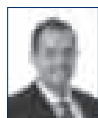


ARIANE

Le Fil d'information trimestriel de la Gestion Privée de Tocqueville Finance

Juillet 2010

Certaines personnalités ont reproché au nouveau ministre du Budget l'utilisation de l'adjectif « tendue » pour qualifier la situation dans lesquelles se trouvent les finances publiques de la France et, par voie de conséquence, le risque de dégradation du « AAA » de l'État français et donc de ses conditions de refinancement auprès des marchés.



« Vous avez dit tendue ? »

Le ministre a ensuite très justement précisé qu'il s'agissait d'une tension positive vers l'objectif central d'amélioration des finances publiques.

D'ailleurs, les premières décisions du nouveau ministre, en dépit d'une situation budgétaire difficile, ont été bonnes. Tout

comme le plan de 100 Mds d'euros de réduction du déficit - dont 45 milliards de réductions des dépenses publiques - annoncé par le Premier Ministre : un équilibre subtil entre réduction des dépenses et soutien de la croissance. La voie pour y parvenir est étroite et pour que le tir soit réussi, il faut que la trajectoire soit parfaitement tendue !

Si ce scénario central est bien le seul que nous devons soutenir, il est vrai que d'autres scénarii existent et ce n'est pas être médisant que de les envisager, ne serait-ce que pour s'en protéger. N'ayons d'ailleurs pas peur de dire la vérité à une population qui n'est pas aussi aveugle que l'on veut bien le laisser croire.

Les remarques à l'égard de François Baroin ont été faites au nom, bien sûr, de cette règle étrange qui veut que, même lorsqu'il y a le feu à la maison, il est préférable de ne pas appeler les pompiers de manière à éviter de donner l'alerte à une population qui pourrait s'en inquiéter. Il ne serait d'ailleurs pas négatif de parler de rigueur à une opinion publique qui est prête à l'entendre et qui sait que la situation est délicate ; à cet égard, la crise grecque a joué un rôle de révélateur. Cet effort de transparence dans le discours est un élément majeur pour ramener la confiance dans notre pays. Confiance, qui est une des clés d'apaisement des marchés financiers et la condition première d'une reprise des investissements des investisseurs institutionnels et particuliers dans le secteur privé.

Dans ce contexte incertain et volatil, nous pensons que les marchés actions ont sur-réagi au risque souverain et que cela se traduit, sans doute, par une réelle opportunité d'investissement à long terme : aux États-Unis et dans les pays émergents, pour profiter de la reprise de la croissance et en Europe, pour bénéficier de la baisse de l'euro, véritable ballon d'oxygène pour nos sociétés exportatrices.

Un indice supplémentaire de la sous-évaluation des marchés actions est à trouver dans la multiplication, partout dans le monde, des opérations de fusion-acquisitions. Sur le marché obligataire, les obligations privées sont encore attrayantes et notamment, le compartiment « high yield ». Les taux de rendement des emprunts d'État sont historiquement à leur plus bas niveau. Pour finir, nous continuons de penser que l'or va conserver son rôle d'assurance contre le risque de défaut d'un État, contre la volatilité actuelle du marché des changes et pour se protéger de l'inflation des années à venir.

Notre gamme de fonds et notre philosophie de gestion trouvent dans ce contexte toute leur pertinence. Au 23 juin, date à laquelle est rédigé cet éditorial, tous nos fonds affichent des performances positives : Tocqueville Gold : +31.75%, Ulysse : +14.97%, Tocqueville Value Amérique : +15.10%, Odyssée : +10.13% et Tocqueville Value Europe : +4.29%*.

Je vous souhaite une bonne lecture.

François Durey

Directeur de la Gestion Privée

Actualité

Tocqueville Finance renouvelle pour un an son accord avec BFM Radio.

Tous les matins, à partir de 10 h dans l'émission Intégrale Bourse, retrouvez vos gérants privés et gérants de fonds qui s'expriment sur une valeur du moment.

Quelques rappels sur le dollar

L'évolution du dollar, singulièrement vis-à-vis de l'euro, est régulièrement appelée à la rescousse pour expliquer, sous couvert d'un « machiavélisme » américain supposé, les fluctuations économiques ou boursières.

● Lire page 2

Réforme des retraites : l'évolution de la fiscalité impose-t-elle de nouveaux choix aux investisseurs ?

