro spécial, cette « bible » fait un point sur les services de conseils aux entrepreneurs et grandes fortunes, avec un zoom particulier sur les family offices. Une interview de François Mollat du Jourdin est l'occasion de réaffirmer le positionnement de Financière MJ-Family Office, en tant qu'acteur indépendant, attaché à ses valeurs d'origine que sont le professionnalisme, l'expertise, la transparence et l'éthique.

Challenges – Juillet 2009

Dans ce numéro spécial, publié tous les étés, qui recense les grandes fortunes françaises, un article est dédié aux family offices, acteurs de plus en plus incontournables. Aux côtés de deux autres family offices, Financière MJ y est cité comme l'un des principaux acteurs du marché français.

Conférences – Juin 2009

EFE - Paris : Family Office : quelles nouveautés en 2009 ? François Mollat du Jourdin intervenait aux côtés d'autres spécialistes pour présenter les grandes évolutions du métier, en particulier celles découlant de la crise financière de 2008.

Les riches s'appauvrissent !

Il fallait s'y attendre, les personnes les plus riches de la planète ont été durement touchées par la crise financière. Leur richesse a fondu de 20% en 2008 ! A la fin de l'année dernière, les millionnaires en dollars détenaient 32 800 milliards de dollars, soit 8 000 milliards de dollars de moins qu'un an plus tôt, selon la 13ème édition du World Wealth Report de Merrill Lynch et Cap Gemini.

Le club de ces «happy few» s'est sensiblement restreint. Fin 2008, 8,6 millions de membres en faisaient partie, soit 1,5 million de moins que l'année précédente. «Ce déclin ramène le nombre de millionnaires et leur patrimoine à un niveau inférieur à celui de 2005», constate Gilles Dard, président de l'activité gestion privée France et Europe continentale de Merrill Lynch. Les plus fortunés (détenant plus de 30 millions de dollars d'actifs financiers) ont été les plus pénalisés par le krach et la baisse des prix de l'immobilier. Près du quart (23,9%) de leur patrimoine financier est parti en fumée en quelques mois. Résultat : près d'un sur quatre est sorti de ce club des happy few. Sur la même période, le nombre de personnes détenant un patrimoine financier supérieur à un million de dollars, a lui diminué de 15%.

Moins de contribuables assujettis à l'ISF

Le nombre de déclarations d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) était en légère baisse au début du mois de juillet, à près de 539.000 contre 548.000 un an plus tôt, selon un premier bilan. Le montant de l'impôt déclaré est lui aussi en baisse, à 3,13 milliards d'euros contre 3,75 milliards en juillet 2008. Le ministère attend cependant un écart finalement limité par rapport à ses prévisions (3,6 milliards d'euros). Les réductions d'ISF «TEPA» progressent nettement : 102.000 réductions pour un montant total de 718 millions d'euros, qui a permis au total d'injecter près d'un milliard d'euros dans les PME.

Concurrence boursière

La chine bouscule le classement

Pour la première fois de son histoire, la Bourse de Shanghai est passée devant celle de Londres en termes de capitalisation. Une petite révolution qui confirme la percée des places asiatiques.

| En milliards de dollars | A la fin 2008 | A fin avril 2009 | Variation |
|----------------------------|---------------|------------------|-----------|
| Nyxe Euronext (Etats-Unis) | 9.209 | 9.575 | + 4% |
| Tokyo Stock Exchange | 3.116 | 2.782 | - 10,72% |
| Nasdaq OMX (Etats-Unis) | 2.396 | 2.589 | + 8,10% |
| Nyxe Euronext (Europe) | 2.102 | 2.018 | - 4% |
| Shanghai Stock Exchange | 1.425 | 1.949 | + 36,80% |
| London Stock Exchange | 1.868 | 1.946 | + 4,20% |
| Hong Kong Exchanges | 1.329 | 1.478 | + 11,20% |
| Deutsche Börse | 1.111 | 1.028 | - 7,50% |
| TSX Group | 1.033 | 1.123 | + 8,70% |
| BME Spanish Exchanges | 948 | 960 | + 0,20% |

* en fonction de la capitalisation boursière des sociétés cotées de chaque opérateur

La City s'incline devant la rutilante capitale économique chinoise. Pour le troisième mois consécutif, la capitalisation boursière de l'ensemble des sociétés cotées à Shanghai pèse plus lourd que celui de Londres (1.949 milliards USD contre 1.946 milliards USD).

