

# LA LETTRE

de Financière MJ

N°26 / 4ème trimestre 2009.

## SOMMAIRE

<b>HUMEUR</b>		Page 2
<b>IDEES</b>		Page 2
	Brève histoire de l'euphorie financière (John Kenneth Galbraith, 1990)	
	Solidarité : Sport dans la Ville présente CAMPUS PRO	
	Babyloan et les nouvelles solidarités	
	Gouvernance: L'équité dans les familles	
	Paradis fiscaux : blanc, noir,...gris ?	
	Retour à la terre !	
	Les villes les plus agréables du monde	
<b>NEWS</b>		Page 5
	Art et commerce : (r)évolution	
	Les milliardaires ne sont pas égaux devant la crise !	
	France : Quel avenir pour les prélèvements obligatoires ?	
	Revue de Presse	
<b>PRATIQUE</b>		Page 6
	Evaluer un Family Office	
	Europe : nouvelles dispositions successorales	
	Projet de Loi de Finance 2010	
	Classement des Banques Privées	
	Hedge funds : premier bilan 2009	
	Hedge funds : investir en "Managed Accounts"	
<b>CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES</b>		Page 9
	Art : laissons passer l'hiver	
	Immobilier : V ou W ?	
	Marchés financiers : être ou ne pas (y) être	

## HUMEUR

Manhattan, Octobre 2009 : une population bigarrée et multi lingue court en tous sens après le rêve américain. New York palpite, frénétique, trépidante, au rythme des promesses que chacun veut y voir, loin du marasme promis par les cassandres et autres analystes, économistes et politiques de tous bords, qui prédisent un monde nouveau, pour demain, quand seront cicatrisées les plaies encore béantes du traumatisme historique de 2008 !

Dans le même temps, la vieille Europe semble se morfondre dans la complaisance d'une victime malgré elle, barricadée et empêtrée dans des habitudes qui lui voilent le regard face au monde qui tourne si vite : les pauvres d'hier sont les riches d'aujourd'hui, nous vivons de dettes et de déficits quand les pauvres vivent d'excédents et de prêts....octroyés aux riches (que nous sommes ?). Nous ne rêvons plus, et faisons à peine rêver le monde. Un classement Mercer des villes les plus agréables au monde, affichant la suprématie européenne en matière de qualité de vie, n'y suffit pas ! L'Europe est recroquevillée sur elle-même, apeurée plutôt que réjouie, de voir enfin le monde s'éveiller au mieux être. Et même si l'époque est au questionnement, si, déjà, les puissants de ce monde, banques et établissements financiers surtout, reprennent leurs vieilles et mauvaises habitudes, si le législateur court derrière en tentant d'instaurer des cadres dissuasifs, si 12 mois après la faillite de Lehman Brothers, déclencheur de la crise, ce marathon sans fin semble reparti, laissant sur le bord de la route de nombreuses victimes, n'est-il pas préférable de regarder les espoirs que soulèvent des révolutions rapides et brutales ?

Attachons nous plutôt aux nouveaux comportements qui se font jour, y compris dans la patrie du tout état qu'est la France : solidarités nouvelles, projets citoyens, initiatives privées pour la cohésion sociale.....La crise ne les a pas générés, elle les rend simplement plus pertinents et plus urgents.

C'est pourquoi nous avons voulu donner aujourd'hui une place particulière à de telles initiatives (*Sport dans la ville, Babyloan*) mais aussi nous pencher sur les pratiques qui, au sein des familles, peuvent, pour l'avenir, favoriser le comportement responsable, au sein du groupe familial comme vis-à-vis de son environnement (*l'équité familiale, par Christine Blondel*).

Des idées simples qui redonnent l'enthousiasme. Ne sera-ce pas en retrouvant la fierté d'une contribution constructive que l'on pourra le mieux relever la tête, retrouver notre part de rêve et réaliser que les enfants gâtés que nous sommes ont encore beaucoup à apporter, pour autant que nous le voulions ! Sans illusion (voir le point de vue de Galbraith ci après !), mais avec optimisme et conviction.

## IDEES

### Brève histoire de l'euphorie financière (John Kenneth Galbraith, 1990)

« Individus et institutions sont piégés par la merveilleuse satisfaction qu'on trouve à voir grandir sa fortune. Elle leur donne en même temps l'illusion de la puissance intellectuelle, elle-même protégée par le préjugé collectif notoire qui veut que l'intelligence - la sienne et celle des autres - soit proportionnelle à l'argent qu'on possède. La conviction ainsi ancrée produit l'action : on surenchérit, on fait monter les prix - dans le foncier, à la Bourse, ou encore dans l'art. La dynamique de la hausse conforte l'intéressé dans son choix, elle lui prouve sa propre sagesse et celle du groupe. Et ça continue, jusqu'au jour de la désillusion générale et du krach. Celui-ci n'arrive jamais en douceur. Il s'accompagne toujours d'un effort désespéré et généralement vain pour se dégager. Les questions les moins importantes sont les plus vivement discutées : Qu'est-ce qui a déclenché le krach ? Qui faut-il punir ? Il reste une dernière question : peut-on faire quelque chose ? et quoi ? La chute périodique dans la démente n'est pas un trait merveilleusement séduisant du capitalisme. Cependant, au delà d'efforts pour que soient mieux compris la tendance à la spéculation et le processus spéculatif lui-même, il n'y a probablement pas grand-chose à faire. Une réglementation déclarant hors la loi la crédulité financière et l'euphorie collective n'est pas une possibilité pratique... Le seul remède, en fait, ce serait un scepticisme renforcé, qui associerait résolument l'optimisme trop affiché à l'imbécillité probable, et ne lierait pas l'intelligence à l'acquisition ni à l'emploi - ni non plus à la gestion, d'ailleurs - de grosses sommes d'argent. Autre règle : quand un climat de surexcitation envahit un marché ou entoure une perspective d'investissement, quand on parle d'occasion unique fondée sur un flair exceptionnel, que tous les gens sensés mettent les chariots en cercle ! L'heure est à la prudence ! ...nul ne peut espérer échapper à deux questions : quand viendra le prochain grand épisode spéculatif ? et sur quoi portera-t-il - l'immobilier, les titres, les objets d'art, les voitures de collection ? Eh bien, il n'y a pas de réponse. Personne n'en sait rien, et celui qui prétend savoir ne sait pas qu'il ne sait pas. Mais une chose est certaine : il y aura un autre épisode, et d'autres encore après lui. Il en est ainsi depuis des siècles. Et il en sera ainsi pour longtemps. »

### Solidarité : Sport dans la Ville présente CAMPUS PRO

Créée il y a 10 ans par un ancien banquier, soutenue par d'importants mécènes - entreprises et personnes privées (70% de son budget de €3M proviennent de dons) - aidée par un partenariat avec l'EM Lyon, Sport dans la Ville a pour mission de favoriser l'insertion sociale et professionnelle de jeunes, par la mise en place de centres

sportifs implantés au cœur de quartiers sensibles de la région Rhône-Alpes. Chaque semaine, 2000 jeunes âgés de 7 à 20 ans pratiquent gratuitement le football, le basket-ball et le rugby. Afin de participer activement au développement personnel de chaque enfant, Sport dans la Ville a créé des camps de vacances et un programme d'échange international avec les Etats-Unis et le Brésil.

Pour que chaque jeune trouve le chemin de l'emploi, l'association a également créé le programme "Job dans la Ville" destiné à favoriser l'insertion professionnelle des jeunes en entreprise, et le programme "Entrepreneurs dans la Ville" (aide à la création d'entreprise).

