



LA LETTRE

de Financière MJ

N°27 / 1er trimestre 2010.

Sommaire

| | |
|---|---------------|
| Humeur | Page 2 |
| Idées | Page 2 |
| <i>Mai Nhà</i> | |
| <i>Crise et impôts</i> | |
| <i>Big Mac</i> | |
| <i>Le pronostic de la bulle</i> | |
| News | Page 3 |
| <i>ENFO</i> | |
| <i>AFFO</i> | |
| <i>Philanthropie</i> | |
| <i>Fonds général : ca baisse !... On encadre !</i> | |
| <i>LBO : un malade qui s'ignore</i> | |
| <i>La France dans le sillage Grec</i> | |
| <i>La flambée de l'or (blanc)</i> | |
| <i>Paradis fiscaux : la crise plus forte que la politique</i> | |
| <i>Revue de presse</i> | |
| Pratique | Page 5 |
| <i>Lutte contre les paradis fiscaux</i> | |
| <i>Art et fiscalité</i> | |
| <i>Disparition du dernier paradis fiscal français !</i> | |
| <i>« Niches » : la prime d'expatriation</i> | |
| <i>PRATIQUE... mais technique !</i> | |
| Conjoncture et perspective | Page 7 |
| <i>Immobilier : entre le Ying et le Yang</i> | |
| <i>Art : heureux qui comme l'Europe</i> | |
| <i>Marchés financiers : pas à pas...</i> | |

HUMEUR

« La nature a mis l'homme sur la terre avec des pouvoirs limités et des désirs sans bornes » - Rivarol

Crise financière, économique, séismes, tsunamis... Malgré ces rappels à l'ordre violents, en ce début 2010, le consensus « fait rage », c'est le scénario du retour à la normale ! « Dormez, bonnes gens, tout est calme ! ».

Négation des dérèglements, économiques, financiers ou écologiques.... Comment peut-on raisonnablement imaginer que la secousse de 2008 n'aura pas plus d'effets ? Il est certain qu'elle engendre des transformations profondes. L'échec de Copenhague oublie un peu vite que ce fut l'occasion de parler écologie à l'échelle mondiale et de réunir, autour de la même table, chinois et américains, sur un sujet qu'ils évitent généralement !

Ceci est l'illustration d'un bras de fer et de glissements rapides dans les équilibres géopolitiques mondiaux, témoin des ambitions démesurées de chacun...qui occulte sans doute que la finalité demeure l'homme ! Il ne faut pas affoler les populations, alors ces changements se feront dans le temps, mais il est certain que le monde de demain n'aura plus grand-chose en commun avec aujourd'hui : les grandes banques américaines comme Goldman Sachs seront devenues des hedge funds, l'économie verte aura émergé et créé un nouveau mode de croissance sur lequel se batront à nouveau les grandes puissances, avides de pouvoir, plus que de bien être...L'histoire se répète, aussi ne faut-il pas trop imaginer le futur...que dessinera la nature, colorié par l'homme dans une illusion de puissance !

Pendant ce temps, l'humanité progresse néanmoins dans sa conscience (les USA ne viennent ils pas, enfin, d'approuver la couverture maladie universelle ?). Une nouvelle forme d'économie se développe, qu'il faudra bientôt regarder aussi sérieusement que l'économie traditionnelle : l'économie du « non profit », celle de la micro finance et du socialement responsable, celle de la philanthropie et des initiatives citoyennes. La fondation Gates dispose d'un budget largement supérieur à n'importe quelle ONG. Les masses et les enjeux sont énormes, la sphère publique transfère ces responsabilités sur le privé, trop submergée par la gestion des déficits. Se profile donc cette seconde économie, qui probablement attise et attisera les convoitises...et fera l'objet d'excès. D'ici là, tachons de la bâtir avec responsabilité et bon sens. Ce bon sens que nous revendiquons si souvent dans ces colonnes, et qui s'avère bien souvent le meilleur des outils face à la sophistication d'un monde que peu comprennent... !

Et si l'homme reste peu de chose, il n'en crée pas moins des instruments de plus en plus puissants...qui le leurrent sur sa capacité réelle et en font même, parfois, et par usage détourné, une œuvre de destruction massive !

Mai Nhà

Mai Nhà (Toit/Maison en vietnamien) est une association à caractère humanitaire qui veut offrir, au Vietnam, une vie de famille équilibrée à 20 bébés ou enfants abandonnés, parfois handicapés ou en grande pauvreté. Ils habiteront ensemble dans deux maisons bâties sur le même terrain, au sein d'un village paisible, à 200km de Saigon. L'atmosphère ne ressemblera en rien à celle d'une institution mais bien à celle d'une maison de famille. Les enfants y seront élevés ensemble, « en famille » dans la douceur et la sécurité. Chaque enfant recevra la formation qu'il souhaite, selon ses possibilités. Ils seront encadrés par une petite équipe, vietnamienne, jusqu'à ce qu'ils atteignent l'autonomie suffisante pour « s'envoler », sans doute autour de 20 ans. L'acquisition du terrain, la construction et l'aménagement des deux maisons représentent un budget de 160.000€, les frais de fonctionnement annuels, 50.000€. Les fondateurs sont français : Marie Ponsin, 46 ans, a adopté sa fille aînée il y a 12 ans à Saigon et y travaille depuis 5 ans. Marc Witlox, 52 ans, lui aussi amoureux du Vietnam, y travaille depuis des années comme conseil en entreprise. Pour réaliser ce projet, Mai Nhà, qui sera auditée tous les ans par un expert comptable français, a lancé une souscription (fiscalement déductible). Vous pouvez la contacter : contact.mainha@gmail.com

IDEES

La fin du rêve américain ?