Comme le révèle le récent projet gouvernemental, le financement de la réforme des retraites s'appuiera, entre autres, sur l'augmentation des recettes fiscales.

● Lire page 3

Interview : Joël Séché

Président de Séché Environnement

● Lire page 4

Contact :

Stéphane de Bühren
stb@tocquevillefinance.fr
Tél.: 01 53 77 20 30



économie

par Jean-François Dulcire
Responsable de la stratégie

Quelques rappels sur le dollar

L'évolution du dollar est régulièrement appelée à la rescousse pour expliquer, sous couvert d'un « machiavélisme » américain supposé, les fluctuations économiques ou boursières. Aussi l'article ci-dessous ne prétend-il pas résumer toute l'histoire du dollar, ni dire « où il va ». L'objectif est de rappeler quelques idées « de base », notamment sur :

- l'histoire du dollar, qui est plutôt celle d'un renoncement sous les pressions extérieures ;
- l'importance réelle des conséquences des fluctuations du dollar pour les Européens ;
- l'inégalité des Européens devant la remontée du dollar.

Principale monnaie de réserve, devise la plus utilisée dans le commerce international, principale monnaie traitée sur le marché des changes, l'évolution du dollar résulte à la fois des circonstances (guerres : Vietnam, pertes de leadership : l'Iran en 1979), de situations politiques propres aux États-Unis (le départ du président Nixon en 1974), et de l'environnement économique (chocs pétroliers).

De 1945 à la création de l'euro, le dollar a connu trois époques :

- l'abandon de la politique de changes fixes : c'est l'Europe qui est, par partie responsable, de l'histoire mouvementée du dollar. Avec les demandes de conversion en or des dollars détenus par la France, le Général de Gaulle a incité les États-Unis, déjà affaiblis par les dépenses liées à la guerre du Vietnam, à décider, sans consulter leurs partenaires occidentaux, et au contraire des systèmes hérités du Gold Exchange Standard (accords de Gênes de 1922, de Bretton Woods en 1944), d'abord, en août 1971, l'abandon pur et simple de l'inconvertibilité en or, puis en mars 1973, l'abandon des parités fixes et concertées, ou autour d'un pivot, système qui avait échoué ;
- l'adoption de la politique de taux : avec la victoire des monétaristes dans les années 80, préfigurée par celle des « Chicago Boys » sur l'inflation en Amérique du Sud, la Réserve Fédérale tue l'inflation en pratiquant des taux réels supérieurs à 10 %. Le boom obligatoire des années 80 entraîne un gigantesque afflux de capitaux aux

États-Unis, et une explosion du dollar, qui en 1985 revient à son niveau d'avant l'abandon des parités fixes ;

- le retour à la concertation : en 1985, les pays du G5 s'entendent si bien aux accord du Plaza pour faire baisser le dollar, qu'il s'effondre. Dix ans de baisse tendancielle s'ensuivent, jusqu'à la création de l'euro en 1999.

Depuis 1999 et la création de la monnaie unique, les cris d'orfraie sur la présente « explosion du dollar » (passé de 1,49 en novembre 2009, à 1,21 aujourd'hui, soit 23 % en neuf mois) doivent être relativisés.

A son niveau actuel, l'euro reste à un niveau supérieur à sa valeur lors de sa création (1,1665 le 31 décembre 1998), ses plus bas (0,82 en octobre 2000), comme à sa moyenne (1,18).

Alors que pour les Européens, les économies de sortie des guerres mondiales étaient intégralement dans la main américaine, ces pays ne sont à présent plus du tout dépendants des États-Unis. En particulier, malgré l'accroissement considérable du déficit de la balance commerciale française depuis 10 ans (très léger solde positif en 2002, négatif de... 72 milliards d'euros en 2008), l'évolution du dollar ne change pas probablement grand-chose, en raison :

