



LA LETTRE

de Financière MJ

N°33 / 1^{er} trimestre 2013.

Financière MJ-Family Office est membre de l'Association Française du Family Office.
A ce titre, elle adhère à la charte de l'AFFO et s'engage à en appliquer et promouvoir les principes,
gage de fiabilité, de professionnalisme et d'éthique.

Sommaire

HUMEUR.....	2
IDEES.....	2
<i>Décoder le family office</i>	
<i>France, terre d'accueil</i>	
<i>Les Lombards</i>	
<i>Où voir le jour ?</i>	
<i>Frais de gestion en mutation</i>	
NEWS.....	4
<i>Business Angels Européens</i>	
<i>In vino incrementa</i>	
<i>Les milliardaires ont le sourire</i>	
<i>Family office et régulation</i>	
<i>AFFO (Association Française du Family Office)</i>	
<i>ENFO (European Network of Family Offices)</i>	
PRATIQUE.....	5
<i>ISR, multiple</i>	
<i>Famille et Entreprises</i>	
<i>Exil suisse : le ton se durcit</i>	
<i>Exit et assurance vie</i>	
<i>Indices HF : avec des pincettes !</i>	
<i>Risques - performances, qui sert qui ?</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES	7
<i>L'art, l'internet et les Amériques</i>	
<i>Immobilier : le risque Friggit</i>	
<i>Marchés financiers : au-delà du réel</i>	

HUMEUR

« Ils ne savaient pas que c'était impossible, alors ils l'ont fait. » - Mark Twain

De la fraîcheur dans une époque agitée et pleine d'interrogations, que l'on pourrait compléter par une autre citation du même auteur : « tout ce dont nous avons besoin pour réussir dans la vie est l'ignorance et la confiance ». La réussite nécessite de l'inconscience. Dans une époque où l'on souhaite encadrer le plus petit des risques, comment s'étonner que nos sociétés soient à l'arrêt. Il faut de l'audace, bien sûr, de l'imagination, évidemment, mais il faut aussi et surtout vouloir avancer, cesser de se convaincre que nous avons tout pour nous plaindre. Twain, montagnard passionné, avait probablement gardé un cœur d'enfant, inconscient et naïf, pour penser aussi clair. Cette naïveté, indispensable pour avancer, pour donner de l'espoir à nos jeunes, qui sont la seule raison pour laquelle les gouvernants de nos vieux pays devraient mobiliser leurs opinions publiques.

Il faut probablement réinventer un monde différent, cela effraie mais doit aussi donner l'énergie et l'optimisme de l'impossible, de la découverte du meilleur ! Autant de rêves qui semblent avoir déserté nos sociétés, peut-être trop pleines d'une richesse sans valeur.

A notre (très) petite échelle, entrepreneuriale, c'est ce qui anime l'équipe de notre family office : une vision, une approche, différentes, tous les jours, un œil neuf, parfois simple, y compris sur les choses les plus usuelles ou les plus complexes.

L'enjeu est de taille, parfois mal compris. L'approche se veut non conventionnelle. Réfléchir, autrement, agir, différemment, dans un souci d'efficacité et d'éthique. Cela peut paraître prétentieux, c'est pourtant le fondement de notre activité et de nos avancées depuis plus de onze ans !

IDEES

Décoder le family office

(Source : AFFO/Deloitte)

Que l'on parle de family offices « par nature » (mono et multi-family offices) ou « par destination » (family offices bancaires), la variété des sujets abordés, dont la complexité est proportionnelle à l'importance des patrimoines familiaux supervisés, nécessite, pour le family officer, de s'appuyer sur un réseau solide de conseils extérieurs. La remise en cause étant permanente, la réactivité et la qualité du réseau deviennent des éléments de comparaison primordiaux entre les acteurs du petit monde du family office.

Les family offices peuvent aussi se différencier par leur mode de rémunération : les mono-FO sont généralement constitués de salariés, rémunérés en salaires et bonus. Les multi-FO opèrent sur la base de pourcentages du patrimoine supervisé (des actifs financiers supervisés pour les FO bancaires), de forfaits ou d'honoraires. La transparence et la compréhension de la structure des coûts par le client est, dans tous les cas, indispensable.

Les trois types de structures ont des atouts différents : un mono-FO n'a pas de concurrent et le montant de la fortune familiale supervisée peut lui donner une marge de négociation importante. Les multi-FO sont économiquement indépendants et plus flexibles dans leur fonctionnement. Les deux ont en commun de disposer d'une vue d'ensemble sur le patrimoine familial et de déterminer les actions à apporter avec un rôle de chef d'orchestre. Ce n'est pas toujours le cas des FO bancaires, lesquels ont cependant l'atout d'être adossés à un groupe qui leur apporte, en interne, des ressources financières, logistiques ou humaines, significatives.

Mais toute médaille a son revers et chacun de ces *business models* a ses faiblesses. Les mono-FO, structures généralement onéreuses, dédiées, par définition, leurs services à une seule et même famille, ce qui les rend totalement dépendants, et peut biaiser leur capacité d'analyse. Le *turnover* doit en être banni, autant que faire se peut, pour ne pas mettre en péril la pérennité de la relation et le lien de confiance établi avec la famille. Les multi-FO peuvent pâtir parfois de ressources plus limitées alors que sont nécessaires des investissements permanents (technologiques et humains) pour améliorer les outils d'analyse, de suivi et de reporting. Il peut aussi être compliqué de répartir le temps nécessaire à chaque famille. Quant aux FO bancaires, la principale menace qui les guette, outre la crise de confiance dont souffrent les institutions financières, est bien évidemment de se détourner, au profit de la vente de produits et de services, des objectifs premiers du family office : accompagner, conseiller et superviser, en toute indépendance et objectivité, sur le long terme.

France, terre d'accueil

Les Belges qui vivent des revenus de leur activité pourraient s'agacer de la manière dont les media français présentent leur pays, tout en sous-estimant ses performances économiques (le pays est le 3^{ème} fournisseur de la France, après l'Allemagne et la Chine, en dépit de coûts salariaux plus élevés) et le traitent, un peu à la légère, de paradis fiscal. Accusation d'autant plus contestable que des milliers de Belges ont trouvé refuge en France, où leurs revenus, qu'ils émanent du travail ou de la retraite, sont nettement moins imposés : en Belgique, un revenu imposable supérieur à 34.330€ entre dans la tranche à 50%.