Source Barron's – Advisory opinion

La réflexion « contrariante » d'un analyste nord américain dont Barron's s'est récemment fait l'écho :

Il estime que de nombreux signes laissent présager une période difficile pour les USA (chômage, niveau de vie,...), et, malgré ce que laissent entendre nombre d'économistes, le rebond ne serait pas prêt d'arriver. Les Etats-Unis connaissent un endettement sans précédent, obstacle énorme pour la relance de l'économie. Le prix des guerres en Iran et Afghanistan ne favorise pas l'expansion économique du pays. Les universités sont inabordables pour nombre d'étudiants, américains ou étrangers. Les indicateurs sociaux (seuil de pauvreté, criminalité, population carcérale, drogue...) ne cessent de s'aggraver. Le système de santé paraît défaillant : espérance de vie faible - le pays est au 20e rang mondial -, taux de mortalité infantile élevé - le troisième plus important des pays de l'OCDE-, et 45 millions d'américains n'ont pas (encore ?!) de couverture santé. Les entreprises sont dépendantes d'une consommation intérieure incertaine. Cela pourrait conduire le pays vers un avenir sombre. Pays qui connaît aussi un affaiblissement relatif dans la recherche et l'innovation, mettant en danger son avance technologique. Et les principales entreprises, dont l'export n'est pas le point fort, risquent de passer à côté de la croissance des zones émergentes !

Crise et impôts

Source Sénat

Un récent exercice prospectif du Sénat :

Le taux des prélèvements obligatoires français est à son niveau le plus bas depuis 1981 : 40% (du PNB), contre 44% en 1998 par exemple. L'évolution de ce taux résulte, certes, des récentes mesures, mais surtout de la crise, qui a réduit beaucoup plus significativement la base taxable des acteurs économiques (entreprises, ménages) que la richesse nationale, réduisant mécaniquement le ratio impôts/PNB. Aujourd'hui, la majeure partie de ces prélèvements va au financement de la sécurité sociale et de sa dette, au détriment de l'investissement... Un constat peu enthousiasmant pour l'avenir. Afin de favoriser la sortie de crise, il n'est bien sûr pas souhaitable d'accroître rapidement les prélèvements obligatoires. Il convient aussi d'organiser prudemment la montée en charge de la fiscalité écologique (ils ont été entendus... !). Les parlementaires proposent enfin la suppression de l'ISF et du bouclier fiscal, à compenser par la création d'une tranche supplémentaire d'impôt sur le revenu (dont la tranche maximum est aujourd'hui de 40%, faisant de l'IR français l'un des plus faibles des pays développés). On n'est plus alors face à un problème d'ordre technique...mais idéologique et politique !

Big Mac

Le prix du Big Mac est un indice mis à jour semestriellement. Il peut permettre la mesure et la comparaison des niveaux de vie et de pouvoir d'achat : il faut ainsi travailler 35 mn en moyenne au niveau mondial, 12 mn à Chicago ou 20 mn à Paris pour acheter un Big Mac.

| Pays | Prix en dollars | Prix en monnaie locale | Temps de travail à l'achat d'un Big Mac |
|------------|-----------------|------------------------|---|
| Norvège | 7,02 | 48 Nok | 21 mn à Oslo |
| France | 3,99 | 3,10€ | 20 mn à Paris |
| Etats-Unis | 3,58 | 3,58\$ | 12 mn à Chicago |
| Chine | 1,83 | 10,5¥ | 44 mn à Pékin |

Cet indice contredit le principe de la "parité des pouvoirs d'achat" (PPA) selon lequel le bon taux de change entre les monnaies est celui qui garantit une égalité de prix pour un même bien dans tous les pays. Commercialisé dans plus de 120 pays, le hamburger permet aussi de comparer la valeur des devises. En janvier 2010, le prix d'un Big Mac était 35 % moins élevé aux Etats-Unis qu'en zone euro, mais le double de Pékin et la moitié d'Oslo. Conclusion : l'Euro est surévalué face au Dollar, le Yuan nettement sous-évalué, la Couronne norvégienne serait surévaluée de 96 % face au Dollar... Attention cependant : les niveaux de développement des Etats varient. Et le goût des consommateurs change d'un pays à l'autre, ce qui fait varier la demande ...et donc le prix.

Le pronostic de la bulle

Les maisons de champagne ont subi la crise de plein fouet : malgré une baisse moins conséquente que ce qui avait été anticipé début 2009, les ventes de bouteilles ont tout de même connu une chute de 13% sur douze mois. On a assisté à une véritable guerre des prix, avec des promotions atteignant 25%, certaines maisons allant jusqu'à vendre des bouteilles à perte. Même le mois de décembre, qui représente 25% des ventes annuelles, n'a pas permis de compenser cet effondrement. Peut-on attendre un retour à la normale en 2010 ? Pour les professionnels, le déstockage mondial devrait se poursuivre, 2010 étant une année de transition. Bulles et fêtes...pas avant 2011. Le champagne deviendrait-il un indicateur économique avancé ?

NEWS

ENFO (European Network of Family Offices)

FPPI (Family Platform for Private Investments) : cette plateforme de conseil et d'accompagnement pour l'investissement dans le non coté a été lancée début 2010, confirmant la pertinence d'un projet qui capitalise sur le professionnalisme, la transparence et une approche patrimoniale de l'investissement, dans une classe d'actifs trop longtemps vorace et opaque.