- de la géographie des flux : 2/3 des échanges réalisés par des pays de l'Union européenne sont intra-européens. Pour la France, les exportations à destination des États-Unis représentent moins de 10 % (respectivement 65 %) de ses exportations, les importations en provenance de la même zone (zone euro), 8 % (50 %). Le déficit commercial avec les États-Unis représente 2,5 milliards d'euros seulement, alors qu'il est de 19 milliards, sur un déficit total de 39 avec l'Europe, avec l'Allemagne ;
- de leur devise d'expression : l'importance de la devise dans laquelle sont traitées nos importations s'explique donc par leur structure, et curieusement la part du pétrole n'y est pas pour grand-chose (la baisse du prix du baril – 150 USD en 2007, 70 en 2010 – est très largement compensée par la hausse du dollar) ; s'il existe un déficit commercial avec la Russie et la Norvège (13 milliards à eux deux), il

n'y a pas de déficit commercial avec les pays moyen-orientaux producteurs de pétrole, il en existe un surtout avec la Chine (23 milliards) ;

- de l'incapacité des Européens à imposer l'euro : tout au long de l'année 2009, la baisse du dollar a alimenté un débat entre la Chine et les États-Unis, sur la dévalorisation des actifs libellés en dollars détenue par la première. La divergence des politiques, des intérêts et du concept de transparence entre les pays européens a peut-être mis un coup très rude, sinon définitif, à l'idée d'un euro « nouvelle monnaie de réserve ».

Finalement, c'est surtout l'inégalité des Européens devant les fluctuations du dollar, qui ressort de ce rapide examen : les politiques de production nationales sont les premières responsables. Ainsi, si l'Allemagne est le premier exportateur mondial depuis 2003, c'est en raison de la diversification géographique de ses productions (pays émergents), sectorielle (les biens d'équipement) et de sa compétitivité-prix. Le problème fondamental n'est donc pas le dollar, mais la capacité d'un pays à s'extraire de la logique dollar. Au contraire, côté français, on note depuis 5 ans une nette aggravation du solde des biens de consommation, des biens d'équipement, des biens intermédiaires et aussi bien sûr, de l'énergie, en raison de la hausse du prix du baril.

En tenant compte des différences de croissance, d'inflation, de pouvoirs d'achat et de balance commerciale entre les États-Unis et la zone euro, la plupart des experts situe le taux « naturel » de change entre 1,05 et 1,40, et en moyenne... à 1,20 ! Plutôt que dans la possibilité de stabiliser un taux de change « idéal », la véritable déception se situe plutôt dans l'incapacité des Européens à imposer leur monnaie face au dollar et au yen. La remontée du dollar constitue une excellente nouvelle pour la Chine et les exportateurs en dollars : avec le fort ralentissement de la zone euro, la devise américaine a donc de bonnes raisons de se maintenir au moins à son niveau actuel, et de justifier l'augmentation des positions en actions sur la zone dollar.



dé crypt age

par Franck Grager

Président de Tocqueville Finance Conseil Assurance

Réforme des retraites : l'évolution de la fiscalité impose-t-elle de nouveaux choix aux investisseurs ?

Comme le révèle le récent projet gouvernemental, le financement de la réforme des retraites s'appuiera, entre autres, sur l'augmentation des recettes fiscales.

La dernière tranche de l'IR majorée

Les foyers les plus aisés seront mis à contribution par l'augmentation de 1% de la dernière tranche du barème de l'IR (« quotient familial » supérieur à 69783 €). Cette majoration s'appliquera aux revenus de toutes catégories, y compris ceux du patrimoine, dès lors qu'ils sont soumis au barème progressif de l'IR.

La fiscalité des placements augmentée

Les taux des prélèvements forfaitaires applicables aux revenus et plus-values issus de placements sont également majorés d'un point.

Ainsi, le prélèvement sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières passe de 18% à 19%, de même que le prélèvement forfaitaire libérateur applicable aux dividendes, intérêts et revenus mobiliers divers.

Les plus-values, aujourd'hui exonérées sous réserve de respecter le seuil annuel de cessions (25830 € pour 2010), seront imposées dès le premier euro.

Enfin, le crédit d'impôt applicable aux dividendes (115 € pour un célibataire, 230 € pour un couple) sera supprimé.

Un nivellement de la fiscalité

Ces mesures s'inscrivent dans un contexte d'alourdissement général de la fiscalité des particuliers :

- relèvement de 16% à 17% de la taxation des plus-values immobilières,
- mesures spécifiques pour les stock-options, les retraites-chapeaux...
- réduction programmée du plafonnement annuel des niches fiscales (déjà ramené à 20000 € + 8% du revenu imposable en 2010, contre 25000 € + 10% du revenu imposable l'an dernier).

