

LA LETTRE

MJ & Cie

INDEPENDENT FAMILY WEALTH ADVISORS

N°53 / 4e trimestre 2019

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

HUMEUR.....	2
MJ&Cie.....	2
IDEES.....	3
<i>Attitude to wealth</i>	
<i>La FrenchTech sur orbite</i>	
<i>The Billionaire Effect</i>	
<i>Qui sème le vent ...</i>	
<i>En Italie, la collecte de l'impôt est une loterie !</i>	
<i>Banques suisses en voie de disparition</i>	
NEWS.....	5
<i>Un Picasso pour €100</i>	
<i>Le family office, un indicateur avancé ?</i>	
<i>Fraude fiscale, rapport sévère</i>	
<i>Emprunts russes, clap de fin ?</i>	
<i>Philatélie</i>	
PRATIQUE.....	7
<i>Actualité fiscale</i>	
<i>L'Italie, nouvel Albion</i>	
<i>Intérêt général vs transparence</i>	
<i>Monuments historiques, arme massive</i>	
CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES.....	9
<i>Art ... et rationalité</i>	
<i>Immobilier : l'habit ne fait pas le moine</i>	
<i>Marchés financiers : TINA, what else ?</i>	

HUMEUR

E veteris nova (Sénèque)

Incontournable ! Pour la 6^e année consécutive, MJ&Cie se voit porter en haut du classement des family offices français indépendants.

Pourtant, la liste des acteurs s'enrichit de nombreux nouveaux arrivants, aux modèles relativement éclectiques.

En outre, la définition et le positionnement de ce métier ne sont toujours pas d'une parfaite clarté, et l'appellation family office continue à être largement utilisée par des acteurs aux profils variés, parfois loin du fondement de ce métier qu'est en particulier la transparence !

Cette reconnaissance n'en prend que davantage de valeur, tout spécialement pour l'équipe de MJ&Cie, qui voit ainsi récompensé un travail forgé d'exigence et d'éthique depuis sa création en 2001.

Les enjeux de demain, pour demeurer une référence, seront aussi l'engagement et la responsabilité, le sens et l'impact. Autant de sujets sur lesquels MJ&Cie a démontré, depuis longtemps, réflexion et conviction, prolongées de choix forts, que ce soit par sa politique sociale, son engagement philanthropique, l'évolution « ISR et Impact » de ses prestations, et plus globalement la volonté d'un engagement RSE emmené par l'ensemble de son équipe.

Car la durabilité est au cœur du métier de family office.

MJ&Cie

MJ&Cie stratégique !

Le Conseil Stratégique de MJ&Cie s'est réuni début novembre. Il a été l'occasion d'un bilan approfondi sur le plan d'action lancé début 2019 qui vise à renforcer la qualité de l'expérience client, et conforter le positionnement de MJ&Cie comme « multi-mono family office », family office du sur mesure, boutique de référence au service d'un nombre raisonné de clients français et internationaux. Ce plan traite autant de qualité des outils technologiques et digitaux que de formation et recrutement, de process et d'organisation que de gouvernance et de développement.

Composé de professionnels reconnus (outre les associés, y siègent Denise Kenyon Rouvinez - Former Wild Group Professor of Family Business at IMD Business School et experte en gouvernance-, Alberto Haddad -conseil en stratégie et en investissements-, Laurent Isenegger - avocat- et Christophe Delrieu -fiscaliste-), cet organe de réflexion sur les enjeux stratégiques, la gouvernance et la pérennité de la société se réunit deux à trois fois par an.

MJ&Cie philanthrope !

Conformément à l'orientation (enfance et éducation) choisie par son comité philanthropique il y a plusieurs années, MJ&Cie a renouvelé, pour l'exercice 2019, son soutien aux associations *l'Enfant Bleu* et *Toutes à l'école*.

L'association *Toutes à l'école* intervient au Cambodge et œuvre pour l'éducation des petites filles, souvent défavorisées et vulnérables, de l'école primaire jusqu'à l'obtention du bac, avec parfois un accompagnement dans l'enseignement secondaire. Soucieuse de faire évoluer les élèves dans un environnement sain et favorable à leur réussite scolaire, l'association assure une prise en charge globale qui comprend l'alimentation, le suivi médical, l'accompagnement social et l'aide aux familles de ces petites et jeunes filles.

MJ&Cie finance depuis 2017 la scolarité de dix fillettes, qui ont aujourd'hui atteint la classe de CE1.

L'enfant Bleu, qui lutte contre l'enfance maltraitée, est une association créée en 1989, présente en Ile de France et en région grâce à sa collaboration avec des associations partenaires. Ses missions portent principalement sur l'aide aux victimes sous différentes formes, comme l'écoute et le soutien, la défense des droits, l'assistance juridique ou l'aide à la reconstruction psychologique. L'association œuvre également pour la prévention et la formation, sur le terrain scolaire ou auprès des professionnels de l'enfance.

En 2019, le soutien de MJ&Cie a permis de financer plusieurs centaines de séances de soutien psychologique à ces jeunes victimes de violences.

MJ&Cie sur scène !

Master International Wealth Management ESCP : Paris - « Les acteurs de la gestion de fortune dans le monde » - Septembre 2019
Londres - « Philanthropy et wealth management » - Décembre 2019.

Conférence Axa IM - « l'Investissement Responsable fait sa révolution » - Janvier 2020 - F. Mollat du Jourdin interviendra au sein d'une table ronde traitant de la mise en œuvre d'une stratégie d'impact dans une allocation diversifiée.

MJ&Cie dans la presse

<http://www.mj-et-cie.com/fr/presse>

Décideurs Magazine

- Octobre 2019 : Classement des meilleurs multi-family offices indépendants en France. MJ&Cie à nouveau classé parmi les deux acteurs « incontournables ».

- Novembre 2019 : Dossier Family Office et multi family offices : qui sont-ils ?

Le magazine Décideurs dresse un portrait de MJ&Cie, qui est à nouveau distingué comme « acteur de référence ».

AFFO

Fidèle à sa tradition d'ouverture internationale, un groupe de 25 membres de l'Association Française du Family Office (dont F. Mollat du Jourdin est secrétaire général) a réalisé un voyage d'études en Italie pour y rencontrer l'écosystème du family office et de la gestion de fortune. Trois jours milanais qui ont permis de constater beaucoup de convergences avec la France malgré un marché apparemment moins structuré et moins mature. Des différences culturelles ont aussi été mises en évidence, parfois inattendues, mais indispensables à une bonne appréhension de ce pays si proche.

Par ailleurs les Rencontres Annuelles, qui se sont tenues début décembre, ont été l'occasion de présenter le nouveau Livre Blanc de l'AFFO, sur l'immobilier. Il s'agit du 6^e opus après la philanthropie, la gouvernance, l'éducation et la formation, l'allocation d'actifs et la gestion des risques.

Un aréopage d'intervenants prestigieux (Jean-Christophe Fromantin, Philippe Chiambaretta, et Guillaume Poitrinal) a permis d'enrichir cette matinée de réflexion prospective, qui a vu aussi décerner le 7^e prix de l'AFFO à un mémoire d'étudiant de master.

