

# LA LETTRE

## MJ & Cie

INDEPENDENT FAMILY WEALTH ADVISORS

N°44 / 4ème trimestre 2016

[www.mj-et-cie.com](http://www.mj-et-cie.com)

Paris - Genève

 ENFO - European Network of Family Offices

 AFFO - Association Française du Family Office

MJ&Cie adhère à la charte de l'AFFO, et s'engage à en appliquer et promouvoir les principes, Gages de fiabilité, de professionnalisme et d'éthique.



### Sommaire

<b>HUMEUR.....</b>	<b>3</b>
<b>MJ&amp;Cie.....</b>	<b>3</b>
<b>IDEES.....</b>	<b>4</b>
<i>(Good) Morning !</i>	
<i>Taxe sur le paysage</i>	
<i>Cigales (grecques) et fourmis (suisses)</i>	
<i>De l'âge et du patrimoine</i>	
<b>NEWS.....</b>	<b>5</b>
<i>Perle rare</i>	
<i>Philanthropie française</i>	
<i>Monaco en pointe</i>	
<i>OCDE - I</i>	
<i>OCDE - II</i>	
<i>Sustaining momentum</i>	
<i>Global Family Office Report (UBS / Campden)</i>	
<i>Baromètre AFFO</i>	
<i>Airbnb at risk</i>	
<i>RDR – le revers de la médaille</i>	
<i>Vendanges, creux de vingt ans</i>	
<b>PRATIQUE.....</b>	<b>7</b>
<i>In vino veritas?</i>	
<i>(Micro)-taxe</i>	
<i>Fondations actionnaires</i>	
<i>ISF portugais</i>	
<i>Pour 100€..... Un investissement immobilier !</i>	
<i>Révocation... pour ingratitude</i>	
<b>CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES</b>	<b>9</b>
<i>Art, valeur sure</i>	
<i>Immobilier – Horizons</i>	
<i>Marchés, certes brouillés...</i>	

*Depuis 2001,*

*Nous accompagnons les grands patrimoines,*

*Français et internationaux.*

*Aux côtés d'entrepreneurs et de familles,*

*Nous avons établi de nouveaux standards professionnels,*

*Dans un partenariat de confiance.*

*Il se décline au travers de valeurs et d'expertises*

*Qui ont forgé notre réputation.*

*Toute l'équipe de MJ&Cie est fière de ces réalisations,*

*Bâties sur la confiance de ses clients,*

*Et la pérennité de sa structure.*

## HUMEUR

« Le progrès n'est que l'accomplissement des utopies. »  
(O. Wilde)

Le cours de l'histoire n'est pas un fleuve tranquille, qui nous emmène du Brexit à Trump au référendum italien, d'une hausse de taux redoutée à une hausse des marchés inattendue. Il faut pourtant savoir croire en l'avenir et agir pour le faire devenir ce que nous voulons. Incertain, inconnu, il est trouble et angoissant, il fait surgir les peurs qui s'expriment dans les urnes, mais il est aussi l'évolution de nos sociétés, dans un progrès technologique qui semble nous dépasser. Le monde sinistre d'un Orwell paraît souvent plus facile à imaginer que celui d'utopies devenues de belles réalités !

C'est pourtant dans ces moments d'immenses changements que s'exprime aussi la capacité de l'homme à s'adapter, à inventer, à trouver.

Face aux interrogations, à un monde d'une complexité inégalée, à un environnement de plus en plus exigeant, économiquement, réglementairement, fiscalement, socialement, les grands patrimoines se doivent de disposer de ressources adaptées. L'enjeu réside autant dans la pérennisation que dans l'appréhension du changement, qui met en danger le patrimoine familial, matériel, et immatériel.

Le family office, acteur autant qu'observateur, conseil autant que partenaire, doit s'inscrire dans une capacité forte de répondre ces impératifs.

A l'heure où MJ&Cie célèbre 15 ans d'activité et de développement, dans le respect d'une éthique et d'un professionnalisme unanimement salués, ces enjeux constituent les meilleurs moteurs d'une équipe motivée à poursuivre l'écriture d'une histoire qui s'accélère.

En 2001, la page blanche qui s'ouvrait sur une idée encore inexplorée, pouvait pourtant sembler proche de l'utopie !

## MJ&Cie

### Conseil Stratégique !

L'Advisory Board de MJ&Cie s'est réuni début novembre à Lausanne, sur le campus de l'IMD (International Institute for Management Development), afin de poursuivre sa réflexion sur les atouts d'un modèle encore peu répandu en Suisse et sur lequel MJ&Cie s'affirme comme un précurseur reconnu. Ces travaux permettent d'enrichir la pratique et les processus du family office au service d'une clientèle exigeante, aux besoins larges. C'est également une occasion de réfléchir aux améliorations que MJ&Cie peut apporter à son fonctionnement afin d'assurer une gouvernance forte, gage d'une pérennité de très long terme pour l'accompagnement des familles.

### MJ&Cie philanthrope !

Toute l'équipe de MJ&Cie est engagée, au travers du Comité Philanthropique, mis en place depuis plusieurs années, à apporter un soutien à des causes reflétant la responsabilité citoyenne de la société. L'enfance est depuis toujours au cœur de ces actions. MJ&Cie est aussi attaché à mesurer directement et simplement l'impact de ces actions.

Cette année, le Comité contribue à l'action de « *Toutes à l'Ecole* », association qui propose, au Cambodge, une scolarisation de haut niveau aux jeunes filles les plus démunies, afin de les conduire à un métier qui leur apportera liberté et dignité. MJ&Cie a par ailleurs souhaité renouveler son soutien à l'association l'Enfant Bleu, venant en aide aux enfants victimes de maltraitements.

En 2015, le Comité Philanthropique avait en effet décidé de soutenir pour la première fois l'Enfant bleu. Une aide qui avait permis de financer près de 5% des activités d'assistance thérapeutiques annuelles de l'association ! MJ&Cie avait également apporté son soutien à l'initiative *Give for France*, mise en place par la Fondation de France à la suite des attentats du 13 novembre.

### MJ&Cie en scène !

ESCP Europe (MS International Wealth Management)  
Paris – « *Les grands intervenants du Wealth Management* ».  
Londres – « *Charities and Philanthropy in Wealth Management* ».

### MJ&Cie dans la presse !

Efinancialcareers – Sept. 2016 : « *Family Officer : un métier souvent méconnu et pourtant en plein développement* ».  
Gestion de Fortune – Sept. 2016 : « *L'immobilier, premier investissement des familles clientes des family offices* ».  
Efinancialcareers – Sept. 2016 : « *Ce qu'il faut retenir du premier baromètre français sur le family office* ».

### AFFO

Gestion quantitative/multifactorielle, marché de l'art, conjoncture et perspectives : les thèmes abordés à l'occasion des matinées thématiques de l'AFFO (Assoc. Française du Family Office, F. Mollat du Jourdin en est Secrétaire Général) depuis l'été ont permis de couvrir des sujets larges.