#### CAMPUS PRO :

En 2010, Sport dans la Ville va procéder à la construction d'un bâtiment à Lyon, dédié à l'insertion professionnelle et la création d'entreprise: *CAMPUS PRO*. Ce projet, essentiel au développement des programmes de formation et d'insertion professionnelle de *Sport dans la Ville* sera composé :

- d'un incubateur de 130 m<sup>2</sup> pouvant accueillir en permanence 20 créateurs d'entreprises,
- d'espaces de formation,
- de 3 nouveaux terrains sportifs

Le budget de construction et de fonctionnement pour la première année s'élève à 2.4 millions d'euros. De nombreuses entreprises et de nombreux particuliers se sont d'ores et déjà engagés financièrement auprès de *Sport dans la Ville* pour rassembler les fonds nécessaires à ce projet, financement qui reste cependant à compléter. L'association poursuit donc sa recherche de fonds, via des dons, qui ouvrent droit :

- à une réduction d'impôt sur les sociétés de 60% du montant du don pour les entreprises,
- à une réduction d'impôt sur le revenu de 66% du montant du don pour les particuliers.

#### Sport dans la Ville en chiffres :

- 2000 jeunes inscrits dans l'un des 18 centres sportifs de l'association.
- 125 enfants participent chaque année aux camps de vacances.
- 30 jeunes, récompensés pour la qualité de leur comportement, partent chaque année à la découverte des Etats-Unis et du Brésil,
- 150 jeunes suivis en 2009/2010 dans le cadre du programme de formation et d'insertion professionnelle "Job dans la Ville",
- 30 entreprises créées en 3 ans grâce au programme "Entrepreneurs dans la Ville", mis en place avec EMLYON.

[www.sportdanslaville.com](http://www.sportdanslaville.com)

Sidonie Mérieux – Directrice des Partenariats  
04 37 46 12 89 – [smerieux@sportdanslaville.com](mailto:smerieux@sportdanslaville.com)

Tout droit venu d'outre atlantique où elle connaît un immense succès, la solidarité par le prêt solidaire a trouvé son terrain naturel d'expression au travers du micro crédit. Si parrainer des bénéficiaires de micro crédit en leur prêtant les sommes dont ils ont besoin est ainsi devenu pratique courante, c'est aussi et surtout les paradigmes que bouscule cette nouvelle forme d'aide qui interpelle.

Quel plus bel exemple d'expression de la dignité humaine que de prêter à ceux qui, par le fruit de leur travail, développent une micro activité de subsistance et se sortent de la précarité par leur propres moyens ?

La micro finance nécessite, pour les « banques des pauvres », l'accès à une ressource financière massive afin de pouvoir re-prêter à leurs protégés, les ressources de ces institutions, provenant, jusqu'il y a peu, de l'univers institutionnel international ou local. Des lignes de financement venues des banques internationales, des états, des coopérations bilatérales, venaient et viennent toujours alimenter cette masse de ressources. C'est à présent le grand public qui peut participer à son développement.

En France, la chose serait fort aisée si nous ne vivions au pays de la sur-réglementation qui, à l'heure des dérogations, a oublié les associations de micro finance, ne leur laissant pas d'autres alternatives que la ressource bancaire pour se refinancer. L'Association pour le Droit à l'Initiative Economique (ADIE) de Maria Nowak, présidente de la micro finance en France, n'est donc autorisée qu'à emprunter auprès des banques pour re prêter aux plus démunis ! La banque reprenant ainsi quelque part de la main gauche le bout de monopole qu'elle venait d'abandonner de la main droite. Triste paradoxe de la part de celles qui, fort longtemps et encore si souvent aujourd'hui, se sont refusées à soutenir les délaissés du système...

Et l'ADIE ne peut donc recourir aux plateformes de « Peer to Peer » pour se refinancer - plateformes internet mettant en contact direct des internautes prêteurs et une sélection d'organismes de micro finance dans le monde. L'idée géniale des inventeurs du « Peer to Peer » de micro crédit, branche émergente du swab 2.0 (le social web 2.0), aura permis au grand public de parrainer ces bénéficiaires de micro crédit en leur prêtant (via les institutions de micro finance - imf), les ressources financières dont ils ont besoin. Babyloan.org en est le porte-drapeau en France.

Lancé en France il y a tout juste un an, Babyloan a déjà fédéré plus de 4000 membres, qui ont financé 1500 bénéficiaires dans les pays en développement. Fort de ses premiers succès, le site vient également de lancer, en coopération avec le crédit coopératif, le « babyfund Taux fixe 2013 », premier fonds solidaire français de micro crédit.

La solidarité par le prêt en est encore à l'aube de ses développements mais elle est, en elle-même, porteuse de grands espoirs, particulièrement en temps de crise.

[www.babyloan.org](http://www.babyloan.org)

### **Gouvernance: L'équité dans les familles**

*Christine Blondel, professeur à l'INSEAD et conseillère d'entreprises familiales, travaille beaucoup sur les relations familiales autour de l'entreprise. Après avoir partagé des thèmes de son travail sur le rôle des femmes dans notre dernière newsletter<sup>1</sup>, elle nous parle du «Fair Process», élément important de construction de la confiance dans toute entreprise familiale.*

Les entreprises familiales – que nous parlions effectivement d'entreprise, ou bien de patrimoine financier, de fondation, ou même de propriété de vacances – sont le siège d'une sensibilité particulièrement grande aux notions de justice et d'équité. Pourquoi nommer l'un et non l'autre à une responsabilité ? Pourquoi avoir choisi tel programme philanthropique ? Mais aussi, pourquoi avoir organisé la succession patrimoniale de telle manière ? Nous connaissons hélas de nombreux cas où les familles sont déchirées par des décisions qui paraissent arbitraires à ceux à qui elles s'appliquent. Pour éviter ces perceptions, nous<sup>2</sup> recommandons de porter une attention particulière à la manière dont les décisions sont prises.

Prenons l'exemple simple de la transmission d'une maison de famille. Les parents ont œuvré pour rassembler, dans un même domaine, plusieurs maisons, permettant ainsi à tous leurs enfants et leurs descendants de se retrouver chaque été. Chacun des enfants a une maison, seule une ferme n'a pas été attribuée. Une des petites-filles, à 35 ans, manifeste son intérêt pour restaurer le bâtiment, elle en a le temps et les moyens. Comme elle a 14 cousins et cousines, il est facile d'imaginer le risque de sentiment d'injustice si ses grands-parents lui donnent (ou même lui vendent) la ferme sans en avoir parlé aux autres. L'essence du « Fair Process » consiste à ouvrir la discussion avec les personnes concernées (par exemple les enfants et petits-enfants) pour vérifier ce que chacun attend et souhaite. Dans le cas de cette propriété, ouvrir la discussion a permis de réfléchir aux situations du futur (l'organisation des vacances pour les 35 descendants), de commencer à mettre en place une charte de bonne conduite (ce que l'on peut et ne peut pas faire avec les maisons – par exemple les vendre hors de la famille, dénaturer le caractère d'origine...), d'envisager un système de « location » des chambres afin de permettre à tous de venir, qu'ils assument ou non la responsabilité de propriétaire et, enfin, de mettre en place un petit conseil

de famille pour parler des questions de la propriété de manière organisée.

Cet exemple très simple illustre les étapes du Fair Process :

- Impliquer les personnes concernées et leur donner la parole ;
- Définir les questions importantes (dans l'exemple pris, au-delà de la question de la ferme, c'était la question plus générale du fonctionnement de ce lieu de vacances familiales compte-tenu de l'augmentation du nombre de membres de la famille) ;
- Commencer à lister toutes les options (vendre la ferme à un descendant, la gérer en indivision pour tous, construire de nouvelles maisons, etc...) ;
- Décider puis communiquer (mettre les décisions par écrit et formaliser une charte familiale) ;
- Enfin, évaluer ce qui a été fait pour, éventuellement, l'améliorer.