Lancé en 2013, le « Prix de l'AFFO » a pour vocation de faire connaître le métier de family office, son implication dans l'intérêt économique de l'entreprise familiale, et d'encourager les jeunes diplômés dans ce métier à l'avenir prometteur. Il s'adresse aux étudiants des universités ayant suivi un troisième cycle de type master, spécialisé en gestion de patrimoine.

La 6^e édition, en décembre 2018, avait décerné le 1^{er} prix à Quentin Barricault, pour son mémoire : « La gestion de la retraite du chef d'entreprise dans un contexte de réformes structurelles ». Cette année, c'est une étudiante de Dauphine, Chloé Topart, qui s'est vue distinguée par le jury pour son travail sur les fondations actionnaires.

Dernière réalisation notable de l'AFFO en 2019, présentée lors des Rencontres Annuelles : la formation sur le family office (certification en 20 jours / 140 heures) lancée avec l'AUREP, qui connaît un réel succès : la première session débute en janvier avec 32 participants, ce nombre ayant été limité afin de préserver l'impact de ce programme qualitatif.

ENFO

Réseau unique par son envergure et sa couverture, ENFO (European Network of Family Offices) réunit des membres d'une demi-douzaine de pays européens représentant plus de €10Mrd de patrimoines privés sous supervision.

Les membres partagent projets, savoir-faire, réflexions stratégiques, mais aussi opportunités, en particulier en

matière d'investissement. Dans un marché exigeant mais éclaté, ce réseau est le gage d'une approche élargie, riche des expertises et des accès partagés de ses différents membres. Une ressource indispensable à la création de valeur recherchée par les familles.

IDEES

Attitude to wealth

Les inégalités de richesse s'accroissent, ce qui entraîne des tensions sans précédent, des bouleversements politiques, des mouvements populistes aux troubles sociaux et au remplacement en bloc des gouvernements. Naturellement, de nombreuses personnes fortunées s'inquiètent de leur rôle dans cette dynamique et s'interrogent sur la manière de contribuer positivement à la société.

Le cabinet Withers a interrogé des leaders d'opinion (économistes, journalistes, politiciens, philanthropes et chefs d'entreprise de renom), en Asie, aux États-Unis et en Europe, afin de comprendre leur point de vue sur la manière dont les gens fortunés sont perçus dans la société contemporaine et sur la façon dont ils pourraient contribuer à améliorer l'harmonie sociale.

Le message fondamental qui émerge de l'enquête est que les problèmes complexes du monde exigent des solutions diverses et ciblées. Les aspirations entre l'Asie et l'Occident diffèrent nettement. En Asie, l'optimisme est de plus en plus marqué quant au fait que la croissance économique conduira à des sociétés plus heureuses.

Un contraste frappant se dégage entre les générations. Face à des perspectives d'avenir déclinantes, beaucoup de jeunes gens réévaluent ce qui est important pour leurs familles et se détournent de la création de richesse pour s'attaquer aux menaces telles que le changement climatique et la représentation politique.

La justice fiscale est, sans surprise, un sujet de débat animé. L'enquête suggère une recherche presque unanime d'une fiscalité qui récompenserait le travail tout en répondant aux besoins fondamentaux de la société. Pour répondre à ces besoins plus larges, les points de vue sur la philanthropie semblent partagés. Même s'il est difficile d'être certain qu'une initiative philanthropique sera couronnée de succès, les personnes interrogées conviennent majoritairement que le risque en vaut la peine.

Elles estiment enfin que la création de richesse et le modèle économique capitaliste sont toujours essentiels à la prospérité et au développement de la société. Cependant, il existe aussi des opinions bien arrêtées sur la nécessité de réfléchir à la manière dont notre système actuel peut évoluer pour offrir une répartition plus juste des bienfaits de la croissance.

Des réflexions indispensables, autour du sens et de la responsabilité ...

La FrenchTech sur orbite

Le 1^{er} semestre 2019 aura encore une fois été un semestre de tous les records. Tout d'abord, au niveau des montants investis dans les start-ups de la FrenchTech, qui atteignent désormais €2,8Mrd pour 387 tours, respectivement en progression de 43% et 16% par rapport au dernier semestre. Autre illustration de cette formidable ascension, les fonds mobilisés sur ce seul 1^{er} semestre 2019 sont supérieurs de plus de €200M à ceux levés sur l'ensemble de l'année 2017 : €2,8Mrd au 1^{er} semestre 2019 contre €2,6Mrd en 2017 !

Cette accélération doit être analysée au regard de la très forte progression des tours de table supérieurs à €50M, ces derniers atteignant 37% des levées en valeur (contre 18% au dernier semestre). L'émergence de ces tours de table très significatifs a aussi eu pour conséquence de propulser plusieurs sociétés dont Doctolib et Ivalua, à la porte du club très privé des licornes, portant ainsi à sept les prétendants potentiels.

Aujourd'hui, le principal enjeu de la FrenchTech n'est plus uniquement lié à sa capacité à drainer des investissements auprès de belles pépites mais de pouvoir retourner ces investissements avec une plus-value auprès des fonds d'investissement. Jusqu'à présent, en comparaison de nos homologues européens et internationaux, la FrenchTech est restée assez timide sur le sujet et les opérations de sorties (M&A, IPO) se sont faites rares.

Cette faiblesse s'explique par un marché boursier peu actif, de grands corporates français quasi absents du marché, mais aussi et surtout un nombre de sociétés encore trop faible pour pouvoir lutter à armes égales avec nos rivaux. Dans les prochains semestres, beaucoup d'yeux seront braqués sur ces sociétés : leur capacité à réaliser des opérations de sorties significatives sera un des gages de leur réussite et de celle de la FrenchTech !

MJ&Cie, qui accompagne activement ses clients dans leurs investissements non cotés, reste particulièrement attentif aux évolutions de ce segment du Venture Capital. Malgré un profil de risque très différent du capital développement ou capital retournement, il est néanmoins devenu incontournable.

The Billionaire Effect

D'après la plus importante banque de gestion de fortune du monde, les sociétés qui ont tendance à surperformer le marché sont celles détenues par des milliardaires !

Ces dernières auraient un rendement de 17,8% en 2018, comparé aux 9,1% de l'indice MSCI World. Cet « effet milliardaire » s'expliquerait par une vision à long terme, une intelligence dans la prise de décision et une détermination à toute épreuve.

Le point commun de ces milliardaires est de dupliquer leur sens du business à leurs activités philanthropiques, telle que la Fondation Bill & Melinda Gates, ou encore Jack Ma qui, après son retrait d'Alibaba, a annoncé sa volonté de développer des activités orientées vers les populations en difficulté. Les plus grandes causes portées par les milliardaires sont l'éducation (37%), la santé (21%) ainsi que l'art et la culture (14%).

Qui sème le vent ...

« Covfefe » et puis désormais « Volfefe ». Non, il ne s'agit ni d'une erreur du correcteur orthographique de votre téléphone ni d'une tentative de sms à votre ex après un verre de trop... mais du nouvel indice créé par une grande banque américaine, basé sur les tweets du 45^e président des Etats-Unis d'Amérique !