Les membres d'ENFO ont par ailleurs poursuivi leurs rencontres régulières, renforçant les échanges et le développement de projets communs.

A l'écart des grandes institutions et des conflits d'intérêts, ENFO s'affirme ainsi toujours plus comme un acteur indépendant, favorisant l'émergence d'une offre de services unique, de qualité institutionnelle, à destination des grandes familles européennes.

AFFO (Association Française du Family Office)

- Des réunions mensuelles sur des thèmes techniques, traités par des spécialistes de haut niveau : loi de Finance, immobilier, crédit et taux d'intérêt,...
- Les commissions, lancées à l'automne dernier - philanthropie, éducation, gouvernance- présenteront un premier bilan de leurs travaux en avril prochain,
- Un groupe travaille à l'élaboration de la charte de l'AFFO, dans la continuation de l'étude 2009 sur le métier du FO.

Philanthropie

Corinne Louis – Financière MJ

Nouveautés pour les dons transfrontaliers, certes, mais uniquement pour les dons intracommunautaires ! La Loi de finance rectificative (LFR) du 30/12/2009, entrée en vigueur le 1/1/10, transpose enfin en droit français la

jurisprudence de l'arrêt «Persche». Désormais, les donateurs français pourront bénéficier d'une réduction d'impôt (IR et ISF pour les personnes physiques, IS pour les personnes morales) pour les dons et versements à des organismes qui ont leur siège dans l'UE ou l'EEE (sauf la Suisse) et qui poursuivent des objectifs remplissant les critères définis par les organismes français d'intérêt général. Dans l'attente du décret d'application, les praticiens se posent de nombreuses questions sur les modalités concrètes de son application, mais pour les donateurs les territoires de la citoyenneté s'élargissent enfin.

Fonds de dotation : un an d'existence

Il en aurait été créé entre 150 et 200. Ce chiffre, ramené aux quelques 1450 fondations recensées en France, montre l'intérêt suscité par ce nouvel outil.

Autre chiffre : €9,4 milliards, le montant des avoirs détenus par ces 2 types de structures. Pour important qu'il soit, rapporté aux €60 milliards que constituerait l'ensemble des concours financiers de l'économie sociale et solidaire (tiers secteur), aux \$8 milliards levés en 2009 par la seule fondation Clinton (qui a mobilisé, depuis 2005, \$46 milliards), aux \$31,5 milliards de la fondation Gates, la philanthropie dans l'hexagone a de beaux jours devant elle. En effet, si les concours publics restent largement majoritaires dans le financement de l'intérêt général, la France, avec les fonds de dotation s'est dotée d'un ensemble fiscal qui reste encore méconnu, mais qui compte désormais parmi les plus attractifs d'Europe.

Fonds général : ça baisse !... On encadre !

Les taux de rendement des fonds généraux en Euro sont en baisse significative en 2009, reflétant la diminution des rendements obligataires. Néanmoins, et selon la qualité des portefeuilles sous jacents, on note des écarts importants d'une compagnie à l'autre. Certaines ramènent leur taux de 4,5% à 3,70 %, quand les meilleures parviennent le maintenir jusqu'à 4,65%, inchangé par rapport à 2008. On peut s'attendre à une poursuite de cette diminution en 2010, les taux devaient se rapprocher de 3% en moyenne, baisse qui continuera probablement, au moins en 2011 ! Si l'inflation devait revenir, il faudra compter sur un décalage de un à trois ans pour que ces fonds généraux reflètent la hausse des taux, à moins qu'une conjoncture boursière particulièrement favorable permette aux compagnies d'extérioriser des plus values rapidement...mais le régulateur veille (rappelons que le nouveau régulateur commun entre banque et assurance – Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) -, a vu le jour très récemment. Elle s'est immédiatement emparé de ce sujet, compte tenu de la forte compétition entre les compagnies et des taux bas) et s'apprête à encadrer les pratiques des assureurs, tant certains semblent prêts à se mettre en danger afin de poursuivre leur collecte...Un nouvel exemple du peu d'enseignement que le secteur financier semble avoir tiré de la crise !

LBO : un malade qui s'ignore ?

Une opération de leverage buy out (LBO), consiste au rachat des actions d'une entreprise par une holding se finançant principalement par endettement. La dette est ensuite remboursée grâce aux dividendes de la société rachetée. Aussi, lorsque la conjoncture économique devient difficile, l'équilibre d'une telle opération peut se voir menacé, surtout si le prix d'achat de la société est ou était (trop) élevé...

D'après une étude sur la santé des fonds de LBO, menée à l'automne 2009, le bilan serait cependant loin d'être aussi catastrophique que certains l'ont annoncé. Les 86 fonds d'investissement français interrogés indiquaient que les sociétés rachetées par LBO ne connaissaient, pour l'instant, pas de réelles difficultés. Toutefois, 23% des entreprises concernées devaient tout de même renégocier leurs prêts bancaires, parmi lesquelles, plus de la moitié seraient finalement incapables de respecter leurs échéances de remboursement. Et 5% seraient en cessation de paiement...Une absence de difficultés somme toute très relative !

Et ces fonds de LBO n'ont pas encore connu le plus dur de la crise, qui arrivera à l'échéance des dettes dont le remboursement s'effectue « in fine ». De nombreux fonds risquent alors de disparaître, asphyxiés par les dettes non couvertes. L'échéance est plus probablement en 2011.