Il est facile de traduire cette situation au niveau d'une entreprise : supposons que la petite-fille ait demandé d'entrer dans l'entreprise. Ce serait probablement pour la famille, si elle ne l'a pas déjà fait (l'anticipation étant préférable), l'occasion de se questionner sur les motivations des uns et des autres, sur les règles pour y travailler (y a-t-il des pré-requis et un mode de sélection particuliers ?) et leur application. Ce serait peut-être aussi l'occasion d'imaginer la répartition future de l'actionariat et les règles de transfert, puis un code de bonne conduite entre actionnaires, de mettre sur pied un conseil de famille pour parler de l'entreprise, etc... L'essence du Fair Process consistera à ce que ce soit les membres de la famille collégialement (et non seulement le fondateur) qui réfléchissent à ces questions et à leur mode de fonctionnement pour ce passage de génération. En conclusion, 5 « C » peuvent être utilisés pour caractériser le Fair Process :

- **Communication et voix**: permettre à chacun de se sentir partie prenante, mais aussi de mieux comprendre les enjeux et les questions ;
- **Clarté** : expliciter les attentes de chacun, mais aussi les règles du jeu ;
- **Cohérence** : appliquer les mêmes règles à tous ;
- **Possibilité de Changer** : ne pas figer dans le marbre car les circonstances changent ;
- **Culture d'équité** : être sincère dans la démarche, sinon ne pas l'initier.

A l'origine de nombreux conflits se trouvent des processus de décision arbitraires. Inversement, ouvrir la communication de manière sincère permet bien souvent de dégonfler des conflits.

### **Paradis fiscaux : blanc, noir,...gris ?**

Pour entrer sur la liste blanche de L'OCDE, un pays doit signer au moins douze accords bilatéraux de coopération en matière fiscale. Après être sortie de la liste noire en Avril 2009, la Principauté de Monaco est désormais

<sup>1</sup> Son nom avait malheureusement été omis lors de la mise en page, nous la prions de nous en excuser.

<sup>2</sup> Ludo Van der Heyden, Christine Blondel et Randel Carlock : « Fair Process : Striving for Justice in Family Business », *Family Business Review* 2005.

résolue à afficher sa transparence, et s'est engagée avec seize pays. Parmi les douze accords déjà signés et les quatre paraphés, on compte des pays tels que les Etats-Unis, mais aussi les Bahamas, Samoa, Saint Kitts, ou encore Saint-Marin. L'OCDE n'ayant pas fixé de conditions particulières sur les états signataires de ces conventions, les paradis fiscaux ont tendances à établir des conventions entre eux. Ainsi, sur les cinq accords signés par Andorre, quatre le sont avec des paradis fiscaux : Saint-Marin, Monaco, le Lichtenstein, et l'Autriche. La même stratégie est observée pour Saint-Marin, qui a signé, entre autre, avec Samoa, les îles Féroé, Malte, Andorre...

Une liste alternative de paradis fiscaux a été publiée par *Tax Justice Network* (une plateforme d'organisations non gouvernementales et d'acteurs de la société civile). Basée sur un indice d'opacité financière, prenant en compte le degré de secret d'un état et son poids financier à l'échelle mondiale, ce classement place en première position l'état américain du Delaware ! Les cinq premières places sont occupées par des pays pourtant sur la liste blanche de l'OCDE, tel que le Luxembourg, la Suisse ou encore les îles Caïmans. *Tax Justice Network* dénonce ainsi les critères insuffisants et inappropriés utilisés par l'OCDE.

Nous sommes ainsi encore loin de la transparence et de la fin des paradis fiscaux annoncée par nos gouvernements !

### Retour à la terre !

Source *Wealth Bulletin*

Malgré ses performances remarquables (au UK, sa valeur a doublé depuis 1995 et devrait à nouveau progresser fortement entre 2010 et 2012), et sa popularité grandissante, cet investissement n'apparaît jamais dans les journaux économiques. Cela peut s'expliquer par le fait qu'il ne s'agisse ni d'un produit financier, ni d'immobilier conventionnel, mais de terres agricoles.

D'après une étude de Knight Frank, les terres agricoles ont largement surperformé le FTSE 100 ainsi que l'immobilier particulier au cours des 15 dernières années. Au Royaume-Uni, leur valeur a augmenté de 11% cette année et devrait encore gagner 9% en 2011 et 16% en 2012. Le peu de disponibilités de terres agricoles combinés aux stocks de céréales déclinant, vont continuer à faire grimper les prix.

Parallèlement, on notera que de grands investisseurs privés annoncent des investissements dans les terres agricoles en Ukraine, que des sociétés lèvent des fonds pour le développement de « portefeuilles » de terres agricoles en Amérique Latine (Uruguay en particulier),...

Un intérêt de bon sens compte tenu de la croissance de la population mondiale à nourrir et du développement des agro-énergies ! Et un retour aux actifs réels, très prisé aujourd'hui.

### Les villes les plus agréables du monde

Pour faire suite au classement des principaux centres financiers mondiaux, voici le classement 2009 des villes les plus agréables.

En se basant sur 39 indicateurs tels que l'habitat, le logement, la santé, les services publics, la stabilité politique, l'éducation, ou les loisirs, Mercer a comparé 215 villes à travers le monde.

En 2009, après huit années à la tête du classement, Zurich est détrôné au profit de Vienne. Les villes européennes sont omniprésentes dans le haut du tableau, avec une domination de l'Allemagne et de la Suisse. Paris n'apparaît qu'à la 33ème place, devant Londres, 38ème.

Ce classement révèle la hausse de la qualité de vie dans des villes d'Europe de l'Est, tels que Ljubljana (Slovénie), ou encore Bratislava (Slovaquie).

Classement Mercer 2009 des villes les plus agréables du monde

Rank 2009	Rank 2008	City	Index 2009	Index 2008
1	2	VIENNA	108.6	107.9
2	1	ZURICH	108	108
3	2	GENEVA	107.9	107.9
4	4	VANCOUVER	107.4	107.6
4	5	AUCKLAND	107.4	107.3
6	6	DUSSELDORF	107.2	107.2
7	7	MUNICH	107	107
8	7	FRANKFURT	106.8	107
9	9	BERN	106.5	106.5
10	10	SYDNEY	106.3	106.3
33	32	PARIS	102.9	102.9
35	35	TOKYO	102.2	102.2
37	36	LYON	101.9	101.9
38	38	LONDON	101.6	101.6
49	49	NEW YORK CITY, NY	100	100

(Source : Mercer)

New York a été utilisée comme ville de référence portant l'indice 100.

## NEWS

### Art et commerce : (r)évolution

En Mai 2009, la société de port-franc de Genève a perdu son statut de zone extraterritoriale, devenant un « dépôt franc sous douane ». Désormais, un inventaire a été mis en place, en vue de connaître les caractéristiques d'un bien, sa valeur marchande, l'identité du propriétaire, ainsi que sa provenance, afin de lutter contre les œuvres illicites. Les maisons de ventes aux enchères ainsi que les galeries et les marchands d'art, qui profitaient fréquemment de sa position géographique stratégique, de l'anonymat, ainsi que de la suspension des taxes et droits de douanes, pour y déposer des œuvres « sensibles », vont très certainement délaisser ce lieu.

La France tente de profiter de ce changement et envisage la mise en place d'un Port-franc sur l'île Seguin à Paris. Cela permettrait aux marchands de ne pas être soumis

aux taxes d'importations à la condition de ne pas faire sortir leurs œuvres de l'Union Européenne.

Mais le vrai vainqueur de ce changement est incontestablement l'Asie, qui a conservé une législation très souple sur la confidentialité relative à la nature des biens et à l'identité des propriétaires. Ce contexte a déjà attiré de grands noms tels que Sotheby's ou Christie's.

Le plus grand port-franc du monde ouvrira en décembre 2010, à Singapour. Il sera spécialisé dans le stockage et les visites privées d'objets de collection.

La géographie du monde de l'art poursuit son évolution, s'éloignant chaque jour un peu plus de l'Europe...

