



LA LETTRE

de Financière MJ

N°30 / 1^{er} trimestre 2012.

Sommaire

HUMEUR..... 2

IDEES..... 2

*Le vice plus fort que la vertu
Patrimoine Grands Crus
Mixité : elle avance... ?
Forfait suisse, du plomb dans l'aile.
UK : encore et toujours ?
Vive l'IS*

NEWS..... 4

*Toujours plus de milliardaires
Philanthropie : des nouvelles de Mai Nhà
CGP « 1 », dans le collimateur de Bruxelles
ENFO (European Network of Family Offices)
FO et réglementation
AFFO (Association Française du Family Office)
CNCIF (Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers)*

PRATIQUE..... 5

*Les performances des Hedge Funds en 2011
Persistence des performances, un critère illusoire ?
Protection future, mandat posthume : un point
Dation : recadrage
Heures noires pour « l'internationalisation » patrimoniale
Médiation : du nouveau !*

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES 6

*Art : Asie bien sûr !
Immobilier, navigation à vue
Marchés financiers, rémission n'est pas solution*

HUMEUR

Le bon sens est la chose au monde la mieux partagée, car chacun pense en être bien pourvu (Descartes)

Pourrait-on imaginer un monde sans argent, sans crise et sans hommes ? Peut être est-ce là l'objectif ultime de nos politiques de voir leurs électeurs disparaître afin d'administrer sans s'encombrer. Le politique a perdu de sa superbe, a laissé de nombreuses plumes dans l'histoire récente et, où que l'on se tourne, il semble que l'envergure ne parvient plus à émerger. Alors vers quel espoir se tourner dans ce monde où valeurs et certitudes sont revisitées par une histoire qui s'accélère et voit l'émergence des émergents !

Il ne faut certainement pas désespérer de l'homme, et de ses inventions, qui le guident même dans les moments difficiles. Nous restons pour notre part éternellement optimistes et voulons croire que le pire n'est jamais certain, il n'est que de voir l'histoire de l'humanité au travers des siècles pour se convaincre que l'instinct de survie de l'homme est sa meilleure protection. Ne nous leurrions pas, les temps sont difficiles pour les enfants gâtés que nous sommes, qui avons vécu trop généreusement pour ne pas avoir une addition douloureuse à régler aujourd'hui. Mais c'est aussi un signe d'espoir, surtout dans notre vieille Europe, que de voir que malgré un champ politique parfois peu enthousiasmant, s'écrit un chapitre crucial de notre histoire. Notre modèle doit probablement se réinventer et c'est là tout l'espoir que nous devons avoir car qui dit réinvention dit changement, et qui dit changement dit opportunités nouvelles.

Sortons donc de notre frilosité pour saisir ces opportunités, même si cela doit se faire parfois dans la douleur, du moins sur le court terme, ne serait-ce, à titre d'exemple, qu'en matière d'investissement ou les règles changent, sont aujourd'hui largement brouillées, qui incitent l'investisseur à ne rien faire... alors qu'au contraire il devrait probablement être à l'offensive, de façon différente, par exemple en s'intéressant à d'autres classes d'investissement que celles traditionnellement visées, ou en les approchant de façon différente et surtout en évacuant le « court termisme », source de bien des déconvenues et de bien des accidents.

Nous restons persuadés, chez Financière MJ, que cette période est autant génératrice de stress que d'opportunités, le family office est aux côtés de ses clients pour les aider à éviter des réactions épidermiques et tenter de se projeter sur le long terme. Nous restons persuadés que l'investissement, entreprises en tête, demeure une nécessité pour le développement, et le bien être collectif, que l'investissement doit être générateur de profits pour autant qu'il y ait du risque en contre partie,

que les règles simples, trop perdues de vue, doivent être remises au centre de la stratégie d'un investisseur, règles de bon sens mais règles incontournables bien sur, que chacun se doit de garder en tête, et surtout accepter tout en s'inscrivant dans une optique de long terme.

Certaines entreprises, aujourd'hui relativement mal valorisées, malgré un développement mondial, le non coté (private equity), qui pâtit aujourd'hui de ce « court termisme » des banques qui ont fermé les robinets du crédit et « travaillent » leur bilan avec force argent obtenu presque gratuitement de la banque centrale pour le prêter aux états au prix fort.... : autant d'anomalies qui devront se corriger, se corrigeront lorsque la recherche du profit reviendra sur des niveaux raisonnables, avec le corolaire du risque comme contrepartie.

Le bon sens, c'est bien ce que nous sommes fiers d'incarner chez Financière MJ depuis plus de 10 ans, et qui s'avère aujourd'hui très certainement l'un des outils les plus puissants pour déployer une stratégie d'investissement sur le long terme.

IDEES

Le vice plus fort que la vertu

N'en déplaise aux moralisateurs, les secteurs les plus sulfureux ont aussi été parmi les plus performants ces derniers temps. Le *Vice Fund*, investi dans le secteur de l'alcool (dont la seule valeur française est Pernod Ricard), du tabac, du jeu ou de l'armement, a progressé de 6,33% en 2011, devançant ainsi de 11 points le fonds *Ave Maria Catholic Values*, et de 8 points l'indice d'investissement socialement responsable *Domini Social Index*. Même le S&P 500 accuse un retard face au *Vice Fund*. Le vice a, de plus, tendance à profiter du climat anxiogène provoqué par la crise. L'an dernier, en plein mois d'août dévastateur sur les marchés, l'indice du « vice » a pu limiter son repli à 4,25% contre une chute de 8,85% pour *Ave Maria*. Depuis sa création en 2002, le *Vice Fund* revendique une performance annualisée de 7%, contre 3% pour le S&P 500.

