

Onze questions pour 2011

La remise des compteurs à zéro peine effectuée, il convient de s'interroger sur les perspectives pour l'année à venir. Des perspectives difficiles à dessiner au regard d'un environnement appelé à maintes modifications. La mise en place de politiques d'austérité en Europe aura naturellement des incidences à deux niveaux : sur le plan macroéconomique naturellement et sur la fiscalité des personnes physiques.

Il est certes coutume de dire que chaque année qui s'annonce se caractérise par un manque de visibilité. Mais reconnaissons tout de même que l'ensemble des difficultés rencontrées l'an passé ne figurait dans aucun tableau de bord. Très clairement, le risque semble avoir changé de camp. Du même coup, les solutions plébiscitées par les épargnants (fonds en euros, actifs immobiliers...) ne constitueront plus forcément les stratégies les plus sûres. Le point complet en trois volets : finance, patrimoine, immobilier.

1 | Faut-il investir sur les actions européennes ?

Les données macroéconomiques en Europe freinent de toute évidence le retour des investisseurs sur les actions européennes, l'essentiel des flux à l'échelle mondiale se dirigeant vers les pays émergents. Les gérants d'actifs sont pour leur part convaincus que les marchés de la « vieille Europe » conservent de l'intérêt.

Même si l'exercice n'a rien d'évident, certains s'y risquent tout de même. A la sempiternelle question « que feront les marchés ? », cette année, nombreux sont ceux à parier sur une hausse raisonnable. Pour Christophe Donay par exemple, responsable de l'allocation d'actifs et de l'analyse macroéconomique au sein de la banque Pictet, « le potentiel de hausse des marchés d'actions en 2011 est plus ou moins équivalent à la croissance des bénéficiaires, soit environ 12 % ».

C'est sans doute l'un des éléments les plus complexes à comprendre pour les épargnants. Dans un environnement économique européen maussade – les économistes tablent sur une baisse de la croissance dans l'ensemble de la zone – comment les cours des actions peuvent-ils progresser ? Les entreprises cotées affichent pour une grande majorité d'entre elles une bonne santé. La croissance bénéficiaire devrait

ainsi ressortir à deux chiffres, les sociétés bénéficiant d'une part du travail de réduction de coûts colossal effectué dès septembre 2008 et d'autre part d'une croissance économique qui, à l'échelle mondiale, demeure soutenue. Ce ne sont pas les seuls ingrédients à jouer en faveur des actions européennes. Il faut également compter sur un contexte riche en liquidités. Selon des statistiques établies par Merrill Lynch en novembre dernier, leur ratio d'endettement sur fonds propres se situe autour de 50 % et devrait toucher son plus bas depuis vingt ans durant les prochains trimestres. Autant dire que les opérations boursières devraient se multiplier de même que l'on devrait assister à une politique géné-

Un potentiel de hausse estimé à 12 %

reuse en matière de dividendes. Autant d'éléments qui militent pour les actions d'autant que les valorisations demeurent particulièrement attrayantes. Notons enfin que sur la vieille Europe, les actions se négocient sur des ratios inférieurs à ceux constatés aux Etats-Unis ou en Asie.

En outre, l'Europe recèle encore quelques disparités. On pourra ainsi s'intéresser aux marchés scandinaves sur lesquels sont cotées des entreprises saluées pour leurs qualités (management, recherche et développement, parts de marché à l'international...).

2 | Faut-il investir sur les émergents ?

Dans ce monde à deux vitesses dans lequel nous vivons, les pays émergents mènent allègrement la course. Pour autant, cet ensemble hétérogène – 65 marchés financiers – ne constitue pas un eldorado à explorer les yeux fermés. Les tensions en Chine, tant sur le plan de l'inflation salariale et immobilière, que celle pesant sur

la nécessaire appréciation de sa monnaie, illustrent à elles seules les difficultés à concevoir les marchés émergents comme une zone de performances garanties. Certes, les fondamentaux y sont solides : situation budgétaire à faire pâlir les démocraties occidentales, émergence d'une classe moyenne conséquente et avide de consommation, flux de capitaux suffisam-

ment élevés pour soutenir des cours de bourse parfois jugés survalorisés... Un avis que ne partage pas Allan Conway, responsable des actions émergentes chez Schroders pour qui, « les marchés émergents affichent toujours une modeste décote par rapport aux marchés développés mais eu égard à la meilleure tenue de leurs économies et à leurs perspectives de bénéfices plus favorables à long terme, il n'est pas déraisonnable de les voir assorties d'une prime ». Il est certain que les marchés émergents de 2011 n'ont plus rien en commun avec ce qu'ils étaient en 1997, date de leur dernière grande crise. Longtemps tournés vers les pôles de consommation occidentaux, ils réalisent aujourd'hui une part croissante de leurs activités entre eux. C'est ainsi que la Chine exporte à présent davantage vers d'autres pays émergents que vers le G7, de la

Les émergents sont prépondérants dans la création de richesse

même manière que le Brésil exporte plus vers la Chine qu'à destination des Etats-Unis ! Investir sur les pays émergents aura donc du sens. Deux stratégies sont alors envisageables : miser sur un fonds capable de capter cette formidable dynamique en sélectionnant les valeurs à fort potentiel et accorder une part significative de son investissement sur les obligations de ces pays. En dépit de situations budgétaires saines, la prime demeure conséquente. De plus, l'investisseur peut s'attendre à plusieurs sources de performances : la maturité des obligations, l'effet devises et les flux conséquents. A ne pas négliger dans le cadre d'une réelle diversification. Car, si les émergents pèsent peu dans les indices, ils sont aujourd'hui prépondérants dans le processus de création de richesse (environ 70 % de la croissance économique mondiale).



