

LA LETTRE

de la Financière MJ

N°21 / 1er trimestre 2008.

HUMEUR

5+2 qui font bien plus que 7 !

7 milliards d'Euros (la perte de la Société Générale en cumulant la fraude du trader et les effets de la crise des subprimes américains), une paille à l'aune de la finance mondiale mais une somme aberrante au regard de la difficulté à financer des programmes de développement ou la solidarité nationale ou internationale. La finance se tire, une fois de plus, une balle dans le pied et décrédibilise un statut déjà largement malmené par certains effets de la mondialisation.

Dans ce contexte, on pouvait espérer que la responsabilité sociale des entreprises, au premier chef desquelles les grandes multinationales, allait permettre de progressivement palier ces effets négatifs. Patatras ! Non seulement, la crise américaine met au grand jour l'irresponsabilité des grands établissements financiers américains qui ont privilégié le gain à court terme à une gestion des risques. Mais cette crise met aussi en lumière leur absence de responsabilité sociale à l'égard de la population la plus fragile du pays. Mais survient alors la crise de la Société Générale, qui laisse de nombreux points d'ombre. Comment une direction générale peut-elle ignorer des engagements de plus de 50 milliards d'Euros (330 milliards de Francs français pour ceux qui raisonnent encore dans l'ère pré euro !). Soit il s'agit d'incompétence, auquel cas on comprend mal le conseil d'administration de refuser la démission des dirigeants, soit toute la vérité n'est pas affichée et il faut alors souhaiter que toute la lumière puisse être faite et la direction, alors, devra assumer ses responsabilités vis-à-vis de ses collaborateurs tout d'abord, de ses actionnaires d'autre part !

Des événements qui ne feront, quoiqu'il en soit, que renforcer notre conviction : les beaux discours des grands acteurs ne pèsent pas lourd face aux espoirs de gains et les machines kafkaïennes de contrôle ne paraissent pas à la hauteur de la sophistication financière apparue ces dernières années.

Alors revenons à nos considérations de bon sens, qui assoient le rôle du Family Office tel que nous le concevons : une analyse des risques, une compréhension des mécanismes d'investissement, des règles de bon sens, doivent présider à l'intervention du family office.

Risques financiers, risques juridiques et fiscaux, risques humains et familiaux, risques administratifs. Le Family Office se doit d'y répondre afin de permettre ensuite à chaque intervenant, établissement financier ou autre, de délivrer le meilleur de son savoir faire, dans un cadre donné et sur la base d'un « budget de risques » clairement défini au préalable.

IDEES

MODE : les trackers

Le marché des ETF (Exchange Traded Funds, encore appelé tracker) explose. Avec des encours de 790 milliards de dollars aujourd'hui, il devrait atteindre environ 2.000 milliards en 2011.

En ce début 2008, si on peut prévoir une année difficile pour la collecte des fonds monétaires dynamiques en particulier, l'horizon semble plus réjouissant pour les trackers. En effet, s'il y a une classe d'actif à la mode c'est bien celle-là ! Selon une étude publiée par la banque Morgan Stanley, quelque 350 ETF ont vu le jour durant l'année 2007 (un chiffre à comparer aux 280 produits similaires lancés en 2006). Au niveau de la collecte, les chiffres explosent : à la fin du troisième trimestre 2007, les encours progressaient de 32% à 745 Milliards de Dollars contre une hausse d'à peine plus de 10% pour l'indice MSCI World. Il est vrai que les ETF ont plusieurs atouts. Ces fonds, dont la principale caractéristique est de répliquer un indice, permettent "d'acheter un marché" à moindre coût. Ainsi, avec le fonds LyxorETF CAC 40, on investit sur l'indice phare de la place de Paris pour 0,25% de frais de gestion annuel.

Un coût à comparer aux 1 à 2% de frais annuels supportés par les fonds actions classiques gérés « activement » par un gérant qui tente de battre son indice de référence. Deuxième intérêt par rapport à un fonds classique, l'ETF "colle" à son indice et ce, à moindre coût. Enfin, et ce n'est pas le moindre des avantages, les trackers sont cotés en bourse en temps réel et en conséquence, sont beaucoup plus liquides que les fonds classiques, dont on ne peut sortir que lorsque la valeur liquidative est établie.

Ticket pour les marchés. Pour les investisseurs individuels français attachés aux charmes du PEA, les ETF offrent également un autre avantage : plusieurs d'entre eux donnent accès à des classes d'actifs qui ne sont normalement pas éligibles au PEA. C'est le cas par exemple du Lyxor Hong Kong qui permet de jouer l'indice Hang Seng dans le cadre de son plan d'épargne en actions. Bref au fil des années, les ETF ont vu leur nombre se multiplier pour atteindre 1.000 produits à travers le monde, dont 533 sont disponibles sur le marché américain et 162 en France. Et les investisseurs institutionnels ne sont pas les derniers à s'y intéresser. Ces derniers peuvent ainsi simplement prendre une exposition diversifiée à un marché. Aux gérants de fonds, les ETF offrent un outil de diversification plus économique que l'achat de titres vifs en direct. Dans son étude du marché mondial des ETF, Morgan Stanley note que ces supports offrent en outre aux gérants de fonds un moyen élégant de gérer au mieux leur poche en cash du fait de leur liquidité et de leur faible coût moyen.

Positions « short ». Autre utilisation : prendre des positions « short » c'est-à-dire vendre à découvert lorsque l'on anticipe une baisse de l'indice sous-jacent. Une souplesse d'utilisation qui a conduit au développement d'un marché conséquent de produits dérivés sur ETF. Les premières options sont apparues aux Etats-Unis en 1998. Aujourd'hui on compte 295 options et 12 futures sur ETF dont 2 à Paris. Notons enfin que le marché européen a enregistré sur les 3 premiers trimestres de l'année 2007 une croissance des encours d'ETF supérieure à la moyenne mondiale : + 40% à 125 milliards de dollars, contre +30% pour les Etats-Unis.

Nul doute que la crise actuelle devrait encore renforcer le développement de ces produits « simples » et peu onéreux, ayant le mérite de la transparence. D'ailleurs apparaissent déjà les premiers OPCVM totalement gérés en trackers.....