Patrimoine grands crus

L'idée n'est pas nouvelle : au-delà du plaisir qu'il procure, le vin peut constituer un outil de diversification patrimoniale (La Lettre n°29). Plusieurs offres permettant un investissement en direct dans le vin sont apparues sur le marché français, déclinant divers modes de distribution : achat en ligne ou commercialisation classique en collaboration avec des conseillers en gestion de patrimoine, parfois les deux ensemble. Les formules d'investissement sont nombreuses, de la gestion libre destinée à un large public avec divers abonnements aux mandats personnalisés très haut de gamme, en passant par des caves types avec seuils

d'investissement. Le niveau des services inclus dans les différentes offres, comme la structure de frais, varient évidemment en fonction de la clientèle visée. Actif alternatif a priori séduisant certes, mais peut-être pas encore à la portée de tous les patrimoines.

Mixité : elle avance... ?

(Source, AGEFI)

A l'heure où les établissements financiers s'efforcent de promouvoir la mixité au sein de leurs directions, se pose la question d'un management «féminin». En effet, est-il possible de parler de «valeurs féminines» dans l'entreprise, d'un style de management différent de celui des hommes ? Dans le contexte actuel, les femmes cadres du secteur, ayant des progressions de carrières souvent moins linéaires que celles des hommes, semblent assumer leur propre façon d'agir. Elles seraient en effet davantage habituées à vivre des chocs. La plupart refusent de faire la relation entre leurs réflexes de manager et leur condition féminine, ne voulant pas voir leurs compétences réduites à cette seule étiquette. Pourtant, de leur propre aveu, les femmes auraient une gestion du temps plus orientée vers le long terme et plus de capacité à prendre du recul. Si ces différences supposées de comportement sont loin de faire l'unanimité, de quelque côté que l'on se place, une notion recueille tous les suffrages : la complémentarité.

Le secteur de la finance française compte actuellement près de 120 000 femmes cadres. Environ 1 500 d'entre elles se sont déjà organisées en réseau au sein de leur entreprise. Financ'Elles regroupe aujourd'hui les réseaux de femmes, formels ou non, de huit entreprises du secteur et a pour vocation de s'ouvrir progressivement aux autres acteurs. Objectif : faciliter les rencontres entre adhérentes, encourager les échanges de bonnes pratiques et accélérer l'accès des femmes au sommet des organigrammes.

Forfait suisse, du plomb dans l'aile.

Le canton de Zurich a perdu la moitié de ses millionnaires étrangers. Ils ont décidé d'émigrer vers des lieux fiscaux plus favorables depuis la suppression du forfait fiscal dont ils bénéficiaient et qui demeure contesté dans plusieurs cantons. Zurich a été le premier à l'abolir, suivi par les cantons de Schaffhouse et Appenzell Rhodes-Extérieures. Les millionnaires restants seront désormais imposés comme les Zurichois, répondant ainsi à une demande de plus en plus forte des nationaux, lassés de ce régime d'exception, alors que les taux de fiscalité directe suisse s'alourdissent, comme ailleurs.

UK, encore et toujours ?

Aux côtés de la Suisse et de la Belgique, le Royaume-Uni reste une destination prisée des contribuables français, Downing Street poursuivant ostensiblement une

politique de compétitivité qui séduit cadres à hauts revenus, investisseurs ou chefs d'entreprise lassés des durcissements successifs du régime français. Même si le taux marginal britannique d'impôt sur le revenu est passé à 50% (puis très récemment ramené à 45%, contre 41% en France), les hauts revenus se trouveraient mieux traités outre-Manche compte tenu des charges sociales et de la nouvelle contribution exceptionnelle de 4%. De plus, absence d'impôt sur la fortune, exemption d'impôt sur les plus-values de cession et baisse progressive de l'impôt sur les sociétés, devant passer de 26% cette année à 23% en 2015, contre un taux marginal en France de 33%, constituent des atouts attractifs. La capitale britannique a par ailleurs encore une fois obtenu le meilleur score de l'indice des centres financiers internationaux.

Attention cependant ! Si le gouvernement britannique a finalement décidé d'abaisser le taux marginal de l'impôt sur le revenu, il est probable que ce manque à gagner soit compensé par d'autres prélèvements. La proposition d'une «mansion tax», sorte d'impôt sur la fortune assis sur les propriétés de plus de GBP 2m a été rejetée. En revanche, les droits de mutation devraient être augmentés et on évoque la mise en place d'une «tycoon tax», dispositif visant à prévenir l'évasion fiscale des contribuables les plus fortunés par un prélèvement minimal de 20% de leurs revenus.

Des changements certes tributaires de compromis politiques, mais qui, outre la levée de quasi tabous, donnent probablement le signal d'une évolution moins favorable aux grands patrimoines. A suivre.

Vive l'IS

L'évolution permanente de notre système fiscal impose de revoir l'utilité de certaines techniques patrimoniales. Les mesures prises récemment le démontrent, en développant l'intérêt éventuel de gérer un patrimoine dans le cadre de structures soumises à l'impôt sur les sociétés : capitalisation des revenus - et plus values -, prises de participations bénéficiant du régime mère-fille, sursis d'imposition

En matière d'ISF, la détention d'une société IS peut permettre à son dirigeant d'en être exonéré à raison de ses biens professionnels, à plusieurs conditions. Sont exclus les titres de sociétés ayant pour objet principal la gestion de leur propre patrimoine. Seuls les actifs nécessaires à l'activité professionnelle de la société peuvent par ailleurs en bénéficier. De nombreuses opérations peuvent se révéler pertinentes au travers d'une société à l'IS, pour des participations comme pour du patrimoine immobilier. Il est également probable que l'alourdissement de la fiscalité des particuliers dans les années à venir aura pour corollaire la compétitivité fiscale des entreprises, en particulier les PME. Une lueur d'espoir dans cet environnement tourmenté ?

