

Point de mire

La Tribune Indépendante des

Entrepreneurs de la Finance

L'EDITORIAL

Une crise peut en cacher une autre

Alors que le gigantesque tumulte provoqué par la crise américaine du crédit immobilier était en train de se tasser et que l'activité dans le monde commençait enfin à donner des signes de reprise, le surendettement de la Grèce et les turbulences concomitantes de l'euro, ont brusquement démontré que la situation économique demeurait fragile. Une crise, en effet, pouvait en cacher une autre. Pouvoirs publics et prévisionnistes officiels semblent à nouveau s'être laissé surprendre. En outre, en dégradant le «rating» des dettes souveraines les plus sensibles, les agences de notation ont contribué à accroître les incertitudes. D'aucuns les accusent de ne pas avoir sérieusement appréhendé les risques qu'elles sont censées prévenir et d'avoir ainsi versé de l'huile sur le feu. Ces interventions maladroites entretiennent aussi la rumeur d'un complot anglo-saxon contre l'Europe. Du coup, les scénarios optimistes de ce printemps, pour la Suisse comme pour tout l'Occident, pourraient être remis en cause. Si l'OCDE a révisé en hausse ses prévisions de croissance pour 2010, pour les pays de sa zone, en les portant à 2,7% contre 1,9% précédemment, l'Organisation de Paris se montre en revanche préoccupée par l'effet négatif que pourraient avoir sur la croissance de l'euro-zone les plans d'austérité annoncés par plusieurs de ses membres européens. En Suisse la reprise est là, toujours portée par les exportations; mais au vu de l'envolée du franc par rapport à la monnaie européenne, on peut se demander si les prévisions très optimistes de la Confédération ne devront pas être revues à la baisse. Divisée entre le risque d'une résurgence de l'inflation et celui plus insidieux d'un plongeon dans la récession, la BNS ne semble plus aussi déterminée à contenir la hausse du franc. A vrai dire les banques centrales sont actuellement toutes préoccupées par le risque d'un complet dérèglement du système financier international et certaines même, par le risque d'un éclatement de la zone euro. Quant aux investisseurs, désarmés devant l'incapacité de la «science économique» à prédire les crises, ils sont en quête de refuges dans des biens plus tangibles, dans des valeurs réelles tels que l'immobilier, les matières premières, l'or, voire même le marché de l'art qui, à nouveau, culmine vers les plus hauts sommets.

Jean-Pierre Michellod



Etienne Nagy

Portrait

ETIENNE NAGY

ADMINISTRATEUR ET DIRECTEUR GÉNÉRAL

NAEF ET CIE SA, GENÈVE

Immobilier romand: des limites à la croissance?

Dans leur récente étude «Marché immobilier 2010», les économistes du CREDIT SUISSE le relèvent: «la débâcle des subprimes aux Etats-Unis et la crise financière qu'elle a déclenchée ont frappé le monde, l'année passée, avec une force jusque-là inconnue». En sus des Etats-Unis de nombreux pays ont dû faire face à un profond marasme lequel a été particulièrement prononcé dans le secteur de l'immobilier.

La Suisse et son marché immobilier, malgré un net recul de l'activité l'an passé, n'ont finalement été que marginalement touchés par ces turbulences, voire pas du tout. Au 4^e trimestre de 2009, le PIB helvétique avait déjà repris sa progression et ce mouvement ascendant s'est poursuivi pendant les premiers mois de 2010 de sorte que notre pays semble être d'ores et déjà sorti de la crise. A la mi-mai dans ses dernières prévisions l'Institut Créa relevait que c'est en Suisse romande et dans l'Arc lémanique surtout que la sortie de crise allait s'opérer avec le plus grand dynamisme et ce, du fait qu'en Romandie l'activité n'avait fléchi que de 0,9% seulement l'an passé alors que le recul avait été de 1,4% pour l'ensemble du pays et de 4,2% en moyenne européenne. Ces pronostics du Centre de recherches économiques appliquées de l'Université de Lausanne sont certes réjouissants, mais avec les problèmes liés à l'endettement de la Grèce et les turbulences de la zone euro, sont-ils encore d'actualité?

Pour sa part, la Banque nationale suisse répète à qui veut l'entendre qu'il y a des risques que des distorsions se produisent sur le marché suisse de l'immobilier en raison de l'octroi de trop grandes facilités de crédit. Une croissance non maîtrisée des crédits pourrait aboutir en effet sur la formation d'une nouvelle bulle immobilière chez nous. Certes, tous les experts de la branche ne sont pas forcément d'accord avec cette vision des choses, mais la mise en garde de la BNS ne doit pas être perdue de vue.

«Personne ne peut contester que le meilleur expert en immobilier est un acteur local qui connaît son marché depuis des années, si ce n'est depuis des décennies, qui en maîtrise toutes les spécificités et qui en connaît les moindres recoins».

Cette appréciation que faisait dans nos colonnes au printemps 2007 un spécialiste du marché mondial de l'immobilier, s'applique parfaitement à Naef et Cie SA et à son Admi-

nistrateur et Directeur général, Etienne Nagy. Nous l'avons rencontré au siège du Groupe à Genève et il a bien voulu répondre à nos questions à propos de la situation actuelle de l'immobilier romand.

Entretien

Point de Mire: Votre Groupe se présente souvent sous le nom de «Naef Immobilier». Pourquoi cette appellation? Quelle est au fond la structure de votre groupe et est-il soumis à une autorité de surveillance?

Etienne Nagy: Naef et Cie SA, dont les origines remontent à 1881 et à l'ouverture cette année-là d'un premier bureau d'affaires commerciales à Genève, est aujourd'hui la société-mère de notre Groupe qui comprend toute une série d'autres sociétés axées d'une part sur nos activités principales que sont la gérance et le courtage immobiliers, et d'autre part sur des activités plus spécifiques telles que l'expertise et le conseil en matière immobilière. En fait, nous

avons autant de sociétés que nous avons d'implantations géographiques et de produits spécifiques. Nous avons aussi des sociétés françaises liées à notre implantation sur la France voisine. En bref, nous avons deux segments, des activités de base et des activités plus spécifiques, d'où l'appellation générique de Naef Immobilier lorsque l'on se réfère à l'ensemble du Groupe qui s'inscrit aujourd'hui comme le leader des régies immobilières de Suisse romande.

Nos opérations d'achat et de vente d'immeubles se faisant toutes par le truchement d'un notaire, nous n'intervenons que comme intermédiaire et ne sommes dès lors par soumis à la LBA (la loi fédérale sur le blanchiment d'argent). Nous prenons bien garde à ce que les acomptes de réservation ne nous soient jamais versés mais toujours consignés chez un notaire. Nous sommes soumis à un contrôle de nos comptes à travers un label financier mis en place par l'USPI, notre association faitière. J'ai le statut d'Administrateur et de Directeur général de Naef et Cie SA

SOMMAIRE

L'EDITORIAL

PAGES

- Une crise peut en cacher une autre |

PORTRAIT

- Etienne Nagy – Naef et Cie SA, Genève
Immobilier romand: des limites à la croissance? | et 4-5

ASPECTS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS

- Le fardeau de la dette, un douloureux héritage 2 et 3

TÉMOIGNAGE

- A propos du projet de Directive AIFM 6
- Note d'humeur: Psychodrame 6

CONSEIL ET AIDE À LA DÉCISION

- Comment investir simplement et efficacement dans le marché immobilier suisse? 7

GESTION DES RISQUES

DOSSIER

- Les modèles mathématiques ont-ils survécu à la crise? 8 et 9

CRÉATION DE VALEURS

- Le Marché de l'Art: nouvel eldorado ou miroir aux alouettes? 10 et 11

NOUVEAUX CONCEPTS

- Pourquoi et comment investir dans un projet immobilier au moyen d'une SCPC? 12
- Fonds de placement immobiliers: des perspectives toujours prometteuses 13

FORUM

- Transport aérien et financement: optimisme timide et mutations discrètes 14

PROCHAIN NUMÉRO: Automne 2010

CLÔTURE DE LA RÉDACTION: 1^{ER} SEPTEMBRE 2010

Le fardeau de la dette, un douloureux héritage

■ Ky NGUYEN, CFA

Macro Economist, KBL (Switzerland) Ltd, Genève



Titulaire d'une licence en sciences économiques et d'un diplôme CFA d'analyste financier, Ky NGUYEN est responsable de la stratégie de placements chez KBL (Switzerland) Ltd.

La création de la monnaie unique en 1999 d'abord sous la forme scripturale ensuite en 2002 sous la forme fiduciaire a été le fruit d'une volonté politique des États membres, lesquels par ce biais, voulaient favoriser les échanges entre pays. Mais cette apparente unité dissimulait déjà en réalité une difficulté récurrente des gouvernements à s'entendre au niveau d'une politique économique commune. Aujourd'hui, avec la crise de la dette souveraine des pays du Sud de l'Europe ce déficit d'intégration est plus que jamais mis en lumière.

Controverse sur les mesures à prendre

A l'heure où le vieux continent sort à peine d'une des pires récessions depuis l'après-guerre, de nombreuses voix se sont élevées pour dénoncer la prétendue erreur politique des dirigeants européens suite aux mesures d'austérité annoncées en matière de dépenses publiques. Selon ces critiques, il conviendrait plutôt de maintenir les mesures de relance sous peine de voir l'économie retomber en récession. En de pareilles circonstances, les déficits budgétaires continueraient à se creuser, aggravant ainsi encore l'endettement des États.

Lâcher du lest dans les finances publiques au nom du redressement économique est une noble cause. Malheureusement, s'agissant de la dette étatique, la situation est de plus en plus préoccupante. D'une part, les ratios de dette publique rapportée au PIB dépassent, dans de nombreux cas, le seuil des 100% et d'autre part, en raison d'une appréciation du risque moins favorable, les taux d'intérêt auxquels ces mêmes pays se refinanceraient aujourd'hui sont en train de grimper en flèche à tel point que, si rien ne change, la charge de la dette deviendra insurmontable surtout en regard du rythme d'expansion économique encore trop timide. En outre, conséquence directe de la crise – hausse du coût du capital, du chômage et recul du taux d'activité – le niveau de croissance potentielle dans la zone euro a

mécaniquement décliné, amplifiant davantage le manque à gagner concernant des recettes fiscales pour les exercices à venir.

Faute d'une croissance forte et durable, le poids de la dette risque donc de s'alourdir avec le temps. Dès lors, il devient impératif que les autorités prennent les taureaux par les cornes en embrassant à bras-le-corps une politique de rigueur. Aussi, un niveau d'endettement élevé tend à accroître la probabilité d'une pression à la hausse sur les taux – par effet d'éviction sur lequel nous allons revenir – ou à la baisse sur la croissance, le tout débouchant sur un cercle vicieux de l'endettement avec des ratios de levier plus élevés et donc aggravant l'écart entre taux d'intérêt de la dette et taux de croissance d'un pays.

Le risque déflationniste...

Une autre conséquence néfaste s'ajoute à ce cercle: la hausse des taux d'intérêt. Ainsi lorsque les activités économiques se normalisent les demandes en prêts provenant des particuliers et entreprises vont entrer en concurrence avec les besoins de financement de l'État, ce qui peut, pour corollaire, provoquer une remontée du loyer de l'argent. En outre, en période de hausse des déficits publics, les agents économiques tendent à adopter une attitude plus prudente, qui s'exprime par une hausse de l'épargne en anticipation

d'une éventuelle augmentation de la charge fiscale. Même si ces phénomènes d'éviction traditionnels ne déploient pas pour le moment tous leurs effets, la situation critique des budgets des États, à l'opposé de ce que l'on observait avant la crise, peut désormais avoir une portée sur l'appréciation des risques et le cas échéant soulever les primes de risque, aboutissant finalement à un accroissement du service de la dette rendant ainsi plus difficile le redressement des comptes publics. Cette augmentation de la charge inciterait alors les gouvernements à diminuer certaines prestations publiques, limitant ainsi les marges de manœuvre des politiques pendant des cycles récessifs et créant également une source certaine de pressions déflationnistes.