Le billet d'un Euro

« L'intérêt du billet d'un euro, c'est d'abord d'avoir l'équivalent du billet d'un dollar, c'est-à-dire un moyen de transaction pour les petits montants, utilisable dans le monde entier, parce que les pièces ne sont jamais changées », a souligné M. Giscard d'Estaing, pour qui cela permettrait une juste perception de la valeur de la

monnaie, alors que la parité de l'euro en fait précisément une devise forte. « Matérialiser la valeur d'un euro par un billet renforcerait aussi la place internationale de l'euro, à l'image de la coupure d'un dollar », a-t-il fait valoir. Il a affirmé vouloir travailler avec les élus nationaux d'Italie, de Grèce et d'Autriche, pays qui se sont déjà exprimés en faveur du billet d'un euro, ainsi qu'avec les quelques 200 eurodéputés signataires d'une déclaration en ce sens, adoptée en 2005 par le Parlement de Strasbourg. "Nous sommes tout à fait favorables" à cette proposition "très utile pour les pays entrants", comme Chypre ou Malte par exemple, a-t-il dit, en rappelant que l'Italie et la Grèce avaient fait une telle demande en vain au moment du lancement de l'euro, alors que la création d'un billet de 500 euros a été acceptée à la demande de l'Allemagne notamment.

La Chine est moins riche qu'on ne le croit

(J.J Mével, Pékin)

La locomotive de la croissance mondiale file toujours aussi vite, mais elle pèse moins lourd que prévu. Si la pente des courbes laisse assez peu de doute sur l'avenir de la Chine, son économie pèse néanmoins 40 % moins lourd qu'on ne le croyait, d'après une étude comparative de la Banque mondiale. L'institution financière vient de refaire ses calculs sur la richesse de 146 nations, mesurée non pas à travers leur produit national mais à l'aune de leur pouvoir d'achat réel. Surprise. La Chine dégringole d'un cran sur l'échelle mondiale du niveau de vie. Cela ne change rien à son taux de croissance, supérieur à 9% l'an depuis trente ans. Sur cette pente, le pays finira par rattraper les Etats-Unis, sauf imprévu. Mais ce sera vers 2020 plutôt qu'en 2012. Cette remise en perspective résulte d'une saisie plus fouillée des gammes de prix à travers le monde. Une coupe de cheveux, une livre de filet de porc, un ticket d'autobus ou un lecteur de DVD restent bien meilleur marché à Nankin qu'à Limoges ou à Little Rock. Mais pour un portemonnaie chinois, ils coûtent plus chers. Résultat : les Chinois sont collectivement moins riches, bien qu'ils produisent et gagnent chaque jour davantage. En 2005, le PNB de la Chine était de 2 240 milliards de dollars dans le palmarès classique, calculé au taux de change du marché, yuan contre billet vert. Le curseur s'élevait à 8 900 milliards de dollars à parité de pouvoir d'achat, méthode jugée plus réaliste parce qu'elle élimine les distorsions de prix et de taux de change. Le chiffre tout juste révisé par la Banque mondiale est de 5 300 milliards pour la même année, en recul de 40 % du fait d'une meilleure saisie des étiquettes chinoises. Attention : Le pouvoir d'achat est un outil de comparaison, pas une jauge d'énergie ou un indicateur de puissance. Il reste que l'institution de Washington a remis les pendules à l'heure. Dans le nouveau classement, les États-Unis pèsent 23 % du produit mondial, la Chine, deuxième puissance du globe, recule de 15 à 10 % et l'Inde plafonne à 3 %. Cette régression statistique pourrait aiguïser les arguments de tous ceux qui tiennent à retarder l'entrée des « nouveaux géants »

dans le club plutôt exclusif des puissances qui décident pour les autres. La Chine, partagée entre sa soif de reconnaissance et son orthodoxie tiers-mondiste, s'est bien gardée de réagir officiellement. Côté pile, le constat de la Banque mondiale fournit un argument à Pékin dans la controverse sur la valeur du yuan. En réduisant spectaculairement le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie chinoise, l'institution internationale l'a rendue moins susceptible d'appréciation, en théorie du moins. L'accumulation des excédents extérieurs, les pressions occidentales et le marché des changes pourraient en décider autrement. Côté face, la baisse relative du niveau de vie de 1 350 millions de Chinois n'est pas une bonne nouvelle à l'heure où Pékin fait de la lutte contre l'inflation sa priorité politique. Au-delà de ce concours de circonstances, les chiffres de la Banque mondiale viennent confirmer que la République populaire reste un pays majoritairement pauvre, quel que soit l'ébahissement des étrangers devant les défilés de mode à Shanghai ou le chiffre d'affaires de Rolls Royce à Shenzhen. En 2006, le dernier classement plaçait «l'atelier du monde» au 129e rang mondial du revenu par tête (2 010 dollars, contre 36 550 en France). À parité de pouvoir d'achat, il se classait 102e, avec l'équivalent de 7740 dollars par habitant. La Banque mondiale évaluait jusqu'ici à 72 millions le nombre de Chinois vivant avec moins d'un dollar par jour. Du fait de la révision, le cap des 100 millions vient sans doute d'être franchi. Le «miracle» n'est pas encore pour tout le monde.

La mondialisation ne préserve plus de l'inflation

2007 : retour de l'inflation. Aux Etats-Unis, avec une moyenne de hausse des prix de 4,1%, elle a atteint son plus haut niveau depuis 17 ans. En Allemagne, l'inflation moyenne en 2007 a atteint 2,7%, le plus haut niveau enregistré depuis 13 ans. Pendant plus de deux décennies, la mondialisation, concurrence des pays à bas salaires aidant, a permis de contenir la hausse des prix. Aujourd'hui, la demande des pays émergents est telle qu'elle a pour effet de tirer à la hausse les prix du pétrole, des matières premières et des denrées alimentaires. Ainsi, l'inflation en zone euro est restée très élevée en décembre à 3,1% sur un an. Mais un élément doit attirer notre attention : les prix des produits manufacturés, en hausse de 0,4 % sur un an, ont cessé de baisser. Les économistes y voient généralement la fin des effets déflationnistes de la mondialisation. « Jusqu'à présent, la mondialisation exerçait un effet largement positif sur l'inflation. La contrepartie était une demande accrue de la part des émergents en matières premières, ce qui contribuait à alimenter la hausse des cours. Désormais, la balance s'inverse : les matières premières poursuivent leur course en avant et les prix des biens importés diminuent moins qu'avant (reflétant également une probable hausse des salaires dans les pays manufacturiers). En d'autres termes, on ne pourra plus compter quasiment exclusivement sur la modération de l'inflation pour alimenter le pouvoir d'achat des ménages », analyse un économiste.