NEWS

Toujours plus de milliardaires

Selon le classement de *Forbes*, il existerait aujourd'hui 1 226 milliardaires dans le monde, soit 16 de plus que l'an dernier, avec un patrimoine moyen évalué à \$3,7 milliards. Les Etats-Unis conservent l'effectif le plus important (425 personnes), suivis de l'Asie Pacifique, qui devance désormais l'Europe.

Philanthropie : des nouvelles de Mai Nhà

Après cinq années passées à attendre les autorisations nécessaires, l'orphelinat de Mai Nhà (Toit/Maison en vietnamien) au Vietnam (La Lettre de Financière MJ n°27) est enfin entré dans sa phase de réalisation concrète. L'association à caractère humanitaire fondée par deux Français doit permettre à 20 enfants orphelins de grandir dans un cadre familial et de préparer leur avenir dans les meilleures conditions. Des bourses scolaires à destination de la communauté locale vont aussi être mises en place, 15 cette année, 30 l'an prochain. A ce jour, l'association a rassemblé le plus gros du financement nécessaire à l'exécution et au fonctionnement de la première maison dont le chantier a débuté en février. Celle-ci devrait donc pouvoir accueillir les 10 premiers enfants prochainement. L'équipe locale, dont le recrutement est également en cours, devrait être constituée au début de l'été. L'association cherche maintenant à lever des fonds complémentaires afin de financer une seconde maison pour 10 autres enfants à l'automne prochain, assurer les frais de fonctionnement et la prise en charge des bourses scolaires sur la période 2012-2016.

CGP"1", dans le collimateur de Bruxelles

La Commission Européenne, qui a présenté en octobre dernier son projet de directive MIF II, se propose d'interdire les rétrocessions de commissions aux professionnels qui se disent « indépendants ». Objectif : la protection du client, en dissociant la vente de produits et la rémunération du conseil, en imposant des règles de bonne conduite et de prévention des conflits d'intérêts. Rendre un conseil indépendant implique ainsi deux conditions cumulatives : «*évaluer un nombre suffisamment important d'instruments financiers disponibles sur le marché*» et ne pas «*accepter ni percevoir de droits, commissions ou autres avantages pécuniaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers*». Les CIF qui choisiraient d'informer leurs clients que leur prestation n'est pas indépendante pourraient continuer à percevoir des rétrocessions. Mais la question de leur légitimité risquera de se poser. La gestion de portefeuille est également visée par l'interdiction des rétrocessions de

commissions, comme c'est déjà le cas aux Pays-Bas et en Italie.

Le modèle développé par *Financière MJ-Family Office*, renforcé par la charte de l'AFFO, pourrait donc bien devenir un jour le standard ! Une pratique exigeante, qui devrait participer à une clarification entre family offices indépendants et fournisseurs de produits. Mais une évolution qui supposera aussi davantage de facturation d'honoraires pour le conseil, une prestation qu'il faudra effectivement pouvoir valoriser à son «juste prix» !

ENFO

(European Network of Family Offices)

Présidé par *François Mollat du Jourdin*, ENFO fête ses 4 ans. Le temps de tirer un premier bilan : échanges et coopérations, développements de projets communs (plateforme d'investissement dans le non coté, dans les terres agricoles sud-américaines, partage de systèmes informatiques de consolidation d'actifs, création de solutions de gestion passive, projet de *global custody*, ...). ENFO se révèle un atout précieux pour ses membres et leurs clients, qui se renforcera dans les prochaines années, en particulier par le développement de ressources supplémentaires et l'élargissement de la couverture géographique. Un mouvement d'ailleurs entamé par l'intégration récente d'un membre correspondant à Hong Kong. Le réseau se tourne aussi vers l'Amérique du Nord et travaille à un rapprochement avec un important réseau nord-américain de multi family offices indépendants. De tels accords permettront d'enrichir le partage de savoir et les ressources, mais aussi la capacité de développements de projets. ENFO s'affirme ainsi plus que jamais comme l'un des principaux regroupements de family offices dans le monde, représentant aujourd'hui un montant de fortunes supervisées supérieur à €20 milliards.

FO et réglementation

Le Luxembourg est le premier pays européen à réguler l'activité de family office : une loi déterminant les professionnels habilités à exercer cette activité est en préparation. Elle vise les établissements de crédit, les conseillers en investissement, les gestionnaires de fortune, certains avocats, notaires, auditeurs et experts-comptables. Selon le projet de loi, cette réglementation constitue un passage obligé pour faire du Luxembourg un centre d'excellence dans ce domaine.

AFFO

(Association Française du Family Office)

La commission philanthropie, créée il y a deux ans, vient d'éditer un livre blanc, guide pratique à destination des family officers. Cette initiative était attendue, de plus en plus de clients fortunés se montrant soucieux de développer des projets caritatifs.

Réservé aux membres de l'AFFO, ce guide détaille bien entendu le vaste arsenal juridique et fiscal mis en place pour mener à bien une action philanthropique. Il innove en consacrant des développements à l'entrée en relation censée permettre de détecter, voire de susciter, dans une famille, la fibre philanthropique. La commission philanthropie a recueilli le témoignage de huit acteurs du secteur, grands philanthropes privés ou structures fédératives. En annexe est dressée une liste des fondations et organismes « abritants » : 35 références, dont l'Institut Pasteur, l'Institut de France et la Fondation de France.