Dès lors, on prend mieux la mesure du besoin de redresser l'équilibre des finances publiques surtout en des périodes de crise de confiance comme celle que nous vivons actuellement. Cela dit, seule, une déclaration de bonnes intentions n'est pas décisive. Celle-ci doit être accompagnée d'un programme crédible de réductions des budgets de l'État. C'est précisément sur ce point que s'interroge la plupart des investisseurs, notamment dans le cas de la dette grecque. En effet, les objectifs d'économie affichés sont jugés trop ambitieux pour ce pays vis-à-vis de la capacité structurelle de cette économie à collecter des recettes fiscales d'une part et d'autre part à couper les coûts de l'État de

Editeur & administration
POINT DE MIRE ÉDITION
C.P. 116 – 1211 GENEVE 17
E-MAIL: info@pointdemire.ch
www.pointdemire.ch

Directeur de la publication et rédacteur en chef
J.-P. MICHELLOD

Rédacteurs associés
MAURICE BAUDET & GILLES MERMINOD

Annonces, publicité, marketing
PARFICOM SÀRL, GENÈVE
TÉL. 076 347 09 72
E-MAIL: info@parficom.ch - www.parficom.ch

Composition, mise en page et impression
APPI SÀRL (DENISE GAILLARD)
RIANT-COTEAU 11 – CH-1196 GLAND
TÉL. 022 995 02 52 – FAX 022 995 02 57

Diffusion en Suisse contrôlée par la REMP
4-5 NUMÉROS PAR AN

Prix de l'abonnement (Suisse)
1 AN CHF 40.- / 2 ANS CHF 75.-
ABONNEMENT DE SOUTIEN CHF 200.-
PRIX AU NUMÉRO CHF 10.- / € 7,00
© POINT DE MIRE 2010

Tous les droits sont réservés. Toute réimpression, copie de texte ou d'annonce, ainsi que toute utilisation sur des supports optiques ou électroniques, sont soumises à l'approbation préalable de la rédaction.

manière drastique compte tenu des forces sociales en présence.

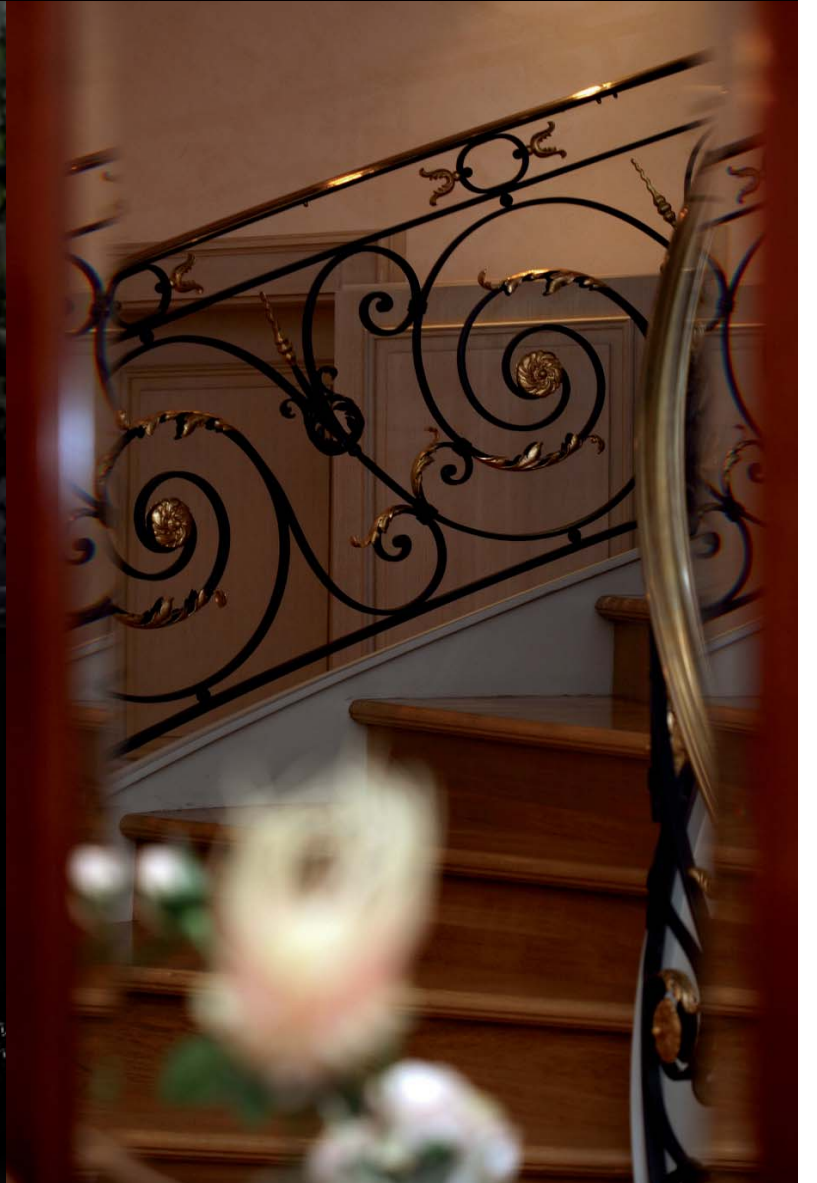
...et ses conséquences sur l'euro

Soumis à de telles pressions récessives, l'euro est contraint de céder du terrain et tout indique que ce trend va perdurer et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, les perspectives économiques en Europe sont désormais plus timorées en raison des programmes de consolidation fiscale dans la plupart des pays de la zone: les ajustements des politiques budgétaires et les efforts nécessaires pour rétablir la compétitivité vont peser sur la demande finale. Ensuite, compte tenu de l'évolution probable des prix des biens et services vers une tendance désinflationniste, la BCE sera à même de maintenir les taux d'intérêt bas pendant une période prolongée. En parallèle, aux États-Unis, le loyer de l'argent montera sous l'effet d'une activité plus vigoureuse, ce qui aura pour conséquence une hausse du différentiel de taux en faveur du dollar et ce évidemment aux dépens de l'euro. Aussi la BCE se voit également obligée d'appliquer des mesures d'assouplissement monétaires non conventionnelles, renforçant davantage les pressions à la baisse sur l'euro. En outre, il existe toujours un risque de contagion vers les pays périphériques tels que Portugal, Irlande en cas de défaut de la Grèce ou la sortie de celle-ci hors de la zone euro. Même si la probabilité d'une implosion demeure faible, on ne peut pas totalement l'exclure. Finalement, créer de l'inflation importée via une dépréciation soutenue de sa monnaie est une politique à envisager pour résoudre le problème de la dette. Au vu de ces dynamiques, on saisit mieux aujourd'hui les difficultés auxquelles la monnaie unique est confrontée et ce, en dépit du plan de stabilisation de l'euro signé récemment afin de prévenir l'explosion de l'Europe monétaire.

Dès lors, nous maintenons notre vue prudente sur l'euro et recommandons à nos clients de diversifier leurs investissements vers d'autres devises à l'instar du dollar américain, de la couronne norvégienne ou des monnaies asiatiques. Il existe aussi une autre alternative: les métaux précieux, notamment l'or et ses dérivés qui, pour nous, devraient profiter à plein du contexte de défiance actuel.



Ph. Sarda, CEO



35 YEARS OF EXPERTISE AND INDEPENDENCE

PRIVAGEST SA
63, Rue du Rhône CH-1204 Geneva, Switzerland
+41 (0)22 787 55 42
www.privagest-spb.com

WEALTH MANAGEMENT
FAMILY OFFICE

ainsi que de l'ensemble des autres entités du Groupe. A ce titre je préside la Direction générale composée donc de moi-même et de deux autres administrateurs, Jean-Paul Bart et Olivier Peyrot qui ont tous deux également une fonction opérationnelle au sein de Naef Immobilier. Alain Peyrot est le Président du Groupe.

PdM: Actif pendant longtemps sur le seul marché genevois, Naef Immobilier occupe depuis quelques années une position de leader au niveau de la Suisse Romande. Comment cette évolution s'est-elle faite et quelles en ont été les raisons?

E.N.: Depuis sa création en 1881 par Charles Nicole et Ernest Naef, notre société, pendant pratiquement un siècle, a été une entreprise purement genevoise, sous la conduite de la seule famille Naef, Charles Nicole ayant quitté la compagnie quelque dix ans après sa fondation. L'actionnariat s'élargira une première fois avec la fusion, en 1980, de la régie Naef et de la régie Dumur. Il sera fait appel alors à Alain Peyrot, au service jusque là de la banque Pictet, pour reprendre la direction de l'entreprise fusionnée. Une impulsion décisive et une dimension nouvelle seront apportées au Groupe par Alain Peyrot qui pendant longtemps en sera le Président et le Directeur général. Voilà cinq ans, c'est lui qui nous a laissés, à moi et à mes collègues, la Direction générale du Groupe ce qui marquera, simultanément, un nouvel élargissement de son actionnariat.

C'est après un siècle d'activité genevoise que la régie Naef a commencé à s'ouvrir sur l'extérieur. Tout d'abord par deux premières extensions, l'une en France voisine et l'autre à Nyon dans les années 80. Ces cinq dernières années l'expansion s'est poursuivie sur Lausanne et Neuchâtel. Nous venons d'ouvrir un bureau à La Chaux de Fonds et nous étudions d'autres points d'implantation, notamment à Fribourg et sur la Riviera vaudoise.

PdM: Est-ce l'étroitesse du marché genevois qui vous a poussé dans cette voie ou simplement le désir de suivre le développement de la région lémanique?

E.N.: Ces deux raisons combinées sont à la base de cette expansion. Nous sommes allés chercher de la croissance là où il y en avait, c'est-à-dire dans l'Arc lémanique. Cette région qui s'étire sur toute la côte suisse du Lac Léman a profité en quelque sorte du fait que Genève, en termes d'infrastructure, n'a pas su répondre correctement à la croissance démographique qui s'est présentée à elle. Ce bénéfice dépasse le canton de Vaud et vaut aussi

bien pour la France voisine que pour le canton de Neuchâtel. C'est toute la «Métropole Lémanique» et non seulement Genève, son centre névralgique, qui est en fait concernée. Nous n'avons rien fait d'autre que de suivre un mouvement naturel.

alors une certaine chute des transactions, mais cela n'a pas duré. La réaction rapide des banques centrales et la baisse des taux ont eu un impact positif et immédiat sur le secteur: un nouvel engouement pour la propriété privée s'est emparé des

PdM: Ce constat est-il le même pour le secteur résidentiel et pour l'immobilier commercial?

E.N.: Nous distinguons deux segments de marchés principaux. Le marché des résidentiels de jouissance qui sont les appartements en PPE et les villas, et l'immobilier de rendement. Dans ce second segment une nouvelle distinction s'opère entre les immeubles résidentiels locatifs et l'immobilier commercial. Globalement, au niveau du volume des transactions, le marché des immeubles de rendement s'est fortement contracté ces derniers mois, mais pour des raisons différentes. Je m'explique:

- Le fléchissement des transactions au niveau du résidentiel de rendement est une conséquence de l'inefficacité du marché. Autrement dit, il n'y a pas assez d'objets proposés à la vente alors qu'en contrepartie existe une compétition relativement aiguë au niveau des acquéreurs, ce qui crée un phénomène de croissance des prix. Pour les investisseurs le taux de rendement a ainsi tendance à diminuer, sur un volume de transactions réduit de surcroît. Ce sont là des raisons structurelles.

