

# L'immobilier plus significatif que les indices

Des études montrent que l'effet de richesse potentiel a plus de chance d'être généré par le patrimoine immobilier direct que par la détention d'actifs risqués cotés.

Cette semaine sera riche en données immobilières en provenance des Etats-Unis. Aujourd'hui, sont publiés les chiffres de mise en chantier et ceux des ventes de logements anciens. Ces statistiques, ainsi que les indices boursiers, sont particulièrement suivis par le marché. Qui cherche à vérifier l'efficacité de la politique de la Fed, dont l'orientation ultra-accommodante est censée générer un effet de richesse. Or rien n'est plus controversé que cette théorie. L'effet de richesse ne s'appliquerait en fait qu'au patrimoine immobilier. Les résultats d'une recherche empirique publiée par le SECO en 2008 montrent que les variations de richesse immobilière

exercer des effets plus marqués sur la consommation que ne le font les fluctuations des prix des valeurs mobilières cotées.

Catte et al. (2004) calculent une élasticité de la consommation par rapport à la richesse de 0,03 à 0,07 (une unité supplémentaire patrimoniale entraîne 0,03 à 0,07 unité de consommation supplémentaire) dans le cas des Etats-Unis. Et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni. Les ordres de grandeurs sont nettement inférieurs (0,01 à 0,02) pour l'Europe continentale, voire insignifiants. «Même dans les cas délicats à identifier, le schéma se confirme que la fortune immobilière a plus d'im-

portance pour la consommation que les actifs financiers mobiles», souligne le SECO. Nombre de chercheurs (Poterba et Samwick) considèrent la corrélation entre titres financiers et consommation des ménages comme le reflet du rôle que jouent les indices boursiers en tant qu'indicateur avancé de l'économie réelle.

Tandis que d'autres, constatant le caractère ténu de la corrélation à court/moyen terme, mettent l'accent sur la lenteur de la transmission des effets de richesse. Une transmission qui peut prendre deux ans et non un ou deux trimestres. Dans le cas de la Suisse, il est intéressant de noter que le bilan patrimonial des mé-

nages affiche des niveaux supérieurs à ceux des Etats-Unis ou de la Grande-Bretagne. Pourtant, l'effet-riche n'y est pas plus marqué que pour le reste de l'Europe. Il est même parmi les plus faibles. La raison en est qu'environ 43% des créances consistent en des droits sur des compagnies d'assurance et des caisses de retraites, dont quatre cinquième est lié au deuxième pilier de la prévoyance-vieillesse. Les droits de participations sont beaucoup plus pertinents pour l'évaluation de l'effet de richesse. «En 2006, un tiers seulement des créances des ménages suisses figuraient dans cette catégorie. Ce qui place la Suisse au 11<sup>e</sup> rang des 16 pays comparés», observe le SECO. (LSM)

## IMMOBILIER: la Suisse toujours plus attrayante pour les investisseurs

Ernst & Young a publié hier une étude sur les anticipations d'investissement auprès des principaux acteurs du marché de l'investissement immobilier en Suisse. Le groupe d'audit prévoit une hausse du volume des transactions. Les acteurs du marché pensent que les investissements vont se focaliser sur l'immobilier d'habitation et sur l'immobilier éco-durable. Une majorité anticipe une hausse des prix, tant pour les emplacements de tout premier ordre (71%) que pour les emplacements de second ordre (53%). L'intérêt pour l'immobilier de bureau dépend de la localisation. A peine la moitié des sondés s'attend à une montée des prix (47%). Quant aux biens périphériques, environ 70% d'entre eux sont d'avis que leur prix va baisser. Une majorité des acteurs interrogés (64%) considère que la crise financière est désormais surmontée.

# Les fonds de fonds sous-pondérés

Les institutionnels prévoient de réduire leur exposition aux fonds de fonds et de diversifier leurs relations avec les équipes de gestion.

Selon le dernier Baromètre mondial du capital investissement de Coller Capital, le niveau d'exposition global des investisseurs en capital investissement (LPs) vis-à-vis des fonds de fonds devrait décroître au cours des 3 prochaines années. La moitié des investisseurs envisageant une telle réduction de leur exposition aux fonds de fonds invoque les coûts élevés, un tiers d'entre eux (36%) mentionne des rendements décevants.

Le nombre d'investisseurs refusant de s'engager sur de nouveaux fonds auprès de certains de leurs GPs actuels a également atteint un niveau record. Le taux de refus de réinvestissement des LPs européens a particulièrement augmenté (91% des LPs à l'heure ac-

tuelle, contre 63% il y a deux ans), tandis que la proportion de LPs de la région Asie Pacifique refusant de réinvestir a également progressé (de 52% il y a deux ans à 70% aujourd'hui).