2 autres commissions, gouvernance et formation, présenteront leurs travaux dans l'année, toujours sous format de livre blanc, permettant ainsi de progressivement constituer une véritable bibliothèque d'outils à destination des membres de l'association.

CNCIF

(Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers)

La CNCIF a tenu récemment son AG. François Mollat du Jourdin a vu son mandat d'administrateur renouvelé, qu'il se propose de consacrer au développement de synergies entre CIF et FO, en s'appuyant sur les travaux réalisés au cours des dernières années au sein de l'AFFO.

PRATIQUE

Les performances des Hedge Funds en 2011

(Source : Ph. Debatty, Fuchs & Associés Finance S.A.)

Après deux bonnes années, les performances dégagées par les hedge funds dans leur ensemble se sont nettement dégradées à partir d'août 2011, terminant l'année négativement pour la deuxième fois en quatre ans. La gestion alternative dans son ensemble n'a donc pu tirer son épingle du jeu, perdant même sa caractéristique théorique de décorrélation de la gestion traditionnelle, et par là-même son avantage de constituer une source de diversification.

Les investisseurs des fonds de hedge funds tendent donc à se diriger directement vers les hedge funds, où la dispersion des performances et des comportements est supérieure, ce qui leur permet d'obtenir la décorrélation recherchée. Capacité de sélection et due diligence sont donc plus que jamais indispensables pour aborder cet univers hautement complexe, qui a pu donner lieu aux pires dérives !

Enfin, si les actifs sous gestion sont apparemment restés stables en 2011, cela cache des mouvements de grande ampleur au sein des différentes stratégies.

Persistence des performances, un critère illusoire ?

(Source : Ph. Debatty, Fuchs & Associés Finance S.A.)

Bien que les performances des fonds d'investissement ne soient clairement pas persistantes dans le temps, elles continuent à être utilisées dans les processus de sélection. Pourtant, de nombreuses études ont conclu que la persistance de la performance d'un fonds est très faible et tend même à disparaître après trois ans. Certains facteurs (taille du fonds, concentration) ont cependant un impact positif. Les performances font en effet l'objet de suivis réguliers, et donnent lieu à des systèmes de notation généralement basés sur un rating. La classification Morningstar, se basant sur la performance ajustée du risque, classe les fonds en différentes catégories et leur attribue une notation (5 étoiles pour le 1er décile) sur 3, 5 et 10 ans en fonction de leur classement dans l'univers. Sur 100% des fonds d'actions européennes classés 5 étoiles, la probabilité de conserver son classement est de 61% après 3 mois, 23% après 1 an, et 10% après 3 ans ! Résultats similaires pour les fonds actions et obligations... Rien de comparable donc avec la persistance des notes de crédit puisqu'une note AAA a, au moins avant la crise actuelle, une durée de vie moyenne de 10 ans. Aux Etats-Unis, la méthode S&P *persistence scorecard*, qui s'attache pourtant à exclure des fonds non strictement comparables, donne lieu au même constat. Les performances des fonds d'investissement ne peuvent donc plus constituer le seul élément dans un processus de sélection. Cela peut sembler une évidence peut être perdue de vue : l'analyse quantitative doit se doubler d'une analyse qualitative approfondie pour sélectionner les fonds en fonction d'objectifs spécifiques, plutôt que d'entreprendre une « quête désespérée de l'alpha ».

Protection future, mandat posthume : un point

(Source, AGEFI)

Loin des dispositifs légaux bien connus de curatelle et de tutelle, le mandat à effet posthume et le mandat de protection future, introduits récemment, permettent d'organiser conventionnellement et par anticipation la gestion de son patrimoine en cas de décès ou d'incapacité. Appréciées par le mandant, rassuré de voir sa volonté individualisée, comme par les professionnels qui vantent leur souplesse, ces solutions novatrices répondent au besoin croissant de sécurisation des situations des personnes face aux accidents de la vie et sont, à ce titre, de plus en plus utilisées.

Le mandat posthume, nécessairement notarié, établi pour deux ou cinq ans et prorogable judiciairement, permet de gérer tout ou partie de la succession du mandant. Son mandataire ne peut pas aliéner les biens dont la gestion lui est confiée, faculté réservée aux seuls héritiers. Cette technique, motivée par un intérêt sérieux et légitime, est utilisée à diverses fins. Elle peut ainsi permettre au mandant de s'assurer de la continuité de

son entreprise ou de la gestion de la collection dont il craint la dispersion par des héritiers inexpérimentés.

Quant au mandat de protection future, il permet à une personne de désigner, pour le jour où elle sera incapable, une ou plusieurs personnes, chargées d'accomplir des actes nécessaires à sa protection ou à celle de son patrimoine. Notarié ou sous seing privé, il peut être utilisé pour soi-même mais aussi pour autrui (cas de la protection future d'un enfant handicapé) et laisse au mandant la capacité juridique de passer des actes.

Si les conseillers mesurent de plus en plus les apports de ces instruments novateurs, ils en déplorent aussi les limites : contrairement aux institutions anglo-saxonnes telles que les fondations ou trusts privés, ils n'offrent pas réellement de protection patrimoniale sur le long terme.

Dation : recadrage.