Or : le grand retour ? (2)

Nous évoquons déjà cette perspective dans notre précédente Lettre. Le Financial Times enfonçait récemment le clou, considérant que l'or se «remonétise». En clair : une nouvelle vague haussière s'ouvrirait pour l'or... qui n'a pas encore entamé la troisième phase de son marché haussier (celle durant laquelle le grand public s'engouffre).

Pour l'instant les investisseurs institutionnels des pays riches se reportent vers le pétrole. Ils ne pouvaient pas encore se porter sur l'or car cela aurait constitué l'aveu, par le monde financier, de la réalité de la crise monétaire. Dans les pays émergents et producteurs de pétrole, en revanche, on se reporte depuis longtemps sur l'or, sinon il ne serait pas passé de 280 à plus de 900\$ en 6 ans. - Pour les premiers, l'or est un abri, faute de moyens de spéculation suffisamment développés. - Pour les seconds, l'or est un refuge car, il n'y a tout simplement pas d'autre actif stable. L'Inde par exemple, inquiète des événements du Pakistan, a vigoureusement acheté le métal jaune récemment. Les investisseurs grand public des pays développés ne sont pas encore montés dans le grand train de l'or. Les wagons des investisseurs avisés ne sont pas encore pleins. Mais il faut penser assez vite à réserver sa place. Car une crête au dessus de 1 000 \$ dans le premier trimestre 2008 pourrait signifier que l'or entre dans la troisième vague de son marché haussier, la plus violente et la plus courte. Autre point de l'analyse du FT : si l'accélération de la hausse de l'or se confirme, il faudra accumuler les minières. En effet, bénéficiant d'un ultime réflexe d'acquisition d'actifs papiers, les minières aurifères devraient, dans un premier temps, surpasser le métal. A un moment où l'or, le dollar et le pétrole ont simultanément franchi des seuils psychologiques, il convient de garder présent à l'esprit que tant que l'or n'est pas « politiquement correct » chez les riches, il est encore loin de son point culminant. Mais le FT considère que 2008 sera l'année de l'or à 4 chiffres : les 1000\$ seront franchis. A plus long terme : rien de changé, 1800\$ en vue au dénouement de la crise financière.....sachant qu'en dollars constant, le pic des années 70 correspondrait aujourd'hui à environ \$2600 !

NEWS

ENFO

European Network of Family Offices

Notre réseau européen de family offices, créé en juillet dernier par 6 family offices indépendants a tenu une nouvelle réunion en janvier à Amsterdam. L'occasion d'affiner les objectifs de ce projet et de valider le lancement d'un site internet qui devrait être ouvert courant mars (une communication spécifique sera réalisée à cette occasion).

ENFO réunit aujourd'hui des membres anglais, hollandais, belge, autrichien et français. Un panel qui sera progressivement complété.

Compte tenu des spécificités de chacun des membres, une forte complémentarité se fait jour, permettant d'allier des compétences en matières de sélection de gérants, d'allocation d'actifs et d'analyse macro économique, de private equity et conseil en investissements non cotés, de gouvernance et conseil familial,.... Des compétences qui vont progressivement être partagées et intégrées par les membres, sur la base de l'expertise de chacun.

Le site internet, qui comprendra une partie réservée aux membres, sera un lien permanent, permettant l'échange et l'information en temps réel sur l'ensemble des sujets qui touchent aux prestations fournies par nos établissements.

ENFO permet aussi, et enfin, à ses membres d'offrir à ses clients une infrastructure d'accompagnement dans l'ensemble des juridictions où elle est présente, assurant la qualité des intervenants et la continuité du service et du conseil.

AFFO

Association Française du Family Office

Au-delà des réunions mensuelles qui sont l'occasion d'aborder des sujets techniques (Microfinance,...) traités par des spécialistes, l'AFFO réfléchit actuellement au rôle qui pourrait être le sien dans l'émergence des activités de Family Office sur le marché français. Sans vouloir apparaître comme un régulateur, il semblerait pertinent que cette association de référence depuis de nombreuses années, prenne une fonction moteur dans la nécessaire clarification du métier, à l'heure où fleurissent les appellations Family Office « non contrôlées » ! Par ailleurs, l'AFFO poursuit aussi ses réflexions et ses actions en vue de permettre le développement des rémunérations par honoraires de conseil, un sujet qui deviendra forcément central au cours des prochaines années, dans le prolongement des évolutions réglementaires en Europe (notons, à ce sujet, que les rémunérations d'un mandataire à titre posthume sont dorénavant déductibles de la succession).

REVUE DE PRESSE

Gestion de Fortune – Décembre 2007

Le Family Office ou l'intendant des temps modernes.
Interview de plusieurs intervenants, bancaires et indépendants, dont François Mollat du Jourdin. Une synthèse sur le positionnement de ce métier au sein de la chaîne de gestion privée, laissant apparaître encore de larges divergences dans les pratiques et les points de vue. Fidèle à son crédo de toujours, repris par certains indépendants, Financière MJ défend l'autonomie totale vis-à-vis des institutions et la transparence d'une rémunération facturée directement au client.

Conférences - Février et mars 2008

Paris – Le Lab (laboratoire des assureurs et des banques).

« Le développement des services non financiers ».

François Mollat du Jourdin présentera le Family Office, un modèle B2C, comme voie de développement pour une clientèle haut de gamme.

Zürich – IIR. «Wealth management and Family Office».

En écho à son intervention de juin 2007 à Londres, François Mollat du Jourdin interviendra sur le thème de la préservation du patrimoine familial et du rôle du family office en qualité de gestionnaire des risques.

New York – IPI. «Wealth transfer around the world»

François Mollat du Jourdin présentera les spécificités de la transmission de grandes fortunes en France et en Europe.

Luxembourg – Analyse stratégique du lancement d'un Multi-Family Office.

Une étude menée par un étudiant luxembourgeois pour le compte d'un acteur local. Nous en tenons le résumé à votre disposition.