Pour profiter du dynamisme des marchés émergents, l'investisseur peut également opter pour des fonds obligataires

3 | Faut-il délaissier les obligations souveraines ?

Grèce, Irlande, Espagne, Portugal, Belgique... Nul doute, l'œil du cyclone en matière de taux se situe depuis plus de six mois en Europe. Faut-il dès lors renoncer à accorder une partie de ses actifs aux obligations d'Etats ? Probable...

« Au regard du contexte actuel, explique Marc-Ali Ben Abdallah, stratéliste chez Amundi, le maintien d'une sous-exposition aux emprunts d'Etats est un acte salutaire ». Sans surprise, les obligations souveraines n'offrent que peu de perspectives. D'autant, comme le remarquent certains observateurs, que la situation des déficits budgétaires chroniques ne se limite pas à la seule Europe.



La crise en Europe incite à éviter les obligations souveraines

Aussi, nombreux sont ceux à partir du principe qu'en 2011, l'essentiel des attentions se concentrera sur la situation... américaine. Autant dire que peu de miracles sont à attendre du côté des taux. Il est quasi certain, pour les experts interrogés, que pas plus la Réserve fédérale américaine que la Banque centrale américaine ne procédera à une augmentation des taux directeurs. Sauf en cas de poussées inflationnistes prononcées. Mais alors, dans pareille configuration, les actions représenteront la meilleure parade. CQFD.

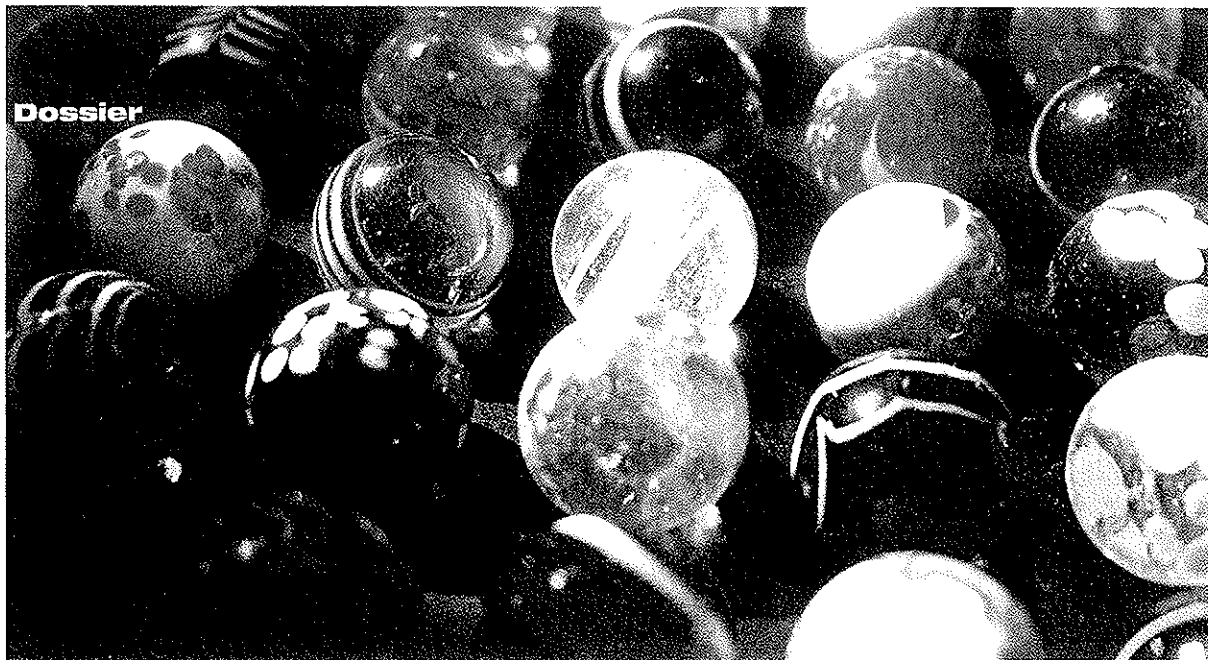
1 | Marchés financiers

les prévisions de Groupama AM

	déc. 2010	déc. 2011
Emprunts d'Etats 10 ans		
Zone euro (OAT)	3,30 %	3,80 %
Etats-Unis	3,00 %	3,00 %
Grande-Bretagne	3,40 %	3,40 %
Japon	1,18 %	1,40 %
Marchés actions		
CAC 40	3 870	4 100
Eurostoxx 600	276	295
S&P 500 (EU)	1240	1 350
Topix (Jap.)	881	930



s obligat



Principalement investis en obligations souveraines, les fonds en euros ne sont mécaniquement plus à même d'offrir des rendements intéressants

4 | La baisse des fonds en euros sera-t-elle conséquente ?