#### **Les milliardaires ne sont pas égaux devant la crise !**

Alors que les plus grandes fortunes Américaines et Européennes ont littéralement fondu en 2008, un classement établi par le magazine Hurun recense plus de 130 Chinois possédant un patrimoine supérieur à €1Mds. D'après Hurun, le nombre de chinois possédant au moins \$150M a été multiplié par dix entre 2004 et 2009, passant de 100 à 1 000. La fortune cumulée de ce « top 1000 » représente la somme de \$571Mds, soit une hausse annuelle de \$130Mds !

L'homme qui occupe la première place de ce classement a vu sa fortune augmenter à \$5,1Mds grâce à l'investisseur le plus célèbre des Etats Unis : Warren Buffet. Wang Chuanfu, patron du producteur de batteries et constructeur de voitures électriques BYD, a vu le cours de son entreprise flamber, suite à la prise de participation de 10% (soit €230M) de Warren Buffet au travers de la société Midas.

#### **France : Quel avenir pour les prélèvements obligatoires ?**

Le rapport d'information de la commission des finances du Sénat, intitulé « Quels prélèvements obligatoires pour la sortie de crise ? », relève que le taux de prélèvements obligatoires est aujourd'hui de 40%, représentant une forte chute comparé aux 44% de 1998. Cette baisse est la conséquence des dernières mesures, combinées à la crise financière. Pour illustrer l'impact de la crise, les entreprises, qui ont payé €50Mds en 2008, verseront, en 2009, seulement €20Mds ! Un effet mécanique sur le taux de prélèvements, comparé au PIB, qui lui, ne baissera que de 2% environ en 2009.

Pour enrayer cette baisse, et préparer une fiscalité de sortie de crise, les parlementaires ont proposé le remplacement de l'impôt de solidarité sur la fortune et du bouclier fiscal par une tranche supplémentaire d'impôt sur le revenu de 50% à partir de 83 406 € (taux marginal maximum actuel de 40%). Ce mécanisme permettrait, d'après l'étude, d'apporter plus de « justice » et de simplicité au paysage fiscal et d'assurer « une meilleure

corrélation entre l'impôt et les facultés contributives réelles ».

Néanmoins, le gouvernement a demandé aux parlementaires d'ajourner les projets d'amendement en ce sens pour l'instant...

#### **Revue de Presse**

##### **Gestion de fortune - Octobre 2009.**

F. Mollat du Jourdin explique, aux côtés d'autres témoins, son choix de passer de la banque privée à l'indépendance.

##### **Investir Magazine – Novembre 2009.**

Dossier sur la gestion de patrimoine. Financière MJ précise le positionnement du family office et son rôle de gestionnaire des risques.

##### **Le Mag Cultures – Décembre 2009.**

F. Mollat du Jourdin est interrogé sur l'investissement dans les terres agricoles (Russie, Uruguay).

##### **Rencontres Annuelles de l'AFFO – 17 Novembre 2009.**

Après la présentation de l'étude AFFO – Deloitte sur les acteurs du FO en France, F. Mollat du Jourdin anime une table ronde sur les conséquences de la crise sur le métier de Family Office.

##### **Conférence Taylor Wessing – 26 Novembre 2009.**

L'approche des FO dans l'investissement non coté.

##### **Campden Conference – Abu Dhabi – 7 Décembre 2009.**

F. Mollat du Jourdin témoignera, au sein d'un groupe de family officers internationaux, sur les effets de la crise sur le métier et les pratiques du Family Office.

## **PRATIQUE**

#### **Evaluer un Family Office**

L'AFFO (Association Française du Family Office) vient de présenter les conclusions de l'étude menée avec Deloitte sur le marché et les acteurs du family office en France. Sans entrer dans le détail de l'analyse, quelques points nous semblent cependant importants à relever :

- Trois typologies de FO cohabitent :
  - Mono FO (dédié à une seule famille),
  - Multi FO bancaire,
  - Multi FO indépendant.
- Seule une personne fortunée (patrimoine supérieur à 10/15M\$) sur 5 a aujourd'hui recours aux services d'un FO.
- Les français recourent volontiers aux services de FO étrangers, américains, anglais ou suisses surtout.
- Les principales attentes vis-à-vis d'un FO ont trait à son approche familiale / transgénérationnelle et à ses capacités techniques (qu'elles soient internes ou externes – rôle de chef d'orchestre et de « gate

keeper », qui trie l'offre du marché pour retenir ce qui est vraiment dans l'intérêt du client).

- Le FO est avant un consultant, qui doit apporter, au-delà de la confiance, un réel sens critique, du sur mesure et une vision long terme, le tout dans une absence de conflit d'intérêts (laquelle passe en premier lieu par le mode de rémunération, majoritairement sous forme d'honoraires).

En conclusion, le FO est réellement un métier à part entière, ni banque privée ni conseil en gestion de patrimoine, ni une activité accessoire.

Il se doit de couvrir l'ensemble des besoins des clients, conseil stratégique en amont, suivi opérationnel (technique) ainsi que conseil lié au mode de vie et aux valeurs familiales (accompagnement humain à long terme).

Les 5 qualités clé d'un FO sont :

- La relation de confiance dans la durée,
- L'absence de conflit d'intérêts,
- La transparence,
- La capacité d'exécution,
- L'expertise.

En écho à ces conclusions, qui laissent entrevoir, pour la France, un important potentiel de développement dans un cadre plus clair et structuré, un FO américain a récemment proposé 10 questions essentielles, permettant d'évaluer un Family Office :

#### **1. Etendue des services :**

- Quels sont les services proposés ?
- Lesquels seront délégués hors du Family Office ?

#### **2. Contact :**

- Quel est l'interlocuteur au sein du Family office ?
- Quel est son background et celui de ses collaborateurs ?

#### **3. Société :**

- Quel est l'historique du Family Office ?
- Est-il indépendant ?
- Quelle est sa structure organisationnelle et financière ?

#### **4. Clients :**

- Combien de clients ?
- Quel patrimoine (nature et volume) ?
- A t-il perdu des clients récemment, et pourquoi ?

#### **5. Expérience passée :**

- Comment a t-il résolu un problème de type .... par le passé ?

#### **6. Confidentialité :**

- Quelles procédures a t-il mis en place pour préserver la confidentialité des clients.
- Qui a accès à ces informations ?

#### **7. Sécurité :**

- Quel est son niveau de sécurité informatique ?
- Les documents papiers sont-ils systématiquement archivés informatiquement ?
- Quel est son plan de reprise d'activité en cas de sinistre ?
- Quels contrôles effectue-t-il sur le travail délégué à l'extérieur ?

#### **8. Conflits Potentiels :**

- Quels sont les frais indirects pouvant intervenir, quelles rétrocessions touche-t-il ?

#### **9. Communication :**

- Quelles méthodes utilise-t-il pour les reportings et à quelle fréquence sont-ils envoyés ?
- Serait-il possible d'y accéder en ligne ?

#### **10. Vérification :**

- A quelles régulations est-il soumis ?
- Quelles accréditations a t-il ?

Ces éléments confortent, pour autant que ce soit nécessaire, les choix stratégiques et opérationnels faits par Financière MJ depuis ses débuts, basés sur l'éthique, la transparence, l'expertise et le professionnalisme.

### **Europe : nouvelles dispositions successorales**

Le 14 Octobre 2009, la Commission Européenne a adopté une proposition simplifiant les successions internationales :

L'ensemble des biens sera transmis selon la loi successorale du dernier pays de résidence du défunt. La notion de « professio juris », permettant de choisir par avance que la législation appliquée soit celle du pays de nationalité, est désormais étendue à tous les pays de l'union européenne. La Commission Européenne a aussi proposé la création d'un certificat successoral européen (CSE), qui allégerait une procédure lourde en formalités, puisque ce simple document justifierait de la qualité des héritiers, et ce, dans la totalité de l'Union Européenne.