Le trader qui voulait entrer dans l'histoire

Le chiffre magique de \$100 pour un baril de pétrole aurait été touché à cause d'une opération qui serait, selon les rumeurs, une tentative locale d'attirer la gloire, ou plutôt l'infamie, selon certains. Il faut dire que les cours, avant d'atteindre les 100\$, avaient déjà fortement augmenté tout début janvier à cause d'autres facteurs, comme les tensions depuis l'assassinat de Benazir Bhutto. A cela, il fallait ajouter les attentats en Algérie, les émeutes au Kenya et les troubles au Nigéria. Vers 99.60 dollars, Richard Arens, un courtier, travaillant sur le Nymex, a offert la somme de 100.000 dollars pour un lot de 1.000 barils, le volume minimum qu'on puisse acheter sur ce marché. Il l'a ensuite immédiatement revendu, à perte, à un autre indépendant. Richard Arens, qui travaille pour son propre cabinet (ABS) aurait perdu lors de la revente 600 euros. Celui-ci voulait probablement « raconter à ses petits enfants qu'il était le premier au monde à acheter du pétrole à 100 dollars le baril... » Reste que d'autres ont rejoint Richard Arens, le pétrole ayant depuis dépassé la barre des 100\$.

Grande-Bretagne

Après la chute de la Livre Sterling (1,32 euros au lieu de 1,47 en 2006), le PNB britannique a glissé derrière celui de la France (1,30 milliards £ contre 1,35 pour cette dernière). La hiérarchie s'établit désormais ainsi : USA, Japon, Allemagne, Chine, France et Grande-Bretagne.

Par ailleurs, le Royaume Uni a été le terrain d'une grande effervescence ces derniers mois, depuis l'annonce gouvernementale de révision du statut particulièrement avantageux de « résident non domicilié », qui permettait

à tout étranger s'installant en Angleterre, de n'être taxable que sur ses revenus de source britannique (il suffisait donc délocaliser son patrimoine à l'extérieur du royaume afin d'éviter toute imposition). Un statut qui a fait de Londres la capitale rassemblant sans aucun doute le plus grand nombre de milliardaires, venus du monde entier !

Il semblerait cependant que, devant les pressions et les menaces de certaines grandes figures de l'immigration, le gouvernement amende ce projet, qui entrera cependant en vigueur en avril 2008. Mais la réflexion se poursuit, en particulier en vue de mesurer l'impact de telles mesures sur la présence (et donc l'investissement) des riches étrangers à Londres. Le pragmatisme britannique se reconnaît bien ici, même si la cacophonie actuelle sur le sujet reflète la précipitation dans laquelle le gouvernement semble avoir agi, à l'opposé des pratiques traditionnelles qui privilégient la concertation préalable !

Superpuissances financières

La Chine détient plus de 1.500 milliards de dollars de réserves de change ! Les réserves russes s'élevaient le 11 janvier dernier à 477,7 milliards ! Les économistes ont pris l'habitude de jauger l'importance de la liquidité mondiale au regard des réserves de change accumulées par les pays émergents, et en tout premier lieu de la Chine. A cette aune, il y a surabondance de liquidité. Les réserves de la Chine sont en hausse de la bagatelle de 462 milliards en l'espace d'un an. Une bonne partie s'explique par le solde commercial qui a dégagé un excédent de 262 milliards de dollars l'an dernier (en hausse de près de 50 % en un an). Pékin a décidé de confier une partie de ses réserves au fonds souverain CIC, nouvellement créé, doté de 200 milliards et chargé de diversifier son allocation d'actifs avec des prises de participation dans des entreprises occidentales.

Nous évoquions il y a 8 mois dans ces colonnes, l'arrivée des fonds souverains comme facteur de la liquidité mondiale. Nous n'envisagions pas que ce serait aussi rapide et dans de tels volumes. Mais il est vrai que la crise offre des opportunités uniques à ces fonds, d'acheter à des prix très raisonnables, des actifs stratégiques pour l'avenir. Le pouvoir bouge, le centre de gravité du monde, particulièrement de la finance, se déplace rapidement !

PRATIQUE

Art Index

Artprice lance "Art Market Confidence Index"®, un indice en temps réel de la confiance des acteurs du marché de l'art qui utilise des fondements théoriques de même nature que ceux utilisés pour le calcul du Michigan Consumer Sentiment.

Il permettra de suivre en temps réel les réactions des acteurs du marché de l'art par rapport à des thèmes d'actualité stricte (variations des bourses, événement géopolitique, résultats d'une vente médiatique, ou tout accident exogène susceptible d'impacter les économies mondiales). Cet indicateur d'anticipation sera par la suite corrélé avec les indices de prix constatés d'Artprice.

La méthodologie repose sur un sondage international permanent auprès des 1,3 millions de membres d'Artprice, en majorité actifs sur le marché de l'art.

Assurance vie et acceptation

Les conséquences d'une acceptation « sauvage » par un bénéficiaire d'un contrat d'assurance vie pouvaient être redoutables puisqu'elles bloquaient totalement le souscripteur qui ne pouvait plus agir qu'avec l'accord du bénéficiaire acceptant !

Une réforme du 18 décembre dernier semble être passée inaperçue : l'acceptation requiert désormais la signature, bien entendu, du bénéficiaire mais également du souscripteur et de l'assureur, cette acceptation valant avenant au contrat. A défaut, de telles dispositions pourront être prises par acte notarié en présence du souscripteur et du bénéficiaire.

Actuellement, pour éviter le risque d'acceptation sauvage, la seule solution était de déposer la clause bénéficiaire chez son notaire. Un risque dorénavant écarté, mais qui ne s'applique malheureusement pas aux contrats ayant déjà fait l'objet d'une acceptation de ce type ! L'acceptation prend tout son sens en particulier pour renforcer le caractère insaisissable d'un contrat d'assurance vie vis-à-vis de créanciers.

Bouclier fiscal

Cette nouveauté a pu finalement être éprouvée en 2007. Le total des demandes adressées à l'administration serait supérieur à 50 000, loin cependant des 90 000 attendues, le gros des demandes ayant été adressé en décembre ! Il convient de se rappeler que les intérêts des contrats d'assurance vie mono support ou des contrats multi supports investis (quasi) exclusivement en fonds général en euro seront intégrés dans l'assiette des revenus servant à déterminer le droit à restitution. Quelques précisions ont été apportées par l'administration mais ce point demeure encore flou. Dans ce contexte, il nous paraît raisonnable de veiller à ce que les contrats soient diversifiés en unités de compte (ceci incluant les Sicav monétaires – dixit un assureur de premier plan) à hauteur de 20%, correspondant à l'exigence de diversification requise sur les mono supports transformés en multi supports au titre de l'amendement Fourgous, mais il faudra aussi veiller à ce que cette diversification représente plus de 6 mois au cours de l'année civile. Il est à peu près certain que ces imprécisions amèneront à de nombreux contentieux....