La France dans le sillage grec

Source Reuters

Depuis septembre, les plus fortes hausses des risques de dettes souveraines ont touché la Grèce, le Portugal et... la France. L'indice très suivi des CDS (Credit Default Swaps), qui reflète le sentiment du marché sur le risque d'un émetteur, montre que 16 des 81 pays les mieux notés ont vu le risque sur leur crédit augmenter de plus de 50% ces derniers mois. Les CDS grecs ont bondi de plus de 250%, ceux du Portugal de 217%, suivis par ceux de la France (+122%), de l'Espagne (+111%), des Etats-Unis (+100%) et du Japon (+95%). Selon l'étude, certains investisseurs privilégiant des positions à long terme, pourraient avoir vendu massivement leurs positions, ce qui aurait favorisé l'augmentation des écarts de rendement et « artificiellement » accru le risque de crédit des pays développés.

La flambée de l'or (blanc)

Courchevel 1850 est la station de ski la plus chère et peut-être même la plus huppée en Europe. On y trouve les chalets les plus luxueux, au prix moyen de 37 000€/M2. En deuxième position, une autre station française, Méribel, dont le prix moyen des plus beaux chalets avoisine les 18 000€ par mètre carré. Enfin, la troisième marche du podium revient à Saint Moritz (Suisse) avec un prix moyen de 17 000€. Saint Moritz, où

l'on trouve aussi la « Via Suvretta », rue considérée comme l'une des plus chères au monde.

| Station | Prix moyen d'un chalet | Forfait ski pour 1 semaine | Bière |
|-----------------|------------------------|----------------------------|-------|
| Courchevel 1850 | 36913/m ² | 216€ | 4,5€ |
| Meribel | 17860/m ² | 216€ | 6€ |
| Saint-Moritz | 17161/m ² | 240€ | 4€ |

Paradis fiscaux : la crise plus forte que la politique

Source *Wealth Bulletin*

Plus de \$500 milliards (€368 milliards) ont quitté les paradis fiscaux européens au cours des deux dernières années. Soit près de 25% des \$2100 milliards –estimés– détenus dans ces juridictions. Si la Suisse et les îles Anglo-normandes ont connus d'importants mouvements, ce sont le Liechtenstein et San Marin qui ont subi les plus grosses sorties. Certes, les amnisties ont eu des effets, en particulier celle menée par l'Italie, qui a permis de rapatrier environ €100 milliards. Lugano, le traditionnel paradis fiscal des Italiens, s'en ressent. Mais l'argent ne quitte pas ces centres uniquement pour ces raisons. En effet, ces capitaux sont bien souvent devenus nécessaires pour financer la relance et les entreprises. Certains experts estiment ainsi qu'un maximum de 2 à 3 paradis fiscaux par région survivra à la crise.

Revue de presse

Le Figaro Magazine – Novembre 2009 - Le Family Office sort de l'ombre : un article qui résume le fort potentiel de développement des Family Offices.

Décideurs – Février 2010 - Les family offices, un service sur mesure : François Mollat du Jourdin est interviewé aux côtés de Josée Sulzer (Président de AFFO).

L'AGEFI Hebdo – Mars 2010 - Les Family Offices bancaires doivent faire preuve de neutralité : l'article aborde les différents modes de rémunération des Family Office. Avis d'expert de François Mollat du Jourdin.

La Tribune – Mars 2010 - François Mollat du Jourdin donne son point de vue sur le private equity.

PRATIQUE

Lutte contre les paradis fiscaux

Fin 2009, le gouvernement français a proposé des mesures pour renforcer la lutte contre les pays non coopératifs fiscalement. Applicables dès janvier 2010, elles consistent d'abord à établir une liste « noire » de ces états (non-appartenance à la communauté européenne et absence de convention d'échange de renseignements en matière fiscale). Ces mesures prévoient ensuite une taxation dissuasive (50%) des flux à destination et en provenance de ces états, ainsi qu'un renforcement des obligations documentaires pour les transactions réalisées avec des filiales situées dans de tels pays.

Art et fiscalité

Saint Eloy Art Consulting (Lettre de l'art)

Deux instructions fiscales ont récemment amélioré le statut du mobilier art déco.

Art Déco et Impôt de solidarité sur la fortune

En vertu de l'article 885 I du CGI les objets d'antiquité, d'art ou de collection ne sont pas compris dans les bases de l'ISF. A défaut d'avoir plus de 100 ans d'âge, les biens d'antiquité sont considérés comme meubles meublants et donc taxables et déclarables à l'ISF. Il subsistait en conséquence, une ambiguïté sur le mobilier Art Nouveau et Art Déco dont les prix atteignent aujourd'hui des sommets. L'administration fiscale a adopté une position salutaire, en précisant que la qualification d'objet de collection pourra également découler de l'importance du prix de l'objet concerné, lequel doit être sensiblement supérieur à la valeur d'un bien similaire destiné à un usage courant. Cette instruction est applicable à compter du 1er janvier 2009 et aux litiges en cours à la date de sa publication.

Art Déco et TVA à l'importation

Les professionnels ou amateurs français de l'Art Déco, de l'Art Nouveau ou des bijoux étaient jusqu'à présent handicapés lorsqu'ils souhaitaient acquérir un bien dans un pays tiers car ils étaient soumis à la TVA normale de au taux de 19,6%, ce qui rendait très difficile l'importation de ces biens. La situation était telle qu'elle empêchait l'organisation en France de toutes ventes aux enchères dans ces domaines. La législation française issue de la directive européenne de 2006 sur la TVA prévoit que les œuvres d'art, les objets de collection et les biens d'antiquité peuvent être soumis, notamment en cas d'importation, à une TVA réduite de 5,5%. Jusqu'à présent, le mobilier Art Déco, Art Nouveau, ou les bijoux n'étaient pas assimilés à ces biens et étaient donc soumis à une TVA de 19,6%.