Le principal problème soulevé par la mise en place d'un CSE concerne les différences de législations successorales entre les pays européens (réserves héréditaires ou non), ainsi que les contribuables disposant de plusieurs nationalités.

### **Projet de Loi de Finance 2010**

Les principales hypothèses et mesures contenues dans le projet se révèlent sans surprise, annonçant une année de stabilisation économique.

#### **En Bref**

Pétrole 2010 : baril à 75 dollars.

Cours EUR/USD : 1,45

### Croissance

La croissance devrait être de 0,75% en 2010 et 2,5% annuel de 2011 jusqu'à 2013. En 2010, l'augmentation de l'inflation sera plus importante que celle du pouvoir d'achat, 1,2% contre 1%. L'investissement des entreprises et la consommation des ménages devraient repartir à la hausse avec respectivement +0,6% et +0,8%.

### Déficit & dette

Le déficit budgétaire pour 2010 est estimé à €115,9Mds, soit 8,5% du PIB, mais devrait diminuer à 7% puis 6% au cours des deux années suivantes. La dette publique représentera 84% du PIB puis 88% en 2011, 90% en 2012 et 91% en 2013. Le déficit commercial devrait diminuer pour atteindre €47Mds en 2009 et 2010.

### Fonction publique

L'année prochaine, l'Etat supprimera 33 750 postes de fonctionnaires. L'Education Nationale (-16 000), la Défense (-8 250), et l'Intérieur (- 3 450), seront les plus touchés.

### Taxe Carbone

La taxe carbone, ou de son nom officiel « contribution climat-énergie », devrait être mise en place en 2010. Le coût de la tonne de carbone a été fixé à €17, mais évoluera au fil des années. Cette nouvelle taxe n'aura, en théorie, pas d'impact sur les ménages puisqu'elle sera entièrement redistribuée. Les entreprises supporteront une charge à ce titre de € 4 à 5Mds.

### Fiscalité

Le taux de prélèvements obligatoire sera stable en 2009 et 2010, aux alentours de 40,7% du PIB. 2010 devrait sonner la fin de l'exonération partielle des indemnités de départ volontaire à la retraite.

Les contrats d'assurance-vie multi-supports ne seraient plus exonérés de prélèvements sociaux en cas de décès. De même pour les plus values de cessions mobilières, un projet visant également les plus values immobilières, hors résidence principale.

Le bouclier fiscal, qui plafonne les impôts à 50% des revenus, devrait en revanche être maintenu.

Dès le 1er Janvier 2010, la taxe professionnelle sera supprimée et remplacée par une contribution économique territoriale (cotisation locale d'activité + cotisation complémentaire). Avec cette réforme, les entreprises verront leurs impôts diminuer de €11,7Mds en 2010, et de €7Mds les années suivantes.

### Classement des Banques Privées

My Private Banking publie un classement des meilleures banques privées européennes en Suisse. 20 banques, parmi celles ayant les plus importants actifs sous gestion, ont été sélectionnées. Les analystes les ont ensuite contactées, en se faisant passer pour un résident suisse de 40 ans, chef d'entreprise, un enfant, ayant €1,5M à

investir sur un horizon de 5 à 10 ans, avec une performance espérée de 6 à 8 %. Les établissements sont évalués sur un barème de 100 points, la note moyenne de ce classement est de 52 points. Les notes varient entre 26 et 79, la majorité se situant entre 50 et 70.

Ce classement a été établi en fonction de trois critères :

- Qualité de la relation client : site internet interactif, rapidité des réponses, qualité questionnaire et de la proposition
- Allocation d'actifs : conformité avec la stratégie du client, diversification ...
- Coût total de gestion : frais directs et indirects.

Rank	Bank	Total Points (max. 40 points)
1	Nordea	79
1	Sal.Oppenheim	72
3	UBS	71

La première place revient à Nordea, pourtant peu connue dans le monde de la gestion privée. Elle obtient de bons scores dans les 3 catégories évaluées. Ses points forts sont une relation client très professionnelle, un questionnaire efficace, et une proposition prenant en compte les besoins du client. Seule faiblesse, une allocation d'actifs trop agressive.

Sal. Oppenheim, récemment acquise par Deutsche Bank, arrive en seconde place. Cette banque allemande propose un prix de 1% pour ses prestations et n'a presque aucun coût indirect. On peut lui reprocher une allocation d'actifs un peu conservatrice.

En troisième position, UBS reste la banque leader en termes d'actifs sous gestion. La relation client est très professionnelle, et les propositions d'investissements sont parfaitement en accord avec les besoins du client. Le principal défaut d'UBS est l'utilisation trop importante de produits « maison ». Les déconvenues rencontrées récemment n'entrent pas en ligne de compte...ni l'instabilité des interlocuteurs, faiblesse notoire.

### Hedge funds : premier bilan 2009

Source Alternative Adviser, Luxembourg.

La première indication en termes de performances vient de l'observation des indices globaux à fin Septembre :

Indices non investissables:

HFRI Fund Weighted Composite Index +17.21%  
CSFB-Tremont Hedge Fund Index + 14.97%

Indices de fonds de fonds:

L'Edhec Risk - Funds of Funds Index + 9.30%  
HFRI Fund of Funds Composite Index + 8.09%

Indices investissables:

HFRX Global Hedge Fund Index: +14.97%

Indices par stratégies:

Edhec Risk - Conv. Arbitrage Index +40.89%  
Edhec Risk - Emerging Markets Index + 31.35%  
Edhec Risk - CTA Global Index -1.15%  
Edhec Risk - Short Selling Index -18.10%.

Ces différents indices montrent que les marchés ont repris confiance, et que les investisseurs reviennent de façon significative vers les actifs risqués.

Avec une diminution progressive de l'illiquidité sur certains marchés, de nombreuses opportunités apparaissent, notamment pour les stratégies d'arbitrage. Les stratégies inefficaces de la fin de l'année 2008 se révèlent enfin fructueuses.

Ce changement de tendance a cependant surpris de nombreux hedge funds, qui préfèrent garder un positionnement défensif face aux incertitudes.

En cette fin d'année 2009, la situation des hedge funds semble s'être stabilisée, et depuis Janvier 2009, les performances de la majorité des fonds sont en ligne avec le niveau de risque pris.

#### **Hedge funds : investir en "Managed Accounts"**

Source Alternative Adviser, Luxembourg.

Les managed accounts sont des portefeuilles spécifiques, disponibles via des plateformes telles que Lyxor (SG), Innocap (BNP) ou encore Deutsche Bank, qui ont recruté des gestionnaires de Hedge Funds comme conseillers. Ils ont pour objectif de répliquer la stratégie et les opérations de leur hedge fund en respectant un cahier des charges strict et spécifique, qui doit permettre d'éviter toute dérive. Les managed accounts offrent ainsi aux investisseurs une solution d'investissement alternatif tout en restant dans un cadre contrôlé, transparent et liquide. Une étude de Deutsche Bank montre qu'après la crise de 2008, 43% des investisseurs seraient désormais susceptibles d'utiliser les managed accounts. Cet intérêt grandissant s'explique notamment par leurs nombreux avantages :

- **Transparence** : caractéristique qui fait tant défaut aux hedge funds.
- **Liquidité** : les plateformes proposent généralement une liquidité hebdomadaire avec des préavis limités, plus avantageuse que les liquidités mensuelles ou trimestrielles avec des préavis pouvant aller jusqu'à plusieurs mois des hedges funds.
- **Contrôle des risques financiers** : le cahier des charges limite les dérives.
- **Réduction des risques opérationnels** : des contrôles sont mis en place sur les actifs, les contreparties et prestataires de services, la valorisation des actifs...