Projecteur

La plus importante des modifications de cette année sera certainement, au-delà de l'amélioration du bouclier fiscal, la hausse du prélèvement libératoire forfaitaire sur les plus values et revenus de capitaux mobiliers, qui passe de 16% à 18% (+ CSG, soit au total 29%). A l'origine envisagée pour les seuls dividendes, afin d'inciter les contribuables à opter pour cette option plutôt que celle de l'IRPP (permettant d'avancer ainsi d'un an la collecte de cet impôt !), cela aura été l'occasion d'une hausse de la fiscalité de l'épargne passée un peu inaperçue !

Ainsi, les dividendes pourront faire l'objet d'une fiscalité réduite à 18% au lieu de 24% actuellement (40% X 60%) à la condition de régler cet impôt avec un an d'avance (prélèvement à la source). Mais en contre partie de ce taux réduit, la CSG ne sera pas déductible. Par ailleurs, si un contribuable perçoit plusieurs dividendes dont certains fiscalisés à la source, alors ceux soumis à l'impôt sur le revenu ne pourront pas bénéficier de l'abattement de 40% !!! (et seront donc intégrés à 100% au lieu de 60% dans la base des revenus utilisés pour déterminer le droit à restitution au titre du bouclier fiscal).

En revanche, les dividendes de source française distribués à des non résidents communautaires ne seront plus taxés à 25%, mais à 18%, alignés ainsi sur le régime des résidents (la CSG en moins !).

Convention fiscale
(Source SGG)

Luxembourg / France

La loi du 21 novembre 2007 a approuvé le deuxième avenant, signé à Luxembourg le 24 novembre 2006, à la Convention fiscale entre le Grand-Duché de Luxembourg et la France. Pour rappel, les dispositions de l'avenant permettront l'imposition des bénéfices, revenus et gains provenant de l'exploitation et de l'aliénation de biens immobiliers dans l'État de situation de l'immeuble, ceci sans distinction selon que le propriétaire de l'immeuble est une personne physique, une société ou une société dite «transparente», ou selon que l'immeuble est ou n'est pas affecté à un établissement stable dans l'État de situation. Le deuxième avenant est entré en vigueur le 27 décembre 2007. Les dispositions de l'avenant s'appliqueront à compter du 1er janvier 2008 aux revenus afférents, suivant les cas, à toute année civile ou tout exercice commençant après l'année civile au cours de laquelle l'avenant est entré en vigueur.

La fin donc d'une faille qui permettait une large optimisation des patrimoines immobiliers français détenus par des non résidents.

CONJONCTURE... ET PERSPECTIVES

ART
Source Artprice

Le chant du cygne

Analyse indiciaire court terme

En février, l'indicateur de confiance du marché de l'art (l'AMCI®) est sombre en Europe et s'améliore aux USA. Un lien étroit entre le marché de l'art et les cours de la bourse est mis en évidence, et les fluctuations quotidiennes de l'AMCI® semblent stimulées davantage par les annonces de la FED et de la BCE que par celles d'éventuels records chez Sotheby's et Christie's.

Le différentiel d'opinion entre Américains et Européens est surtout sensible à la question : « Votre situation financière actuelle est-elle meilleure ou pire qu'il y a trois mois ? ». En France ou en Allemagne, alors que la question sur le pouvoir d'achat est au cœur des débats et que la Banque centrale européenne, très préoccupée par les tensions inflationnistes, reste inflexible dans sa politique d'assouplissement monétaire, les réponses reflètent les inquiétudes du moment.

Globalement, 55% des enquêtés estiment que le moment est encore favorable pour acheter des œuvres d'art. Ces intentions d'achats d'œuvres d'art, dans un contexte de forte volatilité boursière, reflètent le sentiment profond que l'art reste à leurs yeux une valeur refuge de premier choix. Néanmoins, si une demande soutenue semble se profiler, une majorité des répondants anticipent une baisse des prix des œuvres d'art d'ici aux ventes new-yorkaises de mai.

Classement marchés

Dans la compétition internationale, la France, traditionnellement en troisième position dans le classement par produit des ventes, derrière les Etats-Unis et le Royaume-Uni, est détrônée en 2007 par la Chine, grâce au dynamisme de quelques maisons de ventes internationales. Pas moins de 75 enchères supérieures au million de dollars y ont été décrochées, avec un prix plafond de 66 millions de HKD (8,5 millions de \$) pour une œuvre de Cai Guoqiang, un record absolu pour une œuvre d'art contemporain chinois. Désormais, soutenue par une demande nationale en pleine croissance et des artistes à la cotation explosive, la Chine est capable de rivaliser avec New York et Londres en orchestrant des vacations de Fine Art à coup de millions de dollars de produits de ventes. Cette fois, les ventes les plus prestigieuses ne sont pas l'apanage de Sotheby's et Christie's...

Au total, désormais une centaine de maisons de ventes orchestrent en Chine de prestigieuses ventes cataloguées de Fine Art. Ce marché est aussi très attractif pour les leaders du marché occidental tels Bonhams, ou Artcurial, qui a inauguré Artcurial China (Shanghai) avec une première vacation en janvier 2008.

Par ailleurs, l'entrée de la Chine sur la scène internationale est encore plus vive sur le marché de l'art contemporain. En 2007, dans le classement Artprice des 100 premiers artistes contemporains par produit de vente, pas moins de 36 sont chinois, avec dès la deuxième marche, devant Jeff Koons, l'incroyable météore Zhang Xiaogang ! Même les médiatiques stars américaines ne résistent pas à l'émulation des collectionneurs pour les jeunes chinois. Il y a encore 5 ans, seul Cai Guoqiang parvenait à se hisser dans le Top 100. Avec l'introduction de ces artistes hautement spéculatifs sur l'avant-scène internationale, c'est tout le visage de l'art contemporain aux enchères qui se trouve bousculé en quelques mois. Sur les 35 artistes contemporains ayant décroché des enchères millionnaires, 15 sont chinois. La cote des artistes contemporains chinois a progressé de +780% depuis 2001 !