Or les instances européennes ont une approche de la notion d'objet de collection plus large que l'administration française. C'est sur cette base que la doctrine a pu être revisitée, permettant dorénavant l'application d'une TVA réduite de 5,5%. Cela va permettre de repositionner la France au cœur de ces marchés en tant que pays d'exportation, mais également d'importation.

Disparition du dernier paradis fiscal français !

C'est l'un des derniers paradis fiscaux français qui vient de disparaître ! En effet, le Code de la Sécurité Sociale dispose dorénavant que les intérêts capitalisés des contrats d'assurance-vie et de capitalisation, quelle que soit leur date de souscription, seront soumis aux prélèvements sociaux, y compris, ce qui n'était pas le cas jusque là, lors du décès de leur souscripteur, et ce à compter du 1er janvier 2010. Les produits des contrats seront ainsi assujettis aux prélèvements sociaux, soit lors de leur inscription au contrat pour les mono supports, ou,

pour les contrats libellés en unités de compte, lors de leur dénouement, c'est-à-dire notamment en cas de décès de l'assuré. Si les assureurs sont des habitués du lobbying parlementaire, ils semblent avoir compris trop tard qu'une seconde administration avait le pouvoir de lever de « l'impôt », social !

« Niches » : la prime d'expatriation

Aline Renard – Avocat fiscaliste

Lorsqu'un salarié effectue des missions à l'étranger, même d'une seule journée, pour son employeur, celui-ci peut lui verser un complément de salaire (également appelé prime d'expatriation). Cette prime peut bénéficier d'une complète exonération fiscale (elle reste assujettie aux cotisations sociales) si elle répond aux conditions suivantes :

- la prime doit être versée en contrepartie de séjours effectués dans l'intérêt direct et exclusif de l'entreprise ;
- le déplacement doit être d'au moins 24 heures dans un autre Etat (le temps de transport est exclu de la durée du séjour à l'étranger) ;
- la prime doit être déterminée préalablement au séjour et fixée en rapport avec le nombre, la durée et le lieu des séjours, et avec la rémunération du salarié ;

La détermination de la prime étant basée sur deux variables (le montant du salaire et le nombre de jours travaillés hors de France), cette exonération devient significative pour les salaires inférieurs à 150 000 euros si le salarié voyage beaucoup (plus de 80 jours) ainsi, bien entendu, que pour les salaires plus élevés soumis à une tranche marginale d'imposition maximum, et même si le bénéficiaire voyage moins !

PRATIQUE... mais technique !

Source Laurent Bodson - Philippe Debatty, Alternative Advisers S.

Allocation, optimisation,... et bon sens.

La méthode la plus fréquemment utilisée par les gestionnaires de portefeuille pour établir leurs allocations optimales est la méthode développée par Markovitz en 1952. Cette théorie repose notamment sur les hypothèses d'efficience des marchés, de rationalité des investisseurs et de distribution des rendements suivant une loi de référence dite Gaussienne, lesquelles ne reflètent pas la réalité. Des scientifiques ont donc tenté de développer une approche qui appréhende mieux cette réalité. Plusieurs constats ressortent de ces travaux :

- en intégrant l'asymétrie de la distribution des rendements (« skewness ») et les événements extrêmes (« kurtosis »), on intègre l'impact de la distribution non gaussienne des rendements.
- la moyenne des rendements historiques n'est pas la meilleure estimation du rendement attendu d'un actif, car elle ignore les prévisions des évolutions futures. Il semble préférable d'utiliser les prévisions de certains spécialistes plutôt que la moyenne des rendements historiques.

Malgré ces développements, qui améliorent plus ou moins l'efficience des portefeuilles, des efforts

considérables restent nécessaires pour palier aux limites, généralement sous-estimées, des modèles d'optimisation. Ainsi, Markowitz ne précise pas la taille de l'historique à utiliser pour chaque actif afin de capturer les meilleures estimations de risque et de rendement. Pourtant, suivant la longueur des historiques et la période considérée, on peut aboutir à des résultats diamétralement opposés ! Ces quelques observations nous confirment la complexité liée à l'optimisation de portefeuilles et limitent donc la confiance que nous pouvons avoir dans ces techniques. Une révision régulière, dans un univers d'investissement contrôlé, reste la voie la plus directe vers une maîtrise du risque. Mais surtout, aussi élaborés qu'ils puissent être, cela montre que de tels outils doivent demeurer des aides à la décision et ne sauraient remplacer le conseil de bons professionnels.

« Hedger » les hedge funds... par construction.

Lors de la construction d'un portefeuille de hedge funds, qui s'effectue par la combinaison de hedge funds et/ou de fonds de hedge funds, il est nécessaire d'utiliser des logiciels prenant en compte la fonction d'utilité complexe de l'investisseur et le portefeuille optimal correspondant au degré de risque donné pour atteindre les résultats recherchés.

La fonction d'utilité de l'investisseur correspond à la relation entre le risque et le rendement. Le profil de risque du client est défini au travers de questionnaires, entretiens ou encore de simulations. Lors de la définition de l'allocation optimale, l'hypothèse de la distribution gaussienne des rendements doit prendre en compte les quatre premiers moments statistiques suivant. La rentabilité moyenne et la volatilité sont les 1er et 2ème moments, la skewness (3ème moment) représente l'asymétrie de la distribution, la kurtosis (4ème moment) correspond à l'aplatissement de la distribution de rentabilité. Les investisseurs désirent donc minimiser les 2ème et 4ème moments tout en maximisant les 1er et 3ème moments.