Assiste-t-on à la fin de l'âge d'or des fonds en euros ? C'est une question que peuvent légitimement se poser les épargnants toujours plus nombreux à plébisciter ce type de contrat dont les rendements sont pourtant en nette perte de vitesse. Peut-être l'occasion de repenser son allocation d'actifs...

A la fin du mois d'octobre, la collecte de l'assurance vie enregistrait une progression de 5 % par rapport à l'année dernière sur la même période avec des investissements davantage portés sur le marché obligataire que sur les actions.

Avec 87 % de la collecte soit 106,3 milliards d'euros, les supports sécuritaires en euros se taillent la part du lion. Les unités de compte ont, quant à elles, capté 13 % de la collecte pour un montant de 16,1 milliards d'euros.

L'assurance vie conserve donc la faveur des épargnants avec une préférence toujours affichée, et de plus en plus, pour le fonds en euros. Toutefois, l'évolution des taux de ces fonds dans les années à venir, semble inéluctablement orientée à la baisse en raison notamment, comme le souligne Ingrid Pernelle, responsable des investissements chez Skandia, « d'adossements réalisés sur des niveaux de taux relativement bas ces dernières années qui devraient conduire à un épuisement des réserves de participation aux bénéfices des fonds ». Le rendement de cet actif devrait ainsi être amené à connaître un repli continu, les profes-

87 % de la collecte
en dépit de rendements
en baisse

sionnels s'accordant sur une baisse de l'ordre de 30 à 40 points avec un taux pivot de 3,50 %, même s'il faut s'attendre, comme chaque année, à une dispersion du rendement selon les différentes gammes de contrat. Et selon Cyril Lureau, directeur général délégué d'Avenir Finance, « l'impact de cette baisse devrait se ressentir essentiellement à partir de 2012 car pour cette année encore les obligations d'Etats françaises et allemandes ont enregistré des performances correctes et les modifications de portefeuilles liés à Solvency n'ont pas encore d'impact ». Un autre élément de nature à influencer sur ce mouvement

baissier tient aux futures contraintes européennes de solvabilité qui devraient freiner les investissements futurs. En effet, la question de la rentabilité de cet actif se pose également au regard des nouvelles contraintes réglementaires imposées aux assureurs, de nature à entraîner des disparités d'une compagnie à l'autre (cf interview p.46).

* Selon les statistiques publiées par la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) et le Groupement des entreprises mutualistes d'assurances (Gema)

5 | Faut-il opter pour des fonds flexibles ?

Dans un contexte marqué par la baisse des taux, les solutions d'investissement en produits structurés à capital garanti peuvent toutefois être privilégiés par les investisseurs privés pour un retour en douceur vers les placements boursiers.

Dans le cadre de marchés volatils, la gestion flexible permet en effet une maîtrise du risque de la volatilité et peut ainsi apparaître comme un compromis séduisant car, comme le note Ingrid Pernelle, « les contraintes sont moindres en termes de classes d'actifs et d'exposition actions, ce qui laisse au gérant une plus grande liberté quant à la gestion permettant d'offrir une performance régulière dans la durée. La possibilité qui est donnée aux fonds d'utiliser des dérivés pour couvrir le bêta du portefeuille et qui permet d'obtenir, quelle que soit la configuration du marché, une performance régulière décorrélée de la tendance des marchés peut ainsi être considérée comme un complément pour accompagner le client vers les unités de compte. Le choix du fonds sera alors fonction des objectifs de performance, performance absolue annuelle ou sur un horizon court terme, ainsi que du degré de risque ».

La diffusion par les assureurs de formules conjuguant sécurité et performance peut dès lors apparaître comme une diversification autre que le fonds en euros avec notamment la formule des répartitions automatiques fonds en euros et fonds en actions, à l'image de Skandia, où les clients sont investis de manière significative en unités de compte (à hauteur de 55 %, moyenne mensuelle d'exposition en unités de compte depuis la création de la compagnie en 2002). Les souscripteurs ont la possibilité d'encadrer la performance et de piloter la part maximale tolérée dans le temps des unités de compte en utilisant des options d'arbitrage. Elles permettent notamment d'arrêter les moins-values relatives à des seuils

prédéfinis, qu'il s'agisse de l'option stop loss avec la règle de moins-value relative gérée au quotidien, mais aussi l'option qui permet non seulement d'arrêter les moins-values relatives à un seuil défini en accord avec le client, et qui permet de réinvestir sur les marchés financiers de manière automatisée lorsque les indicateurs montrent une opportunité de retour, en optant pour l'arrêt des moins-values avec retour automatique sur les marchés.

Une formule qui permet de se tourner vers des actifs plus risqués sans courir de risque majeur grâce à la mise en place d'un seuil d'arrêt des moins-values modulable en fonction du profil de risque du client.