Les Rencontres Annuelles, le 5 décembre au Cercle de l'Union Interalliée, célébraient, comme MJ&Cie, les 15 ans de l'association ! Elles se sont penchées sur « le monde en mutation », avec l'intervention d'orateurs de premier plan (JM. Dru – Chairman TBWA/Pdt UNICEF, M. Segalen – Ethnologue, Prof. Émérite, JH. Lorenzi – Pdt Cercles des Economistes) qui alimentait la réflexion d'un parterre de plus de 150 invités. Cette journée fut également l'occasion

de remettre, pour la 4<sup>ème</sup> année, le prix de l'AFFO, qui récompense un mémoire de Master présentant un intérêt remarquable pour le métier de family office. Cette année, le prix a ainsi été remis à une étudiante de l'IAE de Bordeaux, Lola Michel, pour son mémoire consacré à « *la pérennité dans les entreprises familiales viticoles bordelaises* ». S'appuyant sur le cas de la Maison Janoueix, l'un des 300 acteurs de la région, ce travail analyse les facteurs de pérennité et de résilience, à travers la construction d'un modèle théorique basé sur la vision long terme, la gestion du capital humain, l'enracinement du pouvoir, la rentabilité économique et la transmission.

Le Guide du Family Office, édité en 2016, a également été présenté à cette occasion. Recueil de témoignages du quotidien de family officers, qui illustrent ainsi la réalité d'un métier parfois difficile à cerner, cette présentation était appuyée par le témoignage de membres de deux grandes familles transgénérationnelles, sur la vertu de disposer d'un family office.

### ENFO

European Network of Family Offices (F. Mollat du Jourdin en est Président) s'est réuni en septembre afin de réfléchir aux enjeux du métier au regard de l'évolution économique et politique (Brexit) mais surtout règlementaire (MIFID 2) en Europe. Des conséquences pratiques en découlent, que les membres déclinent au travers de projets communs.

ENFO réunit des acteurs de référence en Europe, qui partagent une vision et une éthique communes du métier de family office. Le réseau leur offre l'opportunité de partager expériences et projets.

### IDEES

#### (Good) Morning !

La banque traditionnelle pourrait bientôt être aussi obsolète que le bas de laine des siècles passés. Le « Compte-Nickel », service alternatif de compte bancaire et moyen de paiement, créé en 2012 (la Lettre n°34) peut en témoigner. Ce compte « sans banque » qui s'ouvre en 10mn chez les buralistes avec une pièce d'identité et un numéro de téléphone mobile pour seulement 20€ (frais annuels), vient de passer le cap des 400 000 clients.

Quant à Morning, jeune FinTech toulousaine qui s'est d'abord spécialisée dans la cagnotte en ligne, elle vient de décider de créer une néo-banque plus transparente et collaborative. Néo-banque, parce que rien n'y est fait comme dans une banque mais que, jusqu'à preuve du contraire, et l'invention d'un néologisme solide, aucun mot ne s'applique mieux à la gestion de son argent que le mot banque. Collaborative car les utilisateurs peuvent voter pour les fonctionnalités qu'ils aimeraient voir développées dans le futur. Dès la fin de l'année, la carte permettra, en un clic, depuis son espace personnel ou depuis l'application, de choisir son code PIN, activer/désactiver

temporairement la carte et le retrait d'espèces, autoriser/bloquer le paiement sans contact et les paiements en ligne et gérer ses plafonds. La carte, gratuite, ne cache ni frais de gestion ni abonnement mais n'autorise pas de découvert.

Ceux qui rêvent d'une banque pourraient bien l'avoir trouvée. En concurrence frontale avec la Fintech allemande Number 26, Morning n'est adossée à aucune banque en France et a développé son propre système d'information. Agréée « Établissement de paiement », par l'ACPR, elle détient une licence de membre principal Mastercard et proposera, dès 2017, la fonction prélèvement et virement grâce aux IBANs. L'avènement des néo-banques est en marche !

### Taxe sur le paysage

Votre maison est baignée par le soleil, vous disposez d'une vue imprenable sur la mer ? Tremblez. A l'avenir, vous pourriez bien payer une taxe foncière en hausse de 10 à 20%.

Le gouvernement portugais a en effet annoncé la mise en place, au niveau municipal, d'un impôt foncier proportionnel à l'intensité de la lumière naturelle et à la vue dont le logement bénéficie. Le propriétaire d'un appartement situé en rez-de-chaussée ou particulièrement exposé au bruit aurait quant à lui de bonnes chances de voir le montant de sa taxe foncière diminuer. Cette taxe ne devrait pas s'appliquer à tous les propriétaires, mais uniquement à ceux qui ont acheté ou fait estimer leur logement récemment.

### Cigales (grecques) et fourmis (suisses)

Les Français sont de gros épargnants. C'est en tout cas ce que veut la croyance. Pourtant, à en croire une étude comparative menée par le site Expert Market, la France n'est pas le pays où l'on épargne le plus. A partir du salaire annuel moyen et du taux d'épargne des ménages, selon les dernières données de l'OCDE, le site a établi un classement. Et si dans le haut du tableau, on trouve principalement des pays d'Europe, ce sont aussi des Européens qui trustent les dernières places avec des pays dont le taux moyen d'épargne est même négatif.

Avec 9 937€ mis de côté par an, les Suisses sont de loin les plus gros épargnants des pays de l'OCDE. Le taux d'épargne annuel des ménages se trouve en moyenne autour de 19%. Au pays des banques, les travailleurs épargnent en moyenne 1,1€... par heure.

C'est presque le double de ce que mettent de côté les Suédois. Avec 0,7€ épargnés toutes les heures, cela représente, par ménage, un taux moyen de 15,7%, soit 5.752€ par an. Puis viennent la Norvège (4.147€), l'Australie (4.139€), premier pays non-européen, et enfin les Allemands bouclent ce top 5 avec un taux d'épargne annuel de 9,5%. Au final, la France n'est que 6ème de ce

classement, juste devant l'Autriche, les Pays-Bas et enfin les Etats-Unis. Les Français n'épargnent que 37 centimes par heure, à un taux moyen annuel par ménage de 8,9%. Cela représente 3 279,5€ mis de côté en moyenne par an.

Outre-Manche, l'épargne est très largement boudée. En effet, le Royaume-Uni ne se classe que 23ème sur les 30 pays de l'OCDE étudiés par Expert Market, avec un taux d'épargne annuel négatif (-0,2%). Le trio de fin est constitué du Portugal (28ème, -4,1%), la Lettonie (29ème, -11,2%) et enfin la Grèce (30ème). Un Grec bénéficie de l'épargne annuelle la plus faible, avec -3 895.7€, ce qui correspond pratiquement à une perte de 0.45€ par heure!

Et si l'on en faisait un indicateur d'investissement long terme ?

### **De l'âge et du patrimoine**

Si l'on observe la pyramide des âges de la France à l'horizon 2050, le sommet est plus important que la base, les personnes âgées plus nombreuses que les enfants.

Or, le vieillissement des détenteurs de capital emporte des conséquences : leurs comportements patrimoniaux peuvent changer, comme leurs attentes, leur appétence au risque, qui décroît, leur besoin renforcé de protection. Sans parler de l'augmentation des mesures de protection (tutelle ou curatelle, mandats de protection future).

Sur ce plan déjà, le défi est majeur. Un énorme travail de pédagogie s'impose. Le Japon est à cet égard très avancé, qui a développé la prévoyance pour couvrir le risque de dépendance.