- En ce qui concerne l'immobilier commercial on a aussi une contraction du volume, mais les causes n'en sont pas les mêmes. Elles sont de nature conjoncturelle. En 2009, une partie des investisseurs étrangers, par prudence, se sont retirés de ce marché. Il faut se rappeler qu'en 2007-2008 la monnaie unique européenne était alors relativement forte et les taux d'intérêt sur l'euro relativement bas. De par ce double phénomène les investisseurs étrangers venaient massivement sur notre marché pour acheter de l'immobilier qui était relativement bon marché et le payaient avec une monnaie alors plus forte que la nôtre. Ces investisseurs, en raison de la Lex Kohler, ne pouvaient investir que dans l'immobilier commercial. De ce fait celui-ci a connu une certaine forme de poussée inflationniste et effectivement, des corrections de prix ont dû être faites, notamment en 2009 lorsque ces investisseurs étrangers se sont retirés et qu'il y avait ainsi de moins en moins de compétiteurs pour les objets proposés à la vente.

PdM: De par la pléthore d'objets commerciaux qui vont être proposés à la vente ne risque-t-on pas d'avoir bientôt un crash sur ce marché?

E.N.: La question est pertinente. Il faut savoir que Genève vit avec un taux de vacances au niveau de l'immobilier commercial de l'ordre de 3%, ce qui est très faible. Les autres grandes villes internationales ont des taux de vacances nettement supérieurs,

proches des 8%, comme à Zurich où ce taux est d'environ 7%. Dès lors c'est Genève en raison de ce faible taux, qui a été la moins touchée par ces ventes d'étrangers. Zurich, qui a énormément construit, se trouve maintenant avec une très grande quantité de surfaces commerciales vacantes. Il y a donc dans la première ville de Suisse une surcapacité au niveau de l'offre ce qui n'est pas le cas de Genève. En revanche sur l'Arc lémanique, là où les constructions ont été abondantes, il y a certains risques. Dès lors, sur le plan commercial une certaine prudence s'impose.

PdM: Qu'en est-il des autres régions, notamment le canton de Neuchâtel où la fiscalité est loin d'être encourageante?

E.N.: Il faut distinguer personnes physiques et personnes morales. Certes, au plan de la fiscalité Neuchâtel ne se présente pas comme la place la plus attrayante. Toutefois, pour ceux qui veulent s'installer à Neuchâtel il y a des possibilités de négocier des forfaits fiscaux intéressants. On parle d'un assouplissement de la fiscalité, mais il y a d'autres critères à prendre en compte. Le canton de Neuchâtel forme une très belle région qui bénéficie maintenant d'un réseau autoroutier intéressant. Certes, cette région ne représente pas un pôle économique comparable à l'Arc lémanique. Le littoral neuchâtelois offre pourtant une alternative intéressante pour les entreprises étrangères qui veulent s'installer en Suisse. Il est relativement proche de Lausanne et de son Ecole polytechnique et surtout, les prix de l'immobilier sont tout à fait abordables. Entre Genève et Neuchâtel, pour un bien équivalent, le rapport est de 1 à 3, ce qui n'est pas rien. Les loyers sont du même ordre. Pour une entreprise soucieuse de pouvoir offrir à son personnel des conditions de logement optima c'est là un aspect non négligeable.

PdM: A propos de ces flux migratoires, il semble que l'insécurité économique internationale pousse aujourd'hui les multinationales à renforcer leur présence en Suisse; il en va de même des grands gérants de hedge funds. Si cette analyse se concrétise ne va-t-elle pas accentuer encore le déséquilibre entre l'offre et la demande de logements et pousser à la hausse encore les loyers?

E.N.: Concernant la hausse des loyers, il faut le souligner, une poussée démographique exceptionnellement forte avec une immigration qui a atteint des niveaux très élevés, notamment sur Vaud et Genève, maintient les pressions haussières sur les loyers. Avec l'arrivée probable de nouveaux

Les bureaux Naef dans leurs implantations géographiques



PdM: Cette croissance comment s'est elle mise en place; provient-elle en fait de toutes vos activités ou avez-vous opté pour des activités bien spécifiques?

E.N.: On est parti presque partout de la même manière. Dans un nouveau marché, c'est très souvent une activité de vente que nous initions tout d'abord. Pourquoi? parce que la vente nécessite une infrastructure relativement légère, et très vite au travers de quelques mandats, on arrive à rentabiliser ses investissements; puis cette activité de courtage peut s'adosser rapidement à une activité plus conséquente, plus lourde aussi en terme d'infrastructure: la gérance. Ceci, dans la plupart des cas, par le biais d'achat de portefeuilles ou au travers de réseaux auxquels nous participons.

PdM: Il y a peu encore, la crise des crédits engendrée par les Etats-Unis semblait presque finie. Maintenant, avec l'endettement de la Grèce et la chute de l'Euro on repart sur une autre crise. Les prévisionnistes révisent à la baisse leurs pronostics. Comment voyez-vous le marché immobilier romand et suisse dans ce contexte?

E.N.: Dans toute entreprise la marche des affaires est très liée à l'environnement économique et à son évolution. Jusqu'ici, nous n'avons que peu senti, voire pas senti du tout, les effets de la crise américaine qui fut, somme toute, relativement courte. Effectivement le marché immobilier suisse s'est quelque peu tétanisé au dernier trimestre 2008. Il y a eu

acquéreurs potentiels. Très rapidement le marché immobilier suisse – celui de l'Arc lémanique en particulier- a repris de la couleur

PdM: Ce fut un bol d'oxygène mais le risque d'une bulle immobilière ne semble pas écarté?

E.N.: De la prudence s'impose, certes. Mais il faut préciser que les banques, en Suisse, sont restées très raisonnables en termes de conditions d'octrois de crédit. Grâce à cette discipline une crise du crédit comme l'ont connu les Etats-Unis, n'est pas imaginable chez nous. Preuve en est, le marché suisse a continué de montrer des signes de croissance, ces 24 derniers mois, alors que les autres marchés immobiliers étaient en déclin. Ceci est assez parlant. En même temps, il faut se rappeler que la croissance des prix immobiliers, sur la décennie passée, a été en Suisse moindre par rapport à celle d'autres places étrangères, comme les marchés anglo-saxons et espagnols surtout. Là, les prix, ont été multipliés par 3, voire par 4 alors que l'immobilier suisse a progressé pendant la même période de 30 à 40%, peut-être un peu plus sur les bords du Lac de Zurich. Sur l'Arc lémanique en dix ans les prix ont doublé avec un volume de transaction en légère baisse, notamment à Genève où l'on a sensiblement moins construit que dans le reste de la Suisse. Ce recul reste toutefois modéré. Dès lors le risque est très faible de voir se créer une bulle immobilière spéculative.

hedge funds, ce mouvement ne pourra que s'accroître.

PdM: *Quid, si avec la crise de l'eurozone, ce flux migratoire positif devait fléchir?*

E.N.: Bien sûr, on peut se poser ces questions. On avait déjà imaginé un possible retournement de tendance à la fin 2008. En fait, plusieurs pays voisins ayant renforcé encore leur fiscalité ceci a contribué à encourager ces flux migratoires vers la Suisse. Nous restons vigilants. Sur l'Arc lémanique les prix sont à un niveau très élevé. Effectivement il ne faudrait pas qu'un grain de poussière vienne enrayer la machine et que le flux migratoire se renverse. Compte tenu de l'inefficacité du marché immobilier il devient de plus en plus difficile d'acquiescer des objets à des prix raisonnables

PdM: *Comment voyez-vous la politique de la BNS et l'évolution du loyer de l'argent?*

E.N.: Je ne pense pas que les taux vont remonter rapidement. Les déclarations faites à ce sujet par la BNS étaient antérieures à la crise de l'euro. Les acheteurs travaillent en outre aujourd'hui le plus souvent avec des taux fixes et peuvent donc bloquer sur la durée les conditions hypothécaires.

PdM: *Par rapport à d'autres grandes villes étrangères ou des places comme Monaco certains disent que le marché suisse et l'immobilier genevois en particulier, sont toujours avantageux. Qu'en pensez-vous?*

E.N.: A mon avis, le prix de l'immobilier à Genève, en comparaison d'autres grandes villes, est tout à fait correct. Par rapport à Monaco notamment où l'immobilier est quatre fois plus coûteux qu'à Genève pour des objets comparables, nos prix ne sont pas trop chers. Certes, à Monaco ce ratio inclut une prime à la fiscalité, mais néanmoins c'est fort onéreux. Il faut admettre que nous avons eu en Suisse et à Genève une croissance relativement importante ces dix dernières années. Dès lors, à court et à moyen termes, on doit raisonnablement s'attendre à des perspectives de croissance forcément plus modérées. Je ne pense toutefois pas que l'on soit exposé au risque d'éclatement d'une soudaine bulle immobilière car on ne se trouve pas non plus devant un phénomène massif de décroissance. A partir de là je penche plutôt vers une vision de stabilité du marché avec, pour les investisseurs, un niveau de rendement raisonnable sur la durée. Il n'y a donc pas péril en la demeure comme certains le pensent.

Propos recueillis par Jean-Pierre Michellod



Naef Prestige, votre partenaire pour les propriétés d'exception



Naef Prestige

T + 41 22 839 38 88 - prestige@naef.ch
www.naef.ch

A propos du projet de Directive AIFM

Depuis avril 2009 l'Union Européenne (UE), par le biais de son projet de Directive AIFM, s'est lancée dans une vaste offensive visant à introduire en Europe un cadre réglementaire et de supervision harmonisé, applicable à l'ensemble du secteur des fonds alternatifs. Point de Mire s'est penché à plusieurs reprises sur cette nouvelle réglementation de Bruxelles, notamment dans son édition hiver 2009-2010 où Alexandre Col, membre du Comité exécutif de la Banque Privée Edmond de Rothschild avait commenté ce projet vu sous l'angle helvétique. Aujourd'hui, c'est un expert européen reconnu, Vincent J. Derudder, la cheville ouvrière de la FECIF et son nouveau patron depuis mai 2010, qui s'exprime sur ce sujet. La «Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers» est un organisme faitier qui regroupe en son sein quelque 300'000 intermédiaires et conseillers financiers de tout le Vieux Continent. C'est à Madrid, le 28 avril dernier, lors de son Assemblée générale que la FECIF a porté son ancien Secrétaire général Vincent J. Derudder à sa Présidence. (JPM)

Un point de vue européen

■ Vincent J. DERUDDER,
Président de la FECIF, Bruxelles

Le projet de Directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers - dite Directive «hedge fund») a connu le 16 mars dernier un sérieux coup d'arrêt suite à la décision de la Présidence espagnole de renvoyer aux Calendes grecques son examen.

Elle pourrait en fait ne jamais voir le jour du moins sous la forme que nous lui connaissons. Projet baclé, victime des circonstances, ce texte réussi la gageure de mécontenter tout le monde. Aussi bien les super partisans de l'ultra dirigisme d'Etat comme les français, que les ultra libéraux anglais.

Compte tenu du calendrier des prochaines réunions des ministres des Finances de l'Union Européenne et de la défaite travailliste à Londres, un accord à Vingt-Sept sur la Directive ne devrait pas intervenir avant l'été. Il faudra ensuite négocier une position commune avec le Parlement européen, qui co-décide sur ce dossier, et recevoir l'aval de la Commission européenne, ce qui pourrait repousser l'entrée en vigueur du texte au-delà de la fin de l'année.

