

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°22 / 2e et 3e trimestres 2008.

Humeur

Le seul véritable voyage n'est pas d'aller vers d'autres paysages, mais d'avoir d'autres yeux

M. Proust

Moscou Juin 2008 : une limousine deux fois plus longue que tout ce que j'ai vu à New York, suivie d'énormes 4X4 aux vitres fumées, les gardes du corps me dit-on ! Mais l'ambiance est également bon enfant en soirée sur la Place Rouge et dans les parcs environnants, remplis de touristes, de badauds et de couples enlacés qui déambulent devant le mausolée de Lénine. C'est, parmi d'autres, ce pays de contrastes qui alimente aujourd'hui le fantasme des émergents conquérants, gorgés de liquidités et de matières premières. Ces clichés néanmoins, ne sont pas un reflet forcément exact lorsque l'on sait l'état de pauvreté qui sévit encore en dehors des grandes villes, voire à leur périphérie. L'inflation, le pouvoir politique encore en mal de démocratie et l'inégalité dans la répartition des richesses sont également autant de faiblesses qui pourraient bien demain dérégler la machine emballée !

Un fait notable cependant : en l'espace de quelques années, le pouvoir financier est passé aux mains des pays riches en matières premières, armés de leurs fonds souverains, prédateurs potentiels d'un monde en crise, boursière, financière ... et bientôt économique !

Une chose nous paraît donc certaine dans ce constat : le monde connaît aujourd'hui une (r)évolution sans précédent, liée à l'évolution démographique d'une part, à la fin de l'énergie et des matières premières bon marché d'autre part. L'économie virtuelle d'un côté, l'économie réelle de l'autre, souligne un banquier. Le virtuel où tout est possible tout de suite, le réel qui nous rattrape au galop et qui nous obligera à un changement sans précédent dans nos habitudes de consommation : le « Peak oil » est annoncé pour 2015, prédit encore un spécialiste ! Dans ce maelström, où l'histoire est encore loin d'être écrite, il nous appartient de demeurer vigilant. Il faut aussi savoir se tenir à des règles, ses règles, tout

en s'adaptant : d'autres yeux et non pas d'autres paysages. La poésie en moins et l'art mis à part, nous reprendrions volontiers cette citation à notre compte, tant pour la philosophie d'action que pour l'apport du family office à ses clients, en particulier aujourd'hui : une ligne directrice et pérenne, qui apporte autant une capacité d'avancer que d'adapter une stratégie à un monde nouveau.

C'est ainsi l'occasion de faire un point sur l'évolution de Financière MJ, après 6 années d'activité : un modèle (qui fait des émules) reconnu pour son indépendance et son intégrité, une équipe en évolution, qui couvre les principaux domaines du conseil aux familles (sélection de prestataires et de gérants, allocation d'actifs incluant immobilier et private equity, conseil et supervision des gestions/asset monitoring, coordination et implémentation des solutions d'ingénierie patrimoniale françaises et internationales, gouvernance familiale et philanthropie, assistance administrative). Aujourd'hui Financière MJ, compte 2 associés et envisage d'en intégrer de nouveaux, renforce ses équipes de collaborateurs, investit sur de nouveaux outils informatiques afin d'améliorer la prestation de consolidation d'actifs et de contrôle des gestionnaires, développe une activité de recherche macro économique et financière, en collaboration avec la société indépendante Auris GP et via les échanges de plus en plus fournis avec les membres du réseau ENFO (European Network of Family Offices).

Mais ce qui fait avant tout la force de notre société est son indépendance, farouchement défendue au cours des années, tant capitalistique, financière qu'opérationnelle, ne souffrant ainsi d'aucun conflit d'intérêt dans le service à ses clients. Un développement bâti donc dans une totale indépendance, garante d'une parfaite liberté dans le regard porté sur le monde et ses acteurs, sur les événements et leurs auteurs.

Un regard différent pour enrichir et pérenniser les patrimoines familiaux sur le long terme !

IDEES

Un capital de départ pour tous les jeunes

Par Eric Pictet.

Un capital de départ pour tous les jeunes adultes de 25/30 ans : Une idée qui fait son chemin !

Une association, le Midep (Mouvement pour l'Instauration de l'Egalité face au Patrimoine) souhaite mettre au centre du débat public une idée originale et novatrice.

L'intégration des jeunes adultes dans la société est de plus en plus difficile. Cette situation met à mal les fondements même de notre modèle social basé sur la solidarité entre générations, entre actifs et non actifs, entre riches et moins riches. Le chômage va baisser en partie pour des raisons démographiques mais nous avons de plus en plus de salariés pauvres dont une grande partie de jeunes. L'idée de l'accès à un capital pour tous les jeunes est partie de ce constat. Le Midep (www.midep.eu) souhaite mettre ce débat sur la place publique. Les arguments sont les suivants :

Le système basé sur la redistribution partielle des richesses produites ne marche plus et pourtant la social-démocratie a été une avancée très importante de l'après guerre. Elle a su corriger les excès du libéralisme et son succès a grandement participé à l'effondrement du communisme, symbolisé par la chute du mur de Berlin. Simplement, la redistribution des revenus est allée trop loin et trouve ses limites. Nos gouvernants ont mal apprécié les trois grandes mutations que nous connaissons depuis une trentaine d'années. La mondialisation, l'allongement de la durée de la vie et la robotisation croissante de l'appareil de production. Par souci électoraliste, les gouvernants ont, depuis 30 ans, creusé les déficits publics en grande partie pour satisfaire les dépenses courantes et acheter la paix sociale. Les jeunes sont les premières victimes de ce laxisme. Ils ont et auront la charge de la dette accumulée, du poids des retraites de plus en plus important et enfin de la concurrence mondiale qui pousse les salaires à la baisse. Quant à l'héritage, pour ceux qui ont la chance d'en recevoir un, il arrive souvent très tard et ne sert donc plus à démarrer dans la vie.

Que faire alors que le travail doit être revalorisé mais ne permet plus dans nombre de cas d'accumuler du capital ? Que faire alors que le capital est principalement détenu par les « seniors » ? Que faire si nous voulons éviter une guerre de génération ?

Tout simplement redistribuer une partie du capital accumulé pendant des siècles en avance sur héritage aux jeunes générations. Cette solution aurait également comme avantage de concilier le libéralisme avec le socialisme car ce serait la démocratisation du capital ; le capitalisme pour tous et non pour quelques uns.

Comment financer un capital de 50.000 Euros pour chaque jeune adulte âgé de 25 et 30 ans ?

Le coût serait de 30 milliards par an soit 1.5% du PIB ou 0.3% de la richesse nationale. La France accumule, comme l'Europe en général, du capital depuis des siècles. La richesse totale de la France peut être estimée à 10.000 milliards. Serait-il complètement absurde et impossible d'en faire mouvoir 0.3% par an en faveur des jeunes générations ? Le capital c'est la liberté, la responsabilité et la sécurité. Chaque jeune y aurait accès comme une dot. Ceux qui auraient déjà hérité ne recevraient rien et ceux qui hériteront après avoir reçu cette somme la rembourseront en Euros courants. La philosophie de cette mesure est à la fois libérale et sociale.