Par ailleurs les personnes qui partent à la retraite, cèdent une entreprise, devront continuer à créer de la valeur avec leur patrimoine. Avec un horizon de vie de 4 décennies, on ne peut se satisfaire de voir son épargne fondre au fil des années, il faut une approche viagère. Quand les taux longs sont nuls, la difficulté est de préserver, a fortiori accroître, le pouvoir d'achat de son patrimoine. Pour les conseils en patrimoine, le challenge sera de convaincre des épargnants de plus en plus âgés que l'absence de risque les condamnera à une perte certaine.

Plus que jamais, les évidences démographiques doivent être intégrées au conseil patrimonial ! Il faut sortir des sentiers battus et des raisonnements traditionnels, sans céder aux modes. Par sa capacité de veille et de recherche, le family office s'inscrit naturellement dans la réponse à cet impératif.

## **NEWS**

### **Perle rare**

34 kg, 61 cm de long et 31 cm de large : c'est probablement la plus grosse perle naturelle du monde, trouvée par un pêcheur philippin à Puerto Princesa au large de la côte de

Palawan et conservée sous son lit pendant 10 ans, pensant qu'elle lui porterait chance. Il tomba sur ce trésor quand son ancre se bloqua contre un rocher et l'obligea ainsi à plonger pour la libérer. Elle est actuellement conservée en lieu sûr et sera prochainement soumise à l'expertise de gemmologues. Elle n'est pas, loin s'en faut, d'une régularité parfaite, mais pourrait néanmoins être estimée quelques €100M !

### **Philanthropie française**

Une étude récente de l'Observatoire de la Fondation de France met en lumière la diversité des habitudes de dons entre les régions françaises. Si Paris et sa région sont prépondérantes (33% du total national des dons, don moyen de 653€ par rapport à une moyenne nationale de 391€, 66% des fondations françaises abritées), certaines régions se démarquent.

Parmi les territoires qui se détachent aux côtés de l'Ile-de-France, on retient l'Alsace, avec une proportion de foyers donateurs élevée et un don moyen nettement supérieur à la moyenne nationale, ainsi que la région Rhône-Alpes, avec la 2ème contribution la plus importante au total national des dons. Le pourtour méditerranéen enregistre des dons très importants pour peu de foyers donateurs. A l'inverse, la Bretagne se distingue par sa forte proportion en foyers donateurs mais un don moyen plus faible (297€).

Globalement, on constate que le montant des dons est lié aux richesses disponibles ainsi qu'aux poids des grandes agglomérations. La générosité en France peut se décliner en deux « modèles » : dans les zones économiquement plus dynamiques, la générosité est répandue mais moins importante tandis que dans les zones moins dynamiques, ce sont les couches les plus aisées de la population qui contribuent à la générosité.

En France en 2014, le montant des dons déclarés à l'administration fiscale s'élevait à €2,3Mrd. Quant aux fondations, leurs actifs financiers ont été évalués à près de €22Mrd pour 2 213 fondations actives.

### **Monaco en pointe**

Monaco a adopté fin novembre une réglementation visant à organiser le métier de multi family office. Elle s'inscrit dans un mouvement général de reconnaissance de ce métier.

Ce texte apparait, de très loin, comme le plus abouti des initiatives en la matière (le Luxembourg avait adopté un texte en 2012, faisant la part belle aux banques, avocats et experts-comptables, ce qui prêtait à de nombreuses interrogations sur la finalité et la pertinence du projet).

La Principauté acte ainsi le rôle essentiel de ces entités, pour conseiller, accompagner et coordonner les prestataires de grandes fortunes, dans un alignement d'intérêts qui interdit en conséquence que le capital soit

majoritairement contrôlé par une institution financière, et oblige à une rémunération exclusivement en honoraires, totalement transparente.

15 ans après la création de MJ&Cie sur un concept que cette loi reflète par nombre de ses caractéristiques, et faisant un large écho aux travaux menés par l'AFFO, cette avancée conforte la pertinence et la valeur des choix réalisés dès 2001 par les fondateurs de MJ&Cie !

### OCDE - I

Une nouvelle étape a été franchie dans la mise en œuvre de l'échange automatique d'informations relative aux comptes financiers : les relations d'échanges viennent d'être activées parmi les premières juridictions signataires du fameux Common Reporting Standard (CRS) de l'OCDE.

Au total, 101 juridictions se sont engagées à lancer l'échange automatique de renseignements relatifs aux comptes financiers en septembre 2017 et 2018 dans le cadre du CRS, reflétant leur détermination à honorer leur engagement politique dans la lutte contre l'évasion fiscale. A moins que la nouvelle administration américaine ne renverse le sens de l'histoire ?

### OCDE - II

Le Brésil, Guernesey, Jersey, l'île de Man et la Lettonie viennent de signer l'accord de l'OCDE visant à renforcer la transparence des multinationales en matière fiscale, portant à 49 le nombre de signataires de cet instrument. Il s'agit d'une nouvelle étape dans la mise en œuvre du projet sur l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices, ainsi qu'un renforcement sensible de la coopération internationale en matière fiscale.

Les administrations pourront désormais comprendre comment les multinationales structurent l'ensemble de leurs transactions. Objectif ? Faire en sorte que chaque entreprise verse une juste part d'imposition dans la juridiction où sont menées les activités et la création de valeur correspondante. Les problèmes liés à l'érosion de la base d'imposition et au transfert de bénéfices revêtent en effet une importance toute particulière dans les pays en développement, dont les recettes fiscales dépendent fortement de l'impôt sur les bénéfices et notamment de celui acquitté par les multinationales.

Sans imaginer un monde parfait, il est certain que ces initiatives favorisent une plus grande équité fiscale. Mais les séismes que sont le Brexit et l'élection de D. Trump, pourraient sérieusement remettre en cause ces tendances. Espérons que l'Europe saura rester arrimée à ces projets, qui sont aussi des réponses de long terme aux enjeux socio-politiques rencontrés par le monde occidental !

### Sustaining momentum

La finance éthique et solidaire, ou finance alternative, recoupe des réalités bien différentes (méthodes mises en œuvre, finalité des placements), dont le dénominateur commun est l'attention portée à des critères extra-financiers (social, développement,...).

Le 2ème Annual European Alternative Finance Industry Survey montre que le marché global européen de la finance alternative en ligne a crû de 92% pour atteindre €5 431M en 2015. Le Royaume-Uni mis à part, l'industrie européenne de la finance alternative en ligne a augmenté de 72% de €594M en 2014 à €1 019M en 2015. L'industrie continue à maintenir le rythme, avec une expansion substantielle des volumes de transactions enregistrés à travers presque tous les modèles de finance alternative en ligne. Plusieurs tendances :

- En 2015, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas sont les trois premiers pays en Europe, hors Royaume-Uni, en termes de volume de marché (respectivement €319M, €249M et €111M) ;
- Le crédit à la consommation de pair à pair (peer-to-peer consumer lending) est le segment le plus important de la finance alternative, avec €366M enregistrés en 2015 en Europe. Le crédit aux entreprises arrive second avec €212M, suivi de l'investissement participatif (equity-based crowdfunding - €159M) et du crowdfunding avec récompense (reward-based crowdfunding - €139M) ;
- Les institutionnels y ont une part de plus en plus active : en Europe continentale en 2015, 26% des crédits à la consommation et 24% des crédits aux entreprises ont été financés par des fonds de pension, des FCP, des sociétés de gestion et des banques.