Les contrats d'assurance vie diversifiés peuvent également permettre de doper sur le long terme le fonds en euros avec la garantie pour l'assuré à l'issue d'une durée préalablement définie de retrouver ses investissements.

Autre piste, les contrats à annuités variables dans lesquels une partie de l'épargne est investie sur des fonds actions, le risque de perte étant ici largement minimisé car l'assureur s'engage à verser à un âge donné un minimum garanti.

Depuis le 15 octobre 2010 l'AMF et l'ACF se sont commissionnées sur les risques de commercialisation des produits structurés. Il semblerait que cette position ait pour effet d'orienter l'offre de produits structurés vers des structures beaucoup plus sécurisées conduisant à un renforcement de l'offre vers ces produits offrant une protection renforcée



Ingrid Pernelle
Skandia

6 | Les épargnants envisagent-ils un retour sur les actions ?

En pratique, si la crise est derrière nous, les épargnants hésitent grandement à revenir vers les marchés actions, et ce, malgré la baisse inéluctable du rendement des fonds en euros.

Comme le souligne Michel Brillat, directeur du département UFF Ingénierie Patrimoniale, « selon le

dernier observatoire UFF-IFOP de la clientèle patrimoniale, les patrimoniaux montrent un même niveau de frilosité que l'an passé et acceptent, en moyenne, de prendre un peu plus de 20 % de produits risqués en portefeuille, une proportion constante et qu'ils ne sont pas prêts à augmenter. Leur appréhension du risque des différents produits de placement est très



Michel Brillat
UFF

proche de celle observée l'an passé à l'exception des Sicav monétaires, perçues plus risquées, peut-être en raison de la récente crise de devise : tous les produits d'investissements (même les assurances en euros) paraissent porteurs de risque ; parmi les produits perçus comme les moins risqués figurent les obligations d'Etats, loin devant les obligations d'entreprises (risque de 3,8 versus 5,5/10). La crise

grecque ne semble ainsi pas avoir eu d'impact ou, au contraire, a rassuré quant à la mobilisation en faveur d'un pays. L'or, malgré son très haut cours, garde son statut de valeur refuge ».

Selon l'étude, les principaux critères de choix lors d'un investissement restent la disponibilité des fonds, le niveau de rendement et la régularité de performance, ce qui traduit un certain paradoxe au regard des produits plébiscités : assurance vie en euros et immobilier, tous deux impliquant un engagement de long terme.

En très nette progression (+ 12 pts), l'attente de simplicité des produits proposés, une façon de se rassurer face à la complexité des produits et aux inquiétudes vis-à-vis des banques.

7 | Faut-il alléger le fonds en euros ?

Dans le contexte actuel, quels conseils donneriez-vous à un investisseur privé désireux de s'orienter vers un fonds en euros ?

Cyril Lureau : Le capital garanti est le moteur essentiel des fonds en euros, or dans l'hypothèse d'un retour de l'inflation, qui implique une dépréciation de la monnaie fiduciaire, il convient de raisonner non pas en capital garanti mais en termes de pouvoir d'achat garanti. La stratégie va dès lors consister à réduire la part de ses actifs papier au profit d'actifs réels.

C'est la première décision à prendre, la situation patrimoniale globale devant être modifiée en fonction de ces paramètres macroéconomiques. Aujourd'hui quand on examine le patrimoine des ménages, la part d'immobilier est largement prépondérante, la monnaie fiduciaire (fonds en euros, livrets, etc.) représente près de 75 % de la part mobilière et, résultat de 10 années de marchés baissiers, la part des actions et des matières premières est extrêmement faible.

Et dans un contexte où la monnaie fiduciaire devrait être amenée à se déprécier, il convient de privilégier d'une part les actifs réels tels que les actions, les terres puis l'immobilier, de s'exposer d'autre part aux poches de croissance au travers notamment des économies émergentes via l'achat d'actions, les grandes valeurs européennes notamment, peu chères et dont une partie importante des bénéfices provient des marchés émergents ou de devises émergentes. Enfin, dans un monde où les chocs peuvent être particulièrement brutaux, il faut s'attacher à utiliser une gestion « moderne » offrant une capacité de diversification, de réactivité, ce que ne repré-

sente absolument pas un fonds en euros, inadapté, selon moi, au prochain cycle économique.

Pourquoi considérez-vous le fonds en euros inadapté ?

C.L. : Dans le cadre de Solvency I, l'assureur devait détenir 4 % de fonds propres en contrepartie de l'actif général et ceci indépendamment de la nature de l'actif. Avec la nouvelle réglementation contenue dans Solvency II, la nature et le montant des fonds propres immobilisés de l'assureur vont dépendre de la nature de l'actif réellement détenu dans son portefeuille de placements.

Selon les actuaires, le portefeuille tel qu'il existe aujourd'hui dans les compagnies passe d'un coût de 4 % en fonds propres à un coût de 7 % à 10 % selon les cas, ce qui signifie que le besoin en fonds propres peut être multiplié par plus de 2, entraînant inévitablement des disparités d'une compagnie à l'autre avec un portefeuille largement exposé à ce qui a le mieux marché depuis 30 ans, les obligations d'Etats. Concrètement, la nouvelle réglementation oblige les assureurs à augmenter significativement (jusqu'à doubler pour certains) leur dose en obligations d'Etats au plus haut depuis 30 ans et, à l'inverse, à réduire les positions sur les autres actifs, plus rentables et surtout plus adaptés au prochain cycle économique.