Les conséquences économiques seraient bénéfiques car certains jeunes se lanceront dans la création d'entreprise avec plus de sécurité car avec un actif. Cette mesure aura surtout comme conséquence de maintenir la cohésion sociale et d'éviter une guerre de générations.

Le principe acquis, il faudra discuter des modalités mais l'idée de base est que le maximum de jeunes adultes puisse en bénéficier. C'est une nouvelle voie. Il faut l'explorer.

Ah ! Si j'étais riche...

Par Thierry Lacan, Peace & Fortune.

Riche...et moins occupé !

Le temps c'est de l'argent Thierry Lacan l'ayant bien compris, a créé Peace & Fortune, une société de Private-Office – un complément au Family-Office - qui permet aux grandes fortunes de gagner ce qu'il y a de plus difficile après l'argent : du temps ! Comment ? En gérant à leur place les besoins spécifiques inhérents à leur vie familiale et professionnelle, comme l'acquisition d'un bien immobilier, le conseil en assurances, le service de sécurité des biens et des personnes, les conseils en art de vivre, de s'habiller et de recevoir « à la française », la recherche de personnel de maison, distingué et de confiance... Peace & Fortune va jusqu'à négocier et acheter des avions, des hélicoptères et des yachts, mais aussi des chevaux de course et des voitures de collection pour ses clients. La société se propose même de les représenter dans des ventes aux enchères... Une prise en charge exclusive dont les clients peuvent bénéficier dans tous les pays du monde.

Le cercle très petit des très grandes fortunes (+\$30M) comptant quand-même aujourd'hui 103 320 personnes dans le monde (+ 8 % en 2007), il y a fort à parier que quelques unes aient élu la France comme villégiature, au moins quelques mois par an ! L'occasion saisie par Thierry Lacan, qui se propose de surfer sur cette nouvelle vague, en se définissant comme un fervent défenseur de l'art de « bien vivre, bien s'organiser, bien penser et bien dépenser » à la française.

Le défi du RIZ !

Le maintien de la production mondiale de riz par habitant est quasi impossible d'ici 2010. Le diagnostic de l'Office national interprofessionnel des grandes cultures (Onigc), dans son bulletin de mars, est préoccupant. Au cours de la décennie écoulée, la population mondiale a augmenté deux fois plus vite que la production. Grâce aux prélèvements dans les stocks, l'offre a pu jusqu'à présent répondre à la consommation mondiale grandissante. Mais ces réserves ont fondu. «Les stocks mondiaux se situent à environ 70 millions de tonnes, leur niveau le plus bas depuis les années 75/76, quand les pénuries en nourriture avaient déclenché une famine dévastatrice au Bangladesh», s'inquiètent les experts de l'Onigc. Or, ce n'est pas demain que les réserves se reconstitueront. Après une progression de 1% l'an dernier, la production mondiale devrait ralentir autour de 0,5% cette année, alors que la consommation devrait augmenter de 1,1%. Celle-ci continuera d'être tirée par l'Asie, le Moyen-Orient et l'Afrique. Dans les années 1980, la population africaine augmentait de 3% par an. Depuis 2001, ce rythme s'est légèrement ralenti, mais il reste plusieurs fois supérieur à la progression de la production mondiale. La bataille de l'autosuffisance alimentaire mondiale est donc engagée, et il faudra plus qu'une «révolution verte». Les OGM ont un bel avenir !

Qu'est-ce que l'Islamic Banking ?

L'Islamic Banking est une manière de faire de la finance selon les préceptes de la Shari'a, la loi islamique. Les trois principaux principes sont que l'argent n'a pas de valeur usurière, c'est à dire que prêter de l'argent n'a pas de coût et ne peut inclure des coûts. De plus, la spéculation est strictement interdite car pleine d'incertitudes. Enfin, il n'est pas autorisé d'investir dans des entreprises aux activités « haram » telles que les casinos, les fabricants de tabacs ou d'alcool ou les banques. Toutefois, la finance islamique se révèle une technique très intéressante afin d'aider au développement et au support des pays musulmans car c'est une finance qui se veut équitable, favorisant l'investissement, le développement et le partage des risques. C'est un procédé bancaire qui reprend les mêmes principes que le crédit-bail (ou de la tontine par certains aspects).

Par exemple, pour le financement d'une voiture, une banque islamique achète le véhicule et l'enregistre au nom du client. Celui-ci doit alors rembourser une somme, dont le montant a été décidé au préalable, sur une base régulière, et sur une période préétablie. Cela signifie que d'une part, il n'y a pas le concept d'intérêt applicable et que d'autre part, les risques sont partagés. La banque islamique absorbe une partie des investissements et des épargnes. Si la banque est rentable, alors les profits sont partagés. Dans le cadre de l'investissement aux côtés d'entrepreneurs, la Shari'a propose un ensemble de principes où le financier et l'entrepreneur partagent les profits et les pertes. C'est une idée récurrente dans la

finance islamique. Ainsi, il est vrai que les banques prennent une certaine dose de risque. Mais elles sont aussi bénéficiaires quand c'est un succès !

L'afflux d'argent au Moyen-Orient grâce au prix du pétrole est un des motifs qui poussent au développement de la finance islamique. Cependant, son expansion vient aussi du fait que les musulmans cherchent à investir d'une manière qui soit en accord avec leur croyance. Ce phénomène prend de plus en plus d'ampleur et des banques occidentales se sont mises à la culture de la « finance halal ». Certains établissements comme la BNP proposent des produits « Sharia compliant ».

La finance islamique est une manière de faire de la finance. Elle n'est pas réservée aux seuls musulmans. Cependant, afin d'avoir ses produits ou des transactions reconnus comme islamiques, les banques mandatent des experts sur la Shari'a afin d'approuver ces transactions. Ces experts sont un peu moins de 50 dans le monde pour un nombre grandissant d'institutions faisant de la finance islamique. Il y a donc une certaine pénurie de ressource dans cette partie de l'activité.

Globalement, la finance islamique reste pour l'instant très petite à l'échelle mondiale, toutefois différentes études ont montré qu'elle deviendra un élément significatif du paysage financier à moyen terme. Kuala Lumpur est à l'heure actuelle le principal centre financier islamique en Asie. Dans le Golfe, Bahreïn est historiquement le cœur de la finance islamique mais Dubaï et le Qatar tentent de lui ravir ce rôle. En Europe, c'est incontestablement Londres qui occupe cette position. La Grande Bretagne a fait de nombreuses modifications de ses lois afin de traiter la finance islamique et la finance conventionnelle sur un pied d'égalité. La ministre française de l'économie a récemment annoncé un projet similaire en France.

La manipulation de la devise chinoise...

Source Bluebridge, Montréal.