Sans prétendre à la solution idéale, cette finance alternative offre évidemment des alternatives de placements, à un moment où l'épargnant cherche activement de nouvelles solutions mixant de façon raisonnable risques et espérances de rendement !

### Global Family Office Report (UBS / Campden)

L'étude menée auprès de 242 family offices internationaux dévoile à nouveau les principales tendances de ce métier en constante évolution :

- Une performance globale en forte baisse : 0,3% en 2015 (contre 8,5 en 2013 et 6,1 en 2014) ;
- D'importants changements dans l'allocation, avec une croissance continue de l'investissement dans le private equity, majoritairement au travers de fonds et une baisse de l'investissement dans les hedge funds ;
- Une maîtrise des coûts accrue, avec plus d'un tiers des family offices affirmant être davantage ou bien plus soucieux des coûts qu'un an auparavant ;
- 43% des family offices prévoient de faire face à un changement de génération dans les dix années à venir

et 69% dans les quinze prochaines. Il n'est donc pas étonnant que la mise en place d'un plan de succession soit devenue la priorité majeure de gouvernance dans les 12-24 mois ;

- L'impact investing avec le temps, a su convaincre les family offices. Ils sont en effet 61% à être actifs dans ce domaine ou à espérer le devenir. 47% d'entre eux y voient un moyen plus efficace d'avoir un impact social que ne l'aurait la philanthropie. La génération des Millenials n'est pas étrangère à ce phénomène.

### **Baromètre AFFO**

Le premier baromètre AFFO / OpinionWay révèle que les familles préfèrent majoritairement la prudence (69% choisissent la performance avec risque modéré). Elles se tournent ainsi plutôt vers les placements immobiliers : ces derniers représentent 30% de l'allocation d'actifs (23% pour les actions cotées, 17% pour le private equity et 3% pour la philanthropie/l'art).

### **Airbnb at risk**

Depuis quelques années déjà, la mairie de Paris s'est lancée dans l'encadrement des locations saisonnières, principalement portées par le site d'annonces en ligne Airbnb, en mettant en place, selon l'usage du bien concerné et la durée de location, une obligation de déclaration en mairie accompagnée d'une autorisation et dont le non-respect peut conduire à une amende allant jusqu'à 25 000€. Ce n'est probablement qu'un début.

Berlin, qui dispose d'un site de signalisation semblable, a interdit depuis le 1er mai dernier la location d'un logement entier à la nuit. Quatre propriétaires utilisateurs d'Airbnb contestant cette interdiction ont d'ailleurs été déboutés.

Barcelone a quant à elle appliqué 30 000€ d'amende à 234 propriétaires de logement Airbnb, qui verront par la suite leur logements fermés, et complète la mesure par un durcissement important des conditions de location.

Mêmes constats aux Etats-Unis, où New York a adopté l'application d'une forte amende pour la publication d'annonces non conformes à la réglementation de la ville. Dans sa ville natale, San Francisco, la plate-forme d'hébergement riposte et a porté plainte car elle est désormais contrainte de vérifier que toutes les personnes proposant un logement à San Francisco sont bien enregistrées auprès des services municipaux, sous peine de sanctions pénales et civiles.

A contrecourant, Londres laisse libres les londoniens de louer leurs biens jusqu'à 90 jours, sans risque d'amende et sans être soumis à autorisation grâce au Deregulation Act.

### **RDR – le revers de la médaille**

La Retail Distribution Review (RDR), réforme sensée révolutionner la distribution des services financiers outre-

Manche, connaît un bilan mitigé dans le domaine de l'assurance-vie. Entrée en vigueur au 1er janvier 2013, elle visait à améliorer, entre autre, la formation des distributeurs mais surtout à accroître la transparence de leurs pratiques de rémunération. Elle s'est ainsi traduite par l'interdiction des rétrocessions, les distributeurs devant négocier directement leurs honoraires de conseil avec leurs clients, en amont de toute transaction.

En dépit d'une introduction quelque peu houleuse, l'industrie financière britannique a su s'en accommoder. La RDR a eu pour effet de diminuer de £6Mrd la base des coûts de l'assurance-vie entre 2012 et 2014. Pendant cette même période, les commissions versées par les compagnies d'assurance ont diminué de façon draconienne, passant de £2,8Mrd à £692M.

Revers de la médaille : la hausse de la qualité du conseil s'est accompagnée d'une augmentation corrélative de son coût, créant ainsi un véritable « advice gap ».

Les sociétés de conseils financiers de petite et moyenne taille sont celles qui en pâtissent le plus, qui consacrent désormais 12% de leurs revenus aux coûts réglementaires directs ou indirects. Elles privilégient donc les clients les plus « rentables » : entre 2013 et 2015, celles exigeant un portefeuille minimum de £100K sont passées de 13% à 32%.

Le législateur, dans ses bonnes intentions, parvient ainsi à pénaliser aussi celui qu'il voulait protéger.

### **Vendanges, creux de vingt ans**

La production mondiale de vin s'inscrit parmi les plus faibles depuis vingt ans : les 7,5M d'hectares de vignes plantés sur la planète auront produit cette année 259M d'hectolitres (Mhl). Cela représente un recul de 5% sur un an.

Principale raison de cette baisse : la météo. Le phénomène climatique El Niño a affecté la production sud-américaine en même temps qu'une pluviométrie exceptionnellement élevée. La production en Argentine, connue pour son malbec, chute de 35%. Ces mauvais résultats rétrogradent l'ex-5ème producteur mondial au 9ème rang. Les volumes chiliens dégringolent de 21% et le Brésil réduit de moitié sa production !

La France n'a pas été épargnée: printemps pluvieux et peu ensoleillé, gel tardif, épisodes de grêle violents. Les vendanges y ont été les plus faibles depuis trente ans ! Avec 41,9 Mhl (- 12% par rapport à 2015 !), le pays de Rabelais se classe tout de même au 2ème rang en termes de volumes. L'Italie a profité de cette contre-performance pour se maintenir, comme en 2015, au 1er rang mondial, avec 48,8Mhl. L'Espagne reste sur la 3ème marche.

Les phénomènes climatiques inhabituels étant amenés à se multiplier, il semble plus que jamais opportun de réfléchir

à l'investissement viticole, en direct pour les plus audacieux, via des groupements foncier viticole (GFV) !

## PRATIQUE

### *In vino veritas?*

Une AOC prestigieuse, une propriété répondant aux canons de son appellation, avec un terroir et un matériel végétal de qualité, et enfin une valeur d'entreprise attachée à l'investissement : un placement réussi dans un GFV (groupement foncier viticole) doit réunir ces trois critères essentiels ! Et les avantages fiscaux (exonération d'ISF, droits de mutation réduits de 75%), ne doivent pas faire oublier la prudence. Il convient donc de s'intéresser d'abord au sous-jacent, la propriété. Et se demander si l'appellation est porteuse, l'exploitant de qualité et la marque suffisamment forte !

La performance d'un GFV dépend de la qualité du vignoble, mais aussi du ticket d'entrée. Pomerol fait partie de ces terroirs qui font aujourd'hui rêver les investisseurs, avec un prix à l'hectare qui est passé, en moyenne, de €800K à €1,4M en quelques années. Un GFV bourguignon propose actuellement d'investir dans un domaine familial proposant des vins de milieu de gamme. Pour une part (80K€), l'associé perçoit un loyer sous forme de bouteilles (30 bouteilles d'une valeur unitaire de €46), soit un rendement annuel de 1,75 %.