Cyril Lureau
Avenir Finance

8 | Les niches fiscales sont-elles vraiment condamnées* ?

Certaines des dispositions contenues dans le projet de loi de finances pour 2011 impactent les PME françaises dans leur recherche de financement. Tour d'horizon.

Dans le cadre de l'examen de projet de budget pour 2011 et conformément à l'esprit d'économie budgétaire, le Sénat a proposé une réduction globale de 10 % (taux et plafond) sur le dispositif TEPA ISF, en portant à 67,5 % le taux de la réduction ISF au titre des investissements directs ou au travers de holdings, dans la limite de 45 000 € (contre 75 %, dans la limite de 50 000 € aujourd'hui).

Les plafonds de la loi Madelin (réduction d'IR égale à 5 000 € pour une personne seule, 10 000 € pour un couple) avec une possibilité de report sur 4 ans (plus l'année de l'investissement) restent inchangés.

S'agissant des investissements effectués par le biais de fonds, tels que les Fip et les FCPI, l'avantage a été minoré de 5 % soit 45 % du ratio de PME éligibles des fonds. Le plafond de réduction ISF passe de 20 000 à 18 000 €, ceux de la loi Madelin (3 000 € pour une personne seule, 6 000 € pour un couple, cumulable FCPI+Fip) demeurent.

Moraliser le dispositif

Une autre série de mesures s'inscrivent, elles, davantage dans une volonté de mettre fin aux éventuels abus*. « A l'image de la filière photovoltaïque, une industrie qui présente la spécificité d'offrir un capital garanti », illustre Stanislas Vailhen, avocat associé fiscaliste au sein du cabinet parisien Alérion, entraînant ainsi une spécialisation en masse



Stanislas Vailhen
Alérion

des sociétés dans ce type de structure. Afin de remettre à plat l'ensemble de la filière et de redéfinir les bases de cette industrie, victime de son succès, le gouvernement a décidé de mettre en place un moratoire de trois mois des nouveaux agréments et a fait le choix de revenir sur les avantages fiscaux précédemment accordés : ces sociétés ne sont plus, depuis le 29 septembre 2010 (date de présentation du projet de loi de finances

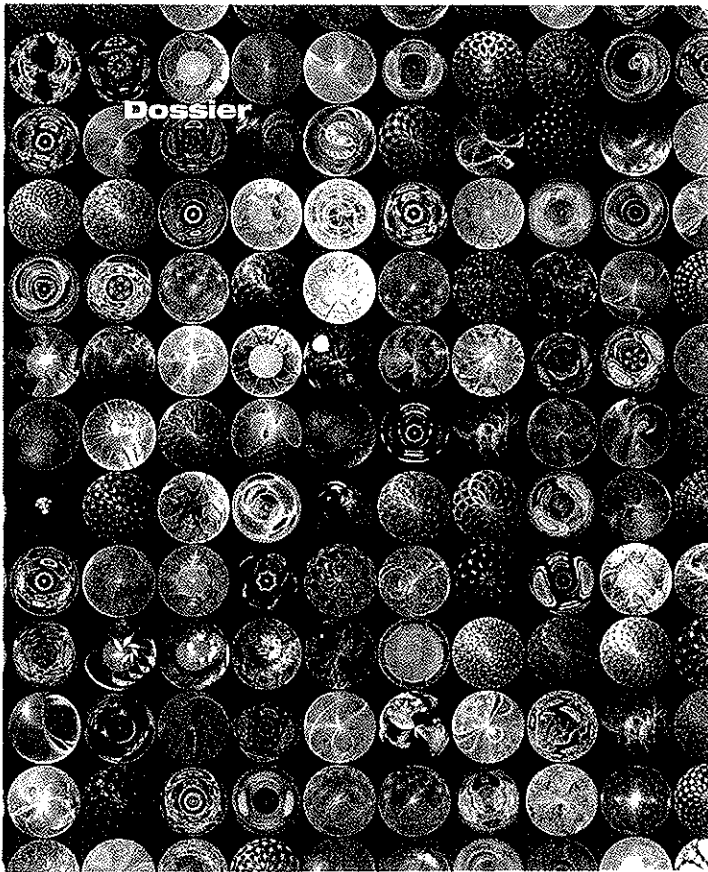
en Conseil des ministres), éligibles aux réductions ISF et IR.

Dans le cadre de la limitation des abus, un certain nombre d'activités sont, en raison de leur caractère peu risqué, exclues du bénéfice de la réduction fiscale notamment « (les sociétés) dont les actifs sont constitués de façon prépondérante de métaux précieux, d'œuvres d'art, d'objets de collections, d'antiquités, de chevaux de courses ou de concours ou si l'objet même de son activité consiste en leur consommation ou leur vente au détail de vins ou d'alcool ».