En entendant parler les politiciens américains, on a l'impression qu'il y a des solutions simples et indolores pour tout ce qui afflige l'Amérique, et aucune n'est plus simple que celles proposées pour négocier avec la Chine. «...Forçons seulement Beijing à réévaluer le yuan, argumente-t-on, et les emplois abonderont dans le Michigan... ». Dans les années 30, l'administration Roosevelt s'était immiscée dans les affaires monétaires de la Chine, ce qui s'est avéré très peu avantageux pour les américains et désastreux pour la Chine. Cette leçon semble avoir été oubliée depuis longtemps en Amérique, mais elle demeure très vivante dans la mémoire des Chinois. Dans le numéro janvier/février du *Foreign Affairs*, D. D. Hale et L. H. Hale observent la bonne et la mauvaise approche pour régler le problème de la balance commerciale USA-Chine. En examinant seulement la surface du problème, il est facile de penser que la Chine en tire tous les bénéfices, aux dépens des États-Unis. En approfondissant cette analyse, cependant,

les auteurs ont trouvé que l'augmentation du surplus commercial a en fait été très bénéfique pour l'économie mondiale. Non seulement la Chine recycle une grande partie de son surplus du compte courant dans les bons du Trésor américains, mais 27 % des exportations chinoises sont générées par des entreprises appartenant à des intérêts américains et pour lesquelles il s'agit d'un boum des profits. L'Amérique et les Américains en bénéficient donc grandement. Alors, pourquoi y a-t-il un tollé au sujet de la Chine qui maintient prétendument sa devise en dessous de sa valeur réelle ? Après tout, si le yuan est réévalué, les activités de fabrication vont se déplacer vers le Cambodge et le Vietnam, ce qui se voit déjà de plus en plus. Il est facile d'oublier que la Chine est en déficit commercial avec le reste de l'Asie. En effet, comme les Hale l'ont écrit, la Chine est le dernier arrêt sur la chaîne d'assemblage mondiale, de sorte qu'à peine 20 % de la valeur des produits exportés est captée par l'économie chinoise. Les auteurs citent une étude récente, réalisée par le *Hong Kong Institute for Monetary Research*, qui démontre que « la valeur du yuan est fonction de la balance commerciale globale de la Chine, et non seulement de son surplus vis-à-vis des États-Unis. En fait, les chercheurs du HKIMR allèguent que l'appréciation de la devise n'aura pas l'effet souhaité de diminuer les exportations chinoises. L'effet pourrait même être inverse, en diminuant les prix des importations de la Chine servant à fabriquer des produits finis qui seront exportés aux États-Unis et en Europe. » La solution qui s'impose alors n'est pas la plus populaire, c'est-à-dire celle qui donnera un vote de plus aux candidats des élections présidentielles américaines ou à un législateur, car les emplois promis – malgré tout le battage fait contre la Chine – ne vont jamais se concrétiser. Bien que personne ne se plaigne des bas prix chez Wal Mart, peu sont prêts à admettre qu'il existe un autre côté à la médaille. La solution peut seulement provenir d'une intégration harmonieuse de la Chine dans l'économie mondiale. De façon cinglante, les Hale écrivent que « peu importe combien de réformes économiques sensibles seront pratiquées par Beijing, une grande partie du fardeau d'intégration de la Chine dans l'économie mondiale retombera sur la communauté internationale. Et ce procédé nécessitera plus que les efforts unilatéraux des États-Unis, destinés à défendre ses propres intérêts; il devrait plutôt être approché comme un enjeu multilatéral qui affectera presque toutes les nations de la terre. » Les Hale sont des experts chinois très respectés, et leurs conseils devraient être appliqués.

Le coût résultant de l'application de politiques mal conçues est presque toujours très élevé, particulièrement pour ceux qui auraient dû en bénéficier le plus !

Fair Value : quoi et pourquoi ?

S. Vivier (Reims Management School - Qualis-EcoFi)

La Fed en baissant drastiquement ses taux pourrait bien être un pompier incendiaire : les marchés sont face à une crise de confiance, or la baisse brutale des taux – y

compris en dehors des réunions planifiées par la Fed – donne une impression de panique qui n'est pas faite pour rassurer les investisseurs. En outre, la Fed brûle ses cartouches bien vite au risque de se retrouver dans la situation de la Bank of Japan dans les années 1990 : une déflation des actifs et une économie faiblarde qu'aucune relance monétaire ne peut plus sauver, les taux étant déjà trop bas. La trappe à liquidité n'est jamais bien loin !

Conséquences :

1/ Les banques échaudées par leurs pertes immobilières, avec un accès difficile au refinancement interbancaire vont naturellement réduire la voilure de leurs prêts à l'économie. Ce « credit crunch » touchera les entreprises, et les ménages. C'est la voie de transmission la plus massive vers l'économie réelle. Moins de prêt aux entreprises, c'est moins d'investissements, donc un moteur de la croissance qui s'éteint. Moins de prêts aux ménages, c'est moins de consommation, ce qui affecte également négativement la demande, mais aussi moins de demande pour l'immobilier. La tendance à la baisse des prix immobiliers trouve alors un puissant relais pour s'amplifier et s'accélérer.

2/ Les opérateurs se ruent vers les titres d'Etat dans un mouvement standard de « flight to quality ». Le Bund et l'OAT 10 ans traitent en effet à des niveaux faibles, rien de plus normal, il faut bien que les banques investissent leur liquidité quelque part... et ce n'est qu'avec des obligations d'Etat que les investisseurs sont sûrs de ne pas acheter sans le savoir un actif encombré de quelques subprimes cachés...

3/ Les pays émergents : une issue de secours ? C'est peu probable pour 2 raisons. La première est économique, la seconde est financière. La croissance dans ces pays est tirée par l'export et non par la demande interne – en Chine en particulier –. Or si les pays développés entrent en crise, ils achèteront moins à ces pays qui verront donc leur croissance fléchir. Le système bancaire de certains de ces pays pourrait en outre connaître une crise liée au phénomène de contagion des opinions, qui conduirait à une propagation rapide de la crise de confiance.

4/ La fair value : un débat relancé ? La notion de juste valeur a vu sa supériorité affirmée avec les réformes des normes internationales au détriment de coût historique. Cette crise souligne combien cette vision peut être dangereuse. En effet l'enregistrement à la « fair value » oblige les banques à valoriser leurs actifs à une valeur dépréciée, augmentant les pertes non réalisées. Cette réforme s'avère d'autant plus problématique quand le prix des actifs n'est pas établi sur les marchés, comme c'est le cas à l'heure actuelle pour de nombreux actifs bancaires."

NEWS

World Wealth Report

Plus de 10 millions de grandes fortunes !

En 2007, selon le 12^e WWR publié par Cap Gemini et Merrill Lynch, la richesse des grandes fortunes privées dans le monde s'élevait à 40 700 milliards de dollars, soit une augmentation de 9,4%. Le nombre de très grandes fortunes (plus de \$30 millions) aussi appelées Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI), croît de 8,8% pour atteindre 103 320.

La France, avec une progression de +1,3% du nombre de ses grandes fortunes, se trouve bien au dessous de la moyenne mondiale. Les derniers classements publiés par la presse nationale font d'ailleurs ressortir une baisse du patrimoine global estimé des 500 plus grandes fortunes françaises, une évolution relativement atypique. Ainsi les pays du « BRIC » (Brésil, Russie, Inde, Chine), portés par une performance économique remarquable ainsi qu'une croissance robuste de leur capitalisation boursière, voient l'accroissement du nombre de leurs particuliers fortunés atteindre des sommets : Inde : +22,7%, Chine : +20,3%, Brésil : +19,1% et Russie : +14,4%.

Principale évolution notable qui ressort de ce rapport : l'investissement « vert » gagne en popularité, apportant, en plus de rendements lucratifs, l'occasion d'un engagement écologique et socialement « plus responsable ». La hausse des investissements dans ce secteur est de 41% depuis 2005.