Des vues profondément divergentes

Les négociations s'annoncent particulièrement difficiles sur la question de l'accès des fonds domiciliés en dehors de l'UE à un «passeport européen» leur permettant d'opérer sur l'ensemble du territoire communautaire. Londres souhaite que soit mis en oeuvre un système

d'équivalence avec des pays tiers permettant à des fonds déjà autorisés dans ces pays de ne pas avoir à se plier à l'ensemble des règles d'enregistrement et de transparence imposées aux fonds européens pour opérer dans l'UE. La présidence espagnole avait proposé que le «passeport européen» soit réservé aux fonds communautaires et que les fonds des pays tiers continuent de solliciter une autorisation dans chaque pays de l'UE dans lequel ils souhaitent exercer leur activité.

Cette proposition avait soulevé une ferme protestation des américains accusant l'Europe de «protectionnisme».

Le Parlement européen a adopté dans un pré-rapport une position médiane proposant d'adopter ce système d'équivalence après une période transitoire de quelques années qui serait mise à profit pour en négocier les critères et l'application. Le commissaire européen au Marché intérieur Michel Barnier, qui a laconiquement «pris acte» de la décision espagnole et s'est dit favorable à une adoption rapide du texte, défend lui aussi cette idée d'un passeport européen accessible aux fonds des pays tiers mais assorti de conditions exigeantes. «S'il y a un passeport, il sera exigeant, très exigeant. Il se méritera, sans raccourcis et sans complaisances (...) Cela veut dire des standards très élevés, des exigences très élevées et de la réciprocité, de la vraie réciprocité», a-t-il dit.

Des sources de frictions multiples

Autre source de frictions, les derniers amendements adoptés par la Commission des Affaires Juridiques du Parlement européen font crain-

dre pour le financement en fonds propres des PME européennes qui seront particulièrement pénalisées par les nouvelles obligations imposées par la Directive. Au nom de la lutte contre un risque financier systémique, la Directive ne prend pas en compte les profondes différences existant entre le capital investissement et les hedge funds.

Il existe dans le projet actuel une série de dispositions discriminatoires à l'égard des fonds d'investissement par rapport à d'autres types d'actionnaires. Ces dispositions dérogatoires du droit commun, inutilement coûteuses et même dangereuses pour des entreprises opérant en situation de concurrence, semblent devoir être non pas corrigées mais aggravées par divers amendements votés ou en discussion au Parlement Européen qui risquent de détourner durablement les capitaux du financement des PME européennes.

Au nom du sacro-saint «politiquement correct» et de la transparence absolue (pour les consommateurs, pas pour les gouvernants), la Directive obligerait les entreprises à divulguer des informations confidentielles que leurs concurrents ne doivent pas connaître.

L'accroissement des obligations de «reporting» sur les entreprises

ayant à leur capital des «fonds d'investissement alternatifs» dont les gestionnaires seraient soumis au champ d'application de la Directive, porterait (comble du ridicule) sur les entreprises ayant 50 salariés (risque systémique garanti...).

La transparence imposée affecterait l'égalité de traitement entre les entreprises, car elles seraient soumises à des obligations de communication différentes selon la nature de leur actionariat. L'exclusion du capital investissement de l'accès au passeport européen est une autre discrimination inacceptable car elle empêche la commercialisation des fonds auprès d'investisseurs professionnels domiciliés dans un autre état-membre. Les procédures envisagées par la Directive sont disproportionnées et inadaptées car elles impliquent de la lourdeur (les investisseurs sont demandeurs de rapidité), et bien évidemment de coûts (que ni les investisseurs, ni le gestionnaire ne voudront supporter).

Bref, les politiques n'ont toujours rien compris – «Big is TOUJOURS beautiful» pour eux et plus de bureaucratie est le remède à tous les problèmes.

Mais grâce à l'élection de David Cameron, la Grande Bretagne sauvera peut être l'Europe encore une fois...



Le 28 avril 2010, A Madrid, Vincent J. Derudder est nommé Président de la FECIF

NOTE D'HUMEUR par Maurice Baudet

Psychodrame

Les commissions de gestion du parlement suisse ont remis un rapport de 363 pages sur la conduite de la crise UBS, dont une bonne part n'a pu être rédigée que dans les deux derniers mois avant sa parution, lorsque la menace d'une commission d'enquête parlementaire a enfin délié certaines langues. Il a surpris par sa qualité, et inévitablement provoqué une vague de réactions dans notre petit monde politique. Cela va du raisonnable (Christophe Darbellay rappelant les dirigeants d'UBS au respect de leur devoir moral) au plus cocasse (l'UDC réclamant tous azimuts des têtes, dont celles de trois conseillers fédéraux). Le rapport met en lumière de nombreux dysfonctionnements à tous les niveaux. Ils ont commencé par d'étranges circuits de l'information: le Crédit Suisse a été mieux informé - et surtout plus tôt - que certains conseillers fédéraux. Les errements se sont poursuivis par des méthodes d'investigation discutables: la FINMA a présenté un rapport d'enquête sur la responsabilité des dirigeants de la banque dans le dossier fiscal américain. Mais elle n'a pas précisé que ce document était trop largement inspiré par un rapport interne de l'UBS. Elle a également omis de vérifier les chiffres d'exposition aux «subprimes» fournis par la même banque. Les membres des commissions déplorent enfin la gestion de la crise par une poignée de technocrates, le plus souvent à l'insu du politique.

Dans les semaines qui suivent, ce rapport sera encore disséqué, commenté et soumis à controverse. Il reste à souhaiter qu'il ne demeure pas un exercice alibi, ou, pire, une simple occasion, pour quelques ténors de la politique, de marteler un argumentaire trop rabâché ou de lâcher quelques formules d'autant plus sonores qu'elles sont creuses. La Suisse et sa place financière ont traversé une crise sans précédent. Il s'agit maintenant non seulement de pointer des doigts accusateurs, mais de tirer les enseignements des dysfonctionnements et d'y apporter remède. Il serait navrant que notre pays se contente de se livrer avec délectation à son penchant pour la «Schadenfreude», et que tout cela se résume finalement à un simple psychodrame.



Comment investir simplement et efficacement dans le marché immobilier suisse?

■ Christine VAZQUEZ, Associate Director, Team produits structurés Suisse Romande, Banque Vontobel SA

Le marché immobilier suisse affiche une évolution stable

Alors que ces deux dernières années, le scénario d'un effondrement des marchés immobiliers refaisait surface notamment aux Etats-Unis et en Europe de l'Est, le marché suisse est demeuré stable. La politique hypothécaire raisonnable menée par les banques suisses explique en grande partie ce bon résultat. En effet, toute personne souhaitant prendre une hypothèque pour acquérir son propre logement doit non seulement apporter la preuve de revenus stables, mais également disposer de fonds propres équivalents à 20% du prix d'achat du bien. Aux Etats-Unis en revanche, des hypothèques ont été octroyées quasiment sans conditions durant la période où les taux d'intérêt étaient bas, ce qui a favorisé l'émergence d'un marché considérable pour les «subprime loans» (prêts de mauvaise qualité). Cette absence de conditions, couplée aux offres attractives des courtiers en immobilier et à l'immense appétit pour le risque de la société de consommation américaine, a entraîné des achats excessifs, ce qui a fait flamber les prix de l'immobilier et finalement entraîné l'effondrement du marché. La crise immobilière est considérée comme le déclencheur de l'une des plus graves crises économiques depuis des décennies. La politique d'octroi de crédits pratiquée en Suisse rend la réalisation d'un tel scénario catastrophe relativement peu vraisemblable.

Nos experts évaluent positivement les perspectives d'avenir du marché immobilier suisse. La demande

de logements reste élevée, notamment dans les grandes agglomérations de Zurich, Genève ou Berne. Investir dans le marché immobilier suisse pourrait donc s'avérer très intéressant. En outre, l'immobilier représente un bon complément pour un portefeuille classique en actions.

Les placements dans les fonds immobiliers offrent diversification et stabilité

Pour un investisseur privé, un placement direct dans l'immobilier n'est pas toujours simple. Notamment lorsqu'il s'agit de sommes modestes, les possibilités d'investissement se réduisent comme peau de chagrin. Une participation dans l'immobilier mobilise généralement des sommes assez importantes, ce qui pénalise les objectifs de diversification. C'est pourquoi les fonds immobiliers offrent une solution plus intéressante. Ils collectent les montants de placements de multiples investisseurs et investissent ensuite la somme globale dans des valeurs immobilières. En achetant des parts de fonds, les investisseurs peuvent ainsi participer de manière diversifiée au marché immobilier même avec une mise de fonds modeste.

Les fonds immobiliers suisses affichent des rendements relativement constants et une faible dépendance à la conjoncture. En effet, ils investissent essentiellement dans l'immobilier d'habitation qui offre des revenus locatifs plutôt stables dans la mesure où la location de logements d'habitation est très peu dépendante de l'évolution de la conjoncture et des marchés boursiers. Par rapport aux

actions, les fonds immobiliers sont moins risqués et beaucoup moins exposés aux fluctuations.

Selon la Swiss Funds Association, leur rendement annuel moyen s'est élevé à environ 6% sur les 30 dernières années.

Les sociétés anonymes immobilières présentent un meilleur profil risque/rendement

L'achat d'actions de sociétés immobilières cotées en bourse représente une autre alternative. Il s'agit d'une catégorie de placement relativement récente. A la différence des fonds immobiliers, les sociétés anonymes immobilières ne sont pas investies dans l'immobilier d'habitation et se concentrent essentiellement sur les locaux commerciaux. Par conséquent, elles sont plus dépendantes de la conjoncture et des marchés bour-



Christine Vazquez possède une expérience de 20 années dans le monde bancaire, principalement dans les domaines forex et bourse. En 2006, elle a rejoint le team Suisse Romand de Vontobel pour les Produits structurés. Christine Vazquez est au service d'une clientèle composée de banques et tiers gérants. Email: christine.vazquez@vontobel.ch

siers que les fonds immobiliers. Toutefois, la prise de risque accrue ouvre également des perspectives de rendement plus intéressantes. Tout comme les fonds immobiliers, les sociétés anonymes immobilières représentent un bon complément de portefeuille dans la mesure où elles élargissent l'horizon de placement et contribuent à l'efficacité de l'investissement.

Les produits structurés permettent d'optimiser la stratégie de placement

L'analyse et la sélection de valeurs immobilières attractives prend du temps et requiert un certain savoir-faire. Pour l'investisseur une des meilleures solutions est d'opter pour un produit financier qui offre la possibilité de participer de façon linéaire à l'évolution d'une sélection de fonds immobiliers et sociétés anonymes immobilières

suisses. Cette stratégie, simple et efficace, est disponible dans le marché secondaire depuis le mois de février 2010 à travers un certificat tracker indexé sur le Swiss Real Estate Index. Ce dernier se compose lui-même de deux autres indices, le SXI Swiss Real Estate Funds (indice de fonds immobilier) et le SXI Swiss Real Estate Shares (indice d'actions immobilières).

Le premier englobe les 10 premiers fonds immobiliers suisses et le second les 5 premières sociétés anonymes immobilières. Les titres inclus dans les deux indices doivent respecter les critères suivants pour être admis dans leur indice respectif:

- Free float de 20% minimum
- Au moins ¾ des actifs (pour les actions) ou au moins ¾ des valeurs immobilières (pour les fonds) investis en Suisse
- Figurer parmi les 10 premiers fonds et les 5 premiers titres boursiers en termes de capitalisation boursière et de chiffre d'affaires annuel

Au total, le Swiss Real Estate Index contient toujours 15 titres (5 actions et 10 fonds) dont la pondération est ajustée chaque semestre selon la capitalisation boursière du free float. La composition de l'indice est quant à elle révisée annuellement. Comme il s'agit d'un indice total return, les distributions éventuelles sont réinvesties dans la stratégie.