Une réduction globale de 10 %

« Dans le même sens, on s'attache à ce que la contrepartie des sommes investies dans une société soit uniquement liée à la qualité d'actionnaire, excluant ainsi du dispositif tout avantage en nature (tarif préférentiel ou accès prioritaire au bien produit par exemple) », note Stanislas Vailhen. Une autre mesure consiste à considérer que les PME ne sont plus à même d'offrir une souscription à leur capital dominant droit à une réduction, IR ou ISF, lorsqu'un remboursement de l'apport dans une période fixée par le Parlement à 12 mois avant la souscription, porté à 24 mois pour le Sénat dans le cadre de la réduction ISF, avait eu lieu. La réforme générale du dispositif s'inscrit, elle, dans le sens d'une restriction accrue du bénéfice de la réduction fiscale. Ainsi, les montants maximum investis par PME ne doivent pas excéder un montant fixé par décret et qui ne peut dépasser le plafond autorisé par la Commission européenne (pérennisé à 2,5 millions d'euros par la Commission jusqu'à la fin 2013).

Une autre disposition tient à la mise en place de la règle d'emploi de deux salariés à la clôture du premier exercice. « Sous couvert d'une disposition prétendument « anti-abus », en exigeant que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés compte au moins deux salariés, cet amendement vide de sa substance une partie des dispositifs « Madelin » et « ISF PME », puisqu'en pratique il écarte du bénéfice de la réduction IR et ISF toute souscription au capital initial des sociétés cibles, qu'il s'agisse d'un investissement direct ou intermédié, qui par hy-



pothèse n'ont pas de salariés au moment de leur constitution. En outre, l'amendement adopté par la Commission des finances empêche les investissements dans des sociétés en phase d'amorçage, qui ont déjà beaucoup de difficulté à drainer des fonds, et qui très souvent n'ont pas de salariés les premiers mois, voire les premières années de leur existence », commente Stanislas Vailhen.

Les investissements via des holdings

Le Sénat a apporté une modification au projet de loi de finances pour 2011 en portant la période de carence, déjà votée par l'Assemblée Nationale, de 12 à 24 mois.

Une holding animatrice est éligible à la réduction d'ISF si elle a au moins 2 ans d'existence, contrôle une filiale depuis au moins 2 ans et emploie 2 salariés. Or, comme le remarque Stanislas Vailhen, « les aménagements proposés qui instituent un délai de carence, vident de sa substance une partie du dispositif de l'article 885-0 V bis du CGI, puisqu'ils écartent de la réduction fiscale toute souscription initiale au capital des holdings animatrices. Le bénéfice de la réduction ISF s'appliquera donc uniquement au souscription au capital d'une holding patrimoniale, qui est souvent une holding animatrice ».

* Sous réserve du vote définitif de la loi de finances 2011

** Le dispositif « ISF-PME » mis en œuvre par la loi Teper votée en 2007 bénéficie à l'heure actuelle à près de 81 000 foyers pour un coût de 768 millions et a permis, selon le ministère du Budget, de drainer 1 milliard d'euros vers les PME couvrant ainsi 10 % de leurs besoins en fonds propres.

Quel avenir pour l'ISF ?

La réforme de la fiscalité annoncée par le président de la République qui devrait aboutir à la création d'un nouvel impôt en vue de remplacer l'ISF n'est pas de nature à remettre en question le paiement de l'ISF le 15 juin prochain, et ce, en premier lieu pour des raisons d'ordre politique

« La réforme voulue par le président de la République promet d'intenses débats avant d'aboutir à un compromis politique acceptable par la majorité de nos élus. La première séquence de la réforme consistera à un vaste débat de fond sur la fiscalité du patrimoine, qui s'engagera au premier semestre 2011. La dimension symbolique et l'aspect passionnel du sujet rendent improbable un consensus rapide », fait valoir Alexis Dyèvre, le



Alexis Dyèvre
Audacla

directeur général d'Audacla, une société créée en 2007 par Charles Beigbeder et spécialisée dans le financement des entreprises en croissance.

Un deuxième argument, technique, tient en la mise en place d'« un système de substitution fiable, efficace et pédagogique dans sa présentation de l'impôt de remplacement, pour faciliter les techniques de recouvrement des recettes. Et, les délais - 6 mois à peine - nous paraissent extrêmement serrés pour aboutir avant le 15 juin 2011 à une suppression de l'ISF, au regard de l'énergie et du travail que nécessite une réforme en profondeur de notre système fiscal ».

Enfin, d'un point de vue pratique, alors que l'heure est à la diminution de la dépense (et que le budget pour 2011 est déjà voté par l'Assemblée Nationale), l'Etat peut difficilement se priver d'une recette de 3 milliards d'euros, la réforme se fera donc à recette égale.

Il convient donc de s'orienter vers une autre source de revenus pour l'Etat afin de compenser la perte liée à la suppression de l'ISF.

Et, selon Alexis Dyèvre, « la piste la plus sérieuse et la plus médiatisée serait de se tourner vers les revenus imposables des assujettis à l'IRPP, en créant une tranche supplémentaire pour les personnes ayant des revenus élevés ».