Le bel avenir du family office en Europe

D'après une étude de CELENT, une société de recherche et de conseil américaine, le marché mondial du family office a connu une forte croissance ces dernières années. Le nombre de multi family offices et de family offices dédiés dans le monde a doublé ces 10 dernières années atteignant environ 12 000, dont le tiers est aux Etats-Unis. Et pourtant, le marché du family office est toujours sous représenté en Europe alors qu'il est assuré d'une croissance certaine, due à la haute concentration de richesses et au nombre important d'Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI).

Cette étude précise que de nombreuses banques, privées ou universelles, ont établi des départements de family office au sein de leur groupe. Les banques traditionnelles privées ont ainsi diversifié leurs services en créant de nouvelles entités, tel Crédit Suisse Trust, Julius Bär Family Office, dans le but de répondre aux besoins des UHNWI.

De leur côté, les prestataires de family office, afin de faire face à un marché de plus en plus compétitif et exigeant, renforcent leurs compétences classiques (fiscalité,

juridique, conseils financiers) et offrent également aux familles un accompagnement dans les domaines de l'immobilier, de la politique familiale ainsi que de la finance.

Cette étude définit l'Autriche comme l'un des marchés présentant le meilleur potentiel du fait notamment de la porte d'accès aux familles d'Europe centrale et de l'Est.

Au Benelux, le family office est considéré comme le prolongement de la gestion d'actifs traditionnelle, et le gérant de fortune représente un modèle très commun. Le Benelux est une zone attractive pour les family offices, car plus de 60 millions de personnes vivent à moins de 200 km du Luxembourg, territoire « offshore ».

L'Allemagne enfin, est le marché « on shore » le plus développé pour la gestion de fortune en Europe, et représente environ 12% de la fortune des HNWI européens. Le peu d'importance des family offices dans ce pays est dû au fait que les allemands ont tendance à garder leurs actifs dans des holdings ou à s'établir en suisse et recourir alors aux services de family offices ou gérants privés Suisses.

La France n'est ici pas même évoquée, tant ce marché semble encore à ses premiers balbutiements ! Il n'est que de voir le nombre limité d'acteurs aujourd'hui positionnés sur ce marché !

La nouvelle fièvre de l'or

Seriez-vous aujourd'hui prêt à abandonner votre emploi pour devenir chercheur d'or ?...Une telle question peut paraître saugrenue mais, en réalité, elle ne l'est pas tant que cela : en effet, on voit aujourd'hui nombre de californiens tout plaquer pour faire de la prospection à temps complet !

Rappelons que l'emblématique Etat américain a été le théâtre d'une épique ruée vers l'or il y a de cela près de 160 ans... De fait, une zone assez étendue aux confins de la Sierra Nevada recèle des gisements aurifères bien réels et surtout encore largement inexploités, ceux-ci ayant été essentiellement abandonnés depuis des lustres du fait de la baisse tendancielle des cours du métal jaune.

Mais, à 1 000 dollars l'once (en attendant les 2 000 dollars...) les appétits et les convoitises se sont bien sûr réveillés et il y a fort à parier qu'un tel mouvement n'en est encore qu'au stade des prémices, en Californie ou ailleurs... A toutes fins utiles, soulignons que l'association des prospecteurs d'or américains a vu le nombre de ses membres tripler en quelques mois !

Alors bien sûr, chacun sait que, lors des ruées vers l'or, ce sont surtout les marchands de pelles qui font fortune... On notera à cet égard qu'un détaillant californien en matériel de prospection vient de reporter une

multiplication par 4 de son chiffre d'affaires en 3 mois !
Quand on vous dit qu'il s'agit d'une fièvre...

Anecdotique, diront certains esprits forts ou blasés...
Mais peut-être moins qu'il n'y paraît tant la logique économique de cette nouvelle ruée est imparable ; et puis, et peut-être surtout, elle témoigne que, par delà l'effondrement programmé d'un système financier grotesquement bouffi, le fameux rêve américain - phénix s'il en est ! - n'est, lui, pas près de rendre l'âme! Et l'on gagnera toujours à s'en inspirer, dans l'esprit à défaut de la lettre...

L'État baptise la première fiducie

Il s'en est fallu de peu pour que la fiducie fête son premier anniversaire sans avoir jamais été appliquée.

La fiducie à la française a été introduite le 19 février 2007 après des décennies de tergiversations durant lesquelles bien des pays ont eu le temps de s'armer d'un dispositif perfectionné. Et il aura encore fallu attendre le 6 février 2008 pour que le premier contrat soit conclu. Ici, c'est l'État français qui montre l'exemple. Il est en effet le bénéficiaire de cette première opération.

C'est un contrat de fiducie-sûreté qui a été signé à Bercy, l'une des deux formes de fiducie introduites par le législateur, à côté de la fiducie-gestion.

Le constituant est une société en difficulté, redevable de dettes fiscales et sociales. La fiducie, dans cette situation, s'est révélée être la solution la plus adéquate car très souple : un bien immobilier appartenant au débiteur a été transmis à Natixis, intervenant comme fiduciaire, à charge pour lui de gérer le bien pour le compte de l'État jusqu'à complet paiement de la dette.

Si le débiteur parvient à désintéresser l'État comme il s'y est engagé, il retrouvera la pleine propriété de son bien. En revanche, dans le cas contraire, l'État pourra, comme la loi l'y autorise, réaliser la sûreté et ainsi faire vendre l'immobilier pour se dédommager sur le prix de cession.

Cette grande première française fait renaître l'espoir que notre fiducie connaisse l'engouement du trust. Mais pour cela, il faudra certainement quelques ajustements, notamment dans le domaine des procédures collectives et dans l'extension de cet outil aux personnes physiques, une évolution qui semblerait imminente !...Et qui offrirait alors de nombreuses possibilités d'utilisation dans le cadre de la gestion de gros patrimoines, en particulier pour les situations spéciales (personnes protégées,...).

FUSAC

L'activité de fusions-acquisitions dans le monde a reculé de 35% au premier semestre pour tomber à 1579 milliards de dollars (1000 milliards d'euros), les sociétés de capital-investissement continuant à boudier les grosses opérations avec la crise du crédit, selon les

chiffres préliminaires publiés par Thomson Reuters. L'activité des fonds de capital-investissement, qui avait été le moteur du boom des fusions-acquisitions, a chuté de 66% en Europe sur les six premiers mois de l'année et de 86% aux Etats-Unis. Avec la hausse de l'inflation et la persistance de la morosité économique des deux côtés de l'Atlantique, il est peu probable que les volumes se reprennent rapidement et renouent avec les niveaux records vus jusqu'en juin 2007, estiment les observateurs. En ce qui concerne le classement des principaux intermédiaires actifs dans les fusions-acquisitions, Goldman Sachs Group a repris la première place à Morgan Stanley.

AFFO

Association Française du Family Office

Au-delà de la réflexion menée actuellement sur son évolution et sa vocation future, l'association reste fidèle aux réunions thématiques mensuelles. Ainsi en mai était abordé le thème « Famille et Philanthropie », un sujet d'actualité puisque l'on voit un nombre croissant de personnes fortunées réfléchir à des projets dits « non profit » (*en anglais dans le texte*). De la responsabilité sociale et du sens du patrimoine familial.....