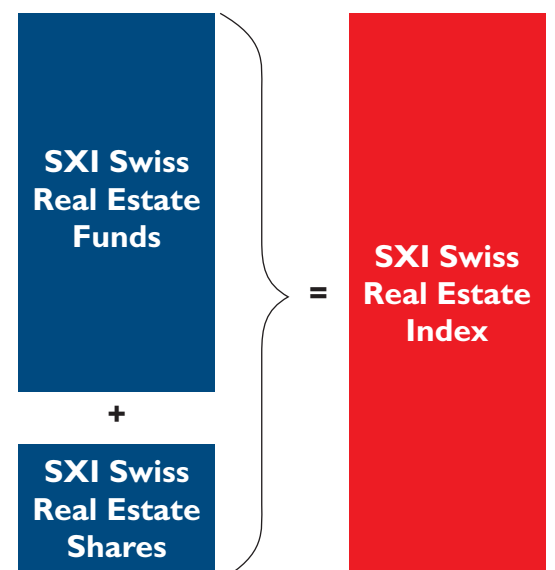
Ce certificat présente une garantie par nantissement, ce qui permet à l'investisseur de réduire au minimum son risque de l'émetteur.

Composition du SXI Swiss Real Estate® TR Index

L'indice est lui-même une **combinaison de deux autres indices**:
 – Swiss Real Estate **Shares** Index
 – Swiss Real Estate **Funds** Index

Le Swiss Real Estate Shares Index regroupe **les sociétés anonymes immobilières les plus importantes et les plus liquides** exerçant l'essentiel de leur activité en Suisse.

Le Swiss Real Estate Funds regroupe **les fonds immobiliers les plus importants et les plus liquides** exerçant l'essentiel de leur activité en Suisse.



Source: Banque Vontobel SA

DOSSIER

Les modèles mathématiques ont-ils survécu à la crise ?

■ Jean Paul STIERLI, CIIA, Directeur, Wegelin & Co. Banquiers Privés, mathématicien, gestion semi-institutionnelle

Introduction

Au commencement, il y avait les osselets. Une fois lancés, la disposition des osselets sur le sol était censée déterminer la suite des événements. Ensuite, ou parallèlement, l'étude des astres et de leurs conjonctions, parfois à plusieurs millions d'années lumières de distance, devait nous renseigner par exemple sur la réussite de telles ou telles entreprises guerrières. Puis, avec l'âge de raison «Le Siècle des Lumières», les mathématiques et l'approche scientifique en général - c'est-à-dire la méthode rationnelle et expérimentale - emboîtent le pas progressivement et irréversiblement à toutes les autres formes de méthodes prédictives et créèrent un socle de compétences et de savoir duquel elles ne seraient plus jamais déracinées. Le développement fulgurant de la technologie et des outils informatiques de ces dernières décennies parachevèrent cette suprématie de la raison - peut-être à excès.

La modélisation mathématique

Dès lors, on sut prédire à quelle vitesse un objet lâché depuis une certaine hauteur percuterait le sol, un premier modèle simple mais efficace. Plusieurs siècles plus tard, cette approche nous permis de voler dans les airs et partir à la conquête de l'espace. Fort de ces exploits et de ces réussites, on commença à étendre la technique de modélisation mathématique à l'ensemble des activités humaines, y compris, bien entendu, à l'économie et la finance.

La finance est quantitative par nature: on calcule des profits, on dresse un bilan, on évalue des titres. L'économie est quantifiable, nuance. La première est profondément ancrée dans les études statistiques pour ce qui concerne le passé alors que l'on fait appel aux calculs des probabilités pour gérer l'incertitude future ; la seconde fait appel à divers modèles macro-économiques et représentations mathématiques mais la théorie peut s'énoncer par des mots uniquement. La finance se prête peut-être mieux à la modélisation que la macroéconomie qui abonde en généralisations.

Deux approches contradictoires

Selon **Paul Dembinski***, professeur d'économie à l'Université de Fribourg, il existe une réelle connexion entre la finance et la macroéconomie. Il constate en général que «les macroéconomistes ne comprennent rien à la finance tant

pratique que théorique». Selon le même auteur, les mathématiques ne suffisent peut-être pas à rendre compte des changements économiques, par ailleurs en constante mutation. L'outil de prédilection de la finance ne s'adapterait-il pas aux hyper-généralités de la macroéconomie? En marge de ce grand débat, certains se souviennent peut-être du passage désopilant dans le célèbre livre de Douglas Adams, «Life, the Universe & Everything», où l'on pose une question à un Méga-Ordinateur construit exclusivement à cette fin: «Quelle est l'Ultime Signification de l'Univers?». Après trois semaines, la réponse de l'ordinateur est: ... 42! Cette réponse coquasse et délibérément hermétique, met en lumière l'absurdité de vouloir tout réduire exclusivement à une grande comédie mathématique. Il faut juste admettre que le meilleur outil de l'esprit humain ne peut pas s'appliquer à tout sans aucune restriction.

En contrepoint du professeur Dembinski, **Didier Sornette****, responsable de l'Observatoire des crises financières de l'Ecole polytechnique de Zürich (ETHZ) a un autre point de vue. Moyennant toute la science mathématique nécessaire il est possible de prédire expérimentalement les bulles financières, l'expérience démontrant que «la dynamique des marchés financiers participe d'une structure identifiable, sujette à des changements de régime réparables». On pourrait être à un tournant de paradigme majeur car ceci remettrait en cause «une économie qui table par tradition sur l'impossibilité de prédire le com-

portement du marché financier». Dans cet outil mathématique de prévision sont inclus en particulier deux paramètres de type socio-comportemental: l'expectative de retours positifs sur certaines valeurs et l'intensité des craintes de spirale négatives. Suivre les prévisions de modèle pourrait être salutaire pour «les institutionnels les plus averses aux risques, en particulier les caisses de pension». Il n'est pas inconcevable que des modèles mathématiques - donc rationnels - parviennent à des prévisions macroéconomiques plus fiables en incorporant des paramètres d'«irrationalité» et de hasard.

La variable stochastique

D'autres modèles prévalant en finance incorporent cette composante de hasard et d'imprédictibilité notamment le célèbre modèle stochastique. Mais tout d'abord, qu'est ce qu'une variable stochastique? C'est tout simplement une variable dont la valeur change avec le temps de façon incertaine. Par exemple, les fluctuations du prix des actions sont souvent assimilées à un processus stochastique en ce que leurs prix varient avec le temps de façon difficilement prévisible. Sous sa forme standardisée si S est le prix de l'action, alors:

$$\frac{dS}{S} = \mu dt + \sigma dz$$

où μ est le rendement moyen, σ la volatilité

et la composante qui fait intervenir la notion de temps et dz le fac-

teur aléatoire; la partie de gauche se traduit par: «des petits mouvements de l'action S exprimés en pourcentage».

Outre le fait que ce modèle semble refléter la réalité des mouvements des titres mieux que tout autre, il a l'énorme avantage de générer énormément de résultats et d'outils pratiques comme la non moins fameuse simulation de Monte Carlo. Cette méthode, dont le nom n'est pas fortuit, est immensément utilisée en finance pour évaluer par exemple le juste prix des titres et leurs produits dérivés et des indicateurs de risque tels la Value-at-Risk ou VaR. Composante essentielle des directives découlant de Bâle 2, la VaR est abondamment utilisée en finance et est un outil central notamment dans le risk budgeting. Cette technique consiste à allouer du risque à des classes d'actifs définies plutôt que d'allouer directement le capital. A titre d'exemple, on peut assimiler la VaR globale au risque du portefeuille et les poches de risque individuelles à des VaR locales.

L'hypothèse de rationalité du marché selon Markowitz

Dans son fameux traité permettant de trouver le portefeuille optimal, Markowitz présente l'hypothèse de rationalité du marché comme donnée. Si tel est le cas, les modèles mathématiques devraient donc en venir à bout. Plusieurs décennies ont passé depuis Markowitz et un grand nombre de modèles ont été pro-



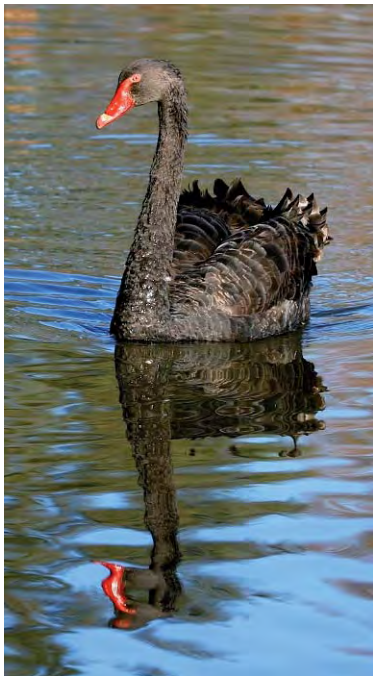
Jean-Paul Stierli, CIIA, est un mathématicien diplômé de l'Imperial College, Université de Londres. Membre de la Direction de Wegelin & Co. Banquiers Privés à Genève, il fait partie du desk «Semi Institutional Wealth Management - SIWM®» où il s'occupe principalement du suivi des clients privés et des intermédiaires financiers.

posés. Pourtant, la capacité à «battre les marchés» n'a pas beaucoup avancé pour autant, la réalité étant beaucoup plus évasive. Plus récemment, on a pu assister à l'émergence d'une nouvelle discipline: la finance comportementale. Cette branche de la finance ne vient pas tant remettre en question les hypothèses du passé plutôt que de les compléter: la rationalité de l'investisseur a ses limites et les émotions - irrationnelles - prennent souvent le dessus. La tendance des marchés à surestimer les gains potentiels lorsque l'économie est au beau fixe et de tomber dans la «sinistrose» lorsque les difficultés se font ressentir n'est plus à démontrer: l'enthousiasme excessif ou «greed» et la peur exagérée ou «fear» est une réalité bien ancrée dans les marchés financiers.

«The Black Swan»

Une critique récurrente faite à l'encontre de la modélisation financière est l'hypothèse selon laquelle les rendements des actifs financiers suivent une distribution normale. Cette hypothèse qui permet de simplifier à l'extrême un grand nombre de calculs est de moins en moins acceptée. Dans son premier et magistral ouvrage «Fooled by Randomness», Nassim Nicholas Taleb introduit un concept qu'il développera plus tard dans un second ouvrage: «The Black Swan». Pour rendre compte plus fidèlement de la réalité, il convient d'attribuer beaucoup plus d'importance aux événements extrêmes ou «fat tails» des distributions de probabilités classiques.

(Dans cette optique, la distribution de Student, correctement paramétrée reflète beaucoup plus la réalité de distribution, comme l'a souligné le mathématicien Benoit Mandelbrot). Pire, la réalité est ponctuée par des événements imprévisibles mais dont les conséquences sont ravageuses: les cygnes noirs.



La faillite rocambolesque de LTCM, un fonds qui était géré par des prix Nobels de finance, confère un écho pertinent à ce constat. Pour le surplus, ce n'était probablement pas le levier excessif utilisé par le fonds qui causa son effondrement mais la croyance aveugle dans les modèles mathématiques qu'il utilisait.

Des outils nécessaires mais non suffisants

En guise de conclusion, il semblerait que pour bien naviguer dans les marchés financiers, les modèles sont nécessaires mais ne suffisent pas. Il faut encore intégrer des notions d'irrationalité et de hasard et quand bien même l'on se serait adonné à cet exercice, il demeurerait encore un élément exogène que l'on ne pourrait évaluer. Sur un ton plus léger, le statisticien anglais George Box ajoutait dans sa fameuse citation: «Tous les modèles sont essentiellement faux, mais certains sont utiles». Finalement, l'esprit humain avec toutes ses contradictions mais aussi sa bonne dose de «bon sens» ne serait-il pas l'outil le mieux adapté à l'économie et aux marchés?

Notes

* Le Temps, 17 Avril 2010
** L'Agefi, 4 Mai 2010



...une assurance à
couper le souffle.