En Gironde, sur le terroir de Margaux, un 3ème cru classé, offre un ticket d'entrée beaucoup plus élevé (€300K) et le fermage est également versé en bouteilles (rendement proche de 2%).

Reste que le véritable rendement ne se fait pas avec le loyer mais avec la plus-value, lors de la cession. Si le groupement a acheté dans de bonnes conditions, la plus-value devrait pouvoir être au rendez-vous. Il s'agit en effet d'un marché à forte liquidité, dont les anticipations peuvent être connues 5 ans à l'avance. Le prix des belles appellations progresse régulièrement depuis des années, porté par une demande mondiale. Qualité, demande, visibilité..... un triptyque magique ?

### *(Micro)-taxe*

Et si tous les impôts ou presque étaient abolis et remplacés par une seule et unique taxe ? C'est l'idée défendue par un professeur de finance franco-suisse de l'Université de Zurich.

Oubliez l'impôt sur les sociétés, sur le revenu, ou même la TVA. Une seule et unique taxe existerait, une micro-taxe de 0,2% sur les transactions financières ! Attention, il ne s'agirait pas seulement d'imposer les mouvements de capitaux sur les marchés, mais bien de taxer l'ensemble des paiements effectués par les acteurs économiques. Pour pouvoir également imposer les paiements en espèce,

comme l'achat d'une baguette de pain, la micro-taxe s'appliquerait aussi aux retraits en espèces.

Cette micro-taxe permettrait d'engranger CHF200Mrd, soit plus que l'ensemble des recettes fiscales annuelles de la confédération Helvétique, qui se situe autour de CHF170Mrd !

Dans les pays développés, l'ensemble des transactions financières représente 100 à 150 fois le PIB. À supposer que la France se situe dans le bas de la fourchette, les transactions financières représenteraient ainsi un montant €218 000Mrd par an. Un taux de 0,2% suffirait alors à rapporter €436Mrd. Soit bien plus que l'ensemble des recettes fiscales en France (€292Mrd selon le projet de loi de Finances pour 2017).

Reste que le chemin est encore long pour que la mesure soit mise en œuvre. Mais après la tentative d'un SMIC à 4000€, un tel projet ne semble pas impossible ! Néanmoins le processus permettant une telle votation prendra au moins 2 à 3 ans !

### *Fondations actionnaires*

On en compte environ 1 350 au Danemark, 1 000 en Suède ainsi qu'en Allemagne et... 4 en France. Le point commun pour des entreprises telles que Lego, Ikea, Bosch ou encore Pierre Fabre ? Toutes ont pour actionnaire principal une fondation. Celle-ci est ainsi propriétaire d'une entreprise industrielle ou commerciale, possède tout ou partie des titres ainsi que la majorité des droits de vote et/ou la minorité de blocage. Ce modèle de capitalisme original, largement développé dans le Nord de l'Europe, protège mieux les entreprises du « court-termisme » en plaçant au centre de l'organisation la fondation, laquelle détient le capital de façon irrévocable et inaliénable. Outre l'aspect philanthropique, on constate une performance économique égale voire supérieure à des entreprises capitalistes classiques, une protection de l'emploi et du patrimoine économique.

La première conférence européenne sur les fondations actionnaires s'est tenue à Bercy en septembre dernier dans le but de promouvoir ce modèle. Quatre propositions ont été émises pour favoriser ce concept en France :

- Ouvrir la capacité des fondations et élargir le principe de spécialité. Il s'agit de reconnaître, sans limitation, la possibilité pour une fondation de posséder, par donation ou succession, la majorité du capital d'une ou plusieurs entreprises. Aujourd'hui, la loi dispose que la société détenue doit exercer une activité nécessairement en lien avec l'objet social de la fondation qui la détient.
- Donner aux fondateurs la majorité dans l'organe de contrôle. Actuellement, la doctrine du Conseil d'Etat refuse d'accorder aux fondateurs et à leurs héritiers plus du tiers des postes du conseil d'administration ou de surveillance d'une fondation reconnue d'utilité publique.

- Permettre la réduction de la réserve héréditaire. L'idée étant d'ouvrir la possibilité de donation ou legs d'une partie du patrimoine, au-delà de la quotité disponible, dès lors que les enfants sont déjà suffisamment dotés (à apprécier).
- Permettre un contrôle direct de l'entreprise par la fondation. En ce sens, la fondation pourrait être directement détentrice des titres et du capital de l'entreprise (comme dans les pays nord-européens), sans obligation de création d'une holding intermédiaire, et conserverait à ce titre une gestion patrimoniale, quel que soit le pourcentage de détention.

A suivre, même si la gestation sera certainement lente...

### **ISF portugais**

Le Portugal séduit de plus en plus de contribuables français. A condition de n'y avoir jamais résidé au cours des cinq dernières années et d'y demeurer au moins six mois par an, il est possible de bénéficier du régime des résidents non habituels. Les pensions de retraite sont totalement exonérées au Portugal (et non imposables en France). Les revenus du capital de source étrangère sont également exonérés d'impôt au Portugal (mais restent soumis en France à une retenue à la source).

Quant à l'ISF, il n'existe tout simplement pas, mais le pays devrait instaurer, à partir de 2017, une taxe sur le patrimoine immobilier afin de financer le système de retraite.

Un impôt de 0,3% de la valeur du patrimoine immobilier sera prélevé au-delà d'une valeur totale de 600 000€.

Ce projet a suscité l'ire du secteur immobilier, au moment où les étrangers affluent au Portugal, attirés par un régime fiscal des impatriés particulièrement favorable. Au premier rang des acheteurs étrangers figurent les Français (27%), dont de nombreux retraités, attirés par ces exonérations fiscales, suivis des Anglais et des Chinois.

Le seuil de 600 000€ permettra toutefois d'épargner la plupart des bénéficiaires des visas « gold », des permis de séjour accordés à des investisseurs non-européens qui gagnent ainsi accès à l'espace Schengen. Pays en mal d'investissement, le Portugal octroie depuis fin 2012 ces visas à des candidats prêts à déboursier au moins 500 000€ pour un achat immobilier, à investir au moins €1M ou encore à créer dix emplois. En quatre ans, 3 888 visas « dorés », soit un investissement de €2,37Mrd, ont été accordés, dont 2 879 à des Chinois, suivis des Brésiliens et des Russes.

Autre coup dur pour immobilier portugais, le gouvernement a décidé d'augmenter l'imposition des locations touristiques, qui bénéficiaient jusqu'ici de taux inférieurs à ceux de la location de longue durée. Cette mesure

intervient alors que le nombre de touristes hébergés à Lisbonne via Airbnb, a doublé en 2015.

### **Pour 100€.... Un investissement immobilier !**

Petite révolution dans ce secteur du crowdfunding immobilier : l'une des principales plateformes propose depuis peu d'investir dans des projets immobiliers avec seulement €100, là où le ticket minimum varie le plus souvent de €500 à €2 000. D'ores et déjà testée sur quatre projets, cette plateforme a constaté une augmentation du nombre d'investisseurs avec des tickets moyens plus faibles.