Des questions que Financière MJ aborde de plus en plus fréquemment avec ses clients dans le cadre d'un accompagnement sur la réflexion philanthropique, grâce à l'arrivée d'une spécialiste dans la société l'hiver dernier.

Revue de presse et conférences

ENFO – European Network of Family Offices.

Le lancement du Réseau Européen de Family Offices en avril dernier, a reçu un large écho dans la presse, en France et à l'étranger.

La Tribune, l'Agefi Actifs, le Figaro, Capital Privé Magazine et Gestion Privée Magazine pour la presse française, Newsmanagers et Boursorama pour internet, mais aussi The Private Client Practitioner au Royaume Uni, le FT aux Pays Bas, ont repris l'information, donnant lieu à de nombreux articles et interviews des membres du réseau. Vous pouvez retrouver ces articles et toute l'information d'ENFO sur www.enfo.net.

Paris - EFE – juin 08 - «Family Office : quelles stratégies patrimoniales pour les familles ?»

François Mollat du Jourdin intervenait en juin dans cette conférence afin de présenter une analyse du marché du Family Office en Europe ainsi qu'une approche des différentes typologies de structures : FO dédié, FO multi clients, indépendants ou bancaires.

Londres – IIR – Sept. 08 – “Wealth Management and Family Office”.

François Mollat du Jourdin participera à un débat sur la sous traitance des prestations au sein du family office.

Londres – Hedge Funds Review – Sept. 08 – “Family office leadership summit”.

François Mollat du Jourdin participera à 2 débats sur la stratégie d'investissement et les challenges futurs pour les family offices en Europe.

PRATIQUE

Hedge funds

La Réserve Fédérale de New York a publié récemment un rapport sur la mesure du risque pour le secteur des hedge funds. L'auteur du rapport note que la corrélation élevée observée récemment sur les rendements des hedge funds n'est pas sans rappeler le niveau de concentration de risques constaté peu avant la crise de 1998 provoquée par le fonds LTCM.

Ce rapport souligne que la similitude des stratégies d'investissement des différents fonds constitue un élément crucial d'appréciation du niveau de risque du secteur. En effet, des stratégies similaires peuvent augmenter le risque lorsque les fonds doivent liquider des positions similaires face à un risque commun. En septembre 1998, le fonds TCLM, acculé à la faillite par la crise asiatique d'octobre 1997 sur les marchés des taux d'intérêt, avait été sauvé in extremis par ses banques à la demande de la Fed. Les tentatives du fonds pour réduire ses positions avaient constitué un facteur aggravant de la crise financière. Toutefois, ce constat alarmiste doit être tempéré. Contrairement à ce qui prévalait en 1998, le renforcement de la corrélation des rendements est aujourd'hui davantage lié à un déclin de la volatilité générale des rendements que par leur évolution parallèle.

Jusqu'à présent, les crises des fonds d'investissement, restent relativement circonscrites. On se souvient de la faillite du fonds Amaranth qui perdait 6 milliards de dollars en quelques jours mais également plus récemment les quasi-faillites de quelques fonds spéculatif de la banque d'affaire Bear Stearns. Les réflexions sur la régulation de ce segment de marché avancent lentement. Le G7, a engagé le dialogue avec la profession et demandé au Forum de stabilité financière de clarifier le débat. Les enjeux concernent le risque systémique, compte tenu des liens tissés entre ces fonds et leurs banques créancières, mais aussi la protection des investisseurs individuels, de plus en plus présents sur ces produits risqués, et le rôle parfois activiste de ces fonds.

Le ratio Omega

Le ratio Omega est le rapport entre les gains et les pertes, pondérés par leur probabilité, par rapport à un seuil de rendement donné. Plus le ratio Omega d'un

produit financier est grand, meilleur est le produit. Cela signifie que la densité des rendements est plus importante à droite du rendement seuil qu'à gauche. Le ratio Omega utilise toute l'information contenue dans la série des rendements (historiques ou simulés). Cette mesure est particulièrement adaptée aux distributions asymétriques pour lesquelles le risque n'est pas capturé par la seule mesure de volatilité. Le ratio Omega peut être formulé comme un ratio call-put : c'est le ratio du prix du call sur le prix du put pour un prix d'exercice (*strike*) égal au seuil de rendement.

En quoi le ratio Omega diffère-t-il des ratios de Sharpe et Sortino ?

Les ratios de Sharpe et de Sortino sont calculés à partir des deux premiers moments de la distribution. Le ratio de Sharpe mesure le ratio de la performance par rapport à la volatilité, tandis que le ratio de Sortino mesure le ratio de la performance par rapport à la “mauvaise” volatilité. Le ratio Omega, quant à lui, prend en compte tous les moments de la distribution (rendement moyen, volatilité, skewness, kurtosis et au-delà). En conséquence, ce ratio est compatible avec les rendements non gaussiens, tels que les rendements asymétriques des fonds alternatifs.

Comment le ratio Omega peut-il être utilisé pour optimiser un fonds de fonds alternatifs ? Quand et comment ce ratio a-t-il gagné ses lettres de noblesse ?

Le ratio Omega a été défini par Keating et Shadwick en 2002. Depuis, il a gagné en popularité, en partie grâce à son caractère intuitif et sa simplicité d'interprétation. Le ratio Omega tire son épingle du jeu grâce à son universalité : en prenant en compte tous les moments de la distribution, il s'adapte à tous les types de distributions, contrairement aux autres ratios. Depuis 2007, les limites des approches quantitatives classiques ont été confirmées, ce qui a contribué au succès grandissant des mesures avancées telles que le ratio Omega. En effet, en construisant un portefeuille ou un fonds de hedge funds en utilisant ce ratio, il est possible de contrôler les pertes extrêmes en réduisant la densité en-deçà du rendement seuil, sans pour autant impacter la partie droite de la distribution.

Dans quelle mesure le ratio de Sharpe a-t-il été mal utilisé dans la construction des portefeuilles de fonds alternatifs ? Comment le ratio Omega y remédie-t-il ? Quels sont les avantages et inconvénients de ce ratio ?

L'optimisation moyenne variance équivaut à trouver le portefeuille ayant un ratio de Sharpe optimal pour un rendement cible donné. Cette approche est adaptée aux rendements ayant une distribution quasi-gaussienne. Mais le ratio de Sharpe n'explique qu'une partie du risque pour les actifs présentant des rendements asymétriques, et peut même s'avérer trompeur. Par conséquent, le ratio de Sharpe ne suffit pas pour déterminer la forme de la distribution des rendements (distributions à queues épaisses ou asymétriques par exemple), en particulier dans un contexte de fonds alternatifs. Il pourrait donc être tentant de formuler un problème d'optimisation consistant à maximiser le ratio

Omega sous certaines contraintes. Mais cette approche présente un inconvénient majeur : le ratio Omega n'est pas convexe et peut mener à des solutions optimales instables voire dangereuses. Le meilleur choix, en pratique, n'est pas toujours d'implémenter la formulation exacte du problème d'optimisation à résoudre. Il est en effet possible de formuler une version rendue plus robuste et convexe du problème d'optimisation du ratio Omega.