9 | Faut-il redouter une bulle de l'immobilier ?

Plus que jamais, les prix de l'immobilier sont influencés par de nombreuses variables et ne suivent pas forcément un schéma logique. Le marché brouille les pistes, rendant difficile toute prévision.

Chômage, emploi précaire, croissance molle, défiance en l'avenir... D'un point de vue macroéconomique, l'environnement n'est pas porteur pour le marché de l'immobilier. Et pourtant, l'année 2010 se solde par une recrudescence des transactions et une hausse des prix.

Le marché a donc pu profiter de deux phénomènes : le déclin des taux d'emprunt immobilier et la volatilité irritante des marchés financiers. De nombreux investisseurs ont en effet liquidé leurs positions pour échapper aux turbulences boursières afin d'arbitrer

en faveur de l'immobilier qui joue alors pleinement son rôle de valeur refuge. Mais la reprise du marché reste fragile. Bien évidemment, celui-ci est influencé par d'autres éléments structurels qui tirent les prix vers le haut : l'excédent démographique de la France d'une part et le déséquilibre permanent entre l'offre et la demande d'autre part. Mais il ne faut pas perdre de vue que les prix ne pourront pas grimper indéfiniment, surtout si les salaires ne suivent pas. Or c'est déjà le cas. Si bien que la location devient une obligation et non un choix pour de nombreux ménages.

Interview

Alexandre Mirlicourtois,
directeur des études économiques
au sein de Xerfi France

N'est-on pas à l'aube d'un éclatement de bulle immobilière, notamment sur Paris ?

Je ne le pense pas. Cela aurait été envisageable si le marché avait été animé par des investisseurs spéculatifs. Quant à la capitale, elle démontre une nouvelle fois toute la spécificité de son marché immobilier. Il est attisé par une demande étrangère et doit faire face à un manque cruel de constructions neuves. Si les prix se retournaient, je n'imagine pas les particuliers vendre massivement, comme pourraient le faire les marchands de biens à la recherche de plus-value, et ce d'autant plus qu'un certain nombre d'entre eux habitent leur bien. Et puis n'oublions pas que l'investissement immobilier doit s'inscrire dans une logique de long terme.

Comment vont évoluer les prix de l'immobilier ?

Je prévois pour 2011 une croissance nulle sur le plan national, car les prix ont atteint de tels niveaux qu'ils désolvent une bonne partie de la demande. Celle-ci ne pouvant s'exprimer, il y aura nécessairement un impact sur les prix. À Paris, il faut s'attendre à ce qu'il y ait toujours autant de tension

sur les prix, car le déficit de l'offre que l'on observe aujourd'hui ne pourra pas être comblé demain. À plus long terme, les prix vont retrouver le chemin de la croissance à un rythme lent voire inférieur à l'inflation, mais pas avant 2012.

Peut-on encore parler de cycle immobilier ?

Il est vrai que nous sommes dans une situation inhabituelle. D'ordinaire, les cycles immobiliers sont amples et longs. Nous avons commencé un cycle baissier en 2009, nous nous attendions donc à la poursuite du recul des prix en 2010. Mais cela n'a pas été le cas. Et dans les années à venir, il faudra s'attendre à une courbe plate. Il est donc difficile d'affirmer qu'il y a toujours un cycle immobilier mais peut-être est-il plus opportun de parler de plusieurs cycles immobiliers en raison des disparités significatives entre les territoires.



10 | Les SCPI peuvent-elles maintenir le cap ?

En faisant preuve d'une formidable solidité, les SCPI sont devenues la vache à lait de l'épargnant. Et elles ne comptent pas s'arrêter en si bon chemin.

A lors qu'on nous répète qu'en finance la performance est indissociable du risque, les SCPI constituent un produit défensif qui propose néanmoins une rentabilité attractive. Chercheraient-elles ainsi à défier les théories financières ? Elles semblent même imper turbables devant les effets de la crise. En 2009, les associés ont reçu en moyenne un rendement net de 6,05 %. Le bilan 2010, dont les résultats officiels sont prochainement attendus s'annonce tout aussi satisfaisant. Mais ceci n'est pas un effet d'aubaine conjoncturel. En jouant la carte de la mutualisation, les SCPI

ont montré leur faculté de résistance. La valorisation des parts devrait également en 2010 s'enrichir, que ce soit pour les SCPI à capital fixe avec l'appréciation des valeurs d'expertise ou à capital variable avec l'afflux d'acheteurs sur le marché secondaire. Attention toutefois, toutes les SCPI ne se valent pas. Il ne faut pas occulter que la crise a impacté le marché de l'immobilier résidentiel et commercial. Et pour ne pas altérer les performances futures, les sociétés doivent avoir dès à présent intégré les problématiques liées aux nouvelles normes environnementales.

Interview

Laurent Fléchet,
président du directoire de Citogor

Que prévoyez-vous en 2011 en termes de rendement et de performance ?

La SCPI est avant tout un produit de rendement et nous affichons ainsi une certaine sérénité quant à notre capacité de distribution future. Grâce aux analyses prospectives réalisées, nous avons en effet une bonne visibilité sur le rendement prévisionnel pour 2011 et les années suivantes.