Néologisme issu de la contraction du mot inexistant « covfefe » - célèbre faute de frappe du non moins célèbre président ayant mal orthographié le mot « coverage » lors d'un tweet – et du mot « volatility » ; cet indice vise à analyser les conséquences des fameux messages limités à 280 caractères sur la volatilité du marché de la dette, lorsqu'ils émanent de ... Donald Trump.

D'après les analystes, sur les 4 000 tweets publiés par le président en 2018 et 2019 durant les heures d'ouverture des marchés, 146 d'entre eux ont eu un effet sur les cours.

Les tweets relatifs à certains thèmes comme la guerre commerciale avec la Chine ont bien évidemment des effets plus conséquents que d'autres. Les analystes avouent à demi-mots que la prochaine étape serait la transposition de cet indice sur le marché des actions et des devises.

Les investisseurs devraient cependant se montrer prudents tant il est vrai qu'avec le développement de l'IA, il devient de plus en plus facile de piocher dans les données... au risque d'aboutir à des conclusions fallacieuses.

En Italie, la collecte de l'impôt est une loterie !

Lorsqu'il s'agit de savoir quelles seront ses rentrées fiscales, l'Etat italien a l'impression de jouer à un jeu de hasard. Celui du chat et de la souris qu'il mène contre les mauvais contribuables ne porte pas les fruits escomptés, avec une évasion fiscale actuellement estimée à €109Mrd par an.

Les nombreux citoyens qui ne jouent pas le jeu de la solidarité face à l'impôt se montreront toutefois peut-être prêts à participer à une loterie destinée à faire émerger les ressources qu'ils soustraient au fisc. L'actuel ministre de l'Economie, Roberto Gualtieri, envisage en effet d'introduire dans le prochain budget 2020 une mesure qui avait été adoptée en 2017 par l'exécutif de Paolo Gentiloni, mais jamais appliquée : une loterie sur les reçus fiscaux, système déjà pratiqué dans certains pays européens, dont Malte et le Portugal.

Concernant l'Italie, elle viserait la TVA, dont le Gouvernement veut à tout prix éviter l'augmentation du taux mais pour laquelle la fraude représente pour les caisses de l'Etat une perte de €33,6Mrd par an. Ce qui fait de la Péninsule la championne d'Europe en ce domaine, indiquent les derniers chiffres de la Commission de Bruxelles. Selon le projet de Rome, chaque ticket de caisse permettrait l'accès à un billet d'une loterie qui compterait trois tirages par mois, avec trois prix, respectivement de €10 000, €30 000 et €50 000. Une fois par an, un tirage exceptionnel donnerait même droit à €1M.

Parmi les autres mesures à l'étude, les autorités envisagent des incitations censées encourager l'usage des cartes de crédit. Car l'Italie détient là encore un autre record en Europe : celui de la réticence à la monnaie électronique. Seuls 13% des paiements italiens sont effectués avec une carte de crédit. Un Italien fait en moyenne moins de 100 paiements digitaux par an, selon Capgemini, tandis qu'un Norvégien en fait près de 600 et un Français, 360.

Le gouvernement songe à procéder à des remboursements pouvant atteindre entre 2 et 4% de la valeur des achats effectués à partir du moment où ceux-ci sont faits par carte. Une mesure qui pourrait coûter entre €3Mrd et €5Mrd chaque année. Le prix à payer pour une meilleure traçabilité des paiements et surtout pour la baisse de l'évasion fiscale. Et une nouvelle carte abattue par l'Etat dans sa partie de poker menteur avec les contribuables.

Banques suisses en voie de disparition

Selon une étude de KPMG et de l'université de Saint-Gall auprès de 87 établissements, le bilan 2018 du secteur bancaire privé suisse est plutôt décevant.

Le montant des actifs sous gestion n'a pas suffisamment augmenté, la croissance médiane des entrées nettes n'a pas dépassé 0,2% en 2018 et près d'un tiers des banques privées suisses affichent des performances faibles. La présence trop limitée sur les marchés en croissance rend difficile la conquête de nouveaux clients. Conséquence, leur part de marché sur le plan mondial est en recul.

Si, pendant longtemps, les banques ont justifié la faible croissance de leur activité par de nouvelles contraintes en termes de réglementation et de transparence, aujourd'hui elles n'ont plus cette excuse. Les stratégies adoptées n'ont, le plus souvent, pas généré la rentabilité et les volumes d'affaires espérés. Seulement 39% des banques privées suisses ont augmenté leur marge opérationnelle l'an passé. La rentabilité des fonds propres a reculé pour plus de la moitié d'entre elles, avec un rendement médian de 4,1% (bien en-deçà des 8 à 10% visés).

Dans ce contexte, la consolidation se poursuit. Sur les 18 derniers mois, le nombre d'établissements privés est passé de 108 à 101. Plus d'un tiers d'entre eux auront disparu d'ici 2025.

Etonnamment, dans ce marché en pleine reconfiguration, où la transparence mondiale a obligé chacun à réorienter sa pratique vers la création de valeur pour le client, le modèle de la banque privée « à la suisse » ne semble guère se remettre en cause, alors que marges et parts de marché s'érodent !

Géant aux pieds d'argile, la Suisse possède pourtant les atouts pour faire la course en tête, riche de ressources humaines hyper compétentes et internationales, de savoir-faire éprouvés, d'outils IT inégalés, ou encore d'une stabilité et d'une réputation que rien ne paraît devoir éroder.

Mais la disruption ne semble pas être le fort de la patrie de la gestion de fortune. Le multi family office indépendant ne s'y pratique encore que de façon marginale, ou sous une forme, si peu indépendante (!), cantonnée à la gestion de portefeuilles, rebaptisant ainsi simplement une prestation historique sans y apporter d'évolution.

Le conseil, la transparence et l'alignement d'intérêts ne sont pas encore au cœur des réflexions stratégiques. Nul doute que cela viendra, car la Suisse est par essence le lieu de prédilection pour installer le centre de gravité de grands patrimoines privés. Mais il faut alors savoir proposer une véritable prestation de conseil, d'expertise et d'accompagnement, à l'abri des conflits d'intérêts.

Un modèle que MJ&Cie connaît bien pour en avoir été le précurseur en Europe à l'aube du 21^e siècle !

NEWS

Un Picasso pour €100

€100, c'est le montant que vous devrez déboursier pour avoir peut-être la chance de contempler un Picasso dans votre salon.

Réalisé en 1921 par le maître espagnol et estimé à €1M, *Nature morte* est une composition géométrique dans laquelle figurent un morceau de journal et un verre d'absinthe. S'il s'agit d'une œuvre réalisée à une époque où l'artiste synthétisait les courants réaliste et cubiste, il s'agit également du lot qui sera attribué au gagnant d'une loterie internationale à but caritatif pour laquelle seront mis en vente 200 000 billets à €100.

Les organisateurs espèrent ainsi collecter €20M. Un million sera versé au propriétaire du tableau et le reste sera utilisé afin de financer le projet d'une ONG en Afrique.

Le family office, un indicateur avancé ?

Source étude UBS Campden

UBS et Campden Wealth Research ont dévoilé l'édition 2019 de leur rapport dédié aux family offices. Cette enquête, menée auprès de 360 family offices internationaux dont le montant des actifs sous supervision s'élève en moyenne à \$971M, s'intéresse notamment à

leurs performances, à leurs anticipations de marché, ou encore à leur implication face au changement climatique.