Cependant les managed accounts comportent aussi des défauts :

- **Frais additionnels** : l'infrastructure nécessaire à la plateforme est relativement lourde, ce qui entraîne des frais supplémentaires.
- **Représentativité limitée** : aussi bien au niveau des meilleurs gérants de hedge funds que des stratégies peu liquides.

- **Transfert du risque opérationnel/contrepartie** : le risque, bien que moindre, est transféré vers l'opérateur de la plateforme.
- **Apparition du risque de tracking error** : la politique de liquidité des managed accounts empêche la réplique parfaite du hedge fund, en particulier sur les actifs illiquides. Il est donc possible que la performance ne soit pas totalement corrélée au fonds de référence.

Après une crise qui a vu s'envoler la moitié des actifs investis en hedge funds, 2009 révèle une reprise, tant sur les performances que sur la collecte. Le développement de ces managed accounts ainsi que des hedge funds « UCIT III » (respect des normes réglementaires européennes), devrait pallier à une partie des défauts mis en avant au paroxysme de la crise financière. Ces outils n'en demeure pas moins complexes et peuvent difficilement être proposés aux petits épargnants.

## **CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES**

#### **Art : laissons passer l'hiver**

Source ArtPrice

En ces temps difficiles, les maisons de vente ont pris de nombreuses mesures pour soutenir un marché en berne : moins de lots, fin des prix garantis et baisse des fourchettes d'estimations. Cette stratégie s'est révélée efficace, puisqu'au 2<sup>ème</sup> trimestre 2009, la timide reprise économique combinée à ces efforts, ont permis de faire progresser l'Indice des Prix Artprice de 5%. Après cinq trimestres de baisse consécutive et une perte de 30%, ce rebond divise les investisseurs. Alors que certains n'y voient qu'un sursaut, d'autres croient déjà à une reprise.

Thierry Ehrmann, le P-DG d'Artprice, affirme que « les prix ne descendront pas plus bas »...

Les vacations new yorkaises de Septembre 2009, particulièrement attendues, ont, cependant, été décevantes. Christie's, le 8 Septembre, puis Sotheby's le 10, ont vu leurs ventes fortement chuter par rapport à l'an dernier. Seul point positif de ce début d'automne, les belles adjudications de deux œuvres d'Andy Warhol, « Flower », qui démontrent que les artistes de « références » sont toujours demandés.

Cette tendance se confirme par la bonne résistance des stars de l'art contemporain : Koons, Hirst, ou Murakami, habitués des enchères millionnaires, ont réussi à préserver leurs cotes en limitant les apparitions.

C'est dans ce climat plutôt incertain que s'est déroulée, la « FIAC ». 210 galeries représentant 21 pays se sont réunies. Pour cette édition, la FIAC s'est appuyée sur des valeurs sûres de l'univers artistique. Ainsi, pour la première fois à Paris, dix des plus prestigieuses galeries mondiales (Gagosian, Pace Wildenstein, Beyeler, Louis

Carré, Jan Krugier...) sont venues exposer, sur le stand « projet moderne », des pièces exceptionnelles des artistes les plus cotés, parmi lesquels : Mondrian, Calder, Leger ou encore Bacon. Une stratégie qui s'est révélée payante, puisque que le nombre record de visiteurs a été largement dépassé, atteignant cette année 80 000 personnes, soit 23% de plus qu'en 2008.

Les ventes ont atteint, elles aussi, des sommets. La preuve avec les \$70M pour trois tableaux de Mondrian, Picasso et Kupka. Un tableau de Fernand Leger a été réservé pour \$20M par un musée étranger. Les marchands sont globalement rassurés et ont effectués de bonnes ventes, souvent au delà de leurs espérances.

Mais d'un jour sur l'autre, le marché joue aux montagnes russes : à New York, à nouveau, en Novembre, après une vente maussade chez Christie's qui enregistrerait \$57M (contre \$117M en Novembre 2008) et 30% d'invendus, Sotheby's enregistrerait \$102M de plus (\$159M, certes contre \$197M en Novembre 2008) et de nouveaux records.

Chez Christie's, même des lots phares comme *Tête de femme* de Picasso (Portrait de Dora Maar – 1943), ont du être ravalés, l'estimation de \$7-10M s'avérant rédhitoire. Les collectionneurs se sont par contre disputés quelques pièces de grand noms (Degas, Signac, Lempicka) et une toile de DALI, (*Nu dans la plaine de Rosas*, \$3,5M). L'œuvre du maître surréaliste a gagné \$2,8M depuis son dernier coup de marteau en Juin 2002 !

Le lendemain, Sotheby's enregistrerait un record pour une œuvre sur papier de Dali : *la Girafe en feu*, décuplait son estimation basse pour un coup de marteau à \$1,6M. La liste des records de Sotheby's s'est allongée (van Dongen, Derain,...).

En Asie, l'art contemporain en général et chinois en particulier a généré, depuis 2004, des espoirs fous chez les artistes autochtones et stimulé de nombreux spéculateurs et fonds d'investissements. La spéculation sur les signatures chinoises et les performances époustouflantes (+500% entre 2004 et 2008 !) ont d'ailleurs largement contribué à gonfler la part de l'art contemporain asiatique sur le marché.

En 2002, il y avait un seul artiste chinois dans le TOP 100 mondial ; il y en a 34 aujourd'hui, contre 20 américains. Et pour la première fois cette année, le volume d'affaires réalisé en salles des ventes par l'art contemporain dans la zone Asie est supérieur à celui des Etats-Unis. En intégrant l'Organisation Mondiale du Commerce, la Chine a autorisé l'arrivée de maisons d'enchères étrangères dont Christie's, Sotheby's et Bonhams, qui ont ouvert une antenne à Hong Kong et Artcurial à Shanghai. Les formidables impulsions ainsi créées, couplées au dynamisme des maisons chinoises et à la puissance financière de Hong Kong et de Shanghai imposaient en 2007 la Chine comme la troisième place mondiale

derrière les Etats-Unis et le Royaume-Uni. La France fait désormais pâle figure !

Mais il y a un an, la crise mondiale a secoué en premier lieu la place hongkongaise, avant de gagner New York et le reste du monde. En Octobre et Novembre 2008, Christie's et Sotheby's orchestraient à Hong Kong leurs ventes d'art moderne et contemporain asiatique. Le taux d'invendus habituel enregistré pour ce type de vacations oscillait entre 9 et 14%, il culminait cette fois à 35% ! Le 30 Novembre 2008, la cession d'art asiatique de Christie's fut un fiasco avec 44% d'œuvres contemporaines ravalées. Entre Juillet 2008 et Juin 2009, la Chine perdait 63% de produit de ventes d'art contemporain et l'indice des prix chutait de près de 38% !

C'est dire combien les résultats d'Octobre 2009 de Sotheby's Hong Kong étaient attendus avec impatience. Le 6 Octobre, Sotheby's orchestrait trois cessions d'art asiatique offrant plus de 380 œuvres d'artistes chinois, japonais, indiens, indonésiens et coréens, pour une estimation globale avoisinant les \$25M. Pari réussi puisque l'auctioneer enregistrerait \$28M. Ce résultat demeure en deçà d'Octobre 2008 mais le taux d'invendus est retombé de 30% à 23%.

L'ère spéculative achevée, le marché devient donc plus abordable à travers le monde, et notamment en Chine : au premier semestre 2008, le prix moyen des œuvres contemporaines vendues en Chine affichait 65 500\$. Mi 2009, il était tombé à 26 800\$.

Les collectionneurs, sur tous les continents, semblent donc attendre des jours meilleurs pour vendre leurs pièces phares, mais réalisent aussi que le risque semble limité, dès lors que la qualité est au rendez-vous. Seules la spéculation effrénée et les œuvres médiocres ou surestimées pâtissent réellement du climat de défiance.