Cependant, la plupart des logiciels d'optimisation, en ne tenant pas compte de ces caractéristiques, sous estiment les véritables risques d'un portefeuille. Un portefeuille de hedge funds optimisant la rentabilité pour un niveau de risque donné doit tout autant prendre en compte, en plus des principes de diversification traditionnels, la fonction d'utilité de l'investisseur et l'analyse des moments statistiques d'ordre supérieur.

Vous avez dit risque ?

Le risque financier présente de nombreuses facettes et ne peut généralement se résumer à une seule valeur. Cependant, la majorité des professionnels continue à estimer le risque au travers de la variance (c'est-à-dire la dispersion) des rendements historiques du portefeuille. Nous savons aujourd'hui que cette technique associe une valeur trop importante à la variance (100%) et ignore deux dimensions essentielles du risque :

- l'asymétrie de la distribution des rendements (la « skewness ») ;

- les événements extrêmes (la « kurtosis »).

Cependant, une mesure relativement simple du risque se dégage dans la littérature financière récente. Il s'agit d'une somme pondérée entre variance, skewness et kurtosis, qui reflète la perception de l'investisseur vis-à-vis de ces trois facettes du risque. Ainsi, chaque investisseur dispose de sa propre pondération qui traduit sa perception du risque. Il est possible de déterminer les coefficients de pondération devant chaque statistique pour tout investisseur à l'aide de questionnaires et de jeux de comparaison poussés. A partir de ces résultats, le gestionnaire peut aisément optimiser le portefeuille en minimisant cette mesure du risque pour un niveau de rendement donné. Il existe évidemment une infinité de profils qui devraient permettre de :

- déterminer des stratégies d'investissement très différentes ;
- générer des allocations plus en phase avec le profil de risque désiré.

De cette manière, chaque investisseur peut se rapprocher plus précisément de sa définition personnalisée du risque. Mais il ne faut pas oublier qu'une révision régulière du profil de risque et de sa mesure est nécessaire pour rester en phase avec les attentes des investisseurs et valider l'adéquation de leur portefeuille avec leur profil de risque.

Hedge funds et réglementation

De nombreux gestionnaires internationaux, qui ne naviguaient que dans les eaux décriées des juridictions exotiques (Caymans,...etc), lancent actuellement des hedge funds dans le cadre de la réglementation européenne UCITS III. Cela leur permet de retrouver un nouveau souffle en commercialisant activement et librement des fonds, tout en fournissant aux souscripteurs des produits attrayants, bénéficiant d'une meilleure liquidité, transparence, et d'un cadre réglementaire stable. Les bénéfices des produits UCITS III sont bien connus. Un de leurs nombreux avantages est qu'ils permettent une distribution transfrontalière, dès que le fonds est autorisé dans un état membre de l'Union Européenne. Mais toutes les stratégies alternatives ne se prêtent pas à cette réglementation (par exemple les «distressed» ou, plus généralement, les stratégies faisant appel à des instruments moins liquides), qui oblige au respect de principes de diversification, de liquidité, et interdit certains outils (effet de levier, ventes à découvert,...).

Néanmoins, différentes techniques ont été développées pour gérer un fonds alternatif sous contraintes réglementaires, et la « mayonnaise » semble bien avoir pris, qui voit une floraison de grands noms se « repackager » en véhicules UCITS III et d'importantes sociétés de gestion lancer des plateformes de hedge funds UCITS III, anticipant un fort développement.

Ce mouvement semble promis à un bel avenir. En effet, après la violence de la crise, la demande des investisseurs pour des véhicules d'investissements à objectif de rendement absolu (malgré toute la difficulté d'en définir le contour !), outils liquides, transparents,

régulés, et bien souvent gérés par des icones de (très) grand talent, qui plus est éligibles aux contrats d'assurance, devrait permettre un rapide succès qui gonflera les actifs des grands «asset managers»... !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Opportunités, le maître mot, ou au moins le dénominateur commun de l'investissement. Compte tenu des taux et du crédit pour l'immobilier, compte tenu de la force de l'Euro pour un marché de l'art libellé en £ ou \$, compte tenu du rendement des actions de fonds de portefeuille, souvent supérieur au taux de l'obligation du même émetteur ! La crise n'est pas encore derrière nous, elle crée toujours une grande incertitude, dans toutes les classes d'actifs, mais aussi des opportunités. Une certitude néanmoins : investir dans des actifs de qualité, achetés à prix raisonnable, demeure la meilleure stratégie sur le moyen terme... Du bon sens, en somme, plutôt qu'une analyse sophistiquée !

Immobilier : entre le Ying et le Yang

En ce début d'année 2010, les acteurs du marché de l'immobilier dévoilent leurs perspectives. On observe une différence entre les prévisions des banques et des agences immobilières, ces dernières étant (forcément !) plus optimistes. Plusieurs facteurs laissent supposer une reprise, parmi lesquels le niveau des taux, qui devrait rester bas encore quelques temps. Par ailleurs, les conditions d'octroi de crédit pourraient connaître un assouplissement. Mais tous les signaux ne sont pas au vert :

- si la sortie de crise se confirme, l'inflation provoquera une hausse des taux;
- si le chômage s'intensifie, l'immobilier chutera car il n'y aura pas de perspective d'augmentation du revenu des ménages;
- les acheteurs font preuve d'attentisme, anticipant une baisse des prix.