La grande tendance pointée lors de cette dernière édition est l'attrait de l'immobilier, qui atteint désormais 18% du total. Plus largement, les investissements alternatifs représentent maintenant 40% du portefeuille moyen, une augmentation de 1,4% par rapport à l'étude 2018. Cette évolution s'explique, en période de taux bas et de volatilité des marchés financiers, par la recherche de rendement et de diversification.

Les prévisions pour 2020 montrent d'ailleurs que 39% des investisseurs prévoient d'accroître le poids des investissements en private equity. 28% le feront à travers des fonds et 16% rechercheront à faire croître la part immobilière de leur patrimoine.

Si les actifs moyens d'un family office délivrent une performance annuelle de 5,4%, le capital-investissement se distingue des autres classes d'actifs, avec un rendement annuel moyen de 16% pour les investissements directs, et 11% pour les investissements réalisés via des fonds. Plus de la moitié des répondants (55%) anticipe cependant un repli en 2020, et commence à mettre en place des actions pour y faire face.

Ainsi, 45% des family offices revoient leur stratégie d'investissement afin de limiter les risques, tandis que 42% augmentent leurs réserves de trésorerie.

Il apparaît enfin que 8 répondants sur 10 s'attendent à ce que les familles les plus fortunées du monde jouent un rôle actif dans la lutte contre les changements climatiques. A ce jour, 33% des family offices interrogés se sont engagés dans l'investissement socialement responsable et 19% de leurs actifs sont dédiés au développement durable.

Fraude fiscale, rapport sévère

Un récent rapport de la Cour des Comptes risque de provoquer quelques remous : contrairement au discours ambiant, l'Etat paraît aussi brouillon que négligeant dans la lutte contre la fraude fiscale.

Entre 2013 et 2018, les sommes recouvrées grâce au contrôle fiscal ont chuté de 22%, passant de €10Mrd à €7,8Mrd. Or, cela augmente dans d'autres pays. En 2018, ces sommes étaient 2,5 fois moindres qu'en Allemagne et 2 fois moindres qu'au Royaume-Uni.

Pourtant, depuis la crise financière de 2008, des progrès ont été accomplis, notamment grâce aux institutions internationales. Les Etats ont amélioré leur coopération. En France, deux lois (en 2013 et en 2018), ont permis de renforcer l'arsenal répressif. Au point, d'ailleurs, que le pays dispose maintenant de l'un des dispositifs juridiques les plus complets à cet égard. Mais l'utilisation de ces outils supplémentaires ne s'est pas encore accompagnée d'une amélioration des résultats du contrôle.

Les suppressions de postes sont-elles en cause ? La direction générale des finances publiques a perdu 19% de ses effectifs entre 2008 et 2018, chiffre comparable à ce qui s'est fait dans d'autres pays. Il n'en reste pas moins que les contrôles sur place ont diminué en France (- 20% pour les professionnels et - 25% pour les particuliers). Et le meilleur ciblage des contrôles qui aurait dû en résulter n'a pas produit les effets attendus.

Selon la Cour des Comptes, l'administration fiscale ne s'est pas saisie du sujet, et cela fait de la France une exception très notable. Plusieurs raisons l'expliquent, notamment le fait qu'impôts, taxes et cotisations sont recouverts par de multiples administrations. Mais les données nécessaires sont tout simplement indisponibles.

Et pourtant notre pays ne doit pas rester plus longtemps à l'écart d'un mouvement d'estimation de la fraude fiscale qui concerne désormais la plupart de nos grands partenaires. Depuis que les Etats-Unis ont lancé le mouvement, en 1983, de nombreux Etats s'y sont mis. C'est le cas de seize pays de l'Union Européenne sur vingt-huit. Etablir une méthode fiable leur a demandé du temps : deux à quatre ans. Mais cela est utile. Car, rappellent les magistrats financiers, la fraude a « des conséquences politiques fortes en alimentant un sentiment persistant d'injustice : contribuant à renforcer les inégalités devant les prélèvements, elle mine la légitimité de ces derniers ».

Emprunts russes, clap de fin ?

La Cour de cassation a brisé le dernier (mince) espoir des porteurs d'emprunts russes de se faire, un jour, rembourser une partie (minime) de l'épargne de leurs aïeux. La chambre civile de la plus haute juridiction a en effet estimé, dans un arrêt du 6/11, que la justice française n'était pas compétente pour contraindre la Russie à exercer sa garantie au profit des épargnants français. Une décision prise au nom de la souveraineté d'un pays étranger sur laquelle un juge français ne peut interférer.

Le litige portait sur des emprunts émis en 1906 et 1908 pour financer les chemins de fer russes, mais s'applique de facto à tous les titres émis avec la garantie du gouvernement impérial russe.

Le contentieux entre la France et la Russie, né après la décision de Lénine, en janvier 1918, de ne pas reconnaître « les dettes tsaristes », a été réglé avec la signature, en mai 1997, d'un accord par lequel chacune des parties renonce à toutes les créances réciproques antérieures au 9 mai 1945 et à soutenir « les revendications de leurs ressortissants ». En clair, si cet accord n'éteint pas juridiquement les droits de créances des porteurs, il empêche le gouvernement français de porter officiellement leurs revendications.

A cette occasion, une compensation a été accordée aux quelques 316 000 porteurs français (ou ayants droit) d'emprunts russes (environ 6 millions de titres recensés)

d'un montant de \$400M ... soit une infime partie des sommes dues, souvent d'ailleurs garanties sur l'or ! Les montants évoqués par les associations ou les historiens sont en effet conséquents : 15Mrd de francs or investis en plus de trente ans, depuis le premier emprunt des compagnies de chemins de fer russes lancé en 1867, soit plus de €50Md.

Pas étonnant dès lors que certains épargnants aient refusé d'abandonner le combat. Il ne leur reste donc plus qu'à traîner le Kremlin devant les tribunaux russes pour faire valoir leurs droits. C'est d'ailleurs ce que conclut la Cour de Cassation en soulignant que les Français lésés ne sont pas pour autant privés de justice car ils peuvent saisir la justice russe « dont le manque d'indépendance et d'impartialité ne peut être présumé ».

Philatélie

\$1,74M. C'est le prix attribué en septembre dernier lors d'une vente aux enchères pour un timbre américain de poste aérienne datant de 1918.

Ce timbre a la particularité de représenter un avion biplan (le Curtiss JN-4 Jenny) imprimé à l'envers à la suite d'une erreur de manipulation des feuilles d'impression. Il s'agirait de la première erreur en poste aérienne.

On est tout de même très loin du record actuel attribué au « one-cent noir et magenta » de Guyane britannique. Ce dernier, émis en 1856 en un seul exemplaire, a été vendu aux enchères en 2014 pour \$9,5M.

PRATIQUE

Actualité fiscale

Projet de loi de Finances 2020 : principales nouveautés pour les particuliers :

- Les dirigeants des entreprises dont le siège est situé en France et qui y réalisent un chiffre d'affaires annuel supérieur à €1Mrd seraient considérés comme exerçant en France leur activité professionnelle principale et seraient donc réputés résidents fiscaux de France. Après examen du texte, le seuil de chiffre d'affaires serait abaissé à €250M et s'appliquerait dès l'imposition des revenus 2019.