Les Lombards

Au Moyen Âge, l'interdit chrétien frappant les prêts d'argent contre le paiement d'intérêts rendait l'activité de banquier « pécheresse ». Bien que le pape Léon le Grand ait interdit les intérêts, il n'était pas interdit de prendre un collatéral sur des prêts d'argent. Les prêteurs sur gages opéraient sur la base d'un contrat qui fixait à l'avance le montant de l'amende en cas de non-respect des termes du prêt « sans intérêts ». De manière alternative, ces contrats prévoyaient une vente-rachat par l'emprunteur, où le montant des intérêts est compris dans le prix de rachat. Des conventions similaires existent aujourd'hui dans la finance islamique (Sukuk). Rome étant le centre du catholicisme, ses prêteurs sur gages y étaient particulièrement prospères, en particulier au 15^{ème} siècle.

De cette époque date l'apparition du terme « Lombard », utilisé pour désigner les prêteurs sur gages et leurs méthodes.

En effet, dès le 14^{ème} siècle, les banquiers toscans et siennois possédaient des magasins et des bureaux dans la plupart des villes italiennes, mais également en Avignon, à Marseille, Paris, Bruges, Londres, Barcelone, Séville, Rhodes,... Par la mise à disposition de leurs compétences techniques auprès de la Chambre Apostolique (organisme financier de la Papauté), des princes et des rois, ils faisaient montre de leur puissance. Ils excellaient dans la pratique des changes, opérations particulièrement complexes du fait de la multitude de monnaies médiévales, et dans la tenue des comptes de dépôt des commerçants. Ils proposèrent aussi très tôt des assurances. Les plus importants banquiers florentins étaient les Acciaiuoli, les Alberti, les Bardi, les Bonaccorci, les Peruzzi et, bien entendu, les Medici. Le capital d'une banque privée italienne était détenu en majorité par les membres de la famille. Dans le cas des Peruzzi, il s'élevait à plus de 100 000 florins.

La position quasi-monopolistique des lombards en finance disparut avec la Réforme et l'émergence de grandes familles protestantes, non frappées d'interdit d'usure, comme c'était le cas dans la religion catholique.

Aujourd'hui encore, la plupart des villes européennes ont leur rue des Lombards et la pratique du crédit lombard est utilisée couramment par les banques centrales, lorsqu'elles consentent des prêts aux établissements bancaires en échange de valeurs mobilières laissées en dépôt, telles que des obligations souveraines.

Pour la clientèle privée, le « Lombard » constitue un prêt sur avoirs, adossé à des investissements donnés en garantie. Il peut permettre à une personne ayant une épargne déjà constituée et qui a besoin de liquidités à court terme, de profiter d'une opportunité de placement, tout en conservant ses actifs.

Où voir le jour ?

(Source : *The Economist Intelligence Unit*)

La Suisse, l'Australie, la Norvège et la Suède occupent dans cet ordre les quatre premières places d'un classement élaboré par *the Economist Intelligence Unit*, visant à déterminer, rien de moins, le pays où il faut naître en 2013 pour avoir le plus de chances de « réussir » dans la vie. Une dizaine d'indicateurs (démographie, situation économique, confiance dans les institutions publiques, santé,...) ont servi à son élaboration.

Le constat est édifiant : sur les dix premiers pays, seuls les Pays-Bas appartiennent à la zone euro et la France occupe la 26^{ème} place. En queue de peloton, on retrouve la Russie, l'Ukraine, le Bangladesh. Le Nigeria occupe la dernière place.

Un quart de siècle plus tôt, en 1988, la même étude avait classé 50 pays où il ferait bon naître et les États-Unis étaient arrivés en tête, suivis de la France. Moins scientifique, elle prenait notamment en compte « le facteur bâillement », ou le degré d'ennui inspiré par un pays, quelles que soient ses qualités par ailleurs. La Suisse avait été sévèrement touchée par ce dernier... Mais l'EIU conclut qu'il y a finalement du bon à être ennuyeux et stable dans notre époque incertaine. Reste à savoir ce qu'est « réussir » !

Frais de gestion en mutation

Alors qu'auparavant, gestionnaires et distributeurs pouvaient se partager des revenus progressant au rythme des indices, le contexte actuel rend difficile d'obtenir une performance positive tout en facturant des frais de gestion élevés. Avec l'érosion de leurs encours sur certaines classes d'actifs rémunératrices, les sociétés de gestion cherchent des solutions pour augmenter leurs revenus. La pratique des frais variables (commissions de surperformances,...) est largement répandue et... contestée, par les gestionnaires eux-mêmes : chercher à obtenir des recettes supplémentaires en facturant des frais variables est illusoire si les encours fondent. L'harmonisation de la présentation des frais, avec la généralisation du TFE (Total des Frais sur Encours), dans le document d'information clé pour l'investisseur, et la concurrence d'acteurs étrangers, tendent cependant à exercer une pression sur la tarification de la gestion.

C'est finalement pour les conseillers en gestion de patrimoine indépendants que la situation pourrait s'avérer la plus difficile : ils connaissent à la fois la pression des gestionnaires, cherchant à faire baisser le coût de la distribution, et les incertitudes quant à leur mode de rémunération, les négociations de MIF II brandissant toujours la menace de l'interdiction des rétrocessions de frais de gestion aux intermédiaires.

Le problème dépasse cependant de loin la simple question de la rémunération des conseillers, qui ne pèse pas lourd face à la nécessité de réduire le coût de la distribution, dans une perspective de rendements durablement plus faibles. Pressions réglementaires, commerciales et financières se conjuguent donc pour forcer un modèle à se réinventer.

NEWS

Business Angels Européens

Différentes fédérations nationales, dont France Angels, viennent de signer l'acte fondateur de BUSINESS ANGELS EUROPE (BAE), confédération européenne des *business angels*. Elle démarrera ses activités par l'organisation de la première rencontre annuelle des réseaux européens à Paris.

Un *business angel* est une personne physique investissant une part de son patrimoine dans une entreprise innovante à potentiel de croissance et qui, en plus de son argent, met généralement à disposition de l'entrepreneur, ses compétences, son expérience, ses réseaux relationnels et une partie de son temps.

Les *business angels* ont toujours existé mais ont véritablement émergé aux USA à partir du *Small Business Investment Act* de 1958. Le législateur américain avait pris note de l'« *equity gap* » (trou de financement) existant lorsqu'une société cherche à passer d'un capital inférieur à \$100.000, somme possible à réunir entre « copains, cousins et... cinglés » (CCC), et le capital-risque, dont les interventions débutent rarement au-dessous de \$2M, par manque de rentabilité. C'est ce trou qu'a comblé le *SBI Act*, avec succès.

Outre la forme juridique qui peut les différencier (association, société, voire double structure associative et société de capital risque), il existe trois typologies de réseaux, toutes liées à la stratégie d'investissement adoptée : réseaux géographiques, affinitaires (anciens de grandes écoles,...) et nationaux sectoriels et thématiques (santé, développement durable,...). Ces réseaux servent à la mise en relation d'investisseurs potentiels et d'entrepreneurs, permettant un accès facilité et élargi à des dossiers originaux, un partage des compétences, une étude des dossiers à plusieurs *business angels* pour réaliser des « *due diligences* » approfondies sur les projets proposés par les entrepreneurs. Leur but est la réalisation d'investissements dans un même projet avec d'autres *business angels*, pour considérer des projets plus importants, ou pour investir dans un plus grand nombre de projets et ainsi, réduire les risques individuels.