Il sera désormais dangereux de se servir de la procédure de dation dans le seul but de retarder le paiement de ses droits. La loi de Finances pour 2012 apporte des précisions sur ce mécanisme permettant à des contribuables d'acquitter l'ISF, les droits de succession et les droits de donation partage en proposant à l'Etat œuvres d'art, objets de collection ou documents de haute valeur artistique ou historique. La procédure reste suspensive du paiement des droits mais, à son issue, le contribuable risque d'être lourdement taxé par des intérêts de retard. S'il retire son offre de dation avant la notification de la décision d'agrément, les droits sont assortis d'intérêts de retard. Si l'œuvre intéresse l'Etat, mais qu'il y a désaccord sur le prix, les intérêts ne seront dus qu'à compter de ce désaccord. Enfin, l'offre de dation est irrecevable si les droits à acquitter au titre de chaque imposition considérée sont inférieurs à €10.000, si les biens offerts en paiement ont précédemment donné lieu à deux refus d'agrément et/ou lorsqu'ils sont détenus depuis moins de cinq ans par le contribuable (sauf s'ils ont été reçus par mutation à titre gratuit).

Heures noires pour « l'internationalisation » patrimoniale

La loi de Finances rectificative du 29 février dernier, substitue à l'amende forfaitaire de €1.500 ou €10.000 une amende de 5%, taux identique à celui applicable au trust, du solde créditeur de chaque compte à l'étranger non déclaré. Les mêmes règles seront applicables en cas de défaut de déclaration d'un contrat d'assurance vie souscrit à l'étranger.

Par ailleurs, dans sa décision du 10 février dernier, le Conseil Constitutionnel a déclaré que la pénalité au taux unique de 40% prévue en cas de défaut de déclaration des comptes ou transferts de fonds à l'étranger ne méconnaissait pas les principes constitutionnels de

nécessité, de proportionnalité et d'individualisation des peines.

En matière de fraude fiscale internationale en lien avec les paradis fiscaux, la peine d'emprisonnement est portée de cinq à sept ans et l'amende à € 1m.

Concernant les transactions financières, le législateur souhaite soumettre à une taxe de 0,1% les acquisitions de titres de sociétés cotées dont le siège est en France et dont la capitalisation boursière est supérieure à €1 milliard.

Au niveau européen, l'assiette de cette taxe devrait être élargie, pour y soumettre davantage d'opérations et rendre l'évasion fiscale moins rentable. Les institutions financières de l'Union européenne y seront soumises à la seule condition que les titres qu'elles négocient aient été émis à l'origine dans l'UE.

Médiation : du nouveau !

«Tout processus structuré, quelle qu'en soit la dénomination, par lequel deux ou plusieurs parties tentent de parvenir à un accord en vue de la résolution amiable de leurs différends, avec l'aide d'un tiers, le médiateur, choisi par elles ou désigné, avec leur accord, par le juge saisi du litige».

Telle est désormais la définition de la médiation. La directive européenne du 21 mai 2008 a finalement été transposée en novembre dernier. La France dispose à présent d'un corps de règles régissant aussi bien la médiation judiciaire (seule encadrée jusqu'à présent) que la médiation conventionnelle. Alors que la directive ne visait que les litiges transfrontaliers, l'ordonnance étend son champ d'application aux litiges nationaux. Le médiateur doit accomplir sa mission avec impartialité, compétence et diligence. Il n'est pas fait référence à son indépendance vis-à-vis des parties. Bien que certains professionnels de la médiation le regrettent, cela permettra au dispositif de s'appliquer à la médiation institutionnelle. Une exigence de confidentialité est en revanche affirmée.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art : Asie bien sur !

Selon le Rapport annuel 2011 d'Artprice, la vente d'œuvres d'art a progressé de 21% à l'échelle mondiale. La crise de la dette et l'agitation des marchés poussent donc les investisseurs à se replier sur l'art, qui joue plus que jamais son rôle de valeur refuge.

Tous les secteurs sont en progression. En février, les ventes londoniennes d'art impressionniste et moderne chez Christie's et Sotheby's ont totalisé GBP 203m, malgré l'instauration en Angleterre depuis le 1^{er} janvier d'un droit de suite pour les artistes décédés depuis plus de 70 ans. Aucun medium n'a été laissé de côté : porté par la cote des maîtres anciens et modernes chinois, le dessin a vraisemblablement trouvé ses lettres de noblesse, avec un produit annuel de ventes en forte hausse. La plus haute enchère de l'année (\$ 57,2m) n'appartient pas à Picasso, Giacometti ou Warhol, mais à Qi Baishi pour l'œuvre *Eagle Standing on Pine Tree; Four-Character Couplet in Seal Script* adjugée à Pékin au printemps dernier.

2011 a en effet entériné la domination chinoise sur le marché de l'art. Avec plus de 40% du chiffre d'affaires mondial réalisé en Chine et 6 des 10 artistes les plus cotés, le formidable assaut chinois a profondément modifié la structure géographique du marché. On observe une croissance de 49% des enchères en Chine et un réel dynamisme au niveau asiatique (Indonésie, Singapour). Ce phénomène est porté par l'émergence de nouveaux collectionneurs riches et de fonds d'investissements en art. En outre, le marché chinois, devenu plus mature, devient plus sélectif. De fait, le marché asiatique est devenu le plus haut de gamme du monde. Mais si la Chine est étonnante par sa force de frappe, elle l'est aussi par son indépendance : même sans le dynamisme des ventes hongkongaises des deux majors anglo-saxonnes, elle demeurerait la première place de marché mondiale !

Ce phénomène de croissance est cependant bien mondial et l'Europe n'est pas à la marge. L'évolution récente de l'antique modèle des ventes aux enchères publiques, relayé par les ventes en ligne, semble propre à le soutenir.