L'avancée de Shanghai repose en particulier sur la forte activité que la place a connue ces derniers mois. «L'émergence de Shanghai est portée par la reprise de l'activité sur le front des matières premières, dans un pays qui en est l'un des principaux consommateurs», indique Axel Pierron chez Celent. «Les Bourses chinoises enregistrent, certes, une forte croissance de leurs volumes, mais leurs produits restent globalement assez simples, en raison d'une réglementation restrictive. La variété des instruments financiers est beaucoup plus réduite que celle des places occidentales.»

La Bourse de Shanghai a encore beaucoup de progrès à faire avant de s'imposer comme référence mondiale. Nombre d'observateurs déplorent le manque de transparence. Pis, les informations qui en émanent ne sont pas d'une fiabilité à toute épreuve. De quoi initier la crainte parmi les étrangers qui souhaiteraient miser sur les plates-formes de la SSE. La cote de Shanghai illustre mieux que tout autre ce manque d'ouverture : elle ne compte aucune société étrangère. Enfin, le SSE bénéficie de la piètre situation des marchés occidentaux.

L'essentiel de la bataille entre les places pourrait néanmoins se jouer ailleurs. L'effondrement des cours pousse les entreprises de marché à trouver d'autres débouchés, au premier rang desquels figurent les produits dérivés, et, plus encore, les dérivés de crédit. Ces instruments financiers complexes, accusés d'être à l'origine de la crise, sont visés par les autorités mondiales qui souhaitent un encadrement plus strict de leurs échanges. Un à un, les opérateurs boursiers essayent de se positionner sur ce marché. Dans ce domaine comme sur les questions de transparence, la page de Shanghai reste vierge.

PRATIQUE

Nouvelles conventions fiscales entre Paris et ...

Luxembourg

Le Grand-Duché a signé mercredi 3 juin 2009 une nouvelle convention avec la France, respectant les standards OCDE.

Il s'agit d'effacer le contentieux soulevé au moment du G20, lorsque l'Allemagne, la France et les États-Unis ont fait pression sur l'OCDE pour qu'elle publie une nouvelle liste des paradis fiscaux. Le Luxembourg s'est retrouvé inscrit dans une liste «grise» des États «non coopératifs», aux côtés de la Suisse et de l'Autriche. Pour en sortir, chaque pays doit conclure au minimum douze conventions bilatérales. Après en avoir signé deux

avec les États-Unis et les Pays-Bas, voici le tour de son grand voisin.

Le nouveau texte prévoit l'échange d'informations sur demande entre les fiscs de chaque pays, en cas d'évasion et de fraude fiscale. « Nous avons déjà une excellente coopération entre les autorités judiciaires. C'est une nouvelle étape », s'est félicité le ministre du Grand-Duché. L'accord devrait rentrer en application en 2010 après approbation des deux Parlements. Détail important : il n'est pas rétroactif. En clair, un contribuable français titulaire d'un compte au Luxembourg non déclaré ne pourra pas être redressé sur les années fiscales précédant 2010. En revanche, le secret bancaire reste préservé pour les résidents luxembourgeois.

Non à l'échange automatique

Si le Luxembourg accélère ses négociations, c'est aussi pour éviter la conclusion au sein de l'Union européenne d'une convention cadre, qui pourrait inclure l'échange automatique d'informations. Un point jugé inacceptable par le Grand-Duché. «Le système de retenue à la source, et maintenant l'échange d'informations sur demande, permettent de lutter efficacement contre la fraude. Le risque, avec l'échange automatique, c'est une fuite des capitaux», précise Luc Frieden. Ce qui serait très préjudiciable à ce petit état, où le secteur financier représente un tiers du PIB.

Pour l'heure, le ministre affiche sa sérénité : «Nous ne constatons pas de fuite car l'ensemble des places financières ont décidé en même temps de bouger, notamment la Suisse, Singapour ou Hongkong.»

La Suisse

La France est le quatrième Etat dont les autorités fiscales ont paraphé une Convention contre la Double Imposition (CDI) comportant une clause d'assistance administrative avec la Suisse, selon les standards de l'OCDE. L'accord sera signé au niveau ministériel après l'été et devrait entrer en vigueur au 1er janvier 2010.

Aux termes de l'accord, l'administration française pourra, en cas de soupçon, demander aux autorités helvétiques des informations fiscales sur "toute personne morale, physique ou fiduciaire", sans se voir opposer le secret bancaire. Mais la mesure n'est pas "rétroactive".

La Suisse, qui a assoupli son secret bancaire courant mars sous la pression des grands pays européens et des États-Unis, espère conclure 12 accords d'ici la fin de l'année sur ce modèle, le seuil recommandé par OCDE.