Désormais hautement médiatisées, ces nouvelles stars tiennent non seulement les têtes d'affiches des ventes spécialisées en Asie, à Hong Kong, Pékin et Shanghai, mais aussi celles d'art contemporain à New York et à Londres chez Christie's et Sotheby's, aux côtés d'Andy Warhol, Damien Hirst, Jeff Koons et Richard Prince.

Analyse globale

En 2007, le marché de l'art affiche donc pour la 7ème année consécutive une hausse des prix. La progression annuelle à l'échelle mondiale s'élève à +18%. Elle accompagne un produit de ventes de Fine Art de 9,2 milliards de dollars, en progression de +43,8% sur l'année, gonflé par la multiplication des enchères millionnaires (1254 contre 810 en 2006 !). La fin d'année, ponctuée de résultats époustouflants, notamment dans le domaine de l'art contemporain, spéculatif et volatil, était pourtant incertaine compte tenu de la conjoncture. Entre la crainte de la facture de la crise des subprimes dévoilée dès le mois d'août, une bourse mondiale sensible et une économie américaine inquiète, rien ne laissait présager un marché de l'art fort en novembre et décembre 2007. Tellement soutenu que Sotheby's enregistra sa meilleure vente de tous les temps le 14 novembre avec un résultat de 316 millions de \$ pour sa vente « Contemporary Art Evening ». La veille, sa rivale Christie's enregistra un chiffre d'affaires de 325 millions de \$.

Afin de profiter de cet engouement, nombre d'acteurs ont remis sur le marché des pièces acquises quelques années plus tôt à des prix très en deçà de ceux négociés actuellement. Il suffit de consulter une sélection d'allers-retours pour voir à quel point l'œuvre d'art peut séduire en tant qu'actif spéculatif. Que dire de ce portrait d'Elizabeth Taylor par Andy WARHOL vendu 21 millions de \$ chez Christie's, alors qu'il avait été acquis 3,25

millions de dollars par l'acteur Hugh Grant à peine 6 ans plus tôt ? Comment justifier, autrement que par le jeu de la spéculation, qu'une toile de Frank AUERBACH (Reclining Figure of Jym, 1985) puisse trouver preneur à 270 000 £ contre 30 000 £ en octobre 2003 !

Et ces juteuses opérations ne sont pas l'apanage exclusif des collectionneurs les plus fortunés. Même à moins de 10 000 euros, secteur qui représente traditionnellement 90% des transactions, de tels allers-retours sont tout aussi fréquents : « Jeune fille avec chat et fleurs », une encre d'Odilon REDON acquise 3 200 euros chez Christie's Paris en décembre 2006 est repartie pour 6 500 £ (9 500 €) trois mois plus tard chez Sotheby's Olympia (Londres).

Ces exceptionnels niveaux de cotation prennent désormais des allures de prix plafond, surtout en ce début d'année, où le marasme économique semble se profiler. La piètre santé de l'économie mondiale ne devrait pas épargner longtemps un marché de l'art qui n'est pas immunisé contre les fortes turbulences de la bourse. D'ici quelques semaines, avec les contractions de Wall-Street, il se peut qu'il n'y ait plus autant d'argent à dépenser dans les ventes.

A analyser la récente volatilité des prix de l'art, 2008 devrait être l'année de la correction. Un plongeon des prix de 15 à 20% pourrait affecter le marché dans les prochains mois. Faut-il rappeler qu'entre juillet 1990 et juillet 1992, l'Artprice Global Index, calculé selon la méthode des ventes répétées, affiche une chute des prix constatée de -44%.

IMMOBILIER

En deux temps...

Instabilité financière, risques de contagion de la crise américaine des « subprimes », perspectives de croissance limitées, moral des ménages en baisse, relèvement des taux d'intérêts des crédits immobiliers : tous les éléments apparaissent a priori rassemblés pour affecter la santé du marché immobilier. Pour autant, ce dernier, ayant vu des rythmes de progression des prix modérés, à la vente et à la location, semble, une nouvelle fois, avoir tiré « son épingle du jeu » pour pouvoir faire face à la pression de la demande au cours de l'année 2007.

Au terme d'une légère hausse de +2.0% au cours du premier semestre, d'une première baisse de -0.9% à l'issue d'une période estivale marquée par un attentisme post électoral et d'une légère hausse de +1.1% au cours du 4ème trimestre, les prix ont poursuivi leur atterrissage au cours de l'année 2007 pour s'établir à un rythme de progression annuel de +3.8% (contre +15.4% en 2004, +10.4% en 2005 et +7.1% en 2006). En glissement trimestriel, l'absence de tensions est d'autant plus remarquable : les prix relevés au 4ème trimestre 2007 n'ont, en effet, pas affiché de hausse supérieure à +2.5%

par rapport aux prix relevés l'année dernière à la même époque (4ème trimestre 2006). Sur le marché des appartements, comme sur celui des maisons, le ralentissement du rythme de progression des prix est désormais saisissant : il est près de cinq fois et demie moins rapide qu'en 2004 sur le premier et près de trois fois moins rapide sur le second !

De même, le ralentissement de la hausse des prix n'aura pas échappé au marché locatif privé : le rythme annuel de progression des loyers, stabilisé autour de +3.7% entre 2004 et 2006, s'est en effet établi à +0.9% à la fin du 4ème trimestre 2007. Et si les loyers des maisons (de l'ordre de 20% du marché) progressaient déjà à ce rythme en 2005 et en 2006, les prix des loyers des appartements ont enregistré, quant à eux, une hausse de près de trois points et demi inférieure à leur rythme de progression annuel moyen observé depuis 2002 (+5.1% en 2003, +3.5% en 2004, +4.0% en 2005, +4.1% en 2006 et +0.7% en 2007). Au total, alors que les prix de l'ancien ont retrouvé un rythme de variation voisin de ceux observés entre 1995-1999 (les prix évoluaient alors en moyenne chaque année de l'ordre de +3.0%), et que les loyers du secteur privé n'ont pas enregistré de tensions, le marché immobilier sera resté, au cours de l'année 2007, favorable à une bonne expression de la demande.

Doit-on pour autant en conclure que ce scénario 2007 augure d'un marché stabilisé en 2008. Bien entendu, les grands acteurs immobiliers se prononcent pour une relative stabilité, une progression modérée des prix, bref, la poursuite de l'atterrissage en douceur.