- Les députés ont également validé la fin de l'exonération d'impôt pour les contrats d'assurance-vie conclus avant 1983. Les produits afférents aux primes versées à compter du 10 octobre 2019 sur un bon ou contrat d'assurance-vie souscrit avant le 1^{er} janvier 1983 ne seraient donc plus exonérés mais soumis au régime de droit commun des contrats de plus de huit ans. Ces modifications s'appliqueraient aux dénouements ou rachats intervenant à compter du 1^{er} janvier 2020.

- Un dispositif permettrait, à titre expérimental pendant trois ans, à l'administration fiscale et aux douanes de collecter et d'exploiter, par data mining, les contenus librement accessibles des utilisateurs des réseaux sociaux (type Facebook, Instagram, etc.). Ces données seraient conservées jusqu'à un an si elles « sont de nature à concourir à la constatation d'infractions » fiscales ou douanières.

- ISF/IFI : résidence principale, QPC sur l'application de l'abattement de 30% en cas de détention par une SCI.

Un contribuable propriétaire de sa résidence principale au travers d'une SCI pouvait-il se prévaloir de l'abattement de 30% pour le calcul de l'ISF et par extension au titre de l'IFI actuel ? C'est la question à laquelle le Conseil constitutionnel devra prochainement répondre.

Pour mémoire, la loi prévoyait que la valeur vénale de l'immeuble occupé à titre de résidence principale par son propriétaire était réduite de 30% pour le calcul de l'ISF. Saisi par la Cour de cassation, sur le fondement des principes d'égalité devant la loi et devant les charges publiques, le Conseil Constitutionnel devra trancher la question de savoir si cet abattement était également applicable sur une résidence principale détenue par l'intermédiaire d'une SCI. Si la QPC porte sur l'ISF, il convient de s'interroger sur le point de savoir si la réponse du Conseil Constitutionnel sera applicable à l'actuel IFI. En effet, l'article qui prévoit ce même abattement pour les redevables de l'IFI est rédigé dans des termes identiques à l'ancien article applicable à l'ISF. Affaire à suivre.

- Transparence fiscale : obligations de déclaration de certains montages transfrontaliers :

La nouvelle directive relative à la transparence en matière de planification fiscale agressive (dite « DAC 6 » pour Directive on Administrative Cooperation n° 6) prévoit la déclaration de certaines opérations mises en œuvre à partir du 25 juin 2018. Cette obligation est en principe à la charge des intermédiaires fiscaux mais pourrait revenir au contribuable dans certains cas.

Cette déclaration vise tout dispositif prenant la forme d'un accord, d'un montage ou d'un plan et faisant intervenir deux États membres ou un État membre et un État tiers à l'Union Européenne. Le dispositif n'est déclaré que s'il comprend un « marqueur » (classé en 5 catégories de A à E) indiquant un risque d'évasion ou de fraude fiscale.

Cette obligation déclarative entre en vigueur au 1^{er} juillet 2020. Toutefois, les dispositifs transfrontaliers, dont la première étape a été mise en œuvre entre le 25 juin 2018 et le 1^{er} juillet 2020, sont déclarés au plus tard le 31 août 2020.

L'Italie, nouvel Albion

Dolce vita, paysages idylliques, cuisine réputée : l'Italie avait déjà quelques atouts dans sa manche pour faire venir à elle nombre d'étrangers cherchant un nouveau pays de résidence plus clément à tous points de vue. Elle a récemment ajouté une corde à son arc : la flat tax à destination des retraités, introduite par la loi de Finances 2019. La réduction d'impôt, valable pour cinq années à dater de l'installation, n'est en revanche applicable que si les personnes concernées viennent vivre dans une ville de moins de 20 000 habitants, dans une des huit régions du Sud de l'Italie : la Sicile, la Calabre, la Sardaigne, la Campanie, les Pouilles, les Abruzzes, le Molise ou la Basilicate.

Parmi les mesures d'incitation, une des plus remarquables est celle des impatriés, qui permet aux salariés titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur (et aux personnes occupant un poste de direction d'entreprise) de bénéficier d'un abattement de 50% sur leur revenu du travail imposable et ce, pendant les cinq premières années de résidence en Italie. Quelques conditions, en dehors du diplôme, sont à retenir : ne pas avoir résidé en Italie au cours des cinq dernières années, établir sa résidence principale en Italie pour au moins deux ans, et exercer sa fonction salariée principalement en Italie.

Par ailleurs, surfant sur la vague des déçus du Brexit, le pays a également mis en place une taxation forfaitaire pour les personnes fortunées s'installant en Italie. Si les revenus italiens sont taxés de manière normale, cette mesure prévoit une taxation des revenus de source étrangère plafonnée à €100 000 quels que soient les montants.

Pouvant atteindre une durée de 15 ans, elle peut même être étendue à des membres de la famille, au travers d'une majoration annuelle de €25 000 par parent ajouté.

Enfin, pour les particuliers, un des attraits fiscaux italiens réside dans le fait que les droits de succession, de parent à enfant, sont nuls, dans une limite d'€1M (et 4% au-delà). L'exonération est en revanche totale concernant les biens étrangers transmis.

Dernier « détail » : le trust (outil de prédilection des anglosaxons pour la transmission de patrimoine), contrairement à la France, permet sous certaines conditions, à un résident italien de détenir du patrimoine, y compris italien.

Intérêt général vs transparence

Le Conseil Fédéral Suisse a récemment présenté un projet modifiant la loi sur l'échange automatique de renseignements en matière fiscale (LEAR). Si les changements proposés sont mineurs, c'est l'absence d'une disposition en particulier qui est à relever : les institutions d'utilité publique, comme les fondations et les associations,

devraient échapper à l'échange automatique de renseignements.

Le parlement devrait se prononcer sur ce texte au printemps 2020. Il entrerait en vigueur au plus tôt début 2021. Il est probable que l'Europe portera une attention particulière à un tel « trou » dans le filet de la transparence.

Very Bad Trip

Un enterrement de vie de garçon ou de jeune fille inavouable ? Un verre de trop sur le fameux strip de Las Vegas et vous voilà la bague au doigt aux termes d'une union célébrée par Elvis Presley en personne !

Heureusement, la Cour de cassation est de votre côté. En effet, un mariage célébré à Las Vegas peut ne pas avoir de validité en France.

Un couple s'est marié à Las Vegas en 1985. Sans divorcer au préalable, la femme se marie une nouvelle fois en France en 1995 avec un autre homme. Son époux découvre finalement le pot-aux-roses en apprenant l'existence de cette première cérémonie de mariage à Las Vegas avec un autre homme. Il engage dans un premier temps une procédure de divorce mais décide finalement d'intenter un procès contre son épouse pour demander la nullité de leur propre mariage.

La Cour de Cassation a jugé que l'annulation judiciaire du mariage est impossible. En effet, selon la Cour, l'absence de consentement à mariage rend l'union célébrée à Las Vegas inopposable et donc inexistante.

Pour démontrer l'absence de consentement à mariage, les juges ont relevé à travers un faisceau d'indices l'absence de souhait de s'engager réellement dans les liens du mariage du couple s'étant livré à ce rituel à Las Vegas.