Le nombre d'adhérents à des réseaux de France Angels croît de plus de 15% par an. Ils sont actuellement près de 4.500. Il est également intéressant de constater que,

plus récemment, des fonds de *private equity* ont développé une méthodologie de « *business angels* », associant leurs investisseurs aux tours de table de leurs participations, tant en capital qu'en compétences et en réseau, prenant ainsi le contre-pied des pratiques plus financières et « court-termistes » de l'industrie.

In vino incrementa

La demande est repartie à la hausse et les indices de référence du marché des grands vins semblent vouloir se redresser. Le Liv-ex 100 a progressé de 1,3% en décembre tandis que le Liv-ex *Investables* affichait un gain de 1,2%, selon les statistiques communiquées par *The Wine Investment Fund* (TWIF). Cette tendance s'est poursuivie en janvier alors que sur l'ensemble de 2012, l'indice Liv-ex 100 s'est replié de 9%. Selon le TWIF, l'indice de référence pourrait croître de 14% en 2013. Les ventes progressent rapidement en Asie, notamment à Hong Kong et en Chine, mais également en Amérique du Nord.

Les milliardaires ont le sourire

D'après le *Bloomberg Billionaires Index* (mesurant au jour le jour l'évolution des fortunes des milliardaires en fonction de l'évolution des cours de Bourse ou des fluctuations des monnaies), les riches sont toujours plus riches. Les personnes les plus fortunées de la planète ont vu leur patrimoine augmenter de \$241Mds en 2012, soit une hausse de 1,9%.

Nouvelle plus surprenante, mais ce n'est probablement pas le plus grand drame de la Chine actuelle, les « ultra fortunés » s'y appauvrissent, selon le classement de *Forbes*. Le pays ne compte « plus » que 113 milliardaires, contre 146 en 2011 (et 400 aux États-Unis). Certes, ce ne sont que quelques grains d'hommes dans une immensité de 1,3 milliards d'habitants. Mais il s'agit de la première baisse en sept ans.

Ces dernières années, on s'extasiait devant les rangs sans cesse étoffés de ces grandes fortunes chinoises, alors que le reste du monde perdait du terrain. Ce recul est aussi un signe supplémentaire du ralentissement de la deuxième économie mondiale en 2012 (elle semble cependant confirmer son redémarrage en 2013). La fortune cumulée des 100 Chinois les plus riches aurait ainsi diminué cette année de 7%, à \$220Mds.

Family office et régulation

La loi votée au Luxembourg en décembre, donnant aux family offices un statut légal n'en donne pas de définition et se borne à décrire les activités du family office, consistant « à fournir, à titre professionnel, des conseils ou services de nature patrimoniale à des personnes physiques, à des familles ou à des entités patrimoniales appartenant à des personnes physiques ou à des familles, ou dont elles sont fondatrices ou bénéficiaires ».

Les petites structures, les mono-family offices, pourtant à l'origine du concept, n'entrent pas dans son champ d'application et devraient donc changer d'appellation. La prestation de services de family office est réservée à certaines professions réglementées : établissements de crédit, conseillers en investissement, gérants de fortunes, PSF (professionnels du secteur financier) spécialisés tels que les family offices ou les domiciliataires de sociétés, ainsi que, *last but not least*, les avocats.

Le spectre est large, la définition floue, et cette réglementation ouvre grandes les portes aux banques et autres acteurs institutionnels, quand le family office se positionne comme un métier d'artisan, de sur mesure, visant à accompagner, dans une optique transgénérationnelle, des familles fortunées, et non pas, sous couvert d'appellation, à habiller le conflit d'intérêt et la vente de produits et services.

De là à penser que cette loi répond aux pressions de certains lobbys, intéressés à voir disparaître ces nouveaux acteurs avant qu'ils ne soient trop solidement établis, il n'y a qu'un pas. Le Luxembourg est un village, les réseaux sont donc faciles à pénétrer. Mais le pays dispose d'une image et d'une influence dans les métiers de la finance et de la gestion de fortune, qui pourraient amener d'autres juridictions à s'inspirer de son exemple. Cela serait bien évidemment regrettable, tant cela irait à l'encontre de l'intérêt des « épargnants », fortunés certes, mais épargnants également ! Voilà le cœur des travaux menés par l'AFFO depuis plusieurs années.

La charte de l'AFFO et l'ensemble des travaux menés au sein de l'association pour développer les bonnes pratiques, des savoirs et des expertises spécifiques, des outils et des formations dédiées, répondent au besoin de structurer ce métier, dont la nécessité n'est plus à prouver. Encore faut-il que les régulateurs sachent résister aux sirènes des lobbys les plus puissants pour préserver, et les intérêts des épargnants, et la diversité des métiers.

AFFO (Association Française du Family Office)

L'AFFO (François Mollat du Jourdin en est Secrétaire Général) continue de proposer à ses membres une activité importante visant au développement et à la structuration du métier. Sous la nouvelle présidence de Jean-Marie Paluel-Marmont, depuis mi-2012, l'association, après avoir tenu ses rencontres annuelles en décembre, centrées sur l'entreprise familiale et la résolution des conflits familiaux, propose des réunions mensuelles, véritables formations, traitées par des experts de haut niveau : loi de finances, analyse de performance, entrepreneuriat social et micro finance, fiducie et outils civils de protection.... Le 2^e livre blanc (le 1^{er} traitait de la philanthropie), sur la gouvernance familiale, sera publié mi 2013, le second semestre verra la sortie de celui sur la formation. L'allocation d'actifs sera le 4^e thème traité, en 2014. Forte de membres

représentant toutes les typologies de family offices, mono, multi bancaires et multi indépendants, l'AFFO est aujourd'hui l'association de référence des professionnels du secteur, un lieu de réflexion, de travail mais aussi de rencontres, à l'abri des sollicitations, pour échanger avec des pairs sur des sujets larges et construire un cadre éthique et professionnel à ce métier neuf.

ENFO (European Network of family Family Offices)

Présidé par François Mollat du Jourdin, ENFO représente probablement le plus important acteur structuré du secteur à l'échelle européenne. Inspiré du modèle des réseaux de cabinets d'avocats, ENFO offre aujourd'hui un accès à des professionnels indépendants reconnus dans 6 pays européens et en Asie : Autriche, Belgique, France, Italie, Pays Bas, Suisse, Hong Kong.