Bouclier fiscal contre amnistie

Avec le bouclier fiscal, Nicolas Sarkozy voulait les faire revenir, mais les expatriés fiscaux ne se bousculent pas.

Une déception, sachant que l'administration a mis les gros moyens pour les convaincre : le taux marginal de l'impôt sur le revenu est l'un des plus bas d'Europe et un nouveau régime prévoit que les «impatriés fiscaux» (voir ci-dessous), y compris les français, ne paient pas d'ISF sur leurs biens situés à l'étranger pendant 6 ans. Mieux, le fisc prend l'engagement moral de faire une simulation de leur situation fiscale, en s'engageant sur un montant d'impôts qu'ils auront à payer. Cerise sur le gâteau, il s'engage également à ne pas lancer de contrôle fiscal pendant trois ans sur ces contribuables.

Cependant, même s'il ne pousse pas encore au retour, le bouclier fiscal n'est peut être pas le flop que l'on croit, car le flux d'émigration fiscale semble s'être largement ralenti.

L'autre nouveauté est la création, à Bercy, d'un service dédié à la gestion des rapatriements de capitaux non déclarés. Une procédure anonyme permet de négocier les conditions d'un tel rapatriement avant de dévoiler son identité. Une structure intéressante, mais qui ne semble pas rencontrer beaucoup de succès (moins de 10 demandes auraient été déposées au cours des 8 mois d'existence...).

Dans un cas comme dans l'autre, la confiance dans l'administration n'est pas au rendez-vous.

Pendant ce temps, **l'Italie lance une nouvelle amnistie fiscale !** Une recette sans doute plus efficace. Une première amnistie, en 2001 (associée à une suppression des droits de succession), avait permis de rapatrier plus de €70 milliards, moyennant le paiement d'une pénalité de 10%. Cette fois ci, la pénalité est ramenée à 5% ! La crise est passée par là. Le projet, présenté le 1er Juillet, devrait entrer en vigueur d'ici fin août.

La France : un nouveau paradis fiscal pour les impatriés ?

par Bertrand COSSON, 17 juin 2009

À l'heure où les pays de l'OCDE luttent contre les «paradis fiscaux» en essayant de leur faire admettre notamment le principe d'échange des renseignements bancaires et fiscaux, la France est généralement perçue, au contraire, comme un pays à fiscalité élevée. Aussi, afin d'encourager l'arrivée en France de cadres étrangers de haut niveau, la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 (dite loi « LME ») a amélioré le régime fiscal qui leur est applicable. En matière d'impôt sur le revenu, cette amélioration comporte trois aspects :

- Nouveau régime d'exonération de la prime «d'impatriation». Il s'applique pour les prises de fonction des salariés et des dirigeants dès le 1er janvier 2008 et est donc à considérer pour les déclarations des revenus 2008, bien que l'instruction fiscale soit toujours en attente de publication ;

- Possibilité de bénéficier également d'une exonération, sous conditions et avec un plafond, de la fraction de la rémunération se rapportant à l'activité professionnelle exercée à l'étranger ;

- Exonération temporaire de certains revenus patrimoniaux étrangers, inspirée du régime de la «remittance basis» britannique.

En outre, les contribuables «impatriés» peuvent déduire de leur revenu global, jusqu'au 31 décembre de la 5e année suivant celle de leur prise de fonction en France, les cotisations versées aux régimes supplémentaires de retraite et de prévoyance complémentaire étrangers auxquels ils étaient affiliés avant leur prise de fonction. Sous certaines conditions, les cadres étrangers en mission temporaire en France peuvent être exemptés de l'obligation d'affiliation à l'assurance vieillesse en France.

Par ailleurs, la loi LME a, pour la première fois, prévu en droit interne que les biens situés à l'étranger sont exonérés d'ISF pendant 6 ans maximum pour les nouveaux résidents fiscaux de France (y compris pour les personnes de nationalité française). Cette exonération des biens étrangers s'applique pour la première fois pour l'ISF 2009 et à condition que le contribuable n'ait pas été résident fiscal de France au cours des cinq années civiles précédant l'arrivée en France. Enfin, le régime du bouclier fiscal est amélioré pour les revenus étrangers perçus l'année du transfert du domicile fiscal en France ainsi que pour les revenus étrangers perçus les années suivantes.

La taxation de la plus-value d'acquisition issue de plans de stock-options des salariés en situation de mobilité internationale au départ ou à l'arrivée en France n'est toujours pas envisagée par les textes fiscaux et sociaux. Le projet d'instruction fiscale de fin 2005 dédié au sujet devait exprimer officiellement la doctrine de l'administration mais n'a jamais été publié. Même la dernière instruction fiscale de début d'année qui reprend, en les précisant, tous les nombreux changements fiscaux en France sur les stock-options de ces dernières années, n'aborde pas le sujet de la mobilité internationale des bénéficiaires.