### **Immobilier : V ou W ?**

D'après la dernière étude disponible de la FNAIM, en France, au cours du 3ème trimestre 2009, les prix de l'ancien ont baissé de 1% par rapport au trimestre précédent, et en comparaison avec l'année dernière à la même période, les prix reculent de 4,8%. Sans doute soutenus par une meilleure solvabilité financière des acheteurs, et la rareté, les grandes surfaces résistent mieux à la baisse que les petites.

Si l'on interroge des experts du marché immobilier, économistes, ou directeurs d'études, il en ressort qu'au début du 4ème semestre 2009, les prix de l'immobilier en France ont baissé de 9,3% sur un an. Tous s'accordent néanmoins à dire que la baisse de l'ancien n'est pas terminée pour 2009, et qu'elle devrait se poursuivre au moins jusqu'à mi 2010. Les plus optimistes parlent d'un repli de 7,5% alors que d'autres visent 10%. L'année 2010 devrait être une année de stabilisation du marché, la croissance devant redémarrer en 2012.

En raison de la mise en place du dispositif Scellier et de la désaffection des investisseurs pour les marchés financiers, les perspectives de l'immobilier neuf sont plus optimistes que celles de l'ancien. Le nombre de mises en chantiers connaît une augmentation naissante, et, d'après les experts, les prix ne devraient plus chuter, mais restent toutefois sensibles à la politique monétaire de la BCE, et au niveau des taux d'intérêt.

Confirmant que cela reste un élément déterminant au soutien du marché immobilier, l'étude de l'Observatoire du Crédit Logement, en Septembre 2009, indique que les taux d'intérêts des crédits immobiliers ont, à nouveau, baissé. Les taux moyens des prêts s'établissent désormais à 3,83% (en Août 3,93%, au 4ème trimestre 2008 5,07%), revenant au niveau de 2006. En proposant ces taux, les établissements de crédit permettent au marché immobilier d'espérer une sortie de récession dans un futur relativement proche. La durée moyenne des prêts a diminué de 3 mois, passant de 217 mois en Août 2009 à 214 mois en Septembre.

Le haut de gamme parisien résiste : par rapport à Septembre 2008, le prix des biens haut de gamme parisien a subi une baisse comprise entre 10 et 15%, ce qui place la capitale parisienne parmi les grandes villes internationales les plus résistantes. En comparaison, Londres, Madrid ou Moscou ont vu leurs prix chuter de 30% à 35% (sans compter l'effet devise pour les villes hors zone Euro).

Sur le marché parisien, depuis Juin, les prix semblent s'être stabilisés. Les biens de qualité sont estimés entre 8 000 et 10 000 € / m<sup>2</sup> et entre 14 000 et 18 000 euros / m<sup>2</sup> pour les biens d'exceptions.

Le marché londonien, quant à lui, est devenu attractif pour les investisseurs européens en raison de la chute des prix conjuguée à la baisse du taux £/€. Un investisseur en euros voit les prix fondre de 50% !

A New York, après une baisse de plus d'un an, on constate un début de reprise. La mégapole américaine représente une véritable opportunité, aidée par des vendeurs ayant besoin de trésorerie, des promoteurs souhaitant achever leurs projets, le tout combiné au niveau de change €/€ : une alchimie parfaite pour attirer les investisseurs européens.

Dans l'immobilier d'entreprise, les transactions hexagonales au 1<sup>er</sup> Octobre, ne représentaient que €4Mds. Les stocks sont en forte hausse, +25% par rapport au début d'année, atteignant 3,4 millions de m<sup>2</sup>, et la chute des transactions est vertigineuse : -82% sur un an.

Au niveau européen, le marché de l'immobilier d'entreprise se porte mieux. D'après Jones Lang Lasalle, les investissements européens ont augmentés de 40% au troisième trimestre 2009 (+€18Mds). Le montant total

estimé des investissements immobiliers d'entreprise, pour cette année, est de €60Mds.

L'étude annuelle « European Cities Monitor », publiée par Cushman & Wakefield, place Londres, Paris et Francfort sur le podium des métropoles les plus attractives. Les capitales d'Europe de l'Est progressent dans le classement, Varsovie étant même la destination la plus convoitée des entreprises européennes pour une implantation dans les cinq années à venir. New York est la destination non européenne privilégiée. Préoccupée par l'évolution du contexte économique et les difficultés de financement, la stratégie des entreprises en matière immobilière dans les 12 à 18 prochains mois, visera néanmoins à améliorer la maîtrise des coûts en réduisant les surfaces occupées, mais aussi en optimisant leur espace de travail.

Classement des villes d'Europe les plus attractives selon les différents critères.

Critères	N°1	N°2	N°3
Facilité de recruter du personnel qualifié	Londres	Paris	Francfort
Accessibilité aux marchés	Londres	Paris	Francfort
Qualité des réseaux de télécommunications	Londres	Paris	Francfort
Qualité des infrastructures de transports externes	Londres	Paris	Francfort
Coût de la main d'œuvre	Bucarest	Istanbul	Budapest
Climat économique créé par le gouvernement	Dublin	Genève	Varsovie
Compétences linguistiques	Londres	Bruxelles	Amsterdam
Rapport qualité de l'offre/coût immobilier	Leeds	Birmingham*	Varsovie
Qualité des infrastructures de transports internes	Londres	Paris	Berlin
Offre disponible d'immeubles de bureaux	Berlin	Londres	Madrid
Qualité de vie offerte aux salariés	Barcelone	Genève	Munich
Qualité de l'environnement	Genève	Oslo	Stockholm

(source Cushman & Wakefield, European Cities monitor 2009)

Les marchés demeurent donc prudents, soutenus par des taux bas et une liquidité forte... Mais l'attentisme prévaut, tant côté acheteurs que vendeurs, handicapés par des demandes de financement ardues et un contexte incertain. Difficile de faire aujourd'hui une prédiction, et seul l'immobilier commercial de centre ville semble encore tirer son épingle du jeu.

**Marchés financiers : être ou ne pas (y) être**

Après un début d'année de panique, l'environnement général et l'économie mondiale semblent s'être stabilisés.

Le découplage entre pays développés et émergents se matérialise depuis le troisième trimestre, avec un fort retour de la croissance, en Chine, en Inde et au Brésil notamment, aidé par les interventions massives des pouvoirs publics. Les dernières prévisions de croissance annuelle du FMI sont d'ailleurs parlantes : +1.25 % (après -3.5 % en 2009) dans les pays développés, +5 % (+1.75% en 2009) dans les pays émergents. En globalité, les

prévisions de croissance ressortent à -1.1% sur 2009 et à 3.1% en 2010.

Malgré l'explosion du chômage (qui demeure un indicateur retardé) et de la dette publique, les dernières statistiques montrent que les indices de confiance, chez les ménages et les entreprises, retrouvent des couleurs.

Dans le secteur financier, certaines institutions affichent à nouveau des résultats –quasi- records. Mais il ne faut cependant pas perdre de vue qu'aux USA, nombre de petits établissements ont fait (ou feront) faillite, et que d'autres, bien plus importants, se sont laissés « nationaliser » (dernier en date, CIT, établissement de crédit aux PME).

Enfin, le processus de désinflation (ralentissement de l'inflation sous-jacente), lié notamment à la baisse d'utilisation des capacités de production et des prix de l'énergie, paraît s'être inversé depuis le 3<sup>e</sup> trimestre, sans pour autant créer de crainte inflationniste, à ce stade.

#### *Les Etats Unis*

Les dernières statistiques sont assez mitigées, signalant un début de reprise, fragile. La production industrielle est en hausse, même si le taux d'utilisation des capacités demeure bas. Les nouvelles sont moins encourageantes dans l'immobilier (mises en chantier atones) et la consommation peine à se redresser (premier signal positif en octobre, tiré par le marché automobile notamment).