C'est dans ce contexte d'incertitude que le marché parisien haut de gamme redémarre. Une forte demande face à une pénurie amplifiée par l'absence de construction dans Paris intra muros, et un retour de la confiance sur les marchés financiers, expliquent cette bonne santé. La moitié des acquisitions entre 1 et 5 millions d'euros ont été réalisées par des étrangers en 2009. Ils n'étaient que 30% l'année précédente.

Dans le bureau et le commercial, selon une étude PWC, Paris est, pour les investisseurs, l'une des trois villes les plus attractives d'Europe, juste derrière Munich et Hambourg, mais devant Londres, Vienne ou Milan. L'étude s'appuie sur plus de 600 interviews conduites auprès des principaux acteurs de l'immobilier en Europe et sur deux critères : la performance des investissements existants et l'attractivité des acquisitions à venir. Pour ces investisseurs, le marché immobilier parisien reste, l'un

des plus sûrs en Europe. Globalement, le marché français surprend par sa bonne tenue.

Il faut dire qu'il n'avait pas connu les excès anglais ou espagnols. Un marché espagnol d'ailleurs qui peine toujours à reprendre pied. En revanche, Londres a connu un important rebond de ses prix (+10%), qui s'explique essentiellement par la conjugaison de la baisse des prix (-30%) et du sterling (-30%), attirant des investisseurs européens alléchés par une telle décote ! Mais au-delà de ce rebond, les conditions intérieures ne semblent pas encore réunies pour une reprise pérenne.

C'est en Asie que se portent beaucoup de regards aujourd'hui... Un continent qui poursuit son développement, accéléré certes, mais qui bruisse aussi d'analyses suggérant une bulle, qui corrigerait ce qui risque bientôt d'apparaître comme une spéculation excessive au regard de la croissance : le nombre de m² vacants à Pékin est impressionnant !

Aux Etats Unis, la crise n'est pas non plus terminée. Si les prix des logements ont regagné 3% au cours des derniers mois, les transactions sont reparties à la baisse depuis le début 2010. L'amélioration constatée au printemps 2009 n'aura donc pas duré. Depuis mai 2006 les prix ont globalement plongé de près de 30%, mais le rythme de la détérioration semble aujourd'hui s'être stabilisé. En revanche, plusieurs signes de rechute se font jour : en janvier, les ventes de maisons neuves ont baissé pour le troisième mois consécutif, celles de maisons anciennes ont replongé, atteignant leur point le plus bas depuis sept mois. Il convient donc aujourd'hui de s'interroger sur les perspectives : après des ajustements violents, à la baisse puis à la hausse, n'est-il pas simplement en train de s'installer dans une conjoncture « globalement mauvaise », qui reflète l'état du marché de l'emploi ? Et si, dans le passé, la conjoncture immobilière a été déterminante pour la conjoncture économique, n'est-on pas aujourd'hui dans le scénario inverse, et sans doute plus logique, où la conjoncture économique détermine la conjoncture immobilière ?

Art : heureux qui comme l'Europe...

Source Saint Eloy Art Consulting ET Art Price

Symbole d'un vrai redressement ou poursuite d'une mondialisation de la culture, 2010 verra l'aboutissement de quelques projets d'envergure :

- Macao Science Center, un bâtiment au design complexe et aux formes géométriques conçu par Pei, l'architecte de la grande Pyramide du Louvre.
- Centre Pompidou Metz, conçu par Jean de Gastines et le célèbre architecte de l'urgence, Shigeru Ban qui développe depuis 1989 le concept de « Paper architecture » appliqué en cas de crises politiques ou écologiques.
- Le Pavillon France à Shanghai, dans lequel Jacques Ferrier nous livre sa conception de la Ville Sensuelle,

lieu où s'exaltent les 6 sens – le goût, l'odorat, le toucher, l'ouïe, la vue, l'équilibre/le mouvement.

En écho à ces réalisations, et après une année 2009 convalescente -les ventes des plus grands artistes, comme Picasso, Monnet ou Warhol ont fondu de 55% à 75%, mais les prix se sont tenus-, 2010 marque un rebond évident : les récentes ventes d'art contemporain de Christie's et Sotheby's affichent un chiffre d'affaire en hausse de 255% par rapport à février 2009. Les acteurs clament le retour de la confiance, et des belles années. Vrai, peut être, sur le haut de gamme, il n'est que de voir les récents records. Mais la prudence et la défiance prévalent sur le reste du marché, où l'on redoute une hausse générale des prix poussée par quelques résultats d'exception.