Fraude fiscale : les avocats vont-ils devoir dénoncer leurs clients ?

Les avocats ne pourront plus arguer du secret professionnel pour se taire s'ils soupçonnent l'existence de fonds illégaux. Une nouvelle directive européenne anti blanchiment entre en vigueur en France. Mais la profession fait de la résistance ! Au cœur de Montreuil, dans ses locaux ultramodernes classés secrets défense, les équipes de Tracfin, la cellule de Bercy chargée de lutter contre l'argent sale, prépare la nouvelle révolution de l'année 2009 : la mise en œuvre de la troisième directive européenne anti blanchiment, à laquelle

s'opposent les avocats. Imposée par Bruxelles, la directive vient en effet - avec retard - d'être traduite en droit français. Les décrets d'application sont en cours de rédaction. Banques, assurances mais également notaires et avocats devraient donc bientôt lui transmettre un nombre croissant de dossiers.

Si les banques se sont organisées depuis plusieurs années pour répondre à la demande de Tracfin, les avocats résistent encore. En 2007, une seule déclaration de soupçon rédigée par un avocat est parvenue à Bercy sur les quelque 12 500 déclarations reçues cette année-là. En 2008, les membres de la cellule n'en ont pas compté plus de trois, selon le rapport qui va être publié cette semaine (la profession compte 44 000 avocats). Les 8 000 notaires français ont, eux, transmis l'année dernière près de 350 déclarations.

En 2009 pourtant, la moisson devrait être meilleure. Car la troisième version du texte resserre l'étau autour des professionnels. Notamment parce que, désormais, la notion de blanchiment inclut la fraude fiscale et que, autre changement significatif, les agents de Tracfin pourront transmettre directement des dossiers au fisc.

À force de protestations, les représentants des avocats ont obtenu de préserver leur secret professionnel, en tout cas pour le cœur de leur activité. Toutefois en dehors de la pratique juridictionnelle (défense des clients devant la justice) ou du conseil, un avocat ne peut plus arguer de son secret professionnel pour se taire. S'il soupçonne l'existence de fonds illégaux ou ayant échappé à l'impôt, par exemple lors de la création d'une société, il doit en principe rédiger une déclaration de soupçon, qu'il adresse à son bâtonnier. Et cela sans en avertir son client. À charge ensuite pour le bâtonnier de transmettre les déclarations qu'il estime fondées.

Les instances dirigeantes de la profession restent partagées quand à l'attitude à adopter. À la tête du barreau de Paris, Christian Charrière Bournazel prône la «désobéissance civile». «Nous sommes légalistes, nous appliquerons le droit positif», explique au contraire Pascal Eydoux, président de la Conférence des bâtonniers, qui représente l'ensemble des barreaux de province. Le Conseil national des barreaux (CNB), lui, doit encore rédiger un règlement qui devra s'appliquer à l'ensemble de la profession. Il attend pour cela l'ensemble des décrets d'application. L'un des plus sensibles, un décret tentant de définir la fraude fiscale est actuellement à l'étude. Le nouveau texte étend significativement le champ des investigations que les avocats devront mener sur leur client. Il introduit également le concept de «personnalités exposées politiquement» (ministre, parlementaire, amis ou famille d'un élu...), qui devront faire l'objet d'une vigilance accrue.

Enchères : faites-vous représenter

Service en ligne : www.thirdman.biz

Une plateforme Internet, www.thirdman.biz, propose de représenter pour l'achat et la vente d'objets en salles des ventes les acheteurs qui ne peuvent ou ne souhaitent pas participer à une vente aux enchères personnellement. Cette plateforme suit près de 590 maisons de vente à travers le monde et publie sa sélection le jour même de la mise en ligne des catalogues (3000 catalogues traités durant les 6 derniers mois, soit près de 423 000 lots). Cette représentation assure un anonymat complet lors de la vente, tout en offrant la garantie d'acquiescer les œuvres au juste prix. Les sélections sont consultables à tout moment sur un site Internet, via une interface simple, qui donne accès aux photos, estimations et descriptifs des œuvres.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art

Source : Artprice

Les résultats des ventes Impressionnistes et modernes de Londres, fin juin, ont été sans surprise, loin de l'époque des records à 8 chiffres. Les adjudications millionnaires sont au nombre de huit pour chacune des deux maisons de vente, le taux d'invendus de 15% chez Sotheby's, de 32% chez Christie's. Comparés aux mêmes ventes Impressionnistes et modernes de l'an dernier, les volumes d'affaires sont divisés par quatre chez Christie's, et par trois chez Sotheby's.