Pour rappel, il s'agit, pour un particulier, de financer un projet immobilier sur une durée de deux ou trois ans, avec une rémunération de 7% à 12%/an. Une rentabilité qui peut sembler attractive mais qui est à la hauteur du risque pris, et du peu de liquidité. Cet investissement est en effet bloqué pendant toute la période de construction et de commercialisation du bien et les délais peuvent vite s'allonger. Enfin, il ne faut pas oublier la fiscalité, souvent identique à l'obligataire. Les intérêts supportent en principe 39,5% de prélèvement immédiat (CSG-CRDS -15,5%- et l'acompte IRPP -24%-).

Pour autant, le crowdfunding immobilier se développe rapidement, car il offre au promoteur un financement en fonds propres, et aux particuliers un investissement dans l'économie réelle moyennant une rentabilité attractive. Selon le dernier baromètre semestriel Anaxago, ce sont plus de €75M qui ont été collectés par les 20 plateformes les plus actives en France dans ce secteur depuis début 2014, en hausse de 55% en l'espace de six mois : en mars 2016, l'édition précédente du baromètre pointait 48M€ de capitaux collectés, un montant moyen par projet de 320 000€, et un taux de rendement moyen de 8,4%.

Un investissement qui semble, pour l'instant, tenir ses promesses envers les épargnants : on constate une accélération des remboursements. Depuis 2012, 28 projets au total ont été remboursés, dont 22 en 2016. Sur ces projets finalisés, qui promettaient à l'origine des rendements compris entre 7% et 20% (sur des durées variables), un seul n'a pas tenu ses engagements (6,1% au lieu de 10%), un autre a fait mieux que prévu (19% au lieu de 17%).

### **Révocation... pour ingratitude**

Une donation entre vifs permet à un donateur de transmettre une partie de son patrimoine, de son vivant à un donataire, qui l'accepte. La donation, acte grave, lourd de conséquences, est en principe irrévocable. Il existe toutefois trois exceptions à cette règle, indépendantes de la volonté du donateur : la révocation pour inexécution des charges, en cas de survenance d'enfants et...pour ingratitude sur la personne du donateur.

La révocation pour ingratitude n'est pas automatique, mais doit être demandée devant le TGI. Ce sont les juges qui

apprécient si les faits allégués par le donateur sont suffisamment graves pour remettre en cause la donation, en se fondant sur le Code civil, qui distingue trois cas d'ingratitude : le donataire a attenté à la vie du donateur ; il s'est rendu coupable envers lui de sévices, délits ou injures graves ; il lui a refusé des aliments.

En pratique, les juges se montrent très attentifs au point de vue des donataires, lesquels ont d'ailleurs souvent gain de cause. Avant de songer à avantager les siens, mieux vaut donc prendre le temps de la réflexion !

## CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

### Art, valeur sûre

Après deux années euphoriques, l'heure n'est plus à la gloriole. Le rapport d'activité de Sotheby's, publié début novembre, annonçait pour le 3ème trimestre une perte de \$54,5M. Encouragés par des taux d'emprunt relativement bas, les collectionneurs en mal de liquidités tendent à nantir leurs œuvres plutôt qu'à les vendre. Pour obtenir les œuvres, les maisons de ventes ont dû garantir des prix fermes aux vendeurs, avec plus de parcimonie que par le passé. Difficile en effet de se montrer gourmand en période d'incertitude.

Des signaux encourageants pointent cependant à l'horizon. Car, si l'offre proposée est restreinte, c'est parce que les vendeurs sont attentistes. Les acheteurs, eux, sont toujours au rendez-vous pour les marchandises de qualité.

Les ventes d'octobre à Londres en ont fait la démonstration avec des estimations dépassées, un taux de vente de 90% lors des vacations du soir et la présence d'une clientèle internationale... Bien sûr, la chute de la livre y est pour quelque chose mais pas seulement : des collections majeures, comme celle de Leslie Waddington chez Christie's, des œuvres « fraîches » jamais passées sous le marteau ou encore un marketing affûté, ont séduit.

A New York, Sotheby's a déniché la collection Ames, ainsi qu'un autoportrait de Warhol, un paysage monumental de Hockney, une frise de Basquiat. Christie's, de son côté, a décroché un Richter, un Dubuffet, un Kooning, un John Currin et, surtout, un Adrian Ghenie, l'artiste qui a fait un tabac à Londres. Mais les prix affichés se situent autour des \$20-30M, très rarement à \$50M, contre plus de \$170M obtenus en 2015 pour le « Nu couché » de Modigliani...

Face à cela, les deux grandes maisons se sont mises en ordre de bataille. L'encadrement s'est beaucoup renouvelé avec l'arrivée d'une nouvelle génération qui a travaillé pour élargir la palette de services dans l'art business. Sotheby's a ainsi racheté l'an dernier la société de conseil Art Agency Partners pour \$85M.

Les nominations de Tad Smith et David Goodman, deux anciens de Madison Square Garden, respectivement à la présidence et à la direction marketing et digital de

Sotheby's, se sont traduites par une multiplication de partenariats avec les marques, d'interventions de personnalités, de ventes mises en scène, comme celle de la collection David Bowie à Londres.

Les grandes maisons de vente ont désormais une vision assez sûre du marché, à en juger par le montant des enchères réalisées par rapport aux prix estimés, à l'occasion de la traditionnelle semaine de ventes d'art impressionniste, moderne et contemporain de New York.

Christie's, qui misait sur un total de \$510M, a écoulé pour \$533M d'œuvres (hors commissions acheteurs); Sotheby's, qui tablait sur \$447M, a adjugé pour \$472M de lots. Phillips, axé uniquement sur l'art du XXème siècle, est un peu en-dessous de ses estimations, avec \$105M, mais fait beaucoup mieux que l'an dernier.

La mission est donc accomplie, en dépit du climat d'incertitude marqué par l'élection de Donald Trump quelques jours plus tôt. Le taux élevé de lots vendus pour les ventes du soir témoigne aussi de la capacité des maisons à proposer le produit adapté au bon prix : 81% des œuvres impressionnistes et modernes ont trouvé preneur chez Christie's et Sotheby's ; et respectivement 89% et 94% pour l'art contemporain.

La semaine totalise avec les commissions versées par les acheteurs, presque \$1,3Mrd (dont \$1,17Mrd pour les deux majors) certes loin des \$2,2Mrd de novembre 2015. Mais le marché se stabilise au niveau de mai dernier et enrayer un déclin de dix-huit mois. A noter : l'art moderne et impressionniste a obtenu des prix plus élevés que l'art contemporain : « Les Filles sur le pont » de Munch a atteint \$54,5M chez Sotheby's (\$20M de plus qu'aux enchères de 2008, année de crise, mais loin des \$120M récoltés par « Le Cri » en 2012), et « La Meule » de Monet a raflé le record de \$81,4M chez Christie's, soit presque deux fois l'estimation. Un record obtenu en 14 minutes, au terme d'une bataille livrée par cinq amateurs !