Si la crise a eu un impact important, un des effets inattendus de celle-ci est la revalorisation de l'Europe sur ce marché. Aidée par une devise forte, et sans doute moins d'excès que les USA ou la Chine (le Royaume Uni se maintenant de son côté essentiellement au travers des ventes de Damien Hirst), la vitalité des collectionneurs Européens est telle que quelques grandes galeries américaines envisagent une installation permanente sur le vieux continent, en particulier à Bruxelles ou Paris. Pendant qu'à New York, les galeries dont l'activité repose uniquement sur une clientèle américaine ont vu leur chiffre d'affaire enregistrer des chutes spectaculaires, allant même jusqu'à la fermeture. Paris semble aussi reprendre des couleurs dans la compétition de places, tant le renouveau de la FIAC d'une part, et la direction d'Art Paris d'autre part, confiée à Lorenzo Rudolf, le maître d'œuvre du succès bâlois, font déjà sentir leurs effets. Dans cet environnement en plein mouvement, les prix, depuis 2 ans, se sont bien évidemment réajustés, mais les œuvres intéressantes se font beaucoup plus rares. Alors que pendant 8 ans, le marché était très favorable aux vendeurs, il semble qu'il se retourne en douceur en devenant propice aux acheteurs. Et les européens sont parmi les plus favorisés par cette nouvelle situation tant l'effet devise est important. Par ailleurs, la conjoncture financière (faiblesse des taux, risques boursiers) conduit certains investisseurs à se recentrer sur les valeurs dites « refuges »...et plaisir. Enfin, face à des risques inflationnistes, l'art apparaît comme une protection. Si ces éléments plaident pour une période favorable à l'investissement avec discernement, la vente YSL-Bergé en 2009 a surtout montré la pertinence de la collection « passion » comme outil de protection et de valorisation. Le plaisir donc, avant la raison... !

Marchés financiers : pas à pas...

Premier trimestre 2010 : paysage brouillé ! Les craintes de faillites bancaires se sont reportées sur les états les plus faibles. La question des déficits et des dettes est au cœur des incertitudes. Les moyens de les résorber semblent aujourd'hui limités.

La croissance mondiale est estimée à 4% en 2010, mais demeure contrastée entre pays émergents et développés. Le taux de 1% dans l'Eurozone, au Japon et en Grande Bretagne, ou même de 3% prévue aux Etats-Unis, ne pourra pas produire de miracles budgétaires.

On assiste pourtant à une reprise sensible des échanges mondiaux (forte hausse du Baltic Dry Index); les résultats des entreprises sont bons et devraient se maintenir.

Aux Etats Unis, l'immobilier rechute. Et de nombreuses mesures de soutien arrivent à leur terme dans les prochains mois, ce qui laisse présager une nouvelle faiblesse du secteur. L'activité dans l'industrie reste bien orientée, celle dans les services accélère, les ventes de détail progressent et le rapport sur l'emploi ressort meilleur qu'attendu. Le taux de chômage, semble stabilisé à 9.7%. C'est dans ce contexte que Ben Bernanke a confirmé que la politique accommodante des taux restera en place pour une période durable afin de favoriser la reprise.

En Europe, les incertitudes grecques, et les divergences sur les mesures à prendre, continuent d'aviver les tensions. L'activité se redresse, mais de manière très différente selon les pays, tandis que l'absence de pressions inflationnistes permet d'envisager un maintien de taux bas. Le resserrement des conditions d'octroi de liquidité se poursuit donc de manière très graduelle. L'activité industrielle a progressé de 1.7% en janvier, pour le huitième mois consécutif.

Au Japon, l'environnement s'améliore : reprise des exportations, de la production industrielle et de la consommation intérieure, soutenue par des mesures gouvernementales et malgré la hausse du chômage. La spirale déflationniste demeure néanmoins.

Les Pays Emergents, Chine en tête, offrent des perspectives de croissance importante. Le récent resserrement monétaire chinois vise même à limiter la surchauffe. Une activité qui paraît aussi s'emballer au Brésil, soutenue par la demande domestique et les investissements.

Les devises, dans ces conditions, ont fortement fluctué. Le Dollar et le Yen sont remontés vigoureusement (+8%) face à l'Euro et aux devises émergentes, qui continuent néanmoins d'offrir un bon potentiel d'appréciation. Les

taux courts demeurent bas dans la plupart des pays et ne devraient pas remonter rapidement (hors économies liées aux matières premières et/ou aux pays émergents).

Si les matières 1ères ne flambent pas, elles continuent néanmoins de s'apprécier, à la faveur de la reprise, le pétrole retrouvant des niveaux supérieurs à 80\$ le baril, tandis que l'or demeure proche de ses plus hauts niveaux.


Investissement

Dans ce contexte, et bien que le rendement des liquidités soit quasiment nul, il nous semble que la prudence doit toujours prévaloir. Après un début d'année euphorique, les marchés actions ont été plus difficiles, pour finalement revenir aujourd'hui aux niveaux de fin 2009. Ceci est à l'image de notre vision pour 2010, chahutée. Néanmoins, toute consolidation peut être mise à profit pour renforcer des positions thématiques à moyen terme (émergents- de façon indirecte, IT, ressources naturelles ou encore les fusions-acquisitions qui reprennent depuis quelques mois) ou au travers de grandes valeurs à fort dividende dont le rendement des actions est souvent supérieur à celui des obligations.

Sur les taux, les obligations souveraines occidentales n'offrent que peu de perspectives. D'un point de vue tactique, la situation sur la dette Grecque peut néanmoins créer des opportunités. Le rendement des obligations d'entreprises de bonne qualité a considérablement diminué (resserrement des spreads) et des profits doivent être engrangés si cela n'a pas encore été fait. Ainsi, les classes Haut Rendement et Dette Emergente semblent aujourd'hui les seules à offrir des perspectives attrayantes, mais cependant plus risquées.

L'alternatif demeure, dans cet environnement de « trading », un excellent véhicule, au couple rendement/risque en ligne avec ses objectifs, dans un contexte de volatilité de marché normalisée.

La situation demeure donc complexe. 2010 ne sera pas être aussi « radicale » que 2008 et 2009. Il sera vraisemblablement plus difficile de délivrer une performance sans accepter davantage de risques. Mais les opportunités demeurent encore nombreuses et la crise a révélé de nombreux talents.

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.