Le recul de l'engagement des investisseurs vis-à-vis des fonds de fonds et l'accroissement du nombre de refus de réinvestissement ne signifient pas pour autant que les LPs sont moins entreprenants: 81% des LPs prévoient en effet de forger des relations avec de nouvelles équipes de gestion au cours des 2 ou 3 prochaines années. Revenant sur les conclusions du Baromètre, Jeremy Coller, CIO de Coller Capital, a déclaré: «La volonté des LPs de réduire leur exposition aux fonds de fonds il-

lustre deux dynamiques importantes qui animent le secteur: l'amélioration continue des compétences et de la confiance des investisseurs, qui permet de davantage de LPs de s'engager directement auprès de GPs qu'ils apprécient, et la plus grande exigence des investisseurs en capital investissement en tant que groupe. Il ne fait aucun doute que la demande en fonds de fonds se poursuivra dans le secteur du capital investissement, mais que les investisseurs se détourneront de plus en plus des équipes incapables d'afficher un solide track record et une forte valeur ajoutée.» De fait, la confiance exprimée à l'égard du capital investissement en tant que catégorie d'actifs de-

meure solide, un tiers des LPs envisageant une hausse de leur allocation l'an prochain (contre 16% des LPs prévoyant une réduction) et 60% des LPs prévoyant d'accroître le volume de leurs engagements vis-à-vis de nouveaux fonds en 2011. Dans de nombreux cas, la hausse en 2011 devrait néanmoins rester modeste (par rapport à 2010).

Les attentes des investisseurs concernant les transactions menées par leurs GPs en 2010 et 2011 sont particulièrement élevées (60% des LPs anticipent des rendements supérieurs ou égaux à 16%) et cet optimisme stimule leurs attentes concernant les rendements de cette catégorie d'actifs à moyen terme. Un tiers des LPs anticipe des rendements annuels nets supérieurs ou égaux à 16% au cours des 3 à 5 prochaines années (contre 29% des LPs l'an passé), soit un taux équivalent à celui relevé par le Baromètre durant l'hiver 2005-06.

Cependant, la moitié des LPs travaillant pour des fonds de pension publics ou privés estime que leurs établissements n'optimisent pas, à l'heure actuelle, les rendements issus de cette catégorie d'actifs et qu'ils pourraient améliorer les rendements de leurs portefeuilles de capital investissement en augmentant la taille de leur équipe d'investissement.

Selon les investisseurs, l'investissement en capital risque continuera d'être une activité difficile. De fait, un cinquième des LPs estime qu'aucune société d'investissement en capital risque ne produira de solides rendements de façon constante au cours de la prochaine décennie, et deux tiers d'entre eux pensent que de tels rendements ne seront affichés que par un nombre restreint de GPs spécialisés en capital risque à l'échelle mondiale. À peine 3% des investisseurs estiment que les investissements en capital risque eu-

ropéen produiront de solides rendements de façon constante au cours des 10 prochaines années. Par ailleurs, plus d'un tiers des LPs en Europe et dans la région Asie Pacifique pense que l'horizon d'investissement en capital risque s'assombrit progressivement (les LPs qui estiment que le contexte s'améliore représentant 15 et 21% respectivement). Ce n'est qu'en Amérique du Nord que les LPs affichant un optimisme vis-à-vis du climat d'investissement en capital risque sont majoritaires en nombre.

En Europe et dans la région Asie Pacifique, les sociétés en amorce manquent également de financement en capital risque. C'est ce que pensent 57% des LPs européens et 63% des LPs d'Asie Pacifique, contre seulement 37% des investisseurs nord-américains s'exprimant sur leur région.

Les questions environnementales, sociales et de gouvernance n'ont un impact significatif que sur les décisions d'investissement des LPs européens. Les deux tiers des LPs européens déclarent que ces facteurs sont importants, contre seulement un cinquième des LPs nord-américains et un quart des LPs d'Asie Pacifique. François Aguerre, Directeur d'investissement, a déclaré: «Après la parenthèse des deux dernières années, les LPs demeurent positifs sur le capital investissement et sur sa capacité à dégager de bonnes performances à moyen terme; ils réaffirment pour la plupart leur confiance dans cette classe d'actifs en augmentant leur allocation dans le capital investissement. Néanmoins, ils affirment également vouloir être encore plus sélectif sur le choix des GPs avec qui ils investissent. Enfin, l'intérêt marqué des LPs pour le segment du small et mid-market pourrait bénéficier aux équipes françaises de qualité présentes sur ce segment. ■

# L'autre philosophie des retraites

## GRANDE-BRETAGNE.

Les entreprises s'orientent vers des Defined Contributions plans. Elles y versent un pourcentage de la rémunération du salarié. Qui peut aussi abonder à son plan.

BÉRANGÈRE HASSENFORDER\*

Après consultation, le «UK Treasury» a annoncé le mois dernier des mesures concernant les pensions privées financées par les entreprises et les particuliers.