Par ailleurs, il est incohérent d'analyser la valeur des parts dans une optique court-termiste. La SCPI est un produit d'épargne à long terme qui certes ne promet aucune garantie du capital investi, mais dont l'évolution de la valorisation ne peut s'apprécier que sur le long terme.

Quelles sont les SCPI qui vont tirer leur épingle du jeu ?

Même avec les nouvelles mesures fiscales annoncées, la SCPI Scellier continuera de répondre à une vraie demande. L'acquisition de parts de SCPI spécialisées en murs de commerce sera à mon sens un investissement pertinent.

Ces SCPI servent des revenus équivalents aux SCPI de bureaux, entre 5 % et 6 % mais les revenus sont historiquement plus sécurisés, le taux de vacance y est moins élevé et la valeur locative se déprécie moins vite.



J'ai enfin de très fortes convictions sur les SCPI qui réalisent des investissements transfrontaliers. Il y a de réelles opportunités à saisir en zone euro, notamment sur le commerce en Allemagne.

Est-ce que le boom de la collecte observé ces derniers mois ne va pas altérer la performance des SCPI ?

Les sociétés de gestion ont acquis une grande maturité et veillent à ce qu'il y ait une adéquation entre la collecte et les investissements. Elles freineront la collecte si elles s'aperçoivent que

son rythme est trop soutenu et qu'il risque de diluer la performance. Mais cette situation n'est vraiment pas à l'ordre du jour.

Il y a encore de belles opérations à réaliser. Et sans cette collecte, il nous serait impossible d'investir dans des biens de qualité.

11 | Faut-il anticiper une hausse des taux ?

Si les taux ont atteint leur plus bas niveau depuis 1945, ils devraient reprendre le chemin de la hausse en 2011. Le compte à rebours est donc lancé !

Ca y est, la baisse des taux amorcée depuis maintenant plus de 2 ans semble toucher à sa fin, même s'il y a encore quelques ajustements à la marge. Fin novembre, sur 15, 20 et 25 ans, les taux fixes se négociaient respectivement à 3,20 %, 3,40 % et 3,60 %. Un contexte historique profitable aux emprunteurs. Du coup, la production de crédits immobiliers s'est ainsi intensifiée au cours de 2010, de l'ordre de 25 %. Mais ces signes encourageants doivent être nuancés. Certains accusent cette chute des taux d'être responsable de la surchauffe des prix et de les maintenir

à des niveaux jugés irraisonnables. Par ailleurs, ce contexte n'a pas uniquement favorisé l'accession à la propriété, il a également induit une hausse des renégociations de crédits. Que nous réserve alors 2011 ? L'exercice d'anticipation est délicat, d'autant plus que d'une part, le niveau de l'OAT 10 ans, la référence des taux fixes, est conditionné par l'état de confiance des marchés vis-à-vis de la France sur son rétablissement des finances publiques, et que d'autre part, la BCE, autre acteur d'influence, doit éviter que les disparités économiques observées entre les pays de la zone euro s'accroissent.

Interview

Christian Camus,
directeur général
de Meilleurtaux.com

Il faut aujourd'hui 3,85 années de revenus pour acquérir un logement, contre 3,97 en mars 2007.

Que pensez-vous de ces observations ?

Ces chiffres font référence aux travaux menés par l'économiste Jacques Friggit qui compare le revenu disponible avec les prix de l'immobilier. Historiquement, il faut 2 années de revenus pour acheter sa résidence principale et chaque fois que ce seuil n'a pas été respecté, on constate un ajustement des prix. Depuis 10 ans, le nombre d'années nécessaires a doublé car les prix n'ont pas subi de correction. Il faut donc une vie d'épargne pour devenir propriétaire. Pour y parvenir, les particuliers profitent ainsi des taux d'intérêts bas et de l'allongement de la durée de prêt. En 40 ans, la maturité des prêts a également doublé.

Quelles sont vos perspectives pour 2011 en matière de taux d'emprunt immobilier ?

Je suis assez sceptique sur le retour immédiat de la croissance économique en Europe. L'inflation n'est d'ailleurs plus au centre des politiques de taux. Si bien que la BCE devrait opter pour un statu quo de sa politique ultra-expansionniste, au moins jusqu'au début de l'année. Par conséquent, les taux d'emprunt immobilier vont rester tels quels.

Ce n'est qu'au 4^e trimestre voire dès le 3^e trimestre qu'il faudra envisager une remontée des taux, mais dans des proportions maîtrisées, ce qui n'influencera pas significativement les prix immobiliers.

Y aura-t-il encore des opportunités à réaliser dans l'immobilier en 2011 ?

Bien sûr. L'environnement va rester propice pour acquérir un bien immobilier, que ce soit pour se loger ou investir. L'investissement immobilier est considéré comme une valeur refuge et représente pour les Français un bon moyen pour capitaliser en vue de sa retraite. Les particuliers pourront également profiter du Scellier ou du PTZ +, de puissants outils pour favoriser l'accession à la propriété.