Nationale Suisse
Agence générale du canton de Genève
Ph. Zurbriggen + Ph. Keck
Rue Versonnex 7
1207 Genève
Tél. +41 22 318 39 30
www.nationalesuisse.ch

Conseiller en assurances:
Broquant Christophe

l'art d'assurer

nationale
suisse

Le Marché de l'Art : nouvel eldorado ou miroir aux alouettes ?

■ Frédéric RUIZ, économiste

La perpétuelle chasse aux rendements supérieurs que l'on peut observer depuis une dizaine d'années au sein de la communauté financière a vu tour à tour différentes classes d'actifs alternatifs tenir le haut du pavé. Hedge funds, private equity, immobilier, matières premières puis dérivés de crédit se sont chronologiquement succédé avant de décevoir les attentes bien souvent énormes placées en eux. En plein rebond, le marché de l'art pourrait bien être la nouvelle frontière. A juste titre?

A tale of two markets

Souvenez-vous: nous sommes le 15 septembre 2008.

A New York, Lehmann Brother, banque de plus de 150 ans d'âge au slogan prophétique («Où la Vision Se Bâtit») disparaît du radar.

La crise passe alors définitivement du stade de l'horreur à celui de chaos total.

Au même moment à Londres, l'artiste contemporain Damien Hirst écrit une autre page d'histoire: chose aussi impensable que risquée pour un artiste vivant, il choisit de passer outre le marché primaire des dealers et décide de placer quelque 200 pièces de son œuvre directement aux enchères.

Les ventes explosent: 111 millions de Livres sterling en 2 jours, nouveau record pour un artiste. Plus impressionnant encore, 99% des lots trouvent acquéreur, d'avis d'expert c'est du jamais vu.

En tête d'affiche, un veau aux sabots et cornes dorés conservé dans du formol («The Golden Calf») obtient US\$ 10.3 millions; un requin dans le même liquide («The Kingdom») part pour 9.7 millions.

Sans surprise, le marché de l'art, ultime bastion de résistance dans la crise, capitulera à son tour quelques semaines plus tard et enregistrera une importante correction (-35 / -40 %).

Avril 2010: tandis qu'une course contre la montre s'engage en Europe pour éviter que la crise du

crédit ne s'embrace à nouveau, une huile de Picasso trouve preneur pour 107 millions de Dollars à New York, 7^e enchère de tous les temps.

attractifs: performance élevée, meilleure tenue dans les crises, faible corrélation et en primeur, le plaisir lié à la détention d'une œuvre, la fameuse «prime émotionnelle».

toujours, mais fascination et investissement peuvent-ils cohabiter sérieusement? L'art peut-il être traité comme sous classe d'actif financier à part entière? Et si oui, est-ce qu'il constitue réellement un investissement digne d'intérêt? Pour pouvoir apporter des premiers éléments de réponse à ces interrogations, il faut d'abord se pencher sur les caractéristiques très particulières de ce marché



Portrait du Dr Gachet de Vincent van Gogh, l'un des tableaux les plus chers du monde

L'émergence d'un nouveau «super-actif»?

Ces deux anecdotes suffisent à elles seules pour que des voix s'élèvent déjà pour proclamer l'émergence d'un nouveau super actif.

Le super actif en question combinerait un nombre d'éléments très

(Sans mentionner qu'il est bien plus agréable de fréquenter les chatoyants salons des expositions pré-ventes qu'une présentation d'analystes, souvent bancaire).

Visiblement, et en dépit de sa taille relativement modeste (une vingtaine de milliards de dollars de chiffres d'affaires annuels), l'art fascine

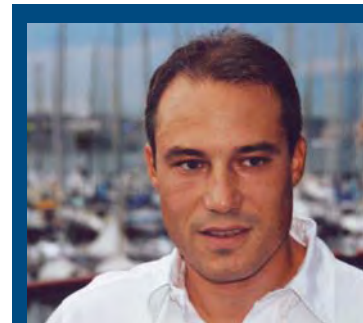
Le Marché de l'Art n'existe pas

En préambule, il nous faut accepter le postulat que considérer «le marché de l'art» comme un phénomène homogène et compact est en grande partie une construction fictive. Bien entendu, n'importe quelle classe d'actifs est subdivisée en parties moins que parfaitement homogènes (par exemple un hedge fund de type Global Macro ressemblera peu à son cousin Convertible Arbitrage), mais l'art est sans doute la classe d'actif la plus morcelée au monde. On peut simplifier et s'imaginer une collection de 300 à 400 sous marchés plus ou moins indépendants, chacun avec une majorité d'attributs propres.

Cette segmentation est due à deux phénomènes.

- D'une part les caractéristiques concrètes d'un univers artistique qui se décline en différents médiums (peinture, estampes...), styles (surréaliste, cubistes...), écoles (impressionnistes américains, école anglaise...) et marchés géographiques.

- Autre aspect, la nature des acteurs qui gravitent autour de ce



Economiste de formation, Frédéric Ruiz a passé le plus clair de sa carrière dans le Private Banking, dont plus d'une décennie en tant que Membre de la Direction du Credit Suisse. Au service d'une clientèle UNHWI pendant de nombreuses années, il a développé une connaissance solide dans le domaine de la gestion alternative et de ses classes d'actifs. Analyste Financier AZEK, il est également Membre du Comité Scientifique à l'ISFB et a écrit de nombreux articles pour la presse. Son artiste favori est Edward Hopper dont il ne possède hélas aucune œuvre.

marché – artistes, dealers, collectionneurs, spéculateurs – la plupart manifestant une volonté marquée de se limiter à des pans de marchés spécifiques, qu'il s'agisse de raisons de goût ou de la volonté de concentrer ses connaissances.

En conséquence, chaque segment de marché répond à des caractéristiques et stimuli qui lui sont largement propres, ce qui se traduit souvent par des profils riches-rendements très différents. On sait par exemple qu'une personne cherchant à diversifier un portefeuille d'actions via un investissement en art aura des fortunes diverses selon qu'elle acquiert du pop art (corrélation négative de -0.21) plutôt que des contemporains italiens (corrélation quasi parfaite de 0.96).

La recherche du juste prix

Une autre singularité de ce marché réside dans la difficulté à évaluer la valeur juste («fair value») d'une œuvre.

L'art ne produisant pas de cash flow, les modèles financiers classiques sont inutilisables et les prévisions usuelles – rendement attendu, volatilité, corrélations – sont très imprécises.

Gérer une allocation d'actifs sur la base de ces prévisions n'est évidemment pas fiable.

Le prix d'une œuvre est constitué d'un savant mélange de critères subjectifs et objectifs.

Les hédonistes partent du principe que les caractères subjectifs sont difficilement modélisables et proposent de traiter la valeur d'une œuvre en tant que somme de critères concrets: le support (huile, aquarelle etc.), la taille, la qualité, le sujet, la réputation de l'artiste ou le positionnement de la pièce au sein de son œuvre pour ne citer que les principales. Cette approche, qui a le mérite de reposer sur des critères mesurables, n'est pas entièrement satisfaisante dans la mesure où bien souvent, les critères subjectifs représentent l'influence la plus importante dans la détermination du prix.

L'exemple suivant en constitue une bonne illustration: le 2 juin 2006, le tableau «Tête de Femme Dora Maar», une huile de Picasso datant de 1937 de dimension 55 x 45 est acquise au prix de 5 millions de US Dollars aux enchères de New York. Le lendemain, «Dora Maar au Chat», une autre peinture à l'huile de Picasso, est offerte dans la même salle de vente. Cette œuvre, produite 4 ans plus tard propose le même médium et le même sujet mais est de dimension deux fois plus grande: elle partira pourtant pour un prix... 17 fois plus élevé.

Peut-on se fier aux indices?

Au vu de cette problématique, la tentation de passer à une méthodologie plus factuelle et de baser estimations et prévisions sur l'évolution des prix historiques est devenue importante et on trouve aujourd'hui une petite collection de bases de données bien fournies, publiant également des indices de prix globaux, par courant artistique, par médium ou même par artiste.

Simple et élégants, les indices de prix du marché de l'art souffrent en revanche d'un nombre de lacunes importantes, rendant leur utilisation sujette à caution.

- Les principales critiques que l'on peut faire à ces indices concernent de premier abord leur manque de représentativité: puisque seuls les prix publiés par les maisons d'en-

chères (soit le marché secondaire) sont pris en compte, l'autre moitié du marché en terme de volume – les ventes des galeries et dealers – est entièrement occultée.

- Autre élément dommageable, le marché de l'art possède un cycle très long: un même objet ne se retrouve sur le marché que tout les 30 à 40 ans. Vu sous un autre angle, cela signifie que la grande majorité des œuvres d'art sont exclues de l'indice 95 % du temps.

- De surcroît, les indices de prix ne sont pas à même de tenir compte de l'aspect hétérogène du marché et de l'unicité de chaque pièce: il en résulte souvent une macédoine plus ou moins utile et d'une précision toute relative.

- On notera enfin le biais qu'introduisent les ventes des pièces les plus onéreuses: l'aspect émotionnel (ego, vanité etc.) important qui entoure ces ventes mène souvent à payer trop cher. Ces transactions, qui pèsent fortement sur les indices en raison de leur importance monétaire, entraînent alors un biais positif qui est difficile à quantifier, mais qui aura pour conséquence une surévaluation de la performance réelle du marché.

- On le voit, il n'est pas aisé d'obtenir des données fiables dans ce marché passablement opaque et fragmenté. Faut-il en déduire que l'estimation d'un prix est un processus purement aléatoire? Visiblement non: des économistes sont parvenus après une étude minutieuse à un résultat plutôt étonnant: pour obtenir une estimation précise et même fiable du prix d'acquisition d'une pièce, il suffirait simplement de consulter les estimations préventes publiées par les maisons de vente dans leur catalogue. Cette étude conclut en substance que si l'évaluation n'est pas une science, c'est un art qui peut générer des résultats assez précis.

Un marché risqué et onéreux

Comme toute classe d'actifs alternatifs, l'investissement en art est soumis à des risques très spécifiques, difficilement quantifiables et à la gestion souvent très complexe - dans les cas où c'est encore possible.

On citera de manière non exhaustive le risque de propriété (acquérir une œuvre d'une personne

autre que son propriétaire légal), le risque d'authenticité, celui de vol, de dommage physique ou de conservation.

Le manque flagrant de liquidité sur le marché ainsi que le risque de contrepartie s'ajoute encore à d'autres risques financiers importants tels que la volatilité ou le risque d'obsolescence (le passage de mode).

Un autre aspect important dont il faut tenir compte est constitué par la batterie de frais et coûts qui entourent l'acquisition et la détention d'œuvres d'art: les frais de courtage d'abord, qui sont très importants (même si, en raison de la faible fréquence des transactions, ils sont amortis sur une période plus longue): compter 10 à 25% dans les maisons de vente, dont l'organisation oligopolistique ne présage pas de pression immédiate sur ces marges. A cela, le détenteur d'une collection devra encore ajouter les coûts de transport et d'assurances, les frais d'expertise (prix, authenticité, propriété) ainsi que ceux liés à la conservation et la restauration, une panacée qui se chiffre dans une fourchette de 4 à 8% annuels.

Surprenantes performances à long terme

Frais importants, risques nombreux et difficiles à gérer, marché opaque et segmenté, faible utilité des outils financiers traditionnels pour optimiser une collection, manque d'informations fiables:

cette liste non exhaustive de facteurs risques devrait logiquement mener un investisseur averti à formuler des attentes de rendement élevées, comparables à ce que l'on peut observer dans le domaine du Private Equity.

La réalité historique des chiffres soutient-elle la théorie?

Bien que la recherche économique sur le marché de l'art se situe encore dans un stade précoce, il existe suffisamment d'études pertinentes pour pouvoir donner une première réponse à cette interrogation.