La plus belle enchère de ces deux jours revient à *Homme à l'épée* (1969) de Picasso, adjugée 6,2M£ chez Sotheby's, 200 000£ au-dessus de l'estimation basse. Christie's présentait aussi un *Homme à l'épée* de la même année adjugé 5,1M£, contre une fourchette d'estimation de 5M£ à 7M£. Les résultats sont très loin des sommets atteints l'an dernier.

Dans le duel de chef d'œuvres que se sont livrés les deux Maisons, Sotheby's sort gagnante pour Picasso et Christie's pour Monet. Annoncée en couverture du catalogue Christie's, la toile *Au Parc Monceau* a été adjugée à 5,6M£, soit 1,1M£ au-delà de son estimation haute. Le lendemain, Sotheby's adjugeait 3,4M£ une autre toile de Monet, *La Route de Giverny en hiver*, dans sa fourchette d'estimation.

Côté art contemporain, à Londres, en juin, même si les ratios de vente semblent satisfaisants, mesure et prudence dominent : les trois maisons anglaises, réunies, affichent un produit des ventes de 44,1M£ contre 176M£ en 2008.

La baisse de la livre sterling à 1,17€ (contre 1,30€ en juin 2008) fut avantageuse pour les Européens qui représentent 57% des acheteurs, contre 24% d'Américains et 19% d'Asiatiques. Les têtes d'affiche, Warhol, Calder, Basquiat et Doig ont décroché des enchères millionnaires, mais l'estimation basse fut parfois difficile à passer.

Le plus beau résultat fut signé par Warhol pour une œuvre vierge de passage en salles : *Mrs McCarthy and Mrs Brown (Tunafish disaster)*, de sa série Disaster. Elle partait à 3,3M£ (200 000£ sous l'estimation). Le même cas de figure advint pour *Hammer and Sickle*, une nature morte à la faucille et au marteau adjugée 250 000£ sous son estimation basse (1,75M£). Rares sont les records en temps de crise, mais Christie's faisait exception à la règle grâce aux 600 000£ déboursées pour le diptyque de Boetti, parti au double de son estimation.

Dans cette conjoncture, Paris fait figure d'exception : le nombre de ventes et le volume des lots proposés restent stables par rapport à 2008. La vente Bergé-Saint-Laurent (373M€, dont 255M€ pour les adjudications d'œuvres d'art –dont 22 ventes millionnaires–, soit 53% du produit des ventes en France l'an dernier, et aussi la plus importante dispersion de collection privée dans le monde) permet même à la capitale française d'afficher un meilleur produit de ventes que ceux de Londres et de New-York sur le premier trimestre 2009 !

À l'issue du premier trimestre, les prix en France perdaient seulement 5% ; ils se maintiennent depuis. La recette de ce succès tient en deux ingrédients bien dosés : un marché moins haut de gamme, donc moins spéculatif, et des ventes parisiennes de Christie's particulièrement fructueuses. Les résultats sont probants puisque le taux d'invendus, qui flirtait avec les 50% à l'automne 2008, est passé sous le seuil des 40%. Le 28 mai 2009, la vacation d'art contemporain de Sotheby's Paris vendait jusqu'à 95,2% de ses lots !

L'autre temps fort des ventes françaises, fin mai, paraît mesuré en regard des succès de février. Sotheby's enregistrait seulement deux enchères millionnaires (Staël et Seurat), tandis que la vente impressionniste et moderne de Christie's culminait à 460 000€.

Celle d'art contemporain frappait sa plus belle enchère à 620 000€ pour le portrait d'Yves Saint-Laurent par Warhol.

Enfin, Christie's parvenait à créer l'événement grâce à une cinquantaine de pièces de François-Xavier et Claude Lalanne, dégageant 2,3M€ et portant le chiffre d'affaires de cette vacation à 6,7M€.

Le marché de l'art confirme donc son très fort ralentissement, mais la qualité et l'exceptionnel restent courus !

Immobilier

2^e tour en vue ?

Au premier trimestre 2009, les ventes de logement en Ile de France, reflétant la tendance générale dans le pays, se sont effondrées de 40%. Une baisse qui entraîne une chute des prix encore modeste : -3% dans la petite couronne, -4.5% dans la grande couronne. Seul le centre de Paris semble encore résister : les 2^e et 3^e arrondissements ont même vu leurs prix légèrement augmenter. Mais il faut généralement de 6 à 18 mois pour que la chute des volumes se répercute sur les prix. Il nous semble donc que la baisse des prix reste à venir...

