N °115

LA LETTRE ÉCO
DE THOMAS VENDÔME INVESTMENT

HORIZON FRANCE **02**
Une langueur printanière *02*

HORIZON CONJONCTURE **05**
les stigmates de la crise de 2008 s'effacent à la vitesse de l'escargot *05*

HORIZONS EXTÉRIEURS **08**
La Russie, après la Coupe du Monde, le retour aux fondamentaux ! *08*

HORIZON FINANCE **11**
Le dollar, une monnaie qui a de la ressource ! *11*

TOUR D'HORIZON **13**
le protectionnisme, pour, contre, bien au contraire *13*

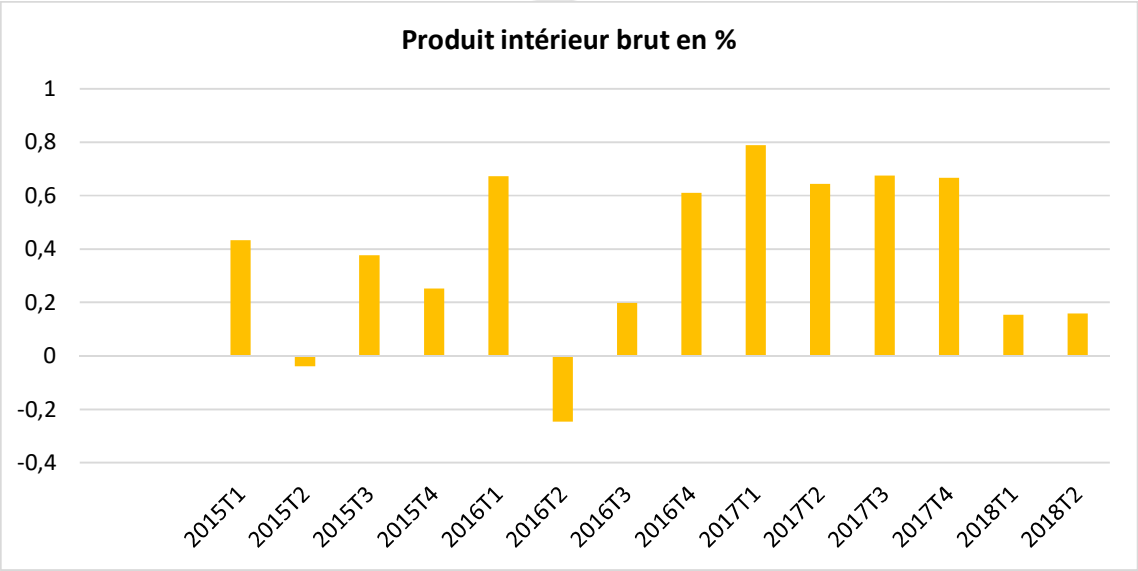
POINTS DE REPÈRE **21**
Le financement des entreprises passe toujours par le crédit *21*

LES STATISTIQUES DE TVI **22**
Tableau de bord des marchés financiers du mois de juillet 2018 ..... *23*

HORIZON FRANCE

UNE LANGUEUR PRINTANIERE

Au 2ème trimestre comme au 1er, l'économie française n'a enregistré qu'une croissance de 0,2 %. Ce résultat décevant confirme la rupture intervenue par rapport à la fin de l'année 2017. La croissance « en mode petit train de sénateur du 2e trimestre » a été freinée par les grèves et par l'accumulation des jours fériés au mois de mai. L'économie française est également gênée par des goulots d'étranglement liés à l'insuffisance de l'investissement de ces dernières années et par les difficultés que rencontrent les entreprises pour recruter. Par ailleurs, la hausse des prélèvements obligatoires et la remontée de l'inflation érodent le pouvoir d'achat des ménages, ce qui entraîne une baisse de la consommation. Mais cette stagnation semble dépasser la France et concerne l'ensemble de la zone euro. La hausse des prix du pétrole a un impact sur tous les pays européens en réduisant le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises.



Source : INSEE

La consommation en panne

Les dépenses de consommation des ménages en France ont diminué de 0,1 % après une hausse de 0,2 % au 1er trimestre.

L'investissement des entreprises répond présent

L'investissement continue de croître, ce qui est encourageant pour la croissance des prochains trimestres. La formation brute de capital fixe (FBCF) a connu une progression de 0,7 % après +0,1 %. Ce bon résultat repose sur

l'accélération de l'investissement des entreprises (+1,1 % après +0,1 %). Après une forte progression en 2017, l'investissement des ménages s'est contracté de 0,1 % après un gain de 0,2 % au 1er trimestre. La hausse des prix de l'immobilier commencerait peut-être à dissuader certains ménages à investir.