Celles-ci, en effet, entrent peu à peu dans les mœurs, et à des niveaux de prix désormais millionnaires. Des sociétés de ventes, dont Christie's et Sotheby's, ont développé des plateformes de transactions en ligne depuis plusieurs années déjà. Comme tous les marchés, celui de l'art tend à privilégier le circuit le plus rapide, liquide, et celui qui permette de trouver un prix de marché en temps réel avec une information transparente. Les salles de ventes physiques et leurs frais vendeurs/acheteurs semblent dépassées vis-à-vis de leurs clients désormais mondiaux, réfractaires aux fuseaux horaires et aux déplacements.

Dans ce contexte, la loi du 20 juillet 2011 modifie en profondeur la structure du marché français. Parallèlement à l'abolition du monopole des commissaires-priseurs vieux de près de 500 ans, elle permet à des sociétés françaises de s'ouvrir aux enchères réalisées à distance par voie électronique. Bien entendu, la célèbre Artprice a été la première à se lancer pour devenir opérateur de courtage. Atout majeur de

cette ouverture du marché : un taux de commission de 5 à 9%. Dans ces conditions, le nombre de transactions réalisées en ligne devrait augmenter très rapidement. La mondialisation demeure définitivement le moteur essentiel de ce marché, au carrefour de l'investissement, du plaisir et du statut social.

Immobilier, navigation à vue

A travers le monde, les prix des logements ont augmenté de seulement 0,5% en 2011 et ont chuté, au cours du dernier trimestre, dans 60% des pays couverts par l'indice élaboré par Knight Frank. Si cette tendance se propage, l'indice pourrait évoluer négativement en 2012, en particulier si le ralentissement en Asie se poursuit. Néanmoins, le marché américain semble avoir touché un plus bas après une purge sévère (-35% en 4 ans).

Loin de l'Europe et de l'Asie, le Brésil, en tête du classement, affiche une croissance des prix de 26% sur l'année. Cette performance remarquable est alimentée par une forte croissance démographique et l'accroissement de la richesse des ménages (mais aussi probablement des comportements spéculatifs en vue de la coupe du monde et des JO).

A l'autre bout de l'échelle, l'Irlande a vu ses prix baisser de 17%. Et une majorité de marchés (sud) européens sont dans un état quasi moribond.

Un retour global à la croissance des prix semble encore éloigné. Aucune amélioration n'est à attendre tant que l'écart entre les prix et deux de leurs déterminants - revenus et loyers - ne se résorbera pas, et tant que l'offre excédentaire de maisons construites pendant les années fastes avant 2008 n'aura pas été absorbée.

Au niveau français, la croissance a tout de même été de 4%. Même si le contribuable comprend aujourd'hui qu'il doit faire son deuil des avantages fiscaux qui lui étaient accordés, l'immobilier apparaît encore comme une valeur refuge et 40% de Français ont constitué un projet immobilier à réaliser au cours des douze prochains mois. Certes, le début de l'année a amorcé un cycle baissier (respectivement 3,75% et 4% pour 15 et 20 ans) sur le front des taux. Ces niveaux demeurent des supports importants dans un marché tendu. Ils ne semblent pas devoir remonter rapidement.

Comme toujours, dans le haut de gamme, la confidentialité de ce marché et la faiblesse des volumes échangés (les transactions au-delà de € 2m concernent moins de 2% du marché parisien) rendent irréaliste l'établissement d'un pronostic fiable. Sur le très haut de gamme, il semble qu'on assiste à une stabilisation des prix et au retour à une certaine sagesse des acquéreurs. Les vendeurs, parce qu'ils ont le temps d'attendre (ou ne veulent tout simplement pas vendre), souhaitent en général se confronter au marché avant de revoir leurs

prétentions, ce qui explique que la conclusion de la vente d'un bien d'exception nécessite parfois entre 2 et 5 ans. Si le pouvoir semble rééquilibré, lorsqu'il s'agit de biens « simplement » haut de gamme, les marges de négociations sont au même niveau que sur le marché de l'ancien, à savoir de 5 à 10%.

Au-delà de € 4m, les acquéreurs sont majoritairement des non-résidents séduits par l'art de vivre à la française et un certain niveau d'éducation. La clientèle moyenne-orientale, russe, ou encore sud-américaine est particulièrement tentée par la capitale.

L'État devrait faire le bonheur d'au moins quatre d'entre eux puisqu'il doit confier au jeu des enchères quatre hôtels particuliers, situés dans le VII^{ème} arrondissement, et non des moindres. L'hôtel de Clermont, rue de Varenne, abrite le ministère des Relations avec le Parlement. Édifié au début du XVIII^{ème}, classé monument historique depuis 1980, il compte 4 243 m². Légèrement moins imposant (3 374 m²), l'hôtel de Vogüé, rue de Martignac, date pour sa part de la fin du XIX^{ème} et abrite pour l'heure le Centre d'analyse stratégique. L'hôtel de Broglie, secrétariat d'État chargé de la Prospective et du Développement de l'économie numérique, s'étale quant à lui rue Saint-Dominique sur 7 158 m². Enfin, pour une vue imprenable sur la Seine, reste l'hôtel de Mailly-Nesle, quai Voltaire, siège de la Documentation française. Pour devenir propriétaire d'une de ces merveilles, il va falloir se montrer généreux. « Le but, c'est de trouver de l'argent. € 250m au total, ce serait formidable », avoue le président du Conseil de l'immobilier de l'Etat.