Les juges ont d'abord estimé que le voyage du couple aux États-Unis n'avait pas pour objectif le mariage puisque le couple n'avait pas préalablement publié les bans. À leur retour en France, ces derniers n'ont pas fait retranscrire le mariage dans l'état civil français. Par ailleurs, à la naissance de leur enfant, le couple l'a déclaré comme enfant naturel et non comme enfant né du mariage. Enfin, malgré la cérémonie à Las Vegas, chacun des membres du couple s'était finalement marié avec une autre personne en France.

Monuments historiques, arme massive

Imposé dans la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu et amateur d'immobilier de caractère, vous avez le profil idéal pour lancer dans un investissement en monuments historiques. Motif ? Ce dispositif, créé il y a plus de cent ans, permet aux particuliers propriétaires d'un bien classé ou inscrit à l'inventaire des monuments historiques de déduire de leur revenu global non seulement leurs intérêts d'emprunt mais également 100% des travaux

engagés en vue de la restauration ou de la réhabilitation du bâtiment en question.

Si le principe de ce régime est proche de celui du déficit foncier, il se révèle néanmoins beaucoup plus intéressant, au sens où le montant imputable n'est pas limité. Mieux encore, en cas d'annulation totale de l'impôt et l'existence d'un éventuel surplus de déduction, celui-ci est reportable sur le revenu global des six années suivantes si le bien est ouvert à la visite.

Pour que les travaux soient intégralement déductibles, il faut qu'à minima l'ensemble des façades et des toitures soient classées ou inscrites aux Monuments Historiques. Faute de quoi, c'est le régime général du déficit foncier qui prévaut sur les parties ni classées ni inscrites.

Particulièrement séduisant donc pour ce qui est de l'impôt sur le revenu, et encore plus pour les contribuables qui engagent des travaux dès le début de l'année, dans la mesure où ils peuvent en tenir compte immédiatement pour moduler à la baisse leur taux de prélèvement à la source, le dispositif Monuments Historiques l'est également en matière de succession. Dès lors, en effet, que l'immeuble, ou une partie de celui-ci, est ouvert à la visite, les héritiers sont totalement exonérés de droits de succession. Et ce, qu'il importe qu'ils soient ou non membres de la famille du défunt. Seul bémol, à la revente, la fiscalité sur la plus-value peut s'avérer plus lourde que prévu. En cause ? Elle est calculée sur la base du prix du foncier hors travaux. Or, pour qu'une opération Monument Historique soit intéressante au moment de son achat, il faut viser celles qui présentent des ratios fonciers/travaux de l'ordre de 20/80.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

Art ... et rationalité

Les résultats des ventes d'art moderne et contemporain à New York restent satisfaisants dans un contexte d'incertitudes économiques mondiales... mais la saison n'a vu aucun coup d'éclat, si ce n'est une toile du Pop Californien Ed Ruscha, adjugée \$52M. En cette fin d'année, les observateurs se demandent quel sera réservé au marché de l'art moderne et contemporain, dans un contexte secoué par de nombreux enjeux (géo)politiques et économiques.

Depuis quelques années les maisons de ventes se nourrissent médiatiquement chaque saison de records extraordinaires qui dépassent les \$50M adjugés pour une seule œuvre. Il faut dire que ces prix stratosphériques ont un effet en cascade sur le moral du marché et donc sur les niveaux de transactions. On peut par exemple citer les \$111M enregistrés en mai 2019 pour *les Meules* de Claude Monet ou les \$90M pour une peinture de David Hockney en novembre 2018. Entre le 11 et le 15 novembre 2019, Sotheby's, Christie's et Phillips dispersaient à New York

leurs plus beaux lots d'art impressionniste, moderne et contemporain.

Mais cette fois, à une exception près, aucune œuvre «trophée» n'a été mise sur le marché.

Il y a plusieurs raisons à cela. La première tient à un fait conjoncturel : pas de décès ou de divorce de grands collectionneurs. Cependant, on attend une décision de justice qui engendrera certainement, en 2020, la dispersion de l'immense collection de l'entrepreneur immobilier new-yorkais Harry Maclowe et de son ex-épouse, à la suite de leur divorce. Avec des œuvres de Jeff Koons, Cy Twombly ou Giacometti, elle pourrait flôter \$1Mrd.

Plus généralement, la baisse de l'offre de pièces de qualité exceptionnelle est justifiée par le fait que la patrie des grands collectionneurs dans le monde, les USA, est moins motivée pour vendre, car l'administration Trump a mis fin en 2018 à une mesure fiscale très favorable au marché de l'art, le « like-kind exchange », qui permettait de repousser la taxe sur la plus-value en cas d'achat dans les six mois, d'un bien similaire. Cette nouvelle réglementation fiscale associée à une situation internationale incertaine n'incite probablement pas à la prise de risque.

Le temps d'une saison, il y a donc moins d'excitation, même si le secteur continue à susciter un intérêt certain. Néanmoins, l'absence de collections réputées et de lots stars s'est fait sentir. Alors qu'en novembre 2018, Christie's et Sotheby's avaient enregistré un total de près de \$2Mrd, cette année, elles accusent une baisse de 35% des volumes vendus, avec un résultat cumulé d'\$1,3Mrd.

Pour les ventes du soir d'art impressionniste et moderne, les résultats cumulés de Sotheby's et Christie's (\$400M) sont également en baisse de 30%. Christie's a engrangé \$192M (contre \$279M l'année dernière). Ce résultat, compris dans la fourchette d'estimation (\$138M à \$203M), accuse une baisse de 31% (hors collection Ebsworth), alors même que le taux de vente est supérieur à la moyenne, puisque 90% des lots ont trouvé preneur. Cette dichotomie s'explique par l'absence de lots estimés à \$50M comme l'an passé et le retrait de trois œuvres avant la vente. La plus haute enchère de la soirée est allée à une toile de René Magritte, *Le Seize septembre* (1957), adjugée \$19,5M, bien au-delà de son estimation haute (\$10M), tandis qu'une sculpture d'Umberto Boccioni, *Formes uniques de continuité dans l'espace*, conçue en 1913 et fondue en 1972, a atteint \$16M, soit trois fois son estimation haute, devenant ainsi un record mondial pour l'artiste italien.

Chez Sotheby's, ce sont quelques \$209M qui ont été récoltés, dans la fourchette de son estimation et en baisse de près de 34% par rapport à novembre 2018.

Des noms moins attendus parmi les stars des ventes modernes ont engendré de gros prix : \$20M pour Gustave Caillebotte, \$16M pour un paysage d'Istanbul de Paul Signac. Il avait été adjugé €8M d'euros en 2012.

Cette saison permet aussi de voir émerger des artistes ordinairement occultés par les gros prix. C'est le cas de Charles White (1918-1979) qui était très peu connu jusqu'en octobre 2018 lorsque le Moma de New York lui a consacré une rétrospective, qui a aussi voyagé à Chicago et Los Angeles. Ses quarante ans de carrière ont été principalement consacrés à la question afro-américaine, en peinture et par le dessin.