Au total, la demande intérieure finale hors stocks contribue autant à la croissance qu'au 1er trimestre (+0,2 point).

Le commerce extérieur, le talon d'Achille de l'économie française

Le commerce extérieur a pesé négativement sur la croissance. Sa contribution a été de -0,3 point après une contribution nulle au 1er trimestre. Les importations ont connu une forte hausse, soit +1,7 % après −0,3 %, quand les exportations n'ont augmenté que de 0,6 % après −0,4 %. Ce mauvais résultat témoigne de la restauration incomplète de la compétitivité de l'économie française.

Les stocks jouent positivement

À l'inverse, les variations de stocks ont contribué positivement à la croissance (+0,3 point après 0,0 point).

L'objectif des 2 % de croissance s'éloigne

Avec ce deuxième trimestre de croissance à 0,2 %, l'objectif de 2 % de croissance annuelle fixé par le Gouvernement semble difficile à atteindre malgré l'acquis de 2017. Si une amélioration est attendue au second semestre, la croissance annuelle devrait se situer autour de 1,7 %. L'amélioration sera concentrée sur le dernier trimestre avec le second volet de baisse des cotisations salariales, contrepartie de la hausse de la CSG, et la réduction de la taxe d'habitation. En revanche, la diminution des créations d'emploi devrait jouer négativement sur la croissance.

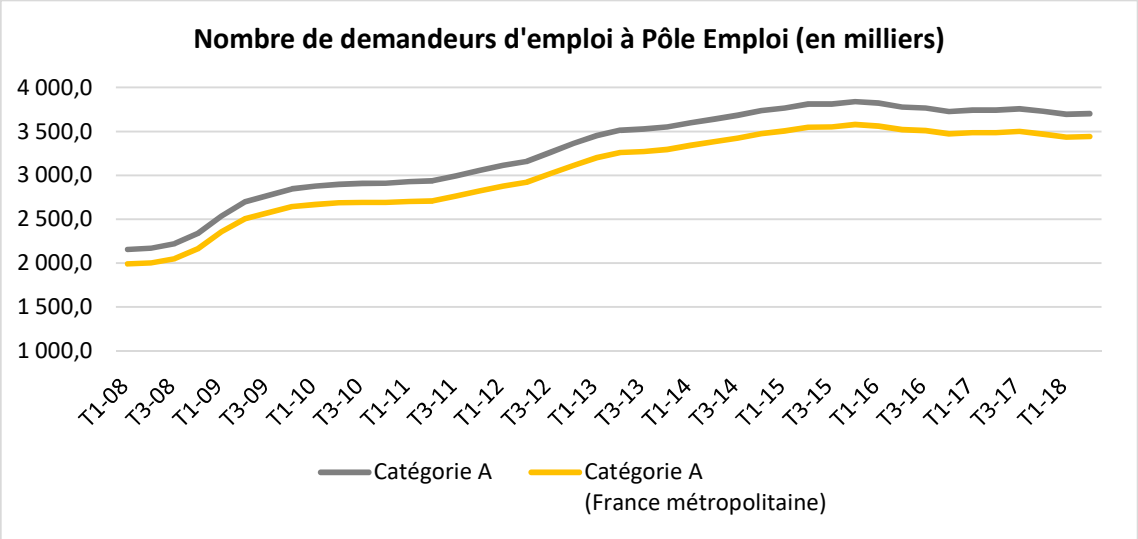
Au niveau international, les menaces de guerre commerciale pourraient peser sur les échanges extérieurs. Par ailleurs, la croissance britannique devrait être fortement bridée par les incertitudes sur la conclusion d'un éventuel accord avec l'Union européenne. Or, le ralentissement du Royaume-Uni est une mauvaise nouvelle pour la France car ce pays est l'un des meilleurs clients de la France.

Un emploi étale

Le ralentissement économique constaté depuis le début de l'année explique que la baisse du nombre de demandeurs d'emploi se soit enrayée au cours du 2e trimestre. Mais cela n'est pas la seule explication. De plus en plus d'entreprises peinent à recruter du fait de l'absence de candidats répondant aux exigences des postes proposés. Selon une enquête de BPI, 41 % des PME disent faire face à des difficultés de recrutement, contre 34 % il y a un an. Il s'agit de la proportion la plus élevée depuis 2002. Les PME des secteurs du commerce et de la réparation automobile (53 %), des biens intermédiaires (48 %) et d'équipement (49 %) et des transports (48 %) sont les plus affectées par ces difficultés.