Cette semaine de ventes montre encore que le marché reste global, avec des participants d'une cinquantaine de pays. Si la clientèle américaine reste dominante, la demande des Asiatiques et Européens est soutenue aussi, spécialement en art moderne et impressionniste, considéré comme valeur sûre : en témoignent les records réalisés par Monet, Kandinsky (\$23,3M) et Kooning (\$66,3M). Orchestré par quelques maisons mondialisées, soutenu par une création de richesse toujours forte, porté par une révolution numérique qui fluidifie les échanges, aidé par les ventes de gré à gré en forte croissance (même si peu de chiffres sont disponibles), le marché de l'art confirme son rôle majeur dans le monde de l'investissement. Pour autant que l'on demeure sélectif. En français, cela s'appelle « bon père de famille » !

Pour la première fois depuis cinq ans, les prix de l'immobilier au Royaume-Uni auraient reculé, de 0,5% au troisième trimestre. Malgré une résilience indéniable, c'est Londres qui en pâtit le plus avec une baisse de 2,5%. Le plus fort recul depuis le premier trimestre 2012. Même le quartier le plus huppé de la capitale britannique subit de plein fouet la sortie à venir du Royaume-Uni de l'Union européenne. À fin septembre, on ne compte que 46 ventes à Mayfair contre 75 il y a un an. L'immobilier de bureaux de la capitale a également été fortement impacté, avec une baisse de sa valeur de 6% en juillet. Conséquence : des fonds immobiliers britanniques ferment et les incertitudes entourant le Brexit ont poussé un tiers des entreprises britanniques à reporter ou abandonner des projets d'investissements pour un total de 65,5 milliards de livres.

Cette morosité britannique profite à d'autres métropoles européennes, parmi lesquelles Paris, Berlin ou encore Monaco. En effet, cette dernière a annoncé durant l'été un projet titanesque permettant d'accroître sa superficie de 6km<sup>2</sup> par la construction d'un éco quartier regroupant logements haut de gamme, commerces, espaces verts et promenade piétonne. La principauté n'en est pas à son coup d'essai en la matière ; elle a ainsi déjà gagné plus de 40 hectares sur la mer au fil des ans, ce qui représente 20 % de sa superficie. Même le stade Louis II de l'AS Monaco fait partie de ces nouveaux territoires !

En contraste, Le marché immobilier des métropoles allemandes est très prometteur. Dans l'étude des tendances émergentes de l'immobilier européen menée par le cabinet PWC, le top cinq 2017 est largement trusté par les villes allemandes. La plus convoitée reste la capitale, Berlin, qui occupe la première place pour la deuxième année consécutive. Déjà reconnue pour son dynamisme culturel, Berlin gagne en attractivité depuis quelques années grâce à ses progrès économiques, notamment sur le terrain de l'emploi. En 2005, elle affichait un taux de chômage de 19,5%, abaissé à 9,2% en 2016, mais qui reste bien au-dessus du niveau national à 5,8%.

À l'instar de Londres et Paris, la capitale allemande a su créer un écosystème de start-up, telle la Silicon Allée, un campus installé sur un ancien aéroport. Il faut dire que le niveau des loyers est un argument de poids pour les entrepreneurs.

Bien que toujours accessibles, les prix ne cessent de grimper et semblent encore offrir des potentiels de plus-value. Alors que le mètre carré se vendait €1815 dans le "Ring" en 2010, le tarif a quasiment doublé en six ans ! Une aubaine pour les étrangers car « les Allemands commencent tout juste à penser à acheter ». Il existe un réservoir de propriétaires qui va se lancer sur le marché dans les années qui viennent. Contrairement aux pratiques françaises, devenir propriétaire n'est pas de coutume outre-Rhin, en particulier à Berlin, avec 84% de résidents locataires !

Cependant, il convient de nuancer ce propos encourageant en ajoutant que les plus grandes villes mondiales présentent aussi les plus grands risques de spéculation. Vancouver, Londres et Stockholm se partagent le podium des villes courant le risque le plus important d'une bulle immobilière à la suite de la hausse des prix des cinq dernières années, selon l'analyse UBS de 18 centres financiers.

Sydney, Munich et Hong Kong font également face à des valorisations tendues, affirme UBS dans son Global Real Estate Bubble Index Report de 2016. San Francisco se classe comme le marché immobilier le plus surévalué des Etats-Unis bien qu'elle ne soit pas encore confrontée au risque d'une bulle. Les prix de l'immobilier des villes en situation de quasi-bulle ont augmenté en moyenne de 50% depuis 2011, comparé à une hausse de moins de 15% dans les autres centres financiers. Les taux d'intérêt bas, les flux de capitaux globaux entrants et l'optimisme des investisseurs en matière de rendements, ont contribué à gonfler les valorisations. Mais une évolution de la dynamique macroéconomique, un changement dans le sentiment des investisseurs ou une baisse de la demande pourraient déclencher un déclin rapide.

En 2015, Vancouver a grimpé de la 4ème à la 1ère place du classement. Les prix de l'immobilier de la ville canadienne ont doublé au cours de la dernière décennie, provoquant un tollé de la part des ménages qui acquièrent des maisons qui absorbent désormais 90% de leur revenu avant impôt ! UBS considère par ailleurs que toutes les villes européennes sont aujourd'hui surévaluées après que les taux d'intérêt bas ont alimenté une surchauffe de la demande pour les propriétés résidentielles urbaines. Amsterdam, Zurich, Paris et Genève rejoignent ainsi la liste des villes dont les prix ont augmenté au-delà des normes de long terme.

Au pays du soleil levant, le secteur montre des signes d'essoufflement avec un net ralentissement de la croissance de l'investissement immobilier et, par conséquent, d'un des principaux moteurs de la croissance, la construction. Cet été, les prêts aux ménages (majoritairement constitués de crédits immobiliers) ont dépassé le seuil des 90% de l'ensemble des nouveaux prêts accordés renforçant le risque d'une dépendance exagérée du secteur bancaire et de l'économie par rapport au marché immobilier. Cette relation directe entre le prix de l'immobilier et la consommation a d'ailleurs été mise en exergue par une étude de l'Université de Virginie de Juillet 2016 qui a conclu qu'une hausse des prix de l'immobilier de 1% entraînait une amélioration de l'économie de 0.25%.

En période de taux bas, véritable casse-tête des assureurs en particulier, et après le cataclysme de 2008, la quête fiévreuse d'actifs réels de rendement devient porteuse de risques croissants. Les investisseurs privés doivent donc faire preuve d'autant plus de discernement, tant la pierre doit bien évidemment demeurer une classe d'actif majeure. Ici comme ailleurs, la sélectivité et la vision de long-terme sont donc les armes indispensables.

*Retour sur 2016*

Populisme acte II : après le Brexit, l'élection – surprise - de D. Trump. S'il est trop tôt pour avoir une idée de la politique qui sera réellement menée, ce vote illustre la montée du populisme à travers le monde. Le risque politique est aujourd'hui le catalyseur principal des marchés.

Les deux pays les plus libéraux de la planète ont choisi le repli et le protectionnisme. Cela doit interroger sur le futur du capitalisme, en tout cas le libéralisme des 30 dernières années.

La mondialisation et le libre-échange, qui semblaient jusqu'alors irréversibles sont remis en cause. Le possible retour aux frontières et les entraves aux échanges internationaux remettent en question l'organisation de la production mondiale et une économie dominée par des multinationales qui ont depuis longtemps oublié le concept de nationalité (pour lui préférer celui de fiscalité !).