Des dizaines de recherches, certaines générales, d'autres plus ciblées sur des courants particuliers, concluent à des rendements réels moyens oscillant entre 1 et 8%, soit 3 à 11% dans notre environnement d'inflation actuel.

Ces chiffres sont clairement insuffisants, même en tenant compte de la «prime émotionnelle», soit le fait que le détenteur d'une œuvre jouisse d'un dividende intangible (joie, fierté...) non négligeable pour lequel il est d'accord de sacrifier une partie du rendement financier.

Les autres conclusions importantes confirment l'art dans son rôle de gardien de valeur contre l'inflation, et accusent des performances légèrement supérieures aux obligations, mais bien en deçà des actions et de ses congénères des actifs alternatifs.

Papier valeur aux vertus esthétiques ou œuvre d'art aux vertus financières?

Faut-il en conclure que l'art est un mauvais investissement?

Selon des critères purement financiers, très certainement: il suffit de considérer le simple fait que les rendements offerts ne compensent que très partiellement les risques encourus. Il y a visiblement peu de latitude sur ce marché pour ceux qui considèrent une œuvre d'art comme un pur placement financier et ce constat réjouira sans doute nombreux d'entre nous.

Mais se poser la question de l'art en tant qu'investissement revient en fait à poser l'équation du mauvais côté.

La bonne question devrait plutôt être formulée ainsi:

Quels autres biens de consommation durable ont la capacité non seulement de ne pas perdre leur valeur avec le temps, mais même de l'accroître au delà de l'inflation?

En y réfléchissant bien, ce fait extraordinaire justifie à lui seul l'intérêt et la fascination que les hommes portent au marché de l'art, une histoire d'amour qui devrait connaître encore de biens beaux jours.



Le Moulin de la Galette, l'une des œuvres maîtresse de Pierre-Auguste Renoir

Pourquoi et comment investir dans un projet immobilier au moyen d'une SCPC ?

■ Bruno MORI & Boris CLIVAZ, GeFlswiss SA, Lausanne

La Société en Commandite de Placements Collectifs (SCPC) est un véhicule de placements offrant des possibilités de rendement supérieures à la moyenne, notamment dans le domaine immobilier. Les SCPC permettent à tout investisseur de diversifier son allocation d'actifs sans courir le risque d'être considéré comme un professionnel de l'immobilier par les autorités fiscales. En outre, les SCPC bénéficient d'un taux d'imposition favorable.

Origine et base juridique

La SCPC est un placement collectif de capitaux. Cette forme de véhicule de placement a été introduite par la Loi sur les Placements Collectifs de Capitaux (LPCC) du 1^{er} janvier 2007. Il s'agit d'un fonds de placement fermé. Bien que le sous-jacent d'une SCPC puisse être représenté par des actifs mobiliers, nous nous concentrons dans cet article exclusivement au cas du sous-jacent représenté par un actif immobilier (terrain). La pratique actuelle de la FINMA est de limiter dans le temps la durée de vie des SCPC immobilières.

Une SCPC est composée d'un General Partner et d'au moins cinq investisseurs qualifiés appelés commanditaires, responsables uniquement à concurrence du montant de leur commandite. Ce montant peut varier d'un commanditaire à l'autre. Toutefois, le commanditaire le plus important détiendra au maximum un tiers environ du total des commandites.

Les commanditaires sont des investisseurs passifs. Leurs intérêts sont défendus par le General Partner qui va nommer pour chaque promotion un architecte ou une entreprise générale chargés de la construction, un pilote de l'opération chargé de défendre les intérêts du maître de l'ouvrage, de le représenter sans pouvoir décisionnel et d'intervenir auprès de tous les partenaires du projet. Afin de garantir la bonne organisation du projet, un architecte membre de GeFlswiss SA procède à un contrôle périodique de la bonne exécution des mandats confiés aux différents intervenants.

La mise en place d'une SCPC offre ainsi la garantie d'une grande transparence et d'un contrôle permanent en faveur des investisseurs. Au surplus, il est à noter que chaque SCPC doit être autorisée individuellement par la FINMA avant d'acquiescer la personnalité juridique.

Comment investir dans une SCPC immobilière ?

GeFlswiss SA s'est spécialisée dans le montage de ce genre de structure. Ce type de placement peut être utilisé tant par des investisseurs qui souhaitent diversifier leur allocation d'actifs que par des propriétaires de terrains qui n'ont ni les moyens ni la volonté de développer des projets immobiliers d'importance. Dans tous les cas, la SCPC permet de créer une structure indépendante entre les acteurs immobiliers et les investisseurs.

Avant d'accepter un dossier, GeFlswiss SA procède à une analyse approfondie des risques et opportunités en fonction de la demande qui lui a été faite. Une fois le dossier accepté, GeFlswiss SA prépare la requête qu'elle envoie à la FINMA pour autorisation. Dès l'obtention de celle-ci, GeFlswiss SA procède à la recherche d'investisseurs ou de terrains par l'intermédiaire de son propre réseau.

Pour l'investisseur, il s'agit ici d'un investissement de proximité dans l'immobilier régional pour lequel il a les moyens de (faire) procéder à une analyse des risques financiers et immobiliers qu'il encourt, ce qui n'est pas toujours forcément le cas dans d'autres véhicules de placement de type Private Equity ou Hedge Funds.

Une fois son analyse terminée, l'investisseur pourra manifester son intérêt à souscrire à des parts de commandites de la SCPC en signant un bulletin de souscription transmis par le General Partner. Au terme de la période de souscription, le General Partner utilisera les fonds souscrits pour acheter le terrain, objet de la promotion immobilière à venir.

La SCPC s'adresse tant aux institutionnels, aux sociétés, aux particuliers fortunés qu'aux professionnels de l'immobilier ou non.

Rendement attendu – fiscalité

Dans le cadre de SCPC de type immobilier, GeFlswiss SA vise des rendements de 12% à 15% par an après paiement des impôts. En termes de rapport risque/rendement, ce type de produits offre de bonnes opportunités pour les investisseurs car il permet de diversifier son allocation d'actifs, d'améliorer la rentabilité des fonds propres investis et de participer à une construction immobilière tout en maintenant un profil de risque modéré.

Risques

- investissements de type Private Equity, sans garantie de résultat
- investissement financier indirect dans l'immobilier, via une SCPC, qui ne réduit en rien les risques liés à l'immobilier tels que par exemple l'obtention des permis de construire, la construction, la vente, les retards, l'évolution du cycle économique, etc.

Avantages de la SCPC

- optimisation du rendement des fonds propres
- contrôle de la bonne exécution de la construction et du suivi du plan financier par le General Partner, qui est un partenaire totalement indépendant et préservé de tout conflit d'intérêts
- remise d'un rapport trimestriel aux commanditaires
- contribution sociale à l'essor économique local, soutien aux entreprises régionales
- possibilité pour les investisseurs d'élargir leur palette d'allocation d'actifs en incluant des investissements dans des projets immobiliers à haute valeur ajoutée



Bruno Mori - Economiste d'entreprise ESCEA et expert en finance et investissements CFPI, il a œuvré pendant plus de deux décennies dans le secteur bancaire, en particulier dans les domaines de la finance et de l'immobilier. Il dispose d'une connaissance approfondie de l'évaluation des immeubles, de l'analyse et de la structuration d'opérations immobilières complexes. Tél. 021 613 80 77



Boris Clivaz - Diplômé en économie bancaire et détenteur du brevet de préposé de poursuite et faillites. Il bénéficie d'expériences en fiduciaire ainsi qu'en qualité de directeur financier d'une société industrielle. Il a travaillé également dans le milieu bancaire, notamment dans le domaine des crédits immobiliers et commerciaux. Il a aussi œuvré dans l'assainissement et l'évaluation d'entreprises. Tél. 021 613 80 71

- optimisation de la fiscalité (taux fiscal favorable, pas de double imposition, pas de contamination fiscale)
- pas de mobilisation de ressources internes ou d'implication personnelle de la part des investisseurs

dossier est disponible auprès de GeFlswiss SA sur son site internet www.geflswiss.ch. Par ailleurs, quelques informations sur ce projet sont fournies dans l'encart ci-dessous.

Par ailleurs, GeFlswiss SA est fière de pouvoir annoncer le dépôt auprès de la FINMA de trois SCPC supplémentaires. Pour les intéressés, quelques informations sont fournies sur notre site internet.

En pratique

GeFlswiss SA a obtenu sa première autorisation en mai 2009 pour la mise en place d'une opération immobilière. A ce jour, deux tiers des appartements ont été vendus, le coût de construction est respecté, la livraison définitive des appartements est prévue pour cet automne et le rendement annuel brut escompté des fonds propres moyens investis sera supérieur à 35%.

GeFlswiss SA a obtenu de la FINMA sa seconde autorisation en mars 2010 pour le développement d'un projet immobilier à Villeneuve. La souscription de parts de commandites est actuellement en cours. La documentation détaillée au sujet de ce

Conclusion

La volonté du législateur de proposer en Suisse des véhicules de placement compétitifs en regard de produits comparables au niveau international offre aux investisseurs des alternatives financièrement attractives de placer leur argent dans des projets régionaux. Par ailleurs, le fait d'obtenir un Tax ruling avant tout investissement dans ces produits se révèle déterminant dans le choix des investisseurs d'investir «made in Switzerland».

Investissez à Villeneuve au travers d'une SCPC

- ▶ Véhicule de placement autorisé par la FINMA le 9 mars 2010
- ▶ Promotion immobilière à Villeneuve (VD)
- ▶ Construction de 10 immeubles PPE pour un total de 78 appartements. Typologies : 17x2,5p.; 50x3,5p.; 11x5,5 pièces
- ▶ Construction de 38 villas mitoyennes
- ▶ A proximité du nouvel hôpital intercantonal Riviera-Chablais Vaud-Valais à Rennaz, ouverture prévue fin 2015
- ▶ Construction en 3 étapes, premières livraisons prévues mi-2012
- ▶ Durée d'investissement prévue: 5 ans
- ▶ Rendement escompté des fonds propres investis: 14 % /an après impôts
- ▶ 2'000 emplois supplémentaires prévus dans la région d'ici 2015
- ▶ Souscription de parts de commandites en cours, uniquement en faveur d'investisseurs qualifiés (investissement minimum CHF 250'000.00)

En cas d'intérêt, merci de nous contacter par téléphone au 021 613 80 70 ou par mail à l'adresse suivante: info@geflswiss.ch

Fonds de placement immobiliers: des perspectives toujours prometteuses

L'immobilier représente une diversification de portefeuille très appréciée. A cet égard les fonds de placement immobiliers ont de plus en plus la cote et les perspectives de ce marché demeurent excellentes. Bien avant la crise financière de 2008-2009, les placements immobiliers présentaient déjà une alternative intéressante pour l'investisseur soucieux de diversifier son portefeuille. A l'abri des perturbations des marchés, l'immobilier suisse, qu'il soit direct par l'acquisition d'un bien à titre personnel, ou indirect, par l'achat d'actions de sociétés immobilières ou de parts de fonds immobiliers, ou aussi par la création d'un fonds immobilier spécifique, a confirmé sa place de valeur refuge idéale.

L'expansion de ce secteur a été remarquable: en deux ans, le nombre de fonds a plus que doublé. Aujourd'hui, on compte plus de 30 fonds immobiliers et plusieurs nouveaux projets ont été présentés à la FINMA. Ces créations de fonds sont révélatrices d'un élan novateur du marché qui est à la recherche de niches intéressantes à proposer aux investisseurs. La valeur du marché de l'immobilier suisse est de l'ordre de CHF 2'500 milliards, soit le double de la capitalisation boursière du SPI. Toutefois, 2% à peine de ces actifs immobiliers sont détenus de manière indirecte au travers de fonds ou de sociétés immobilières cotées en bourse.