Par ailleurs, le chômage poursuit sa hausse, au-delà de 10%, le plus haut niveau depuis 1983, impactant la consommation, mais encourageant un taux d'épargne qui devrait rester élevé, permettant la reconstitution du « bilan » des ménages. Néanmoins, relance budgétaire (50 % du plan Obama doivent être dépensés dans les 12 prochains mois), détente des conditions financières et baisse du dollar pourront soutenir l'activité.

#### *L'Europe*

Avec une croissance de 0,4% au 3<sup>e</sup> trimestre, la zone euro confirme sa sortie de récession (8 pays en expansion, 3 toujours en récession -Espagne, Grèce et Chypre-). Les perspectives restent favorables grâce à l'effort budgétaire, notamment en Allemagne qui voit également sa croissance soutenue par la reprise des exportations. Au Royaume-Uni, le PIB s'est à nouveau contracté au 3<sup>e</sup> trimestre pour la 6<sup>e</sup> fois consécutive, entraînant une baisse de l'activité de l'ordre de 6%. Le fort endettement des ménages, la baisse de l'immobilier et la situation difficile du secteur financier, ne plaide pas pour un retour rapide de la croissance.

Sans surprise, le taux de chômage continue d'augmenter, particulièrement en Espagne, Irlande, Angleterre.

Les pays d'Europe émergente restent dans leur ensemble et bien qu'inégalement touchés, dans une situation délicate, ajoutant la crise de change à leurs maux. Certains Etats ont dû faire appel au FMI.

#### *Le Japon*

Le redressement du secteur manufacturier se poursuit entraînant une croissance du PIB de 1.2% au 3<sup>e</sup> trimestre (4.8% en rythme annualisé). Les perspectives demeurent plutôt favorables : restockage, reprise des exportations (tirées par les autres économies de la région).

#### *Les marchés émergents*

Les pays émergents, ont mis en place des politiques budgétaires fortes en faveur de la consommation, dont les conséquences ont été quasi immédiates. En Asie particulièrement, cette reprise profite à la production domestique mais peu aux importations (hors celles de matières premières). Le commerce international qui se (re)développe est celui intra- pays émergents, largement fondé sur les matières premières, confirmant une ouverture de ces économies entre elles.

#### *Conséquences pour les matières premières*

La remontée des matières premières depuis le début de l'année vient bousculer un environnement déjà difficile pour les ménages. De 35\$, le baril est remonté au niveau bas de son « fair price », estimé à 80/90\$ dans le cadre d'une activité économique normalisée.

L'or joue actuellement son rôle de valeur refuge, atteignant les niveaux historiques de 1130 USD l'once. Pour la première fois depuis 1998, les banques centrales sont, cette année, acheteuses nettes d'or, contribuant à la flambée du métal devenu l'assurance contre les désordres monétaires.

#### *Conséquences sur les taux et les devises*

Le glissement du dollar s'est poursuivi pour toucher à nouveau le seuil psychologique de 1.50 contre Euro. A court terme, plusieurs éléments plaident pour cette faiblesse: une politique monétaire durablement expansionniste aux Etats-Unis, taux d'intérêts nuls permettant des opérations de « carry-trades », découplage de la croissance entre pays émergents et pays de l'OCDE.

Les taux d'intérêt à court terme demeurent très bas dans la plupart des pays et ne devraient pas remonter rapidement (hors Australie et Norvège, économies liées aux matières premières et/ou aux pays émergents). En revanche, les taux longs restent élevés en termes relatifs, soulignant l'inquiétude liée à l'endettement des états...

#### *Conséquences pour l'investissement*

Comme nous le mentionnions dans nos précédentes éditions, compte tenu de cet environnement général difficile, il convient de rester prudent, la volatilité demeurant très largement supérieure à sa moyenne historique. Il est pour autant certain que de nombreuses opportunités sont apparues. On note cependant depuis le début de l'année un fort retour de l'appétit au risque, conséquence de la quantité importante de liquidités disponibles et de la chute de la rémunération de celles-ci. Dès la fin du 1<sup>er</sup> semestre, nous estimions judicieux de prendre des profits sur les obligations souveraines. Aujourd'hui, les spreads des obligations corporates se sont normalisés et une grande partie du rattrapage est

faite. On peut se laisser porter par les rendements à maturité des plus courtes (1 à 3 ans), et, en étant très sélectif, regarder encore quelques émissions. Malgré une envolée en 2009, le high yield (dont les taux de défaut devraient avoisiner 4% en 2010 selon JP Morgan), continue, sans aucun doute, d'offrir des opportunités (rendements autour de 10%). Mais sur le plan tactique, ce sont les obligations émergentes libellées en devise locale qui semblent les plus attractives, dans le cadre d'une poursuite de la normalisation des taux et de l'appréciation des devises émergentes.

Depuis le début de l'année, La hausse des actions est de l'ordre de 20% dans son ensemble. Après une baisse de 25% jusqu'à début mars, les marchés se sont redressés de près de 60%, avec de fortes disparités géographiques et sectorielles. Par ailleurs, environ 80% des entreprises du S&P500 ont affiché des résultats trimestriels au dessus des attentes.

Mais il n'en demeure pas moins que, sur 10 ans, la performance des marchés actions est nulle, ne couvrant pas même l'inflation !

Dans ce contexte, si la faveur reste aux marchés émergents, les marchés développés continuent d'offrir des opportunités à moyen terme (une consolidation ne pouvant être exclue à court terme), en particulier sur les valeurs défensives (« deep value »), très en retard sur la hausse récente, offrant des dividendes souvent supérieurs à une obligation du même émetteur (!).

Les Hedge funds, affichent de très bons résultats dans leur globalité (HFRX : +11% YTD). L'industrie a retrouvé un ratio risque/rendement en ligne avec sa vocation et la gestion des risques opérationnels parait aujourd'hui mieux cadrée. La crise a contribué à réduire le nombre d'intervenants et laisse une plus grande faculté aux

survivants d'exploiter les anomalies. Global Macro et Long/Short demeurent les stratégies privilégiées (attention cependant à la liquidité et à la transparence). Le « distressed », malgré une liquidité moindre, délivre, depuis quelques mois des résultats notables. L'arbitrage, en particulier sur le crédit et les convertibles, a connu aussi une très belle année, amenant à davantage de circonspection pour 2010, compte tenu de l'analyse développée plus haut. Mais attention à ne pas se laisser entraîner à nouveau dans un enthousiasme aveugle. Cette classe d'actifs conserve des caractéristiques atypiques, qui doivent la réserver aux investisseurs avertis.

Les produits structurés continuent à pâtir de leur image ternie. Pourtant les conditions actuelles peuvent être propices, sur des maturités courtes, à des coupons élevés.

Le contexte reste donc complexe et l'année 2010 ne devrait pas être aussi « radicale » que 2009. On assistera probablement à des mouvements de balancier, dans un contexte de volatilité toujours élevée, et les exagérations (faciles à identifier avec le recul !) ayant été corrigées, il sera plus difficile de délivrer une performance en maintenant un risque maîtrisé.

Diversification (par classe d'actifs –actions, obligations, alternatif et monétaire-, par zones géographiques et par secteurs), allocation tactique et réactivité, sélectivité, transparence et lisibilité, simplicité et maîtrise du risque, seront indispensables dans un tel contexte.

Nul doute que la supervision de la gestion, assurée par le family office, ne sera pas de trop en 2010 !

*Achevé de rédiger le 18/11/09.*

FINANCIERE MJ  Family Office

*est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune*

*Société de conseils en Investissements Financiers  
Enregistrée sous le N° D003807 auprès de la CNCIF  
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers*

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

[info@financiere-mj.com](mailto:info@financiere-mj.com)

**Avertissement :** *Ce document ne fait partie d'aucun prospectus. Les commentaires ne sont donnés qu'à titre d'information et de réflexion. Ils ne sauraient être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente ou une proposition de services financiers. L'utilisation qui pourrait en être faite ne saurait engager la responsabilité de Financière MJ.*