Néanmoins, le niveau des taux d'intérêt demeure un soutien de poids. Emprunter coûte en effet de moins en moins cher. Fin mai, le taux fixe moyen sur 15 ans était de 4,20% contre 4,15% en juin. Pour une durée de 20 ans, ce dernier passe de 4,45% à 4,30%. «Les taux fixes en crédit immobilier ont baissé de 20% en sept mois, depuis octobre 2008», affirme Geoffroy Bragadir, fondateur d'Empruntis.com. La baisse des taux courts de la BCE et la concurrence entre les établissements bancaires renforcent la baisse des taux des crédits immobiliers. Ce mouvement permet à des ménages exclus du prêt en 2008 de devenir solvables, mais surtout, c'est une occasion pour les emprunteurs de renégocier leur crédit. «Il existe un intérêt potentiel pour les personnes ayant pris un crédit il y a six mois, un an, ou un an et demi, à renégocier ou à se faire racheter leur crédit par une autre banque pour réaliser de substantielles économies», explique G. Bragadir. Mais il attend une stabilisation à la rentrée, sur des niveaux un peu supérieurs : « Une hausse probable de 0,2% à 0,3% par rapport au niveau actuel des taux d'intérêt est également attendue et ce, dès septembre ».

Côté bureaux, les volumes s'effondrent de 57% au deuxième trimestre sur un an. Avec 440M€ d'investissements en immobilier d'entreprise en Ile-de-France, le premier trimestre avait été catastrophique. D'avril à juin, le volume a atteint 778M€, grâce à la conclusion de quelques opérations de grande taille (acquisition par MGPA de l'immeuble «Les Trois Quartiers», pour 210M€).

Malgré ce léger rebond, le marché est bien loin des 1,8 milliard d'euros du deuxième trimestre 2008 : le point bas semble passé, estime-t-on chez Jones Lang LaSalle. Au second semestre, ils attendent des transactions plus nombreuses, en particulier sur le segment de 50M€ à 100M€. Mais la rareté des financements bancaires devrait encore limiter le volume d'investissement.

Sur les prix, acheteurs et vendeurs semblent d'accords : le point bas se rapproche. Certes, des groupes cherchent à céder des actifs pour assainir leur situation financière

mais aucune vente forcée, qui auraient eu pour effet de faire plonger le prix moyen, n'a encore été recensée.

Mais l'automne s'annonce économiquement délicat, ce qui ne sera pas sans conséquences sur le secteur. La prudence doit donc rester de mise, sur l'habitation comme sur le bureau.

Marchés

Après un début d'année où le pire était chaque jour annoncé, les pessimistes entrevoyant la fin de l'économie de marché, le plus dur semble passé.

Le découplage, si souvent évoqué, entre les pays développés et émergents semble finalement se matérialiser : au second trimestre, la contraction s'est atténuée aux Etats-Unis et en Europe, l'activité s'est ajustée au Japon et le cycle a redémarré dans certains pays émergents, notamment Chine, Inde et Brésil.

L'économie mondiale se stabilise grâce, entre autres, à un soutien macroéconomique et financier sans précédent des pouvoirs publics. Pourtant, la récession n'est pas terminée. Après un premier trimestre au cours duquel l'économie mondiale s'est contractée presque aussi vite qu'au quatrième trimestre de 2008, certains indicateurs laissent entrevoir le retour d'une croissance modérée, au niveau mondial (-1,4 % en 2009, +2,5 % en 2010 d'après le FMI).

Cependant, les pays développés ne devraient pas connaître de reprise de l'activité avant le second semestre de 2010 et la rentrée 2009 pourrait être plus difficile que prévue, avec notamment des risques planant sur les petites et moyennes entreprises. Les données macroéconomiques demeurent mauvaises : explosion du chômage dans les pays développés, poids de la dette publique à des niveaux record. Cependant, on peut noter que les différents indicateurs de sentiment des ménages et des investisseurs sont repartis à la hausse...

Le secteur financier, qui était au cœur de toutes les incertitudes, semble aujourd'hui sorti d'affaire. Mais si les banques affichent des résultats très positifs, il n'est pas encore certain que leurs bilans soient nettoyés et que les profits ne soient pas simplement des reprises sur provisions ! Il est aussi vrai que les états volent systématiquement à leur secours en cas de difficulté (dernier en date, CIT group - établissement de crédit aux PME aux USA, lundi 20 juillet).