Néanmoins, lorsque l'on sait que les ventes de maisons aux USA sont en baisse de 40% (avec un impact encore mesuré sur les prix, cette seconde étape prenant généralement de 6 à 10 mois pour se matérialiser), que les volumes de transaction sont en chute libre, en Angleterre comme en Espagne (la baisse des prix étant encore, proportionnellement limitée, la seconde phase toujours, qui arrive avec retard, les vendeurs mettant plusieurs mois avant d'accepter de baisser les prix demandés), peut-on imaginer que de tels scénarios épargneront le marché français, qui, il est vrai, a sans doute connu moins d'exagération que ces autres pays ?

Focus espagnol

L'Espagne semble, il est vrai, plus vulnérable qu'aucun autre pays d'Europe de l'Ouest au resserrement du crédit qui touche les marchés mondiaux. Une proportion importante de la croissance locale a été bâtie sur le secteur de la construction. Trop d'argent a été emprunté pour financer ce boom. Cette "orgie" espagnole provient d'un enrichissement immédiat à crédit. Dans le passé, une dévaluation de la peseta ou une hausse brutale des taux constituaient des soupapes de secours. Mais avec l'arrivée de l'euro, le pays a eu accès à d'énormes réserves d'argent frais, bénéficiant de taux d'intérêt bas et stables - et sans risque de change. Madrid s'est fixé un

excédent budgétaire et s'y est tenu, mais le secteur privé a bu jusqu'à plus soif et la dette des sociétés immobilières a été multipliée par neuf depuis 2000 et, de façon stupéfiante, a représenté au premier trimestre 2007 un tiers de la dette publique nationale. L'Espagne est un pays devenu un chantier (endetté). Or les demandes de permis de construire se sont effondrées et le chômage commence à monter. Les coûts du boom immobilier, eux, sont toujours là. L'inflation a atteint +4,3% en décembre 2007. Le déficit des comptes courants a quadruplé en quatre ans, pour atteindre, en 2007, le chiffre colossal de 8,8 % du PIB. Ce désordre est un classique. En rejoignant la zone euro, le pays a profité d'avantages sans en payer le prix. Maintenant, on voit mal comment l'économie peut se rééquilibrer sans un ralentissement prolongé ou une récession. Il est tout aussi dur d'imaginer que les banques locales puissent s'en sortir sans essuyer de fortes pertes.

En conséquence, il paraît difficile, sans crier au loup ni attendre une chute brutale, au marché français de ne pas suivre la tendance qui commence à se dessiner en Amérique du Nord et en Europe (nous rappellerons néanmoins les conclusions mentionnées dans ces colonnes sur l'immobilier haut de gamme à Paris et dans les grandes métropoles, micro marché qui devrait en revanche se maintenir dans la mesure où il s'agit d'un marché de pénurie, contrairement aux autres grandes capitales qui construisent).

Enfin, et pour conclure, une simple réflexion de bon sens : les prix de l'immobilier, en France comme ailleurs, pourront-ils durablement afficher un écart important avec la capacité d'achat des ménages (les revendications sur le pouvoir d'achat partout en Europe ne sont pas que des slogans syndicaux), à un moment de plus, où les conditions de crédit se resserrent après une longue période de taux bas d'une part, et surtout d'allongement de la durée d'emprunt (durée moyenne passée en France à 21,5 ans, mais qui peut aller, dans certains pays, en particulier en Espagne, jusqu'à 50 ans !).

MARCHES FINANCIERS

Crise, krach, ...et puis ?

Nous parlons d'effets de dominos dans notre précédente lettre avec l'éclatement d'une bulle qui se propagerait à un certain nombre d'autres secteurs. Nous y sommes !

En effet, l'économie mondiale et la finance sont déboussolées.

Aujourd'hui, les banques provisionnent à tour de bras, les « monoliners » ou encore « réhausseurs de crédit » (compagnies spécifiques qui garantissent les crédits) sont au cœur des incertitudes, fragiles et incapables de faire face à une dégradation un peu sérieuse des conditions économiques : ils assurent en effet près de

\$3300 milliards de crédit avec seulement \$22 milliards de capitaux propres...

Par ailleurs, les anticipations de croissance sont revues à la baisse, le fameux « découplage » entre les économies émergentes et occidentales ne semble plus si évident et est désormais sujet à controverse.

Croissances mondiale et régionale

Si la croissance mondiale restera relativement soutenue au cours de l'année 2008, bien qu'inférieure à celle de 2007, elle sera plus que jamais tirée par les pays émergents, les anticipations de croissance dans les pays occidentaux étant révisées à la baisse (1.3% pour les Etats-Unis selon les dernières estimations, et inférieure à 2% en Europe).

Récession aux Etats-Unis ?

Aux Etats-Unis, les indicateurs d'activité, médiocres sans pour autant être catastrophiques, pèsent sur la confiance des investisseurs. Les dernières statistiques de l'emploi sont également peu favorables. Par ailleurs, le secteur de l'investissement résidentiel affiche une forte contraction. Il faut cependant mettre en parallèle les résultats des entreprises qui, hors financières, ressortent en hausse par rapport au 4^e trimestre 2006.

Cependant, le débat sur la récession américaine est partiellement erroné puisque cette situation ne pourra être vérifiée qu'à posteriori. Mais c'est surtout la durée et la profondeur de l'affaiblissement de l'économie US qui sont au cœur des inquiétudes ...

Les autorités américaines ont affiché une forte volonté à contenir la crise et à tout faire pour relancer la croissance par un plan prévoyant un plan de relance qui permettra d'injecter 168 milliards de dollars en deux ans dans l'économie américaine. Ce plan prévoit de généreuses remises d'impôts pour quelque 130 millions de personnes.

En Europe

Le ralentissement américain commence à faire sentir ses effets. Comme prévu, la croissance de la zone euro a fortement décéléré fin 2007. Elle a baissé de moitié entre le troisième et le quatrième trimestre, passant de 0,8 % à 0,4 %. Ce coup de frein, très marqué en France et en Allemagne, risque de se prolonger au cours de l'année 2008. La consommation est au cœur des incertitudes et le sentiment des ménages Français et Allemands peu flatteur. Les exportations ont fléchi et les entreprises ont écoulé leurs stocks.

Les piètres performances de l'Allemagne, de la France et de l'Italie sont compensées, au sein de la zone euro, par les bons chiffres enregistrés, fin 2007, aux Pays-Bas, en Autriche et au Portugal, ce dernier ayant connu sa plus forte croissance (1,9 %) depuis 2001. L'Espagne a également surpris avec un rebond d'activité au dernier trimestre 2007 (0,8 %), peu cohérent avec les derniers chiffres de la production ou ceux des ventes de détail. Après une croissance de 3,8 % en 2007, l'Espagne, en proie à une crise immobilière et à une restriction du crédit, devrait voir son activité décélérer.