Faisant ainsi écho au Wealth Report d'UBS/Campden (cf plus haut), le monde de l'art semble afficher davantage de retenue (malgré certaines excentricités, comme « la banane de Maurizio Cattelan » présentée par Perrotin à Art Basel Miami), après une période « d'exubérance irrationnelle » que rien ne paraissait arrêter. Plus que jamais, le marché semble mature, (ultra) sélectif et... sur ses gardes. Comme partout, l'heure est à la qualité, qui sera le meilleur gage de résilience en cas de conjoncture plus sombre !

Immobilier : l'habit ne fait pas le moine

En France, l'investissement immobilier devrait signer une année record, porté par les investisseurs étrangers. Sur le seul commerce, les transactions pourraient dépasser €5Mds, portées par les flagships de luxe des grandes artères. Le locatif de bureau en Ile de France, s'il se tasse un peu, demeure très dynamique en première couronne.

L'immobilier résidentiel poursuit par ailleurs sa hausse en volume et en prix, particulièrement dans les zones dites « tendues ». Enfin, on constate une hausse des valeurs locatives à Paris, contre une situation plus hétérogène ailleurs.

Ces évolutions illustrent un marché en tension (taux bas, Brexit, attractivité retrouvée soutiennent la conjoncture), sélectif (insuffisamment ?), baigné par les incertitudes mondiales.

A l'étranger, Londres et Hong Kong, pénalisées par leurs situations spécifiques, résistent bien. La capitale anglaise semble même redevenir attrayante (baisse des prix et de la devise) pour de nombreux investisseurs internationaux. A Hong Kong, le marché, dominé par des acheteurs locaux, est, pour l'instant, moins impacté par les événements que ce qui pourrait être attendu.

A New York, la dynamique demeure solide alors que la Floride semble montrer des signes de faiblesse (passagère ?), après un fort engouement depuis 2008.

Un constat s'impose donc : l'immobilier, dans les localisations phares de la planète, apparaît comme une valeur refuge en ces périodes de taux bas. La quête désespérée de rendement porte les actifs à des niveaux historiques. Et l'on constate un mouvement de « flight to quality » en réponse aux incertitudes mondiales. Cet eldorado partage le haut de l'affiche avec le private equity. L'argent demeure abondant, les investissements

traditionnels ne peuvent plus répondre aux attentes des investisseurs. On arbitre la liquidité contre le rendement ... et un risque, peut être mal identifié.

Car les politiques accommodantes des Banques Centrales, depuis 2008, ont d'abord eu pour conséquence une explosion de la demande obligataire. Conjugée à une inflation historiquement et constamment basse, l'environnement obligataire offre aujourd'hui des rendements extrêmement faibles, même pour des émetteurs risqués. Quant aux émetteurs les plus sûrs, la situation est sans précédent (et pourrait durer) : à titre d'exemple, la Suisse a vu l'ensemble de sa courbe des rendements passer en territoire négatif jusqu'à l'échéance de 50 ans !

C'est donc pour pallier ce déficit de rendement que le volume des placements immobiliers a considérablement augmenté. Pour reprendre l'exemple de la Suisse, les caisses de pension helvétiques ont augmenté leur allocation globale immobilière de 34% au cours des 10 dernières années (près de 25% de l'allocation totale - immobilier direct et indirect - à fin 2018).

Ces inflexions stratégiques sont justifiées par un besoin de cash flows et un couple rendement/risque nettement plus favorable que l'obligataire.

L'autre raison qui soutient ce mouvement est la décorrélation entre immobilier et obligataire (n'oublions pas qu'une hausse de 1% du taux à 10 ans provoque une baisse de 7% de la valeur de l'obligation correspondante).

Les rendements immobiliers dépendent de nombreux facteurs économiques, distincts de ceux impactant l'obligataire. En outre, cette classe d'actifs offre un potentiel de diversification sectorielle, selon les typologies d'actifs (bureaux, commerces, logistique, etc) et géographique. Enfin, l'immobilier procure une couverture contre l'inflation, car les baux sont généralement indexés sur l'évolution des prix.

A mi-chemin entre actions et obligations en termes de profil risque/rendement, l'immobilier apporte des rendements stables et élevés (en termes relatifs), même s'ils sont sujets au risque de gains et pertes en capital. Il existe d'ailleurs une perception erronée, selon laquelle la volatilité de cet actif est faible.

Or MSCI constate que les évaluateurs ajustent ou mettent à jour leurs évaluations antérieures, créant une série de rendements qui correspond finalement à une moyenne mobile, sous-estimant ainsi les mouvements de marché. Par ailleurs, la prévalence de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF – discounted cash flows) accentue encore ce lissage.

En fait, la composante en capital de l'immobilier est de nature cyclique, parce qu'elle est exposée à des risques macro-économiques et de marché. Les analyses à long terme montrent que les chocs sur les marchés actions se

Marchés financiers : TINA, what else ?

transmettent immédiatement aux fonds de placement immobiliers côtés, mais aussi, de manière décalée, aux rendements de l'immobilier direct. Par conséquent, à long terme, les rendements immobiliers peuvent finalement évoluer de façon beaucoup plus corrélée avec ceux des actions que ce que pensent les investisseurs.

Aujourd'hui, l'appétit pour le risque immobilier augmente car les rendements des actifs « prime » se situent à des niveaux historiquement bas (sous la barre des 3 %, y compris dans certaines villes allemandes). Les prix ont dépassé les niveaux d'avant crise sur de nombreux marchés, pour le commerce comme pour le résidentiel. Et la croissance des prix a été stimulée par les faibles niveaux de construction et de taux (ce dernier facteur ayant réduit les coûts d'emprunt et les taux d'actualisation).

L'intérêt accru des investisseurs institutionnels a profité aux investissements à valeur ajoutée et opportunistes. Dans un rapport récent, Cushman et Wakefield a constaté que l'allocation aux solutions « alternatives » (hôtels, logements étudiants, résidences destinées aux soins de santé, centres de données, entrepôts libre-service et parkings) est passée de 5 % de l'investissement total au Royaume-Uni en 2009 à 40 % au premier trimestre 2019 !

De même, l'écart de rendement de près de 3% entre le Bund et le rendement moyen des bureaux allemands « prime » continuera de rendre l'immobilier attractif à court terme, surtout s'il s'accompagne d'une croissance des loyers (néanmoins plafonnée par les pouvoirs publics). Les rendements monétaires, négatifs dans certains pays, poussent également les investisseurs institutionnels à accepter un rendement dégradé pour leurs placements immobiliers.

On le voit, la course au rendement et le besoin de cash-flows suscitent un engouement probablement exagéré vers l'immobilier, qui se voit dévolu le rôle historique du marché obligataire.

Mais ces deux classes d'actifs ne sont pas interchangeables - quelle que soit la professionnalisation (et la fluidification / titrisation / financiarisation) de l'immobilier : il requiert un ensemble de compétences totalement différentes, et comporte des caractéristiques intrinsèques, qui ne peuvent lui permettre d'assumer un tel rôle sur le long terme. D'autant, que, contrairement à la perception erronée des investisseurs, il demeure un actif à risque !

L'immobilier, s'il monte en puissance dans l'allocation globale, ne pourra jamais parfaitement remplacer les obligations dans un portefeuille d'actifs mixtes.