PRATIQUE

ISR, multiple

(Source, ISR Day 2013 AMGroup)

L'investissement socialement responsable (ISR), déclinaison du développement durable dans le domaine de l'investissement financier, est une approche consistant à prendre simultanément et systématiquement en compte les trois dimensions que sont l'environnement, le social/sociétal et la gouvernance (critères ESG), en sus des critères financiers usuels. Depuis vingt ans, les produits ISR se sont multipliés et de plus en plus d'asset managers se positionnent sur ce créneau, grâce aux analyses d'agences de notations extra-financières (Vigeo Ethifinance, Innovest,...). Plusieurs approches s'offrent aujourd'hui à des investisseurs désireux d'intégrer ces critères autres que purement financiers.

L'exclusion, démarche originelle, plus répandue dans les pays anglo-saxons qu'elle ne l'est en France, consiste à exclure de son univers d'investissement certaines valeurs, pour des raisons morales ou parfois religieuses. Il peut s'agir d'exclusion sectorielle (pornographie, armement, tabac,...), ou normative, rejetant les entreprises ne respectant pas les conventions internationales relatives aux droits de l'homme, au travail des enfants,...

L'approche dite *best-in-class* privilégie l'investissement dans des entreprises ayant les pratiques les plus responsables de leur secteur. L'approche *best effort*, plus récente, consiste à sélectionner les entreprises en fonction des progrès qu'elles ont faits et l'amélioration qu'elles apportent à leur comportement. Il s'agit pour l'investisseur de favoriser un certain type de comportement, via une récompense symbolisée par l'investissement. Si ces deux approches sont les plus répandues en France, elles soulèvent aussi le plus de questions auprès du public ayant du mal à comprendre

pourquoi une valeur pétrolière se retrouve dans le portefeuille d'un fonds ISR.

Les fonds thématiques sont investis dans des entreprises dont l'activité contribue au développement durable. La plupart du temps, ils ne prennent en compte que la partie « environnement » des critères ESG, et ne sont dès lors pas considérés comme de véritables fonds ISR.

L'intégration ESG enfin, souvent considérée comme étant de l'ISR « *light* », met à la disposition des gérants, des analyses extra-financières, qu'ils sont libres de prendre en compte ou non. Bien moins contraignante que l'apposition d'un filtre ISR, elle a l'avantage de concerner des encours bien plus importants et donc de participer à la diffusion de la prise en compte des critères extra-financiers, à toute la gestion.

Ces différentes approches ne sont pas exclusives les unes des autres : il est fréquent de voir l'association d'une approche *best-in-class* et de critères d'exclusion.

Quoi qu'il en soit, il s'agit d'un choix propre à l'individu ou à la structure, une histoire de convictions. Cependant, aussi convaincus soient-ils, les investisseurs souhaitent des preuves tangibles de l'efficacité de leurs choix. Cela pose la question des indicateurs et de la responsabilité de la construction du filtre. Enfin, l'efficacité financière, par les résultats, n'a pas encore réussi à vraiment convaincre, preuve probable que cette approche, certainement indispensable, doit encore murir et progresser.

Famille et Entreprises

La transmission intrafamiliale est un mode fréquent de transmission d'une entreprise, qui a encore de beaux jours devant lui, du fait, entre autres, du récent sauvetage, par le Conseil Constitutionnel, du dispositif de la donation-cession, essentiellement utilisée dans ce cadre-là. Quant aux pactes Dutreil, sanctuarisés jusqu'à fin 2017, ils représentent un phénomène trop important, notamment dans les PME industrielles ayant vocation à devenir des entreprises de taille intermédiaire. Il faut donc veiller à ne pas casser des instruments qui fonctionnent et se révèlent complémentaires des cessions classiques. La transmission intrafamiliale à titre gratuit représente un quart des opérations recensées en 2011 chez les dirigeants de 60 ans et plus. Et si l'on ne tient compte que des entreprises détenues par une personne physique, cette proportion monte à 34%. Parmi les principaux freins à ce mode de transmission, les dirigeants mentionnent l'absence de repreneur potentiel au sein de la famille (49% des réponses), et la nécessité de vendre pour s'assurer ses revenus futurs (28%).

Exil suisse : le ton se durcit

L'actuelle révision de la convention franco-suisse sur les successions de 1953 (La Lettre n°32) semble avoir

donné le ton de la réforme : la France n'accorde plus, depuis le 1^{er} janvier, le bénéfice de la convention de double-imposition pour les Français installés en Suisse et payant un forfait fiscal "majoré", comme elle le faisait depuis près de quarante ans.

Cette tolérance touchait les expatriés fiscaux continuant à percevoir des revenus de source française, qui acceptaient de payer en Suisse leurs impôts sous forme d'un forfait fiscal majoré de 30%, en échange de quoi l'administration leur délivrait une attestation de domicile fiscal, leur permettant de bénéficier de la convention de double imposition franco-suisse signée en 1966. Avec ce document, ces Français étaient considérés comme domiciliés en Suisse et payaient donc moins d'impôts en France (15% de retenue à la source sur leurs dividendes, le double sans le bénéfice de la convention).

Cependant, selon l'OCDE, les autorités fiscales françaises ne sont pas en droit de mettre fin à l'accord relatif au forfait majoré, la suppression ou la modification de cette pratique devant faire l'objet d'une décision commune des administrations suisse et française.

Exit et assurance vie

La souscription de contrats d'assurance-vie ou de capitalisation permet, sous certaines conditions, de réduire la pression fiscale, particulièrement dans un contexte de mobilité internationale.

En effet, depuis le 3 mars 2011, le transfert de domicile hors de France entraîne la taxation à l'IR (et aux prélèvements sociaux) des plus-values latentes et/ou en report d'imposition (sauf sursis de paiement voire même dégrèvement dans certaines situations). Cela ne s'applique toutefois que sur les plus-values constatées sur des droits sociaux, valeurs, titres, droits détenus dans des sociétés autres que les SICAV (et les FCP selon une source doctrinale), dans lesquelles le contribuable détient, à la date du transfert, des participations, directes ou non, lui conférant au moins 1% dans les bénéfices sociaux, ou dont la valeur cumulée excède €1,3M.

Les contours du dispositif viennent d'être précisés : les contrats d'assurance-vie ou de capitalisation sont exclus du champ d'application de l'*exit tax*, « en raison de leur nature » même (Réponse ministérielle du 22 janvier 2013). Par ailleurs, et pour traiter à égalité les contribuables selon qu'ils détiennent des parts ou actions d'OPCVM ou des contrats de capitalisation directement ou via une société interposée, il est admis d'exclure du champ d'application du dispositif, les titres de sociétés civiles de portefeuille dont l'actif est exclusivement constitué, non seulement de parts ou actions d'OPCVM, mais aussi de contrats de capitalisation.