Cet indicateur doit cependant être utilisé comme un des nombreux outils d'analyse à la disposition des investisseurs, le bon sens et la diversification demeurant certainement les principaux !

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART
Source Artprice

Peak to Valley ?

Après avoir atteint un pic de +31 points à la fin mai, à l'issue des excellents résultats des ventes new-yorkaises de mai, l'indicateur de confiance des acteurs du marché de l'art n'a cessé de baisser... suivant pas à pas le spectre d'une récession économique mondiale. Pour autant, l'art tente encore de résister, défiant les autres secteurs de l'économie mondiale en berne. Dans un tel contexte, les résultats des ventes les plus prestigieuses de Christie's et Sotheby's, qui semblent donner le « la » pour le marché dans son ensemble (même si elles ne représentent qu'à peine 1/1000 des transactions mondiales !), paraissent hors norme. Jamais ils n'ont été aussi hauts.

L'euphorie s'est étendue à l'ensemble des secteurs du marché de l'art. A l'international, sur une base 100 en juillet 1990, l'Artprice Global Index au 1er juillet 2008 a atteint 128 points en euros et 175 points en dollars. Toutes gammes et toutes époques de production confondues, l'art n'a jamais été aussi cher. Mais depuis le début de l'été, l'indicateur prévisionnel d'Artprice tend à se retourner : de +24,3 au 9 juin, il est tombé progressivement à +7,7 au 9 juillet 2008. Devant l'enlisement des marchés dans la crise, le moral des acteurs du marché de l'art s'effrite. Leurs intentions d'achats d'œuvres d'art ne cessent de chuter, leur opinion sur leur situation financière semble chaque jour plus pessimiste, tout comme leur vision sur l'évolution des prix.

Focus :

Nous ne pouvons, dans ce contexte, faire l'économie d'un regard sur les dernières grandes ventes de New York et Londres, tant elles risquent de demeurer dans les

annales comme un record qui ne sera pas dépassé avant longtemps !

Ainsi, à New-York, en mai, Christie's et Sotheby's ont enregistré un chiffre d'affaire record de \$1,2 milliard. Ces résultats exceptionnels peuvent être expliqués par le niveau du Dollar, attirant les investisseurs européens, ainsi que par l'arrivée des nouvelles fortunes russes. Lors de la vente « Impressionist & Modern Art », une pièce majeure de Claude Monet - *Le pont du chemin de fer à Argenteuil* - a été adjugé pour une enchère de \$37M. *L'Etude pour la femme en bleu* de Fernand Leger, trouvait, quant à elle, preneur pour 35M\$. Au cours des vacations « Post-war et Contemporary art », le très médiatisé *Triptych* de Francis Bacon obtint l'adjudication record de \$77M, devenant l'œuvre d'art contemporaine la plus chère. Ainsi en mai, sur l'ensemble des ventes effectuées à New York, l'indice des prix des œuvres d'art est en hausse de +7%.

A Londres, en juin, la vacation « Impressionist and Modern Art Evening Sale » a rapporté \$284M à Christie's et \$201M à Sotheby's. *Le Bassin aux nymphéas*, de Claude Monet, a établi un nouveau record pour un impressionniste avec une adjudication de \$71,8M. Depuis 1990, sommet de la bulle spéculative, l'indice des prix de l'impressionnisme a augmenté de +13%.

Sur le marché de l'art contemporain, les prix ont donc connu une hausse généralisée et les stars de ce marché sont fortement valorisées :

Maurizio CATTELAN confirme son succès, avec un record à \$2,7M. De nouveaux entrants sont arrivés sur le marché avec une cote en moyenne 3 fois supérieure à celle de leurs aînés de l'an 2000. Les jeunes collectionneurs russes, chinois, indiens ou du moyen orient, très actifs pour soutenir la cote d'un artiste national, font grimper le ticket d'entrée dans le classement des 50 meilleures entrées à €50 000, soit €38 000 de plus qu'il y a 8 ans !

L'artiste russe, Evgeny Chubarov, dont la toile était estimée entre £40 000 et £60 000, a finalement été adjugé pour £240 000, et 4 mois plus tard, une de ses toiles s'est vendue pour £600 000, le plaçant à la première place du classement. Le premier français, Jules de Balincourt, se place 16ème avec une adjudication de €150 000. Il est important de noter que près de 75% des entrants présents dans ce classement sont chinois.

Depuis le début de l'année 2008, 18 sculptures contemporaines ont atteint le million de \$ soit 4 de plus que durant l'année entière de 2007. Parmi elles, *Hanging Heart*, de Jeff Koons, a été remportée pour \$21M. Damien Hirst, dont l'œuvre *Lullaby Spring* a été adjugée pour \$14M, a vu sa cote augmenter d'environ 270% en 1 an !

En France, même si, depuis le début de l'année, les prix semblent stagner, le très haut de gamme a continué de

progresser. Ainsi, la cote de certains artistes contemporains français dépasse désormais le million d'euros. En tête de classement, Louise Bourgeois suivie de Pierre Soulage et Georges Mathieu, respectivement cotés €2,8M, €1,3M et €1M.

Là encore, il y a fort à parier que ces sommets, sans doute excessifs, signalent le début d'un retournement potentiellement violent !

IMMOBILIER

Bing bing !

Alors que les géants du refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac sont secourus par les autorités américaines, le malaise immobilier européen ne cesse de s'amplifier. En Espagne, la première victime, le promoteur Martinsa-Fedesa, étranglé par une dette de 5,2 milliards, a été placée en cessation de paiement dans la nuit du 14 au 15 Juillet. L'Angleterre souffre aussi d'un retournement sans que l'on puisse encore parler d'éclatement de la bulle immobilière. Mais la situation du crédit est telle qu'il est probable que cette baisse s'accélère dans les mois à venir. Pour preuve, le nombre de prêts octroyés au mois de juin 2008 (36 000) contre près du triple l'année passée à la même période.'

Seuls les marchés de Moscou, de l'Inde et du Brésil sont, pour l'instant, épargnés par cette récession. Aux Etats-Unis, les prix ont baissé en moyenne de 20%, en Espagne de 25%, en Angleterre de l'ordre de 10%, et cela en seulement 10 mois.

En ce qui concerne la France, pourtant considérée comme un marché solide, et beaucoup moins exposé aux problèmes du crédit, le ralentissement est bien présent. En se calquant sur la hausse des prix des biens exceptionnels, le reste de l'immobilier français n'a cessé d'augmenter jusqu'à atteindre des valeurs au delà de toutes attentes.

La hausse moyenne du prix des appartements sur le marché de l'ancien se situe entre +3,2% pour les studios (contre +7,0% en 2007 à la même époque), et -0,3% pour les cinq pièces et plus (contre +5,1% en 2007 à la même époque). Quant au marché des maisons, les hausses de prix sont, en moyenne, de +1,7% soit 3 points inférieurs à l'année dernière.

Sur le marché locatif privé, les loyers des appartements semblent en voie de stabilisation, augmentant désormais à un rythme annuel inférieur à +1,5%. L'augmentation du loyer des maisons est plus irrégulière, variant entre +0,9% et +3,5%.