Par ailleurs, le processus de désendettement à l'échelle mondiale se poursuit et ne plaide pas pour une reprise rapide de l'activité générale.

Enfin, du côté des prix, un processus de désinflation (ralentissement de l'inflation sous-jacente) s'est installé, dû notamment à la forte baisse du taux d'utilisation des

capacités de production mais également aux prix de l'énergie, significativement plus bas qu'à la même période de l'année passée.

Les Etats Unis

Le chômage américain poursuit sa hausse pour atteindre un taux record de près de 10%. Les annonces mensuelles du nombre de nouveaux chômeurs ont cependant diminuées (environ 500 000/ mois contre plus de 700 000 en janvier). L'emploi est donc bien la première variable d'ajustement.

La production industrielle est en baisse avec un taux d'utilisation des capacités manufacturières au plus bas depuis 1957 ! Les ventes de détail ont, quant à elles, arrêté de chuter, mais vraisemblablement en vertu du plan fiscal du gouvernement. Par ailleurs, la forte remontée du taux d'épargne révèle l'attitude très prudente des ménages. Le marché immobilier montre également des signes de stabilisation et les mises en chantier ont sans doute touché leur point bas en avril. Le redressement devrait toutefois être très graduel. Et les prix continuent de baisser.

Ben Bernanke, président de la FED s'est voulu rassurant, entrevoyant une sortie prochaine de crise. Cependant les projections de croissance pour l'année 2009 ne sont guère encourageantes (-2.8%) et les mesures gigantesques, financées par des déficits publics (supérieurs à 1000 milliards USD), mises en place par la nouvelle administration n'ont pas encore permis de restaurer la confiance.

L'Europe

Les indicateurs avancés semblent se retourner. La situation dans l'industrie allemande demeure néanmoins critique : alors que les exportations se sont encore repliées, le processus de déstockage n'est pas terminé.

Sans surprise, le taux de chômage a augmenté dans toute la région, et même très fortement dans certains pays (Espagne, Irlande). Ainsi, les prévisions de croissance pour l'année 2009 ont récemment été revues à la baisse, -4.8% pour la zone euro.

Au Royaume-Uni, les perspectives économiques sont très incertaines, même si des indicateurs récents suggèrent que l'activité économique a commencé à se stabiliser. La reprise sera vraisemblablement lente et limitée. Le FMI dresse un tableau sombre, tablant sur un recul de 4,2 % du PIB cette année, avant un maigre rebond de 0,2 % en 2010, tandis que le chômage devrait continuer à augmenter pour atteindre 9 % en 2010. Enfin, la situation budgétaire est inquiétante avec la flambée de la dette publique.

Les pays de l'Europe de l'est se trouvent également confrontés à une situation délicate : baisse des exportations et arrêt des investissements étrangers.

Le Japon

La BoJ a révisé début juillet, à -3,4%, sa prévision de récession pour l'année budgétaire 2009-2010, au lieu de -3,1%, et a maintenu son taux directeur inchangé à 0,10%. Malgré cette aggravation, l'institution estime que «la situation économique du Japon a cessé de s'aggraver». L'investissement public augmente, les exportations et la production sont en train de redémarrer. Le moral des entreprises, notamment celui des grandes sociétés manufacturières, a cessé de se détériorer. Cependant, la consommation des ménages japonais reste faible, en raison de la dégradation des conditions d'emploi et des revenus. Par ailleurs, du côté des entreprises, l'investissement diminue sensiblement...

Les marchés émergents

Les pays émergents, Chine en tête, ont mis en place des politiques budgétaires fortes en faveur de la consommation, dont les conséquences sont quasi immédiates. Par ailleurs, ces économies relativement fermées sont confortées par une demande intérieure importante, qui compense partiellement les baisses d'exportations. Ainsi, la Chine et l'Inde sont en avance sur le cycle et redémarrent fortement ; ce sont ces zones qui tireront très vraisemblablement la croissance mondiale dans les prochains mois. Reste à savoir si leur capacité intérieure sera suffisante.

Conséquences pour les matières premières

La remontée des prix des matières premières depuis le début de l'année vient troubler un environnement déjà difficile pour les ménages et neutralise ainsi une partie des plans de relance mis en œuvre par les états. De 35\$, le baril est remonté autour de 70\$, niveau qui semble néanmoins légèrement inférieur à son « fair price », estimé à 80/90\$. Mais la conjoncture mondiale d'ici la fin d'année semble trop lourde pour permettre de revenir sur de tels niveaux, sauf à ce que la Chine confirme un redressement rapide.