Parmi elles, on retrouve les Defined Benefit plans financés par les entreprises qui attribuent chaque année au salarié le droit à une fraction de son salaire final. Lors de la retraite, l'entreprise est tenue d'assurer le paiement des retraites. Les entreprises s'orientent maintenant vers des Defined Contributions plans. Elles y versent un pourcentage de la rémunération du salarié, qui peut aussi volontairement abonder à son plan. L'entreprise n'a aucune obligation de résultat. Les fonds sont alors investis selon un choix fait par le salarié. Indépendamment, les particuliers peuvent aussi préparer leur retraite via des Private Pension Plans.

Soulignons l'importance critique du choix et du suivi régulier des investissements qui condition-

### RÉDUCTION DE L'ANNUAL ALLOWANCE

Mr S.	Contribution à la retraite	Allowance non utilisée
10/11	£35 K	£15 K
09/10	£30 K	£20 K
08/09	£25 K	£25 K
Total		£60 K

Anthony & Co UK Ltd

nent le niveau de la retraite.

Ces plans présentent de nombreux avantages fiscaux tant au moment de la contribution pour l'entreprise et le salarié/particulier, que pendant la durée de l'épargne. Les contributions versées par un salarié dans son plan de pension ne subissent pas l'impôt sur le revenu. Celles versées par les entreprises ne sont pas soumises à la National Insurance. Pendant la constitution de l'épargne les revenus ou plus values générées ne sont pas fiscalisés.

En contrepartie l'accès à cette épargne retraite est encadré. Le particulier ne peut y accéder qu'à partir de 55 ans pour les Private Pension, et de 60 à 65 ans pour les plans offerts par les entreprises. Selon les plans encore, jusqu'à un quart de cette épargne est accessible lors de la retraite hors fiscalité, le reste peut être pris sous diverses modalités, mais fiscalisé à l'Income Tax.

Les contributions sont aussi plafonnées annuellement à £255,000 (annual allowance). Au-delà de ce montant une taxe additionnelle

de 40% s'applique. A partir d'Avril 2011, l'annual allowance sera réduite à £50,000, il sera toutefois possible de disposer des annual allowances non utilisées des 3 années antérieures, y compris pour 2008/09, 2009/10 et 2010/11 (voir tableau).

Mr. S. a ainsi la possibilité de contribuer jusqu'à £110K en 11/12 à ses plans de retraite. Il choisit de contribuer pour £60K, £10K d'allowance non utilisées provenant de 08/09 seront perdues l'année suivante. Il conserve £35K non utilisées lui permettant de contribuer jusqu'à £85K en 12/13.

L'année du décès ou en cas de maladie grave les contributions ne sont pas plafonnées, par contre elles le seront maintenant l'année de perception de la retraite.

En contrepartie de la forte réduction de l'annual allowance, la non imposition des versements sera de nouveau accordée au taux marginal du particulier, y compris pour les revenus imposables à 50%. Les limites, mises en place depuis 18 mois pour les hauts revenus, restreignant par un mécanisme

complexe leurs contributions dans des plans de retraite à £20K ou £30K ne seront plus applicables. Ces modifications devraient permettre une meilleure lisibilité de la loi pour les hauts revenus.

Concernant les Defined Benefit plans, le niveau à partir duquel la taxe additionnelle de 40% deviendra applicable se trouve significativement réduit du fait de la réduction de l'annual allowance et d'un changement de calcul des droits à la retraite.

Toute augmentation du droit à une fraction du salaire final supérieure à £3,125 sera alors en dehors de l'annual allowance.

Le plafond de la valeur totale des différentes épargnes retraite au moment de la sortie du plan ou Lifetime Allowance est également modifiée et passera de £1.8m à £1.5m en avril 2012. Au-delà de cette limite tout paiement est soumis à un impôt à 55%, ou à 25% si versé sous forme de rente taxable à l'Income Tax.

Le gouvernement consultera afin d'établir un mode de sauvegarde pour les personnes dont les différentes épargnes retraite ont déjà dépassé £1.5m. Toutes ces mesures devraient être confirmées prochainement. Pour conclure, toutes ces informations sont générales et parcellaires. Chaque cas étant unique, nous recommandons fortement de consulter avant toute décision.

\*Anthony & Co UK Ltd

### NOUVEAUX PRODUITS

#### JULIUS BÄR: fonds actions Europe absolute return

Swiss & Global Asset Management a annoncé hier le lancement d'un nouveau fonds actions venant renforcer les produits obligataires dans la stratégie absolute return. Le fonds, Julius Baer Absolute Return Europe Equity Fund, se caractérise par une stratégie alpha neutre par rapport aux marchés et aux secteurs. «Dans le cadre de cette stratégie, un portefeuille de 50 à 80 positions longues et courtes en actions est constitué. Chaque action paraissant attrayante (position longue) est associée à une action moins attrayante (position courte) du même secteur (méthode du «pair trading»», explique Swiss & Global Asset Management dans un communiqué.