L'analyse de risque devra réviser ses codes au cours des prochaines années, tant cette situation, qui impactera autant l'immobilier que l'obligataire, risque de perdurer.

Sur les marchés, les mois passent et se ressemblent. Trump et la Chine nous rejouent inlassablement leur refrain « je t'aime... moi non plus », le disque du Brexit semble tourner en boucle, et les investisseurs ne savent toujours pas sur quel pied danser. Pourtant, les indices flirtent chaque mois avec de nouveaux plus hauts...

L'explication pourrait tenir en quatre lettres :

TINA : *There Is No Alternative !*

Les investisseurs préfèrent, en effet, faire fi d'un contexte économique incertain et continuent de se tourner vers la bourse, faute de réelle alternative, dans un environnement de taux négatifs.

Pour se conforter dans cette logique, ils préfèrent regarder le verre à moitié plein plutôt qu'à moitié vide : la croissance mondiale ralentit et les indicateurs macroéconomiques sont dans le rouge ? Oui, mais c'est moins préoccupant que prévu. Et cela pourrait bien durer encore quelques temps ...

Il faut dire que les consommateurs américains continuent de doper la croissance des États-Unis et repoussent ainsi la fameuse fin du cycle que les économistes nous annoncent depuis plusieurs années maintenant. Avec un peu plus de dix années de croissance ininterrompue, le pays a battu son précédent record cet été. Certes, ce n'est rien comparé aux 28 années de croissance que connaissent les Australiens, mais les États-Unis ne cessent de défier les statistiques et s'accrochent tant bien que mal à leur place de première puissance mondiale, avec une politique protectionniste qui semble convenir aux marchés.

En Europe, les investisseurs peuvent encore et toujours compter sur la BCE. Malgré une politique déjà ultra-accommodante, celle-ci a annoncé après l'été une nouvelle panoplie de mesures pour soutenir l'économie. Au programme : abaissement du taux de dépôt des banques - une première depuis mars 2016 -, maintien du taux de refinancement à 0% et ce jusqu'à une remontée durable de l'inflation à 2%, et enfin, retour au programme de Quantitative Easing (Assouplissement Quantitatif) à raison d'émissions de €20Mrd par mois. Pour rappel ce programme avait déjà permis d'injecter 2 600Mrd d'euros dans l'économie entre mars 2015 et décembre 2018, date à laquelle la BCE avait décidé de mettre fin à cette mesure, dans une optique de remontée des taux, une époque qui paraît aujourd'hui bien lointaine ...

Derrière ces mesures, l'objectif est clair : Mario Draghi a profité de ses dernières interventions en tant que président de la BCE pour appeler les États à la relance budgétaire, avec l'Allemagne en ligne de mire. Le pays accumule en effet depuis 2014 des excédents budgétaires mais voit son taux de croissance des derniers trimestres ralentir, avec seulement 1% attendu en 2019, dépendance au commerce

mondial oblige. Il y a donc de fortes chances de voir le pays déployer un plan de relance qui aura aussi pour conséquence de bénéficier à ses voisins. Les moins bons élèves de l'Union Européenne profiteront ainsi des longues années de rigueur budgétaire allemande.

Le commerce mondial est en effet un des principaux centres d'attention des investisseurs aujourd'hui. En septembre, on assistait, pour le quatrième mois consécutif, à une baisse du volume du commerce mondial en base de comparaison annuelle. Cela s'explique bien évidemment en grande partie par la baisse des exportations Américaines et Chinoises, avec respectivement -2.1% et -6.9%, mais pas seulement. Depuis plusieurs mois maintenant, le concept de « slowbalization » émerge peu à peu. En opposition à la globalisation, ce terme désigne un ralentissement de la croissance mondiale causé par une mutation de l'économie avec des modes de consommation différents et le déclin de l'industrie face aux services. Ainsi, le ralentissement de l'économie pourrait ne pas simplement s'expliquer par des raisons conjoncturelles mais aussi par des raisons structurelles de long terme. A court terme néanmoins, une issue favorable à la guerre commerciale sino-américaine devrait avoir un impact favorable sur l'économie et soutenir significativement les marchés, ce qui est bien évidemment l'objectif de Donald Trump en vue des élections.

Mais au fait : *Is there really no alternative ? Yes there is.*

Classe d'actif moins populaire car moins accessible que la bourse, le private equity semble aussi très nettement profiter de l'environnement de taux bas ou négatifs. En quête d'un rendement disparu, les investisseurs se tournent ainsi de plus en plus vers de nouvelles alternatives. Cette année, pour la première fois, le marché secondaire des grands fonds de LBO (Leverage Buy Out) se traite avec des primes par rapport à la valorisation de leurs actifs.

Cette ruée sur la bourse et le private equity ne doit pas être synonyme de moindre vigilance. Plusieurs « ex-success stories » ont connu un parcours financier pour le moins chahuté. On pense évidemment au fiasco de l'introduction en bourse de WeWork, mais aussi à des titres comme Uber dont le cours est passé de \$45 en janvier à \$26 en novembre. Au total, la presse américaine estime à \$100Mrd la perte de valorisation des licornes de la Silicon Valley. Et les valorisations de certaines opérations de private equity laissent rêveur (de 15 à 20 fois l'EBITDA). Le

cash déversé depuis des années par les banques centrales cherche désespérément à s'investir, parfois à tout prix.....

Prudence est mère de sûreté...

Les échéances à venir seront donc primordiales et donneront le LA sur les marchés. En premier lieu, dès ce mois de décembre est intervenue l'introduction (laborieuse) en bourse de Saudi Aramco. Au-delà des chiffres démentiels - une valorisation de \$1'700Mrd -, cette opération est surtout synonyme du désengagement de l'Arabie Saoudite sur le marché de l'or noir, avec les conséquences géopolitiques que l'on peut imaginer.

On pense aussi bien sûr au Brexit, dont on espère - peut-être naïvement - un dénouement en janvier prochain. De l'autre côté de l'Atlantique, les investisseurs suivront bien évidemment de très près la campagne présidentielle américaine, dont la première échéance interviendra dès le mois de février avec le caucus de l'Iowa. On le sait, ces élections seront étroitement liées à l'issue de la guerre commerciale : Trump a besoin d'un deal et la Chine rêverait de traiter avec un démocrate.

Patience est mère de toutes les vertus...

Dans ce contexte, et comme les grands mouvements de marché ne viennent jamais de là où on les attend, une politique systématique visant à écarter les profits tout en demeurant investi, semble raisonnable. De même qu'une approche réellement sélective et fondamentale. En attendant ces prochaines échéances, qui permettront peut-être de prendre des décisions de gestion, avec davantage de conviction.

Dans ce contexte toujours, et puisque les indices semblent impossibles à battre, on pourra également se plonger dans l'analyse des vertus respectives de la gestion active et de la gestion passive. Un débat cyclique, actuellement prégnant cependant, qui doit surtout interpeller sur la nature et la qualité des outils et sous-jacents investis. Car lorsque secousse il y aura, cette approche se révélera déterminante pour la résilience des actifs. Une résilience que renforceront très certainement de solides filtres ISR.

Terminé de rédiger le 10/12/2019

*MJ&Cie – Independent Family Wealth Advisors
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune.
www.mj-et-cie.com - 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°0700*