A l'instar des tendances du marché de l'ancien, la stabilisation des loyers paraît se propager à l'ensemble du territoire.

Toutefois, ces valeurs sont à prendre avec précaution, puisqu'elles proviennent des agents immobiliers eux-

mêmes, et il est évident qu'ils n'ont pas intérêt à crier au feu trop tôt ni trop fort !

Les investissements dans le marché immobilier d'entreprise, sont passés de 4,2 milliards d'euros lors du premier trimestre 2008 à 2,9 milliards pour le second semestre 2008. Le ralentissement a été particulièrement fort en Ile-de-France, notamment dans les quartiers d'affaires établis tels que Paris et La Défense, passant de 10,9 milliards à 4,7 milliard en une année. Et cela malgré la légère hausse des rendements locatifs.

L'immobilier d'entreprise est victime des conditions de crédit, à savoir une hausse des taux d'intérêts, une augmentation de la part de fonds propres exigée ainsi que les limitations du montant des prêts.

Aujourd'hui, les acheteurs sont toujours aussi présents mais sont devenus beaucoup plus exigeants.

On note globalement une hausse des rendements, qui passent progressivement de moins de 5% à 6% voire 7% dans les meilleurs des cas. Si les transactions ne sont pas gelées, les spécialistes confirment donc une extrême vigilance vis-à-vis des prix d'achat, des localisations et des rendements attendus.

D'après Jones Lang Lasalle, géant américain du conseil et de l'investissement immobilier, la crise devrait durer de 12 à 18 mois.....

MARCHES FINANCIERS

Krach... Boum ?

Il y a un an tout juste, excès d'innovation financière et éclatement de la bulle immobilière aux Etats Unis annonçaient le début d'une crise dans laquelle le monde n'a cessé de s'enfoncer depuis, se propageant à l'ensemble du secteur financier puis à l'économie réelle.

Aujourd'hui, les annonces de dépréciations chez les banques perdurent, certains établissements connaissent de graves problèmes (Bear Stearns sauvé par la Fed au premier trimestre, Lehman Brother - 5^{ème} banque d'affaire américaine qui souhaite se retirer de la cote après avoir perdu plus des ¾ de sa valeur en l'espace d'une semaine, Merrill Lynch dont la rumeur dit qu'elle sera la suivante sur la liste des faillites après Lehman). La destruction de valeur engendrée par la crise s'élève à plus de 1000 m\$. Les craintes concernant Fannie Mae ou Freddy Mac demeurent également au cœur des incertitudes -- un plan de soutien vient d'ailleurs d'être mis en place par le Congrès américain. Ces institutions sont fragiles et incapables de faire face à une dégradation sérieuse des conditions économiques ; elles vont donc peser sur l'environnement économique. Il paraît acquis que la crise financière est encore loin d'être terminée et qu'après les épisodes d'appels massifs aux marchés, risque de surgir la période des faillites monumentales, que même une FED dans sa toute puissance, ne pourra éviter, risquant alors de créer un

vent de panique, le « sell off » qui pourrait correspondre à la fameuse capitulation, attendue et pas encore vue, mais considérée comme le signal qu'il est temps de revenir sur les marchés. Scénario noir certes, mais que rien ne semble pour l'instant venir contrebalancer. En revanche, il faut rappeler que c'est en période de crise que surgissent les plus belles opportunités. Vigilance donc, sans précipitation. Et surtout ne pas céder à la panique même s'il est probable que cette crise soit encore largement sous estimée (volontairement ?) par nombre d'intervenants.

Croissances mondiale et régionale

Le report de la crise financière sur l'économie réelle et la flambée des prix du pétrole que nous évoquions fin 2007 se sont renforcées au premier semestre 2008. Après avoir bénéficié de relais de croissance (commerce extérieur, stocks, politiques monétaires et fiscales) dont l'effet s'amenuise, l'économie mondiale est en phase de rééquilibrage. En effet, nous assistons à la fin de l'impact désinflationniste de la globalisation et à l'émergence de craintes inflationnistes engendrées par l'explosion des prix de l'énergie, des matières premières et des denrées alimentaires. Le découplage entre les pays de l'OCDE et « monde émergent » se poursuit. Pour preuve le différentiel de croissance : 7 % dans le monde émergent contre 1,5 % pour le monde riche. La croissance mondiale devrait donc rester soutenue, proche de 4%, mais inférieure à celle de 2007 (5%). Cependant, on ne peut négliger le risque de la stagflation (inflation sans croissance) dans les pays développés. Il y a d'ailleurs fort à parier que les autorités américaines en premier lieu, auront à cœur de lutter contre ce scénario, après les élections d'octobre, quitte à le payer par une inflation élevée à partir de 2009.

Le ralentissement américain

Indicateurs d'activité et marché de l'emploi dégradés, immobilier résidentiel en forte contraction avec de nombreuses saisies au premier semestre font craindre le pire. Parallèlement, une demande mondiale toujours forte et un dollar faible, soutiennent les exportations et la bonne santé des entreprises américaines.

Par ailleurs, de nombreux analystes prédisent que, la détérioration du marché immobilier s'estompera à partir du T4 2008 (vœux pieu ?!). Les autorités américaines ont en effet affiché une forte volonté pour contenir la crise et relancer la croissance par une politique monétaire ambitieuse, accompagnée d'une relance budgétaire. Ainsi, les Etats Unis, structurellement en avance dans le cycle économique, devraient repartir avant les autres.

En Europe

La dynamique de croissance s'effrite peu à peu (nouvelle révision à 1,7% en juin pour l'année 2008). L'inflation atteint quasiment 4% sur un an glissant, liée à la flambée des matières premières et agricoles. La France et l'Allemagne, qui représentent la moitié du PIB, ont assez

bien résisté jusque là. Cependant, le moral des ménages français et allemands est au plus bas depuis 1987 et l'indice de confiance allemand, le ZEW, retrouve les niveaux de 1992. Sur fond d'euro fort et d'inflation, d'une demande intérieure limitée et d'exportations qui vont ralentir, les perspectives de croissance diminuent.

L'Espagne et l'Irlande, quant à elles, font face à des réajustements violents après la flambée des prix de l'immobilier de ces dernières années et s'acheminent vers une quasi-récession.

Les banques centrales

Après avoir affiché une volonté interventionniste, et baissé drastiquement ses taux d'intérêt au premier trimestre 2008, la FED a maintenu un statut quo sur ses taux directeurs, et ce malgré des pressions inflationnistes de plus en plus présentes. La volonté de relance de l'activité économique est dès lors très clairement affichée. En Europe, alors que les observateurs ne pouvaient imaginer il y a quelques mois que la BCE remonterait ses taux, Monsieur Trichet a poursuivi son objectif affiché de maintien des prix en augmentant, sans doute pour une durée limitée, les taux directeurs. La Banque d'Angleterre, qui se réunissait début Juillet, également prise entre inflation et faible croissance, a finalement laissé à 5% ses taux directeurs.

Le Japon

Alors que le gouvernement tablait sur une croissance de l'ordre de 2% pour l'année fiscale en cours (débutée en avril), celle-ci a été récemment révisée à 1.3%. La consommation des ménages et l'investissement devraient ralentir et l'inflation nettement augmenter (1.7%), conséquence de l'envolée du pétrole. Par ailleurs, les exportations souffrent, compte tenu de la demande américaine en berne. Enfin le gouvernement n'envisage plus l'équilibre budgétaire à horizon 2011, plombé par la baisse des rentrées fiscales.