Il est toutefois important de rappeler que, depuis le 1^{er} janvier 2013, la structuration d'un portefeuille de valeurs mobilières au travers d'un contrat d'assurance-vie ou de

capitalisation, lorsqu'elle s'accompagne d'un apport direct de titres au contrat, entraîne la taxation des plus-values latentes au barème progressif de l'IR après application, le cas échéant, d'un abattement pour durée de détention et avec déductibilité de la CSG à hauteur de 5,1 %.

Indices HF : avec des pincettes !

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

L'évaluation des performances de la gestion alternative n'a jamais été une sinécure, tant cet univers, a priori connu, recèle des particularités bien spécifiques. A l'instar des marchés traditionnels, l'investisseur souhaitant connaître la performance des *hedge funds* se tourne machinalement vers un indice, censé représenter l'univers d'investissement. En matière de *hedge funds*, les choses sont cependant différentes de ce que l'on peut observer habituellement. Ainsi, par exemple, un investisseur souhaitant investir en actions de la zone euro va suivre l'indice EuroStoxx 50, et pourra même acheter cet indice à travers le marché des ETFs. Entre l'indice (non investissable) et le tracker (investissable), il observera très peu d'écart. Il n'en n'est pas de même en ce qui concerne l'univers des *hedge funds*. En effet, on constate des disparités impressionnantes pour une même stratégie, et selon l'indice observé. La logique de la représentativité au moyen d'indices de capitalisation boursière ne peut pas être appliquée, en raison des spécificités liées à l'univers que l'on veut mesurer : les *hedge funds* regroupent différents véhicules, appliquant des stratégies d'investissement spécifiques, établis sous des juridictions diverses, à la liquidité variable, et pas toujours accessibles à l'investisseur. L'absence de marchés organisés a laissé la place à des sociétés privées qui ont construit leurs indices à partir de données différentes, en fonction de critères de sélection particuliers. Chacune d'elles a donc développé sa propre méthode de construction d'indices, laissant place à un univers hétérogène rendant difficile toute comparaison ou toute notion de référence dans l'industrie. Les échantillons sélectionnés sont différents, la découpe en stratégies n'est pas la même, et les méthodes de pondérations varient. Certaines stratégies sont loin d'être représentatives puisque, par exemple, le Dow Jones Credit Suisse Core Convertible Arbitrage Hedge Fund Index ne contient que 3 *hedge funds* ! Dans ces conditions, on comprend mieux les problèmes de représentativité et les nombreux biais inhérents à cette industrie, empêchant toute interprétation immédiate des performances affichées par les indices.

Risques - performances, qui sert qui ?

(Source : AFFO)

L'analyse du risque et de la performance requiert minutie et surtout, circonspection.

L'évaluation de la performance « relative » d'un portefeuille nécessite sa comparaison à un *benchmark*, ou indice de référence, qu'il est important de bien choisir.

Cependant, les plus connus ne sont pas nécessairement les plus pertinents. Ainsi, à quelques notables exceptions (indice allemand DAX), la quasi-totalité des indices ne prennent pas en compte les dividendes réinvestis. Ceux qui le font existent mais ne sont pas toujours, loin s'en faut, les plus visibles. Or, sur la durée, l'écart de performance peut être significatif.

La sur ou sous-performance d'un portefeuille peut s'expliquer par deux facteurs : le Bêta et l'Alpha. Le Bêta représente la sensibilité du portefeuille aux variations du marché, en d'autres termes, la part de la performance uniquement due au comportement du marché (à la hausse ou à la baisse). C'est donc la rémunération du risque de marché. Quant à l'Alpha, il mesure la création de valeur réalisée par le gérant, indépendamment de la corrélation au marché. Pour autant, les Alphas des uns peuvent être considérés comme les Bêtas des autres : si l'allocation géographique est réalisée par le client et que le gérant s'occupe seulement de la sélection des titres, il conviendrait alors de distinguer la performance respective de l'un et l'autre (dans ce cas, l'allocation géographique correspondrait à du Bêta et non de l'Alpha).

Le premier risque auquel un portefeuille est exposé est mesuré par sa volatilité, c'est-à-dire la déviation des rendements par rapport à leur moyenne. Plus la volatilité est élevée, plus les mouvements sont forts et plus le risque est important. Mais cette mesure est basée sur l'hypothèse que les rendements suivent une distribution normale (marche normale des cours), alors que cette hypothèse est fautive pour l'ensemble des actifs échangés sur les marchés financiers (actions, obligations,...) ! Illustration : la volatilité ne prend pas en compte le rendement, positif ou non. Si, sur 12 mois, le rendement mensuel est identique (1% par exemple), la volatilité sera nulle (aucune déviation par rapport à la moyenne). Mais elle le sera également si les rendements mensuels sur la période sont tous de -5% !

Enfin, les mesures sont basées sur des performances passées, qui ne permettent en aucun cas de prévoir le rendement et le risque futurs, lesquels reposent uniquement sur des hypothèses. Peut-être est-il préférable de raisonner avec une approche privilégiant le risque et non le rendement, en définissant un niveau de risque considéré comme acceptable, une bonne mesure de risque (*ex maximum drawdown*), et de modifier l'allocation en fonction de ces critères.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

L'art, l'internet et les Amériques

Si certains pointent la bulle du marché de l'art, on serait tenté de prendre la question en sens inverse : s'agit-il d'une vraie bulle spéculative, comparable à celle des

années 90, ou les prix actuellement pratiqués sont-ils une nouvelle réalité vouée à durer ?

2012, comme les précédentes, a été une année de records. Le marché représentant plus de \$64Mds (€49Mds), contre 61 en 2011. Aux enchères, les records ont valsé, mais c'est en vente privée que *Les joueurs de cartes* (Cézanne), s'est échangé pour la somme colossale de \$250M, ce qui en fait la transaction la plus importante jamais réalisée sur le marché de l'art.