Les banques centrales

La FED a agit de façon massive. Ben Bernanke a baissé les taux de 1.25% en 8 jours, mouvement tout d'abord applaudi avant d'être interprété comme la reconnaissance de sérieux problèmes ...

Dans ce contexte difficile, un durcissement monétaire de la BCE est peu plausible et au contraire, la plupart des analystes entrevoient une baisse des taux au second semestre 2008 voire avant la fin du premier. Cependant, le président Trichet reste extrêmement vigilant vis-à-vis de l'inflation...

Conséquences pour le Japon

La spirale déflationniste dans laquelle le Japon était confiné depuis plusieurs années semble s'être inversée récemment avec des prix qui repartent à la hausse. Par ailleurs, les entreprises japonaises a publié les résultats au 3^e trimestre de l'exercice qui s'avèrent assez favorables, le 4^{ème} étant souvent positif avec la clôture de l'exercice fiscal (fin mars).

Conséquences pour les marchés émergents

L'Inde et les autres économies émergentes pourraient ne pas être totalement à l'abri des conséquences de la crise financière. Ces économies devraient en subir les conséquences, « plus tôt que tard » a souligné le président du FMI. Les pays émergents doivent se montrer prêts à réduire leurs taux d'intérêts et prévoir des mesures de relance budgétaire...

Cependant, la croissance y est largement alimentée par la demande intérieure (investissement et consommation des ménages). De plus, la croissance Sud/Sud alimente le développement de ces pays. En revanche, gare à l'inflation, comme en Chine où l'indice des prix a connu sa plus forte augmentation depuis 11 ans.

Conséquences pour les matières premières

Après avoir atteint les 100 dollars début janvier, et malgré une nouvelle envolée en février, les prix du brut pourraient connaître une "certaine détente" en 2008, en raison d'une hausse de la production mondiale, conséquence de projets de nouveaux forages au cours des dernières années. Par ailleurs, dans un marché tiré par la demande, et même si la croissance des émergents sera toujours source de tensions, le ralentissement mondial attendu devrait peser sur les prix. Les cours des matières premières agricoles (soft commodities) – blé, riz, soja, maïs – continuent de flamber. Faiblesse des réserves mondiales, croissance démographique et économique, changement d'habitudes alimentaires, essor des biocarburants et aléas climatiques sont une multitude de facteurs qui continuent de tirer les prix vers le haut.

Conséquences pour les marchés taux et devises

Si le dollar a fortement glissé au second semestre 2007, il s'est légèrement repris depuis ses plus bas de novembre (1.4966) et ce malgré les baisses des taux de la FED. Dès lors, à moins de statistiques très nettement meilleures en Europe ou bien pires aux Etats-Unis, il existe une certaine pression à la baisse de l'euro. De

plus, les observateurs tablent sur une baisse des taux de la BCE avant la fin de l'année...

De son côté, le yen s'est renforcé en ce début d'année. En effet, l'approche de la fin de l'exercice fiscal au Japon provoque traditionnellement un rapatriement de JPY ayant pour conséquence une appréciation de la devise. Dans un environnement de marché difficile, les levées d'opérations de carry trade ont également contribué à ce phénomène. Les investisseurs pourraient ne plus être tentés de reprendre leurs opérations de portage de devise à court terme et le yen pourrait se stabiliser.

Enfin la livre Sterling touchait récemment son plus bas niveau depuis la création de l'euro, sur fond de possible baisse des taux de la BoE, d'une situation de plus en plus précaire du marché du crédit (prémices d'une crise immobilière ?), en forte croissance ces dernières années et enfin de la nationalisation de la banque Northern Rock, proche de la faillite depuis l'été.

Conséquences pour l'investissement : La prudence reste de mise...

La plupart des gérants recommandent encore la prudence, la situation jusqu'à la fin du premier semestre et à fortiori sur l'année 2008 étant difficilement prévisible, et anticipent une forte nervosité des marchés financiers.

Les marchés actions font face à une extrême volatilité et les mouvements de décembre et de janvier (avec des baisses de marché pouvant être supérieures à 15 % sur le mois pour certains indices) ont pu laisser entrevoir une crise psychologique et des mouvements de panique.

Le marché action, qui devrait rester porteur à moyen terme, apparaît ainsi relativement peu cher au regard des perspectives de résultats (même révisées à la baisse et hors secteur financier).

Il faut cependant, dans l'environnement actuel, s'éloigner des petites et moyennes capitalisations sur lesquelles

l'impact de la crise est difficilement mesurable. Le marché US s'avère à nouveau le plus défensif, comme toujours en périodes troublées, et on peut être envisager, pour les plus audacieux, de revenir sur le Japon.

L'or, même s'il a touché en valeur nominale des points hauts historiques au mois de janvier, est à nouveau sérieusement pris en considération par nombre de gérants avec des perspectives de hausse encore importantes (voir plus haut).

D'autre part, les thématiques Moyen Orient / Afrique (déjà mentionnées), produits agricoles ou encore la Russie, qui vient de mettre en place une réforme de l'utilisation de ses réserves de change, semblent offrir des perspectives positives et de réelles capacités de décorrelation par rapport aux marchés traditionnels.

Enfin, comme nous l'avons si souvent évoqué dans nos précédentes Lettres, les classes alternatives, Hedge Funds (qui furent les grands gagnants de l'année 2007 affichant des performances largement positives face à un indice actions monde € négatif et des produits de taux quasiment étals), absolute return et produits structurés (ces derniers ayant par ailleurs fortement bénéficié de la hausse de la volatilité, même si les baisses de ces derniers mois n'ont pas été sans impact sur leurs cours instantanés et ont pu avoir des conséquences sur les garanties en capital à terme), peuvent accentuer la décorrelation des portefeuilles tout en offrant des perspectives de rendement attrayantes.

Une fois encore, la sélection des supports d'investissement, l'allocation et la capacité de maîtrise du risque et de création de valeur (alpha) feront la différence...

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

Conseiller en Investissements Financiers
Enregistré sous le N° D003807 auprès de la CNCIF
Association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers

www.financiere-mj.com
info@financiere-mj.com

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