L'or joue actuellement son rôle de valeur refuge, même s'il reflue après s'être rapproché de ses plus hauts niveaux historiques. La prudence voudrait que tout investisseur en possède dans ses actifs, comme protection en cas d'écroulement du dollar et du retour de l'inflation.

Conséquences sur les taux et les devises

Au cours du deuxième trimestre, on a pu observer de violents mouvements sur les changes, notamment sur le Dollar (mais aussi la Livre) : valeur refuge contre craintes liées au déficit.

Les taux d'intérêt à court terme demeurent extrêmement bas dans la plupart des pays et ne devraient pas remonter à court terme. En revanche, on a pu constater une pentification de la courbe des taux, les taux à moyen/long terme restant relativement élevés, soulignant l'inquiétude liée à l'explosion de l'endettement des états.

On peut envisager une consolidation temporaire de ce mouvement, mais nous ne reverrons sans doute plus les niveaux atteints fin 2008.

Conséquences pour l'investissement

Comme nous le mentionnions dans notre précédente édition, compte tenu de cet environnement général difficile, il convient de demeurer prudent : si la volatilité est retombée, elle reste néanmoins très largement supérieure à sa moyenne historique. Cependant, comme le préconisait Warren Buffet en fin d'année dernière «*Une règle simple dicte mes achats: être prudent quand les autres sont avides, et être avide quand les autres sont prudents. Et très certainement, la peur est désormais largement répandue, touchant, même les investisseurs chevronnés.*». De nombreuses opportunités apparaissent à la faveur de cette crise.

Les obligations souveraines, qui ont pleinement bénéficié des baisses de taux fin 2008, ont souffert de la remontée de ces derniers mois. Sur les niveaux actuels, il nous semble que le couple risque/rendement ne les rend plus attractives et que des prises de profit s'imposent. Il convient alors de se reporter sur les obligations corporates, même si une partie du chemin a déjà été fait. Cependant, en étant sélectif, ces dernières demeurent attrayantes, offrant des rendements entre 6 et 8%/an sur des durées de 4 à 5 ans. Le high yield (dont les taux de défauts devraient continuer à augmenter fortement) offre des rendements compris entre 15% et 20%. Les faillites et l'éventuel retour de l'inflation (à horizon de 2 à 3 ans probablement) doivent cependant inciter à la prudence : maturités courtes, liquidité, qualité des signatures, et pondération mesurée.

Sur les actions, la publication d'indicateurs conjoncturels avancés, de résultats trimestriels moins mauvais qu'attendus et de bonnes nouvelles venues du secteur bancaire ont alimenté le retour de l'appétit pour le risque. Ainsi, les performances 2009 sont très hétérogènes en fonction des zones géographiques : alors que les marchés actions des zones émergentes culminent à +30% à fin Juin, les marchés développés sont proches de 0%.

Un retour vers les plus bas niveaux de mars 2009 nous semble aujourd'hui peu probable, mais on ne peut exclure une consolidation durant de l'été, ou lorsque la réalité économique deviendra une évidence à la rentrée. Le rebond significatif du 2ème trimestre devrait plutôt être mis à profit pour alléger les positions. Il pourra être pertinent de reconstruire ensuite progressivement des positions, sur des valeurs « deep value », de préférence sur les marchés américains et asiatiques, hors Japon...à la faveur d'une consolidation.

Les Hedge funds, malgré leur mauvaise presse persistante, affichent des résultats en ligne avec leurs objectifs dans leur globalité (HFRX : +6% YTD). En effet, la crise, qui continue à réduire le nombre d'intervenants, laisse une plus grande faculté aux survivants (les meilleurs) d'exploiter les anomalies de marché. Par ailleurs, le premier semestre 2009, avec ses violents mouvements fut un environnement favorable pour ce type de véhicules. Nous privilégions ainsi les Global macro et Long/Short tout en veillant à la liquidité et à la transparence, qui demeurent des conditions indispensables d'entrée. Les stratégies « distressed » cherchant à bénéficier des opportunités créées par la crise sur le marché du crédit peuvent également être accumulées.

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

Ainsi, malgré toutes les incertitudes, de belles opportunités (obligations, actions deep value, hedge, structurés,...) peuvent exister. Mais la sélection des gérants, la transparence, la lisibilité, la simplicité et les règles prudentielles de bon sens, conciliant maîtrise du risque, réactivité, analyse fréquente de l'allocation, et timing feront la différence.

FINANCIERE MJ  Family Office

est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune

*Société de conseils en Investissements Financiers
Enregistrée sous le N° D003807 auprès de la CNCIF
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers*

www.financiere-mj.com

info@financiere-mj.com

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