2013 s'annonce également sous de bons auspices. Le 5 février à Londres, Sotheby's a réalisé sa deuxième meilleure vacation en valeur pour une vente d'art Impressionniste, Moderne et Surréaliste, en atteignant un total de €140,8M. La vente phare de la soirée a été le célèbre portrait de Picasso, *Femme assise près d'une fenêtre*, vendu €33,2M. Cette huile sur toile de grand format, peinte en 1932, avait déjà été vendue aux enchères chez Christie's New York en 1997 où elle avait été adjugée \$7,4M (le prix le plus élevé jamais atteint par une œuvre de Picasso aux enchères était déjà un portrait de Marie-Thérèse Walter : peint également en 1932, *Nu au plateau de sculpteur* s'était vendu le 4 mai 2010 chez Christie's à New York pour \$106,5M. La *Tate Modern* de Londres avait créé l'événement en exposant en mars 2011 ce tableau, « le plus cher au monde »). La vente organisée le lendemain par Christie's, à Londres, également consacrée à l'art impressionniste et moderne et au surréalisme a, quant à elle, rapporté €157,3M. Les acheteurs étaient originaires de 19 pays différents et cinq artistes, dont Berthe Morisot et René Magritte, ont établi de nouveaux records. L'œuvre ayant atteint le prix le plus élevé a été *Jeanne Hébuterne (au chapeau)* de Modigliani, adjugée plus de €31M, soit le double de la valeur estimée. 32 œuvres ont été cédées pour plus d'€1,15M. Cette vente exceptionnelle mettait aussi aux enchères des œuvres de Kandinsky, Miró et Matisse. Si l'on ajoute à ces records, l'ébullition de certaines régions du monde comme le Moyen-Orient ou le Brésil, on peut imaginer qu'en 2013, les chiffres vont probablement gonfler, encore....

Cette escalade est-elle démesurée ? La question est légitime lorsqu'on constate que les œuvres du britannique Damien Hirst, ont perdu près de 30%, un tiers d'entre elles ayant d'ailleurs été ravalées en ventes publiques depuis 2009. Même sur cet irrationnel marché de l'art, la croissance n'est pas infinie et la chute peut être brutale : prudence donc.

Cette année, le marché pourra encore compter sur l'arrivée de nombreux collectionneurs issus des BRICS. Entre 2011 et 2012, Christie's a, par exemple, enregistré une augmentation de 31% du nombre de collectionneurs chinois s'enregistrant pour les ventes occidentales. Il faut également compter avec les petits pays, dont le marché de l'art explose ces dernières années. C'est le cas notamment de la République tchèque qui a vu son marché doubler en termes de chiffre d'affaires en 2012.

Autre tremplin pour 2013, l'utilisation massive d'internet comme canal de vente. Les plus grosses maisons de ventes s'y mettent, petit à petit. En 2012, Christie's a enregistré le record d'une vente en ligne grâce à son service Christie's *Live* avec une toile d'Edward Hopper adjugée \$9,6M. Une génération de cyberacheteurs se développe, plus jeunes, passant de 50 à 35 ans en moyenne. Christie's a su profiter du phénomène en organisant des ventes en *live* à succès, comme notamment celle consacrée à James Bond. Une chose est certaine : si le marché de l'art est en pleine croissance, à l'heure de la mondialisation et de l'essor des pays émergents, la part internet y est pour beaucoup. La Chine représente 41,4% du marché mondial, contre 23,6% pour les États-Unis, 19,4% pour le Royaume-Uni et seulement 4,5% pour la France.

À l'instar de la Chine, le Brésil connaît depuis quinze ans une importante croissance économique. En 2012, il était la 6^{ème} économie mondiale, avec un PIB de plus de €1.840Mds. Si le marché de l'art brésilien n'a pas la maturité du marché asiatique, la situation évolue, et des spécialistes, tel Larry Gagosian, s'y engagent de plus en plus, avec l'ouverture d'espaces et la participation à des foires majeures. L'intérêt artistique y est grandissant, et les stars de l'art contemporain s'y montrent de plus en plus : en 2013, une grande rétrospective itinérante de Yayoi Kusama est prévue et mettra à l'honneur de grandes institutions : le Centro Cultural Banco do Brasil (à Rio de Janeiro et à Brasilia) et l'Instituto Tomie Ohtake (São Paulo). À ce jour, São Paulo reste le centre du marché brésilien. Lors de sa dernière édition, la biennale de São Paulo a accueilli 111 artistes venus du monde entier et quelques 3.000 œuvres étaient exposées. 130.000 visiteurs se sont rendus dans la 2^{ème} plus ancienne biennale au monde après celle de Venise. Plus à l'est, ArtRio est désormais une manifestation importante : cette année, 114 galeries étaient présentes, avec de grands noms, dont David Zwirner, White Cube, Sadie Coles et Hauser & Wirth. Dans le classement *Artprice* des artistes contemporains d'Amérique latine les plus vendus en 2011, les quatre premiers sont brésiliens.

Cependant, le pays n'ambitionne pas nécessairement de devenir une place comme Hong Kong, New York, Singapour ou Shanghai. Le Brésil s'oriente vers un fonctionnement plus ouvert, avec un marché dynamique, mais ne se basant pas sur les ventes record. Le marché brésilien, fort d'une grande demande intérieure, peut trouver son équilibre en y répondant. Dans le même temps, l'art n'y bénéficie pas, comme dans de nombreux pays, d'allègements fiscaux : il existe une taxe de 43% sur les importations d'œuvres, ainsi qu'une taxe nationale touchant la circulation des biens et des services (pouvant aller jusqu'à 25%). Au niveau régional, l'art est également soumis à une taxe à l'importation et une TVA fédérales. Les règles sont peu lisibles et changent régulièrement, ce qui ne facilite rien : il est difficile d'expliquer à un client qu'on ne sait pas combien son œuvre va lui coûter. Ainsi, si jusqu'à présent, le

marché brésilien reste étroit, avec seulement quatre ou cinq artistes dont les prix atteignent des montants significatifs, les récentes enchères de premières stars, telles Beatriz Milhazes et Adriana Varejão, ou le succès des œuvres de Lygia Clark, peuvent permettre de tirer le marché vers le haut et de faire émerger une partie de la jeune et talentueuse nouvelle génération d'artistes brésiliens.

Pour revenir sur des marchés plus « murs », certains voient poindre le retour à un ordre mondial, bouleversé depuis quelques années. Il semble, en effet, que les Etats-Unis sont en train de reprendre le leadership sur la Chine. En quelques années, le marché chinois a pourtant fait un bon spectaculaire, passant de la troisième marche du podium, ravie à la France en 2007, à une première place devant le Royaume-Uni et les États-Unis. Seulement, le ralentissement est bien là et les ventes aux enchères, élément moteur de l'envolée du marché en Chine, ont chuté de 30% en 2012. Ce déclin a profité aux États-Unis, où les ventes ont progressé de 5%.

Quoi qu'il en soit, et comme toujours en temps de récession, seul le marché haut de gamme se porte vraiment bien. Le nombre des transactions sur le marché mondial a reculé d'un peu moins de 4% en 2012. Malgré l'excitation habituelle des collectionneurs à la veille de la Tefaf de Maastricht (du 15 au 24 mars), la foire s'est tenue cette année dans un climat de prudence.

Immobilier : le risque Friggit

On considère que les prix ne peuvent durablement croître plus vite que les salaires, sans provoquer, à un moment donné, une rupture. De 1965 à 2000, le ratio de l'indice du prix des logements rapporté au revenu par ménage en France, appelé « courbe de Friggit », est resté constant, à 10% près, évoluant ainsi dans un tunnel horizontal, le fameux tunnel de Friggit. Cette régularité est d'autant plus remarquable qu'elle est observée malgré de grandes fluctuations de l'environnement du marché immobilier : conditions de financement, inflation, croissance démographique, construction de logements,...