Biens exceptionnels, taux exceptionnels : une situation qui, si elle permet au marché de surnager en apparence, masque probablement déjà des baisses significatives en province et incite à une approche prudente et sélective, dans l'habitation comme dans le bureau et le commerce.

Marchés financiers : rémission n'est pas solution

Les marchés financiers ont commencé l'année en fanfare, après un second semestre 2011 difficile : l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués semblerait donc revenu.

L'évènement déclencheur n'est pas à chercher du côté d'une quelconque reprise économique mais de la banque centrale européenne qui est enfin intervenue massivement comme l'avaient fait, bien avant elle, les banques centrales américaine et britannique. La BCE a prêté aux banques plus de €1 000 milliards au taux de 1%. Cette intervention, réclamée par le marché depuis des mois, a été permise par le changement de direction à la tête de l'institution européenne, Mario Draghi se révélant moins orthodoxe que son prédécesseur français. Les effets ne se sont pas fait attendre : tous les actifs ont vu leurs prix monter, les taux d'intérêts ont baissé, les

banques, dont on craignait la faillite fin 2011, ont connu un rebond boursier impressionnant (Société Générale +40%). A court terme, l'objectif est donc atteint pour la BCE, d'autant que la Grèce a pu renégocier une partie de sa dette et éviter le défaut de paiement attendu pour ce printemps.

Parallèlement la FED a prolongé (jusqu'à fin 2014) sa politique de taux d'intérêts 0. Les derniers chiffres macro-économiques en provenance des USA sont encourageants : baisse progressive du chômage, bonne tenue de la consommation. Cet afflux de liquidités « gratuites » à travers le monde explique donc les hausses de ce début d'année.

Actions Les marchés européens sont à la fête (CAC +11%, DAX +20%), tirés par le secteur bancaire et les valeurs cycliques. Les valeurs défensives et les entreprises dont les activités ne sont pas délocalisables (donc facilement taxables par des états avides de nouveaux impôts) sont pénalisées. Aux Etats-Unis (+12%), dans le sillage des bons chiffres de l'emploi, le S&P est revenu à son niveau de fin 2007 (alors que l'Europe est toujours sous les niveaux de l'été 2011). Le MSCI Emerging gagne 16%, le Japon 20%, tous les actifs risqués sont recherchés depuis le début de l'année. Un mouvement peu susceptible de perdurer tout au long de l'année, malgré une situation très saine des entreprises toujours peu endettées. La forte croissance de l'investissement des sociétés américaines devrait par ailleurs inciter à privilégier « corporate America » plutôt que l'Europe.

Les obligations d'entreprises délaissées en fin d'année ont fortement rebondi, le risque d'un resserrement du crédit bancaire s'éloignant. Les obligations des états d'Europe ont vu leurs taux baisser, même en France qui a pourtant perdu son AAA. Malgré la hausse des marchés, les actifs refuges (obligations allemandes et américaines) n'ont pas été abandonnés par les investisseurs, les taux allemands restant anormalement faibles à 2% sur 10 ans, signe d'une tension toujours présente. Les taux devraient cependant rester durablement bas, seul levier d'une éventuelle reprise économique, mais surtout pour éviter l'asphyxie par la dette, des états occidentaux !.

Matières premières - Or Comme les autres actifs risqués, le pétrole, soutenu par les tensions au Moyen-Orient et les rumeurs de frappes sur l'Iran, a bondi de plus de 15%. L'or n'a pas été en reste, malgré des niveaux déjà élevé, et s'est encore apprécié de près de 10%. Beaucoup d'incertitudes expliquent des comportements imprévisibles sur ces actifs « hautement politiques ».

Et passées ces semaines euphoriques, les vraies questions resurgiront :

La crise des dettes souveraines, en Europe (puis probablement aux USA), n'est pas réglée. Le problème a été repoussé en Grèce : le dernier plan prévoit pour 2020 une dette de 120% du PIB, soit un niveau intenable. Les prix des nouvelles obligations émises en mars lors de l'échange de dettes, se sont d'ailleurs tout de suite effondrés. Le Portugal est déjà considéré comme une nouvelle Grèce, son taux à 10 ans est le même que le taux grec il y a un an...Le FMI et l'OCDE réclament la création d'un vaste fonds de soutien pour faire face aux troubles futurs.

Les déficits publics demeurent une question cruciale. La première réponse des dirigeants européens a été de s'engager sur la règle d'or budgétaire. Mais en oubliant la résistance des parlements nationaux à ratifier ce principe, par exemple en France mais aussi en Allemagne où l'opposition, dont les voix sont nécessaires au Bundesrat, exige une renégociation. Par ailleurs l'Espagne a d'ores et déjà réclamé, et obtenu, un délai pour appliquer cette règle. Pour autant, des politiques de rigueur budgétaire sont actuellement mises en place partout. La contraction de la demande publique conjuguée à la hausse des prélèvements obligatoires a tué la croissance fin 2011. Cette politique, appliquée au même moment sur tout le continent, a entraîné de nombreux pays dans la récession, y compris l'Allemagne et les Pays-Bas. Le 1^{er} trimestre 2012 demeure difficile, avec un chômage en hausse, une demande en contraction et une récession généralisée.

Mais le cœur du problème, et le plus difficile à régler puisque sans réponse depuis des années, est de savoir comment faire repartir la croissance européenne à long terme. Les problèmes de compétitivité et de spécialisation industrielle que connaissent de nombreux pays européens les empêchent d'avoir une croissance durable, nécessaire pour faire face à leurs dettes, combattre le chômage de masse et encaisser le choc financier du vieillissement de la population. Les déficits commerciaux français et espagnol sont dramatiques et intenable. Les ajustements sont douloureux et compliqués à mettre en place dans le cadre d'une monnaie unique. Ils nécessitent une forte évolution de la social-démocratie européenne (comme semble le faire l'Italie et comme l'a fait l'Allemagne).