Amplifiant de récentes évolutions, ces annonces confirment la volonté affirmée de limiter les niches fiscales. Il est probable que cette tendance lourde perdurera, ce qui nivellera la fiscalité des placements.

Dès lors, la variable fiscale, qui ne doit en aucun cas être le critère décisif de choix d'un placement, est appelée à perdre encore de son importance au profit du classique couple « risque/rendement ». La flexibilité du placement, et notamment sa capacité à s'adapter, tant à l'évolution des marchés financiers qu'à celle des objectifs personnels de l'investisseur, sera également déterminant.

L'attrait des enveloppes capitalisant revenus et plus-values

Même si cela n'est pas formellement évoqué, la majoration de 1% des prélèvements sur les revenus du capital et du patrimoine, prévue par le projet gouvernemental, devrait logiquement s'étendre aux régimes spécifiques du PEA et de l'assurance vie-capitalisation.

Toutefois, dans ce nouveau contexte, les « enveloppes fiscales » telles que le PEA et les contrats d'assurance vie ou de capitalisation conservent leur avantage relatif. Ils permettent en effet d'opérer des arbitrages et de percevoir les revenus des supports sous-jacents sans imposition immédiate, les prélèvements n'étant dus qu'en cas de retrait d'argent.

Dans cette éventualité, l'investisseur bénéficie de trois avantages :

- une **fiscalité différée** à la date des retraits d'argent, ce qui autorise une planification de la dépense fiscale ;
- un **taux de taxation réduit**, lié à l'antériorité fiscale du placement ou bien à la baisse du taux d'imposition résultant de la diminution du revenu de l'investisseur (suite à son départ à la retraite, par exemple) ;
- un **lissage de l'impôt** résultant du calcul « proportionnel » de l'assiette de taxation, la plus-value nette globale du placement étant rapportée au montant racheté.

PEA & assurance vie : une fiscalité qui demeure privilégiée

Associée à leur souplesse et à la diversité des investissements qu'ils autorisent, la fiscalité privilégiée de ces placements devrait leur permettre de conserver la faveur des épargnants.

L'assurance vie moderne, notamment, offre une extraordinaire diversité de véhicules financiers, permettant à chacun de l'adapter en permanence à son équation personnelle du couple « risque/rendement » :

- les « unités de compte », au travers d'une sélection sans cesse étendue de Sicav et de Fcp, donnent accès aux principales classes d'actifs, mais également, aux zones géographiques, aux secteurs économiques et aux thématiques de gestion les plus diverses ;

- mais également les supports en euros à revalorisation garantie, combinant sécurité et rendements très compétitifs, qui séduisent les investisseurs privilégiant la prudence et la tranquillité.

Il n'est pas étonnant que l'assurance vie soit, de nouveau en 2009, le premier des investissements financiers des Français. Les montants collectés progressent de 12% et atteignent 137,5 milliards d'euros, dont 87% au profit des supports en euros.

Tocqueville Finance propose une sélection d'assurances vie modernes et performantes. Votre Gérant de portefeuille est à votre disposition pour vous en présenter en détail les caractéristiques.

PEA et Assurance Vie : régime fiscal actuel avant réforme

Antériorité fiscale	Régime d'imposition de la plus-value incluse dans le montant racheté	
	PEA	Assurance vie, capitalisation
Moins de 1 an	Taux forfaitaire : 22,5%	Imposition au barème progressif ou option pour le prélèvement forfaitaire libérateur : taux de 35%
De 1 à 2 ans		
De 2 à 3 ans De 3 à 4 ans	Taux forfaitaire : 18%	
De 4 à 5 ans		
De 5 à 6 ans	Exonération	Imposition au barème progressif ou option pour le prélèvement forfaitaire libérateur : taux de 15%
De 6 à 7 ans De 7 à 8 ans		
8 ans ou plus		

Sous réserve d'éventuelles modifications ultérieures.
Les prélèvements sociaux en vigueur (12,1% à ce jour) sont dus sur la totalité de la plus-value.



Joël Séché

Président de Séché Environnement



Trois questions de Stéphane de Buhren à Joël Séché

Séché Environnement est l'un des principaux acteurs, et le premier spécialiste, du marché du traitement et du stockage de tous les types de déchets (hors radioactifs), qu'ils soient issus de l'industrie ou des collectivités locales. Implanté sur l'ensemble du territoire, et doté de l'ensemble des filières de traitement réglementairement conformes, le Groupe allie la force commerciale de son offre globale aux synergies industrielles.