Seulement, depuis 2002, la courbe est bel et bien sortie du tunnel ! C'est ce paramètre qui, généralement, incite certains à annoncer un krach, ou du moins une forte chute de l'immobilier. C'est aussi celui-ci qui pousse certaines grandes institutions mondiales, comme l'OCDE, à considérer que les prix sont surévalués en France, de 15 à 20%. L'Hexagone serait le numéro un en Europe pour la surévaluation des loyers par rapport aux prix de vente (mais derrière le Canada, Hong Kong et Singapour) et le numéro un mondial pour la surévaluation des prix par rapport aux revenus des ménages. Selon *The Economist*, les loyers y seraient surcotés de 50% et les prix de 35%.

Depuis le temps que l'on entend cela... Toujours pas de véritable chute des prix ... C'est le paradoxe de la crise

actuelle, avec une forte chute des volumes depuis un an, mais des prix stables : d'un point de vue économique, les choses devraient être inversées. On considère généralement qu'un délai maximum de 18 mois sépare la baisse des volumes de celle des prix.

La prévision reste un exercice délicat. Le marché résidentiel semble être entré en phase de correction depuis l'an dernier. En 2013, dans un environnement de taux du crédit immobilier au plancher et du fait de la faiblesse de l'offre, certains tablent sur une baisse modérée des prix de l'ancien de l'ordre de 5 à 6% en glissement annuel, soit un repli cumulé de 8% entre fin 2011 et fin 2013. Les ventes dans l'ancien reculeraient d'environ 10%. Seule une forte remontée des taux de rendement obligataires puis, dans son sillage, des taux de crédit, remettrait en cause ce scénario. Dans le neuf, les ventes se stabiliseraient à un bas niveau en 2013.

Les prix de l'immobilier en France se maintiendraient donc, pour cette année encore, à un niveau élevé ou, au pire, baisseraient de moins de 10%... Etonnant !

Concernant le marché résidentiel haut de gamme, en France comme ailleurs, le risque majeur auquel il est aujourd'hui, paradoxalement, exposé est sa popularité : celle-ci entraîne une concentration d'investissements... difficile à contrôler. Chaque mois, la croissance combinée des quinze premières économies émergentes équivaut à la création d'une économie telle que celle de la Grèce (sans sa dette). De plus en plus de personnes souhaitent et peuvent s'offrir une maison à Londres, une villa sur *The Peak* à Hong Kong, un appartement dans *l'Upper East Side* à Manhattan ou/et un chalet à Courchevel. Et voilà le hic : la demande est en constante augmentation face à un « stock » saturé.

Le manque de place et d'accessibilité tend à devenir une question politique et, pour ralentir la croissance des prix, les gouvernements imposent de nouvelles règles. De Dubaï à Sydney, en passant par Shanghai et Singapour, des restrictions sont ainsi mises en place. C'est aussi le cas en Europe, avec, à titre d'exemple, les refus, voire les annulations, de permis de construire dans les communes suisses possédant plus de 20% de résidences secondaires. La création de richesse se développant, on ne peut que s'attendre à d'autres tentatives des gouvernements pour contrôler les débordements. Quoi qu'il en soit, les prix du haut de gamme continuent d'augmenter : La crise continue de susciter un appétit énorme pour les actifs réels !

L'Asie-Pacifique a vu la plus forte croissance des prix de l'immobilier résidentiel *prime*, Indonésie en tête, avec Jakarta (+38%) et Bali (+20%). Il est vrai que le PIB indonésien a progressé de plus de 6% sur cinq des six dernières années. L'afflux des acheteurs non-résidents pourrait soutenir la tendance en 2013. La Thaïlande a, quant à elle, enregistré une croissance respectable, poussée par une offre relativement faible face à un

intérêt croissant des investisseurs, avec une hausse des prix de 9,4% à Bangkok et à de 4,7% à Phuket. En Chine, les diverses restrictions sur les prêts hypothécaires et les acquisitions par les non-résidents n'ont pas suffi à empêcher la croissance des prix de l'immobilier haut de gamme à Shanghai et Beijing. La situation est similaire à Hong Kong où, en dépit de nouvelles restrictions, notamment un droit additionnel de timbre de 15% pour les acheteurs étrangers (y compris ceux de la Chine continentale), le taux de croissance des prix a presque doublé, passant de 4,6% en 2011 à 8,7% en 2012.

Au Moyen-Orient, Dubaï, symbole de la récession en 2008-2009, s'est distingué par une croissance de 20% l'an dernier, grâce à une reprise de la demande, soutenue par sa situation de plaque tournante stratégique, drainant la richesse du Moyen-Orient, d'Afrique du Nord et d'Asie centrale. Cette croissance rapide des prix a été suffisante pour que la Banque Centrale des Emirats Arabes Unis impose des restrictions au crédit début 2013

Miami, Londres et New York restent le symbole du marché « refuge ». La clientèle européenne a alimenté le marché londonien, peu à peu remplacée par celle du Moyen-Orient, d'Asie, d'Afrique, et toujours par les russes. Ces derniers sont de plus en plus nombreux à New York et à Miami, au coude à coude avec les sud-américains.

Concernant l'immobilier commercial, les conditions du marché restent difficiles au premier semestre, mais la reprise en Amérique du Nord et en Asie devrait compenser une activité modérée en Europe. Parmi les dix premières villes du monde par le volume des investissements, six sont aux États-Unis, et New York occupe la première place. En Europe, l'investissement a chuté de 19% en 2012. Néanmoins, des possibilités se font jour, en particulier dans les pays où la croissance économique a bien résisté en 2012 (Allemagne, pays nordiques, Pologne,...).

N'oublions jamais, bon sens anglais pour un investissement immobilier, la règle des 3L : « *location, location, location* » !

Marchés financiers : au-delà du réel

Economie

Poursuite de la crise européenne, accélération de la Chine, retour à la croissance aux États-Unis, fin espérée d'une décennie déflationniste au Japon... 2013 s'annonce animée sur le plan macro-économique.

En Europe, rien ne semble indiquer une reprise à court terme, dans un contexte toujours marqué par les politiques d'austérité. Mais la nouvelle doctrine de la BCE a au moins éloigné le risque d'implosion de la zone Euro. Ainsi, malgré les turbulences récentes en Europe, les

taux d'intérêts espagnols et italiens restent sous les 5% (7% il y a un an), signe que les marchés ont confiance dans la capacité de la BCE à jouer le pompier en cas de nouvelle crise. Les marchés européens ont étonnamment bien résistés dans un environnement économique difficile : le continent est en récession, Allemagne comprise. Même le Royaume-Uni, jusqu'ici protégé, a perdu son AAA. Côté bancaire, la 3^{ème} banque italienne et la 4^{ème} hollandaise ont dû être sauvées par les pouvoirs publics. Au niveau politique, ce n'est pas mieux : les élections italiennes ont accouché du scénario tant redouté, celui d'un gouvernement sans majorité dans les deux chambres.