Le modèle Allemand est souvent cité en exemple mais semble difficilement reproductible. Il était basé dans un 1^{er} temps sur des excédents commerciaux avec ses partenaires européens. Ces excédents étaient nécessaires pour compenser le déficit de demande intérieure créé par la politique de compétitivité. L'extrême modération salariale qu'a connu le pays et les profondes réformes du modèle social ont, dans un premier temps, tiré les revenus à la baisse et fait exploser la précarité du travail. Aujourd'hui, cette décennie de rigueur porte ses fruits. Les exportations vers les pays émergents prennent petit à petit le pas sur les exportations intra-européennes et la Chine est devenue son 1^{er} partenaire commercial,

devant la France. Mais ce qui a été fait il y a 10 ans dans une période de croissance n'est pas reproductible aujourd'hui : avec des dépenses publiques en baisse, une demande intra-européenne faible, un chômage élevé, une politique d'austérité ne peut mener qu'à une contraction du PIB.

L'une des solutions, simple à énoncer mais longue à mettre en place, passe par la spécialisation industrielle, tournée vers le haut de gamme et les marchés émergents, comme a su le faire l'Italie (mais ni l'Espagne ni la France). L'absence de propositions concernant la politique industrielle dans le débat politique montre le long chemin qui reste à parcourir. En tout état de cause, la sortie sera lente et longue tant les solutions à déployer ne pourront avoir d'impact qu'à moyen et long terme.

Qu'en est-il de l'autre côté de l'Atlantique ? Si la capacité de rebond des Etats-Unis n'est plus à prouver, il faut garder en tête un chiffre : le déficit public sera de 8.5% du PIB en 2012. Ce chiffre record n'est dépassé que par la Grèce en Europe. En pleine période électorale, ni la Maison Blanche, ni le Congrès, ne se sont attaqués aux déficits comme les pays européens l'ont fait. Les difficultés sont donc devant eux, pour 2013. Mais il est vrai que la ponction fiscale y reste encore faible, laissant une marge de manœuvre au futur gouvernement, que n'ont plus les européens, déjà gavés d'impôts.

Les marchés financiers américains semblent en pleine forme, soutenus par les quantités invraisemblables de liquidités déversées par la FED. Le chômage baisse mais le taux d'emploi, traditionnellement plus élevé qu'en Europe et qui garantissait une croissance «théorique» de 3% par an, a fortement chuté depuis la crise. Cela explique la grande prudence de la réserve fédérale américaine, qui s'est engagée à une politique de taux bas et qui se tient prête à de nouvelles interventions si nécessaire. Cette situation commence d'ailleurs à provoquer un biais comportemental sur les marchés, les investisseurs voyant la FED comme un soutien permanent aux marchés financiers et interprétant les mauvais chiffres macro-économiques comme une nouvelle opportunité d'intervention et de liquidités gratuites. Ainsi le S&P 500 a retrouvé son niveau de 2007, mais dans un contexte économique beaucoup plus dégradé.

La dichotomie est maintenant connue entre économie réelle et marchés financiers. L'explication souvent avancée est que les multinationales cotées sont exposées à la croissance mondiale et pas seulement domestique. Mais celle-ci, malgré le dynamisme des pays émergents, n'a pas retrouvé son niveau pré-Lehman. Et bien qu'exportatrices, les entreprises restent fortement exposées à la demande des pays développés, un consommateur américain n'ayant pas la même valeur financière qu'un consommateur indien.

Alors attention au risque de reflux sur les marchés, américain en premier lieu. Un arrêt des interventions de la FED pourrait vite faire déchanter les opérateurs. La volatilité sera de retour, dans un environnement où seules comptent les décisions politiques et non industrielles des entreprises.

Terminons cependant sur une note positive, en allant chercher les bonnes nouvelles, une fois encore, du côté des pays émergents.

Malgré un ralentissement, la Chine devrait être le moteur de la croissance mondiale. En cette année de transition politique, le gouvernement chinois fera ce qu'il faut pour maintenir une croissance élevée, tournée vers la consommation intérieure, ce qui sera d'ailleurs bénéfique pour les entreprises occidentales.

Les dernières données macro-économiques sont décevantes, à l'aune des taux de croissance à 2 chiffres que l'on a connus. Mais ce coup de frein semble contrôlé par le gouvernement, qui a préféré se concentrer sur la question de l'inflation, plus risquée socialement. La Chine restera la porte de sortie des économies occidentales

grâce à sa croissance plus «équilibrée» : la hausse progressive de sa demande intérieure, de sa monnaie et de ses importations, sera bénéfique aux entreprises exportatrices occidentales.

Enfin il ne faut pas oublier que grâce à leurs réserves énormes, les chinois ont les moyens d'intervenir efficacement en cas de trop fort ralentissement.

Des perspectives donc toujours incertaines à court terme, qui doivent inciter à redéployer des stratégies dans une optique plus longue, qui devraient permettre de bénéficier des évolutions profondes que connaît le monde occidental.

Et dans un contexte qui demeurera volatil, ne faut-il pas aussi envisager des approches contrariantes, en particulier dans des classes alternatives comme le *private equity*, instrument de décorrélation ?

Fini de rédiger le 28 mars 2012.

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.