Interview du trimestre

Quels sont les grands enjeux environnementaux en Europe ?

Les grands enjeux de l'Environnement en Europe et dans le monde sont désormais ceux du développement durable. Ils visent à préserver le cadre de vie pour garantir aux générations futures un épanouissement harmonieux de nos sociétés.

Dans cette optique, les priorités vont à la préservation des ressources et aux contrôles sévères des rejets liés aux activités humaines afin d'en réduire la nocivité sur les milieux naturels.

Les objectifs des politiques environnementales sont donc de favoriser le développement des énergies renouvelables, la valorisation des matières et d'atteindre un objectif de risque environnemental et sanitaire « zéro » au titre des activités humaines.

Où se situe la France ?

La France a une longue tradition de politique environnementale. Dès les années 70, elle a été le 1^{er} pays en Europe à créer un Ministère de l'Environnement et à se doter d'une législation contraignante, comme la loi emblématique et fondatrice sur la responsabilité environnementale de 1975.

Depuis lors, la France peut se prévaloir d'un niveau d'excellence en matière de sécurité environnementale et de santé publique, avec une administration formée et compétente, et des opérateurs, leaders mondiaux dans ces métiers.

Deux directions restent toutefois, à mon sens, à explorer. D'une part, nous devons favoriser la notion de contrôle continu des normes environnementales ce qui nécessite le développement de technologies

innovantes en matière d'identification et de mesure des rejets. D'autre part, et c'est l'un des enjeux des Grenelle de l'Environnement, nous devons favoriser la création d'une industrie performante, le développement de nouveaux métiers consacrés à la valorisation des ressources matières et à la production d'énergies vertes.

Quels sont les grands marchés de Séché Environnement et ses perspectives à moyen terme ?

Fort de sa capacité à anticiper ces évolutions réglementaires, Séché Environnement s'attache à répondre aux problématiques de développement durable de ses clientèles d'industriels et de collectivités, principalement en France (95% du chiffre d'affaires).

Séché Environnement se caractérise par une forte spécialisation en matière de traitement des déchets dangereux, qui constitue 70% de son activité. Séché Environnement se développe sur ces marchés à forte barrière à l'entrée et soumis à des réglementations de plus en plus strictes, et qui favorisent leur croissance en volume comme en valeur. Sur ces métiers et grâce à ses technologies innovantes, Séché Environnement a su conquérir des positions fortes sur certains marchés de niches, comme le traitement des PCB ou encore celui des gaz industriels.

De plus en plus, nous sommes amenés à développer une approche globale des problématiques déchets notamment auprès de nos clientèles industrielles. Ces offres dites « globales », qui visent à l'amélioration de la performance économique à travers l'amélioration de la performance environnementale, adressent particulièrement les marchés de l'externalisation de la gestion de déchets et constituent un vecteur de

croissance solide du Groupe pour les prochaines années.

En matière de déchets non dangereux, la priorité de Séché Environnement est de favoriser la réduction des volumes traités grâce à leur valorisation énergétique. Depuis plusieurs années, nous avons fait évoluer nos centres de traitement notamment à travers des installations de valorisation du biogaz, qui leur assurent aujourd'hui un taux d'efficacité énergétique maximal.

Fait nouveau depuis 2009, nous nous développons également, de manière sélective, sur les marchés de délégation de service public, sur lesquels nous sommes amenés à proposer des solutions complexes en matière de traitement et de valorisation de déchets. C'est par exemple la création d'un centre de production de bio-énergies à Lassac, pour le Département de l'Aude, et qui ouvrira en 2012, ou encore, tout récemment, l'obtention d'un contrat d'importance (420 M€ sur 20 ans) pour la gestion et la modernisation de l'incinérateur de la Communauté Urbaine de Strasbourg, en vue de réduire les volumes traités et d'augmenter la production d'énergie avec, entre autres, la création d'une unité de méthanisation et l'extension d'un réseau de chaleur.

Ainsi, sur des marchés où Séché Environnement apparaît comme le premier opérateur indépendant, la qualité de nos offres commerciales, qui anticipent largement les prescriptions issues des Grenelle de l'Environnement, constitue un gage certain de la pérennité de notre stratégie de croissance rentable. ■