Le marché américain, loin de ces considérations, et contrairement à toutes les prévisions, a très bien réagi. Il achète complètement les promesses du président élu : relance keynésienne via des grands travaux, réductions des impôts et des réglementations. Soit le meilleur des programmes de gauche et de droite. Pour le financement de ces mesures, il faudra voir plus tard...

Ce changement de politique américaine arrive au bon moment pour les marchés : alors que les 8 années de politique monétaire accommodante touchent à leur fin, une politique budgétaire agressive est un support bienvenu. Cette nouvelle promesse d'argent frais, via un New Deal digne de Roosevelt, fait d'avance saliver le marché. Le fait que ces mesures ne soient ni chiffrées (500 ? \$1000 mds ?), ni financées, ni même acceptées par le Congrès peu adepte de la dépense publique n'inquiète personne...

De même, les diatribes du candidat contre le libre-échange et le commerce mondial n'ont eu que peu d'échos. La sortie annoncée du traité transpacifique n'a eu aucune conséquence : l'euphorie gagne et tous les problèmes sont oubliés devant cette montagne de liquidité à recevoir.

Au final, si cette élection a entraîné la hausse des actions US, surtout celles liées à la consommation intérieure, les marchés émergents ont, eux, souffert. Ce sont surtout les taux d'intérêts qui ont bondi. Les perspectives de relance budgétaire et de hausse de la consommation ont fait grimper les anticipations d'inflation aux Etats-Unis et donc les taux d'intérêts (taux 10 ans US passé de 1,5 à 2.2%). Le dollar a suivi le même chemin et s'est apprécié de 5% contre Euro en quelques jours.

L'Europe n'ayant pas de perspectives aussi réjouissantes, le marché reste négatif depuis le début de l'année (-5% contre + 7% aux US). Les taux ont légèrement remonté (de

0% à 0.7% pour l'OAT) mais la BCE n'envisage pas d'atteindre son objectif d'inflation de 2% avant 2019 : la normalisation des taux n'est pas pour demain.

A noter la stabilisation du prix du pétrole autour de 50\$ (30\$ en début d'année !) grâce à un accord de l'OPEP.

*Perspectives 2017*

*Aveuglement US ?*

L'élection de Trump est-elle un véritable tournant ? Va-t-il réussir à relancer l'inflation et la croissance alors que les banques centrales ont échoué pendant huit ans ? Le parallèle avec Reagan est tentant : comme un vrai républicain, Trump promet baisses d'impôts et des réglementations, plus de dépenses publiques (grands travaux).

Cette politique de relance publique est originale : après des années de discours sur la dette, le contrôle des dépenses et la rigueur, ce retour à la mode de Keynes peut être salvateur. L'appauvrissement de la classe moyenne depuis 20 ans et le sous-emploi (bien que masqué par les chiffres officiels) qui ralentissent la croissance peuvent sans doute être combattus par une telle politique, d'ailleurs réclamée depuis 2 ans par le FMI et l'OCDE.

Côté réglementation, le candidat pourfendeur de Wall Street et des multinationales qui délocalisent, s'est transformé en républicain orthodoxe : il nomme un ex-Goldman Sachs au Trésor, prépare une amnistie fiscale pour les multinationales et prévoit de revenir sur la réglementation encadrant les banques depuis la crise des sub-primes de 2008. Le secteur bancaire a, par exemple, rebondi de plus de 10% après l'élection. Les discours populistes semblent loin, le business reprend ses droits...

Aujourd'hui le marché anticipe des résultats positifs de toutes ces promesses contradictoires et considère que tout est acté : tous les risques ont disparu face aux milliards promis (l'or a baissé de 10%, la volatilité est au plus bas depuis 3 ans, le S&P est à son plus haut historique). Mais pour l'an prochain, attention aux désenchantements : problèmes de mise en œuvre ou de financement face aux contraintes budgétaires, négociations compliquées avec le Congrès, ...

*Risque systémique chinois ?*

De même les risques de mise en place de barrières douanières ne sont pas anticipés. Sans compter que la Chine pourrait mal réagir au protectionnisme américain. D'autant que cette dernière fait face à d'importants problèmes internes : face au ralentissement de la croissance en 2015, le gouvernement a mis en place un plan de relance, stimuler l'immobilier et dévaluer le Yuan. Résultats : une dette qui explose et se rapproche des niveaux occidentaux, une bulle immobilière (+50% en 15 mois) et des réserves de change qui tombent au plus bas depuis 2011.

Toutes les conditions sont réunies pour une explosion : pour l'instant le gouvernement a les moyens de cacher les problèmes via la dette et la création monétaire, mais il faut garder en tête que les 2 krachs violents de l'été 2015 (-10%) et janvier 2016 (-15%) ont été causés par la Chine. Pour l'instant le marché regarde ailleurs mais cela reste un risque systémique, bien plus que les futures élections en Europe.

#### *Nervosités politiques européennes ?*

En Europe justement, l'année 2017 est synonyme d'élection : en Allemagne, aux Pays-Bas et bien sûr en France. Le risque politique est extrême sur le vieux continent et explique le fort décalage depuis 18 mois entre les marchés actions US et Européen. Le Brexit qui, pour l'instant, n'est que virtuel, va devenir concret avec le début des négociations.

Tout cela promet encore une année volatile, avec de forts mouvements au gré des votes et discussions politiques.

#### *Que faire ?*

Eviter les obligations : en Europe les taux bas n'offrent pas de rendement satisfaisant face aux risques. Aux Etats-Unis, la hausse des taux oblige actuellement à demeurer prudent. Mais une fois stabilisés, cette classe d'actifs sera à reconsidérer.

Sur les actions, une fois de plus le critère de valorisation penche pour l'Europe. Mais les risques politiques y sont très élevés. La visibilité semble meilleure de l'autre côté de l'Atlantique, bien que les anticipations soient très

optimistes. Attention aux désillusions lors de la mise en œuvre du programme Trump !

Les pays émergents dépendent eux de la situation chinoise et de la future politique commerciale américaine : la sortie programmée des Etats-Unis du traité transpacifique est une mauvaise nouvelle.

La volatilité sera donc encore au rendez-vous, la gestion de conviction à long terme reste le meilleur moyen de s'en affranchir et de rester concentré sur les vrais moteurs de création de valeur au sein des entreprises : une croissance pérenne, des business models solides et internationaux, et une gestion long-terme des investissements.

Enfin, et malgré la fièvre acheteuse que subissent nombre d'entre eux, les actifs réels sont toujours à privilégier ; en Europe, face aux taux bas (le crédit demeure un outil puissants de rendements long terme), et aux Etats-Unis pour leurs rendements corrélés à l'inflation, qui semble repartir.

Les devises, hors Sterling – trop incertain - pourraient trouver un nouvel équilibre instable (1.05/1.10\$/€, 1.07CHF/€) surtout si les relances viennent davantage d'efforts budgétaires que de compétitivité export.

La prudence, qu'appellent ces nombreuses incertitudes, ne doit donc pas empêcher la prise de risques, menée avec discernement sur un horizon long !

*Terminé de rédiger le 04/12/2016*

*MJ&Cie – Independent Family Wealth Advisors  
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune.  
[www.mj-et-cie.com](http://www.mj-et-cie.com) - [info@mj-et-cie.com](mailto:info@mj-et-cie.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 MJ & Cie SAS.  
Conseiller en Investissements Financiers, membre de la CNCIF - Inscrit à l'ORIAS sous le N°07004