De nombreux avantages

Dans un fonds immobilier, les investisseurs participent à un portefeuille d'immeubles en fonction de leurs apports. Grâce à une gestion active, en plus de la conservation de la substance des actifs le fonds privilégie la hausse de valeur du parc immobilier tout en générant des revenus stables, partiellement défiscalisés. La création d'un fonds immobilier permet en outre une diversification du portefeuille et une gestion professionnelle du parc immobilier: réduction des frais d'administration, transparence, optimisation fiscale, planification successorale. Un fonds immobilier permet en fait à plusieurs partenaires de mettre en commun leurs compétences (gestion, promotion, gérance, développement, conseils en patrimoine, fiscalité, etc.), tout en séparant leurs rôles respectifs de propriétaire, d'investisseur, de gestionnaire, etc.

L'appui des spécialistes

Le lancement d'un fonds immobilier nécessite de faire appel aux connaissances très pointues des professionnels de ce secteur, tant pour sa conception, la recherche d'une direction de fonds que pour l'obtention de l'autorisation de la FINMA. Pour toutes les activités gérées par la banque dépositaire – qui est un acteur essentiel et incontournable – l'appui de spécialistes bancaires est également indispensable. A cet égard la BCV joue un rôle pilote en Suisse romande.

Philippe Zufferey, Directeur-adjoint
Responsable de l'activité de banque dépositaire
Banque Cantonale Vaudoise, Lausanne

Laissez votre empreinte sur un fonds immobilier.



Le groupe BCV est le premier créateur de fonds de droit suisse labellisés pour les professionnels de la finance.

Vous aussi, faites confiance à notre expertise et à nos compétences en matière de création de fonds: des fonds sur mesure, mobiliers et immobiliers, bénéficiant du label suisse, spécialement conçus en fonction de vos exigences et de vos ambitions.

Vous pouvez nous contacter sur fonds.immo@bcv.ch

Ça crée des liens

www.bcv.ch/fondsimmobilier



Transport aérien et financement: optimisme timide et mutations discrètes

■ Daniel Stanislaus MARTEL, Dr es sc. économiques et sociales, Genève

Après deux années sombres le ciel se dégage pour le transport aérien. A la «24^e Aircraft Finance & Commercial & Business Aviation» de mars 2010, à Genève les acteurs de ce secteur tributaire du système financier mondial ont dressé un bilan mitigé.

Indicateur fiable de la situation économique, le transport aérien reflète la situation des différentes régions du monde. Les Etats-Unis et l'Europe stagnent toujours. La pression sur les prix favorise les vols à bas coûts. En Chine la faiblesse des pays importateurs et des blocages internes freinent la croissance et la mobilité. En Inde, les classes moyennes abandonnent le rail en faveur de trajets low cost. Les perspectives demeurent positives au Moyen Orient également. La demande est régionale et mondiale en raison de la position géographique du Golfe entre les continents.

Fournisseurs: crises maîtrisées?

A Toulouse et Seattle les crises ont précédé les turbulences. Airbus souffre toujours des erreurs du programme de l'A380. En revanche, la famille des monocouloirs A320 reste la première de sa catégorie. Le bimoteur gros-porteur A330 demeure également un bestseller. Depuis 2004 où Boeing a lancé son successeur proclamé B787 Dreamliner, 600 A330 ont été placés.

Le challenger était annoncé comme la prochaine révolution aérospatiale. En effet, il est fabriqué en matériaux composites plus légers que les alliages traditionnels. Ceci le rend moins gourmand en kérosène. Boeing a également révolutionné l'industrialisation par une sous-traitance planétaire. La double audace technologique et logistique a dépassé le fabricant et le programme a pris deux ans de retard. Une des raisons sont les compétences limitées de la main d'œuvre. Depuis les années 80, Boeing a écarté les plus expérimentés et les mieux payés. Le pionnier d'antan a sacrifié son potentiel stratégique à la rentabilité immédiate.

Le concurrent A350 XWB élaboré en réponse au Dreamliner ne facilitera pas non plus les choses.

Comme c'est le cas de l'A320 d'Airbus, la gamme des monocouloirs B737 se vend bien. Enfin, la dernière version du Jumbo, le B747-8 est devenue la nouvelle référence en matière d'avions cargo.



Air France a été le premier client européen à recevoir l'A380

Défis en reste

La demande d'avions demeure volatile. Une menace est le spectre d'une récession «Double Dip», notamment en zone Euro.

Le transport aérien se heurtera avant tout à des restrictions politiques. Dès 2012 le système communautaire d'échange de quotas d'émissions ou Emission Trade System (ETS) attribuera des «droits de pollution» à chacun des 4300 opérateurs d'aéronefs en Union européenne. Au cas où celui-ci n'atteindrait pas le plafond, il aura le droit d'en écouler le reste à un autre. Des systèmes similaires ont été annoncés par les Etats-Unis et le Japon.

Les acteurs aéronautiques réagissent par une stratégie globale. Les émissions de CO2 devront être réduites de 1,5 pour-cent par an jusqu'en 2020. Une diminution de 50 pour-cent sera l'objectif pour 2050. Les mesures s'appuient d'abord sur l'optimisation du système actuel par la fluidité des opérations en l'air et au sol. Un ensemble de mesures incitatives comme des taxes allégées



Le challenger, BOMBARDIER CSeries

pour les avions éco-efficients encourageront à leur tour les technologies à la hauteur des attentes.

Une des mesures discutées est de substituer le kérosène par des bio-fuels. Le scepticisme à leur sujet persiste en raison des monocultures et la concurrence à la production alimentaire.

Transition en hésitation

Si Airbus et Boeing ont lancé des gros porteurs de nouvelle génération, ils préfèrent optimiser les monocouloirs A320 et B737 existants. Contrairement aux avions intercontinentaux, les appareils plus petits destinés aux trajets courts offrent un potentiel d'amélioration limité.

Canadair a démarré sa CSeries (www.nowisthefuture.com) à capacité similaire. Grâce au design plus récent elle réclame des coûts d'exploitation amoindris de 15 pour-cent par rapport aux plus petites versions des monocouloirs Airbus et Boeing.

L'exploitant hésite à multiplier les fournisseurs d'une même catégorie d'appareils ou à remplacer l'un par un autre sauf si les économies anticipées du nouveau modèle dépassent les 20 pour-cent. Pour le constructeur, les investissements se justifient uniquement si la réduction atteint au moins 35 pour-cent. Or, les ruptures technologiques nécessaires se dessinent à peine à l'horizon.

De nouveaux constructeurs en Chine, au Japon et en Russie ont d'ailleurs rejoint le marché par des appareils plus petits. L'avenir retiendra leur capacité de s'imposer comme alternatives crédibles.

Mutations en filigrane

La poussée chinoise présage une évolution encore discrète. La récession qui a frappé surtout les pays dits développés a fait reculer, pour la première fois dans l'histoire, leur poids dans l'économie mondiale à moins de 50 pour-cent. Un sondage révèle un autre changement. Airbus serait mieux en mesure que Boeing de maîtriser les ruptures technologiques nécessaires à la succession aux A320 et B737. L'image des Etats-Unis en déclin souvent évoquée, se confirme-t-elle?

Financement: continuité dans l'évolution

Si la récession a freiné les nouvelles commandes, elle a peu ralenti les livraisons. Les aides à l'exportation classiques des pays producteurs d'avions ont partiellement compensé les réticences des institutions financières. Le nombre de transactions leasing demeure limité.

Les loueurs connus comme ILFC (www.ilfc.com) d'origine américaine ou les partenaires classiques des investisseurs comme la Royal Bank of Scotland ou la Banque Nationale de Paris restent visibles. Or, des concurrents d'origine chinoise comme BOC Aviation (www.bocaviation.com) ou Genertec (www.genertec.com.cn) les rejoignent. En parallèle, une nouvelle catégorie d'intermédiaires financiers du Moyen Orient apparaît. Leurs produits s'appuient sur les principes de l'Islam (Sharia compliance), donc d'une vision autre que celle de l'Occident. Des exemples sont la banque Al Hilal (www.alhilalbank.ae) ou Noor Islamic Bank (www.noorbank.com). L'influence croissante du reste du monde s'aperçoit en finance également.

Une conclusion banale

Le transport aérien est resté un pilier du monde en dépit de la crise. Un nouvel événement l'affirme. Depuis quelque temps, un volcan islandais, l'Eyjafjallajökull, s'active... et l'économie mondiale paie le prix du blocage du ciel européen.



Titulaire d'un doctorat en sciences économiques et sociales de l'Université de Genève, dédié à l'étude du programme aérospatial Airbus, Daniel S. Martel, qui est porteur également de plusieurs autres titres académiques, est un spécialiste des questions liées à l'industrie de l'aéronautique. A ce titre il est souvent appelé comme conférencier et animateur de séminaires axés sur des sujets aérospatiaux et technologiques. Daniel S. Martel est également membre de l'Association suisse des journalistes spécialisés (voir aussi PdM nos 38 et 33).

LE POINT DE VUE DE L'EXPERT

Comment le seul acteur de leasing d'aéronefs basé à Genève voit-il la situation?

Charles Veterian, Vice Président Leasing & Financement de Novus Aviation, présenté dans Point de mire 38 - Automne 2009, confirme le retour aux cieux plus cléments: «Après une année marquée par un ralentissement économique global et une secousse du secteur aéronautique, dû aussi au coût plus élevé du crédit, les compagnies aériennes renouent avec la croissance avec une augmentation marquée du trafic aérien, de passagers et de cargo. Dans ce contexte à nouveau encourageant nous avons été sollicités par des compagnies aériennes de premier ordre en Europe, Asie-Pacifique et Moyen Orient. Plusieurs transactions sont en cours. Novus Aviation table sur une croissance considérable de son chiffre d'affaires dans les douze à 18 mois à venir.»

Vous voulez devenir propriétaire en Suisse ou en France ?



- Des taux fixes garantis de 2 à 15 ans
- Une offre fixe et variable taillée à vos mesures
- Une réponse rapide et adaptée

Société Générale Private Banking (Suisse) SA

 **SOCIETE GENERALE**
Personal Banking

Renseignez-vous au 022 319 21 50
e-mail : info@sgpersonalbanking.ch
www.sgpersonalbanking.ch
Boulevard Georges Favon 8,
1204 Genève

INVESTIR DANS DES «VALEURS RÉELLES»

La situation macroéconomique qui n'a cessé d'empirer depuis l'été 2007 a poussé les investisseurs à s'orienter massivement vers des placements monétaires et des emprunts d'Etat. Dans ce contexte de surabondance de liquidités, de taux d'intérêt très bas et d'instabilité des systèmes monétaires, le risque d'inflation est de plus en plus grand. S'il venait à se réaliser, le danger serait alors une forte perte de valeur de l'argent.

Notre Maison, constamment à la recherche de solutions originales pour satisfaire les besoins de sa clientèle, a spécialement créé un «portefeuille de valeurs réelles». Ce dernier est composé d'actions d'entreprises peu endettées et générant

des cash-flows stables, de métaux précieux ainsi que d'un panier de devises de pays au bilan sain et bénéficiant d'une grande richesse en matières premières. Ces placements peuvent être réalisés dans le cadre d'un portefeuille auprès de Wegelin & Co. en complément, par exemple, d'un portefeuille existant auprès d'une autre banque.

Les conseillers clientèle de Wegelin & Co. vous informent volontiers de cette solution de placement et se tiennent à votre disposition pour vous rencontrer.

Wegelin & Co. Lausanne: 021 213 25 25

Wegelin & Co. Genève: 022 307 21 21



WEGELIN & Co.

BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1741

ST-GALL BÂLE BERNE COIRE GENÈVE LAUSANNE
LOCARNO LUGANO SCHAFFHOUSE ZURICH