A Bruxelles, les gouvernements européens se sont encore pris les pieds dans le tapis. Les dirigeants Allemands, en pleine année électorale, ont rejoint les scandinaves pour refuser de sauver Chypre sans contreparties et ont obtenu, après une nuit de négociation, que les dépôts bancaires soient taxés dès le 1^{er} Euro. Les citoyens chypriotes payant ainsi pour la restructuration de la dette grecque (qui, par ricochet, a entraîné la faillite des banques de l'île). Petit souci, comme pour l'Italie, il existe un parlement, démocratiquement élu par les citoyens qui a, grande, grande surprise pour les technocrates bruxellois, refusé d'approuver la taxe (qui pouvait en théorie représenter 32% du PIB !). A l'heure où nous écrivons ces lignes, tout le monde cherche encore un plan B. En attendant les banques sont fermées depuis 6 jours. Situation certainement propice au redressement économique de l'île... Voici encore une belle preuve de solidarité européenne, de courage politique et, parlons franchement, d'amateurisme !

Comme l'ont prouvé les italiens, qui ont relégué très loin le favori de Bruxelles, les citoyens européens peuvent encore se rebeller contre les politiques d'austérité. Heureusement pour Bruxelles, à part un nouveau vote en Italie à la rentrée, il n'y a pas d'autres élections prévues cette année dans des pays à « risque ».

Outre-Atlantique, la reprise sera à surveiller. En effet, l'incertitude entourant la politique budgétaire persiste en raison du désaccord structurel des Républicains et des Démocrates sur le plafonnement de la dette et sur les moyens pour faire baisser le déficit public (estimé à 5.7% du PIB en 2013, bien loin des 3.5% ciblés en France). Malgré ce risque, les indicateurs économiques sont optimistes avec une reprise du marché immobilier, des créations d'emplois et l'euphorie des marchés financiers, qui battent des records historiques, aidés par les \$85 Mds injectés par la Fed tous les mois.

En Asie, la grande nouveauté vient du Japon (toujours 3^{ème} puissance économique mondiale), où le nouveau premier ministre entend mettre fin à la déflation endémique du pays en rehaussant l'objectif d'inflation à 2%. Cela passe par la mise en place d'une politique de monétaire ultra accommodante qui entraîne de facto la dépréciation du Yen (-17% de sa valeur face au dollar

depuis novembre 2012). Le principal risque de cette politique est de raviver une guerre des devises et de fragiliser la coopération entre banques centrales mis en place depuis 2008.

Du côté des pays émergents, la situation est très disparate. Il n'est plus possible de parler des émergents comme un ensemble homogène, les pays font face à des défis différents. L'Inde doit accentuer la libéralisation de son marché et continuer de lutter contre la corruption pour attirer les investisseurs étrangers. Le Brésil souffre d'un redémarrage poussif de son économie à cause d'un taux d'inflation élevé (5.5%) et d'une hausse des salaires trop rapide. Heureusement la Chine semble confirmer son redémarrage, en trouvant un nouvel élan grâce à la consommation intérieure que souhaite développer le nouveau président Xi Jinping, tout en tâchant de contrôler la bulle immobilière.

Marchés financiers

La performance des marchés en 2013 restera probablement guidée par le flux de liquidités en provenance des banques centrales. On constate un début de rotation des portefeuilles, des placements obligataires vers les actifs risqués, actions principalement. Le S&P 500 a atteint son record historique (+ 8%), l'indice japonais a également gagné 19% depuis le début de l'année ! Malgré l'incertitude en Europe les marchés se tiennent, CAC 40 (+3%), DAX (+4%), Eurostoxx50 (+2%). Les pays défensifs sont pour autant toujours privilégiés, tels la Suisse et la Norvège, qui ont progressé respectivement +13% et +7% depuis janvier. En France, les entreprises fortement exposées aux zones émergentes affichent des performances solides. Dans les secteurs du luxe et des spiritueux, l'Oréal (+13%), Hermès (+15%), PPR (+22%) et Pernod Ricard (+10%) jouissent d'une croissance organique à l'international avec des bénéfiques records en 2012. Même les cycliques comme l'automobile, Peugeot (+14%) et Renault (+24%), profitent de l'engouement actuel. Cependant, pour les mois à venir, les déceptions politiques doivent inciter à la prudence sur l'Europe du Sud, pour se concentrer plutôt sur les secteurs exposés

à la croissance mondiale, ou défensifs comme la santé. A long terme, le potentiel demeure (valorisations faibles, forte exposition aux pays émergents, peu de dettes) mais il convient de rester prudent, le retour à la normale n'est peut-être pas pour tout de suite !

De l'autre côté de l'Atlantique, le redémarrage de l'activité se poursuit, mais au prix d'un fort déficit budgétaire. Plus que la macro-économie, c'est la FED qui va apporter du soutien : en annonçant sa poursuite de sa politique d'achat d'actifs et de création monétaire, elle confirme un soutien permanent aux marchés financiers, atténuant le risque de baisse. Mais le potentiel de hausse paraît plus limité à long terme qu'en Europe (qui est toujours 40% en deçà du plus haut de 2007).

Mieux vaut sélectionner un par un les pays émergents. La Chine et ses voisins semblent offrir une sérieuse perspective de reprise. Celle-ci pourrait avoir un impact ultérieur sur les matières premières, dont bénéficieraient le Brésil et la Russie. Même si ce n'est pas l'objectif du gouvernement chinois, qui cherche à soutenir la consommation plutôt que l'investissement.

Côté taux d'intérêts, les rendements sont toujours historiquement bas. Le dynamisme américain a fait légèrement remonter les taux à 10 ans à 2%, alors qu'en Europe, le « flight to quality » maintient les taux français à 2% et allemands à 1.3%. Les entreprises, en conséquence, offrent souvent des rendements obligataires inférieurs au rendement du dividende. Cela entraîne les investisseurs, qui recherchent des revenus, vers des signatures de plus en plus risquées et des maturités de plus en plus longues, ce qui n'est pas sans risques ! L'essentiel des gains sur l'obligataire semble derrière nous, il faut donc être sélectif. L'apparition d'une bulle sur le marché du crédit n'est pas loin, bien que le risque de hausse des taux reste contenu à court terme par les banques centrales.

Fini de rédiger le 22/03/13

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 SAS.