Les marchés émergents

Les économies émergentes ne sont pas égales entre elles.

En Chine, la croissance ralentit en 2008/2009 avec la décélération des exportations, le resserrement des conditions de crédit et de la politique monétaire ainsi que la baisse de la profitabilité des entreprises. Cependant, les conditions financières demeurent favorables (yuan encore faible, fort taux d'autofinancement des entreprises), la demande interne et les exportations vers les pays émergents résistent, le taux d'épargne des ménages est très élevé.

En Russie, la croissance est soutenue par les prix élevés des matières premières et le boom de la demande intérieure. L'investissement restera également soutenu (en particulier en provenance de l'étranger).

En Inde, le ralentissement est plus sensible : le durcissement de la politique monétaire engagé en 2007

se traduit par une baisse de la croissance du crédit au secteur privé, qui préfigure un « soft landing ».

Au Brésil, la croissance devrait ralentir en raison d'une moindre contribution extérieure et de la hausse des prix, toutefois la robustesse de la demande intérieure devrait maintenir un niveau d'activité satisfaisant.

Conséquences pour les matières premières

Le prix du baril a battu au cours du deuxième trimestre de nombreux records, approchant 150\$. La spéculation, la hausse de la demande des pays émergents, alors que l'Opep n'envisage pas d'augmenter sa production, un dollar faible, permettent au président de Total d'entrevoir la barre fatidique des 200\$!

Les cours des matières premières agricoles (soft commodities) – blé, riz, soja, maïs – continuent également de flamber. Faiblesse des réserves mondiales, croissance démographique et économique, changements d'habitudes alimentaires, essor des biocarburants et aléas climatiques sont une multitude de facteurs qui continuent de tirer les prix vers le haut.

Mais ces hausses vertigineuses, sur des périodes très courtes, peuvent laisser envisager de violentes corrections à court terme...

Conséquences pour les marchés taux et devises

Le dollar a continué de se déprécier sur la première partie de l'année 2008, atteignant, à plusieurs reprises, la parité EUR/USD de 1.60 et fluctuant, au deuxième trimestre, dans une fourchette comprise entre 1.53 et 1.60. Le différentiel de taux entre USA et Europe, ainsi que la faiblesse des indicateurs aux Etats Unis ont fortement contribué à ce phénomène. Cependant, l'amorce de changement de politique monétaire de la FED, avec en ligne de mire la lutte contre l'inflation (et une potentielle remontée des taux, pendant que la BCE pourrait entamer un processus de baisse, ... !) devrait permettre au dollar de regagner du terrain dans les prochains mois. De son côté, le yen, après s'être renforcé au tout début de l'année, a retrouvé ses plus bas niveaux de l'année 2007. Enfin la livre Sterling touchait également son plus bas niveau depuis la création de l'euro, sur fond de possible baisse des taux de la BoE, d'une situation du marché immobilier de plus en plus délicate et plus généralement d'un environnement économique morose.

Conséquences pour l'investissement : prudence n'est pas immobilisme !

Dans cet environnement difficile, les marchés financiers sont revenus, mi-juillet, à leurs niveaux de début 2005, et ce malgré d'excellents résultats des entreprises. La plupart des gérants, sans convictions sur l'évolution à court terme, recommandent encore la prudence, et maintiennent leurs anticipations de forte volatilité, particulièrement dans la période estivale lorsque les volumes se restreignent.

De plus, les dernières semaines, marquées par une chute importante et brutale qui suivait un retour à davantage de confiance en avril/mai, traduisent aussi une crise également psychologique, même si les importants mouvements de vente soulignent l'envie de nombre d'opérateurs de « passer un été tranquille ».

A court terme, il nous paraît donc judicieux de demeurer prudent, y compris sur certains thèmes porteurs : matières premières (risque de correction), obligations souveraines ou corporate (risque inflationniste et écartement des spreads dans un contexte de ralentissement des profits, de hausse des faillites et d'accentuation de la crise du secteur financier). La psychologie actuelle des acteurs tend à exagérer les mouvements sans distinction aucune... sauf à ce que le scénario de stagflation se confirme, qui annoncerait une longue période de « vaches maigres » pour les marchés actions. Néanmoins, l'ensemble des titres étant littéralement « massacrés », certaines valeurs peuvent aujourd'hui apparaître peu chères au regard des résultats et de leurs perspectives (même révisées à la baisse).

Dès lors, les niveaux actuels pourraient constituer, pour l'investisseur le plus audacieux, et dans le cadre d'une approche particulièrement sélective, des points d'entrée pertinents pour le moyen long terme. Il est en revanche encore trop tôt pour revenir sur le secteur financier, mais nul doute que cette question redeviendra d'actualité d'ici quelques mois, dès lors que les nettoyages de bilans seront à peu près terminés, surtout si l'inflation se confirme.

Le retour sur les marchés, s'il doit être opéré, devrait donc faire l'objet d'un timing prudent. Géographiquement, nous pensons que les États-Unis seront en meilleure posture que l'Europe, compte tenu de la faiblesse persistante du dollar, des différentiels de politique monétaire et de la faiblesse relative du secteur financier dans les indices américains. Le décalage des cycles économiques plaide également en ce sens. Le marché japonais peut aussi avoir de l'attrait malgré l'absence d'amélioration macroéconomique, en raison de la baisse du yen et du retour des investisseurs étrangers. Sur les marchés émergents, les zones exposées aux matières premières et présentant une demande intérieure forte seraient à privilégier.

Par ailleurs, l'obligataire, délaissé depuis plusieurs années, pourra redevenir attrayant lorsque l'écartement des spreads de crédit aura trouvé un point d'équilibre. Dans le même esprit, et afin de couvrir les risques inflationnistes, les obligations souveraines, indexées sur l'inflation, retrouveront certainement la faveur des investisseurs les plus prudents.

De même l'or, qui a connu une légère consolidation après avoir touché, en valeur nominale, des plus hauts historiques, pourrait poursuivre sa hausse dans un scénario inflationniste, particulièrement si le Dollar doit demeurer sur les niveaux actuels. Les autres thématiques bénéficiant de l'inflation, traditionnellement

liées aux produits agricoles et à l'énergie, seront également à considérer.

Enfin, nous maintenons notre position, si souvent évoquée dans ces colonnes, sur les classes alternatives - Hedge Funds, Absolute Return et Produits Structurés-, qui accentuent la décorrélacion des portefeuilles tout en conservant un pied dans les marchés, et ceci même si

les performances récentes ont assez largement déçu. Il est également probable que le private equity, classe d'actifs certes délicate, présente de nombreuses opportunités dans les 18 mois à venir.

Une fois encore, la sélection des gérants et des investissements, l'allocation d'actifs, la réactivité et la capacité de maîtrise du risque feront la différence...

FINANCIERE MJ  Family Office
est une société indépendante de conseils et services pour la gestion de fortune

Conseiller en Investissements Financiers
Enregistré sous le N° D003807 auprès de la CNCIF
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers
www.financiere-mj.com
info@financiere-mj.com

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