En France métropolitaine, le nombre de demandeurs d'emplois sans activité (catégorie A) a augmenté de 4 600 pour atteindre 3,43 millions en moyenne au 2e trimestre, alors qu'il avait baissé d'un

peu plus de 33 000 sur les trois premiers mois de l'année. Sur un an, le recul est de 44 900. Toujours, en moyenne au deuxième trimestre 2018, en France métropolitaine, le nombre de personnes inscrites à Pôle emploi, toutes catégories confondues (catégories A, B, C), s'établit à 5 627 900 en hausse de 0,1 % sur un trimestre et de 1,4 %. Par ailleurs, avec l'amélioration de la conjoncture constatée en fin d'année dernière, des personnes qui avaient renoncé à chercher un emploi seraient revenues sur le marché du travail durant le premier semestre 2018.



Source : DARES

L'Insee prévoit toujours un taux de chômage de 8,8 % en fin d'année, soit une baisse de 0,2 point par rapport à la fin d'année dernière portée par des créations d'emplois toujours nombreuses.

Le Gouvernement se voit contraint de revoir ses prévisions de croissance à la baisse. Cette dernière ne devrait pas excéder 1,8 %. Avec un tel résultat, la résolution de l'équation budgétaire se complique. En effet, l'exécutif devra financer l'exonération de la taxe d'habitation ainsi que des promesses réalisées en particulier en faveur de la défense. Ces marges de manœuvre seront d'autant plus faibles que 2019 sera marquée par l'intégration du CICE dans les dispositifs d'exonération des charges sociales. Du fait des règles de décalage d'un à trois ans en vigueur pour le CICE, son coût sera, en base annuelle, accru en 2019 et en 2020.

HORIZON CONJONCTURE

LES STIGMATES DE LA CRISE DE 2008 S'EFFACENT A LA VITESSE DE L'ESCARGOT

En 2017, pour la première fois, le nombre d'actifs occupés au sein des pays de l'OCDE dépasse celui de 2008, avant la crise. Le taux d'emploi des 15-74 ans s'élevait ainsi à 61,7 % à la fin de l'année dernière. Ce taux pourrait atteindre 62,1 % d'ici à la fin de l'année 2018 et 62,5 % au quatrième trimestre 2019. La situation s'est nettement améliorée pour les salariés appartenant aux catégories les plus modestes, les jeunes et les immigrés.

Dans la grande majorité des pays de l'OCDE, le taux de chômage se situe en deçà, ou presque, du taux constaté avant la crise. La Grèce, l'Italie, l'Espagne et la France constituent en la matière des exceptions. Les entreprises dans de nombreux pays éprouvent des difficultés à recruter. Les offres d'emploi ont également atteint un niveau record au Japon, dans la zone euro, aux États-Unis et en Australie.

Selon les prévisions, le taux de chômage observé à l'échelle de l'OCDE devrait rester orienté à la baisse, pour s'établir à 5,3 % fin 2018 puis à 5,1 % fin 2019. L'OCDE souligne que le mouvement en cours de création d'emplois s'accompagne d'une montée de la précarité. Le taux de pauvreté parmi la population en âge de travailler est passé de 9,6 à 10,6 % de 2005 à 2015.

L'apparition de goulot d'étranglement sur le marché du travail n'entraîne pas une augmentation des salaires. La croissance de ces derniers reste beaucoup plus morose qu'avant la crise financière. Fin 2017, la croissance des salaires nominaux dans la zone OCDE était en effet inférieure de moitié à ce qu'elle était 10 ans auparavant. En 2007, avec un taux de chômage comparable à celui enregistré actuellement, la croissance moyenne des salaires nominaux était quant à elle de 5,8 % contre 3,2 % au 4ème trimestre 2017. La stagnation des salaires concerne en particulier les travailleurs faiblement rémunérés.

La stagnation des salaires tient à plusieurs facteurs, notamment au faible niveau de l'inflation et au ralentissement marqué de la productivité, ainsi qu'à l'accroissement des emplois à bas salaire. La désindustrialisation et la diminution des effectifs des syndicats contribuent également à une moindre progression des salaires. L'OCDE met également en avant la réduction de la couverture chômage au sein de plusieurs pays membres. Moins d'un demandeur d'emploi sur trois en moyenne perçoit des indemnités de chômage, ce qui les conduit à accepter des emplois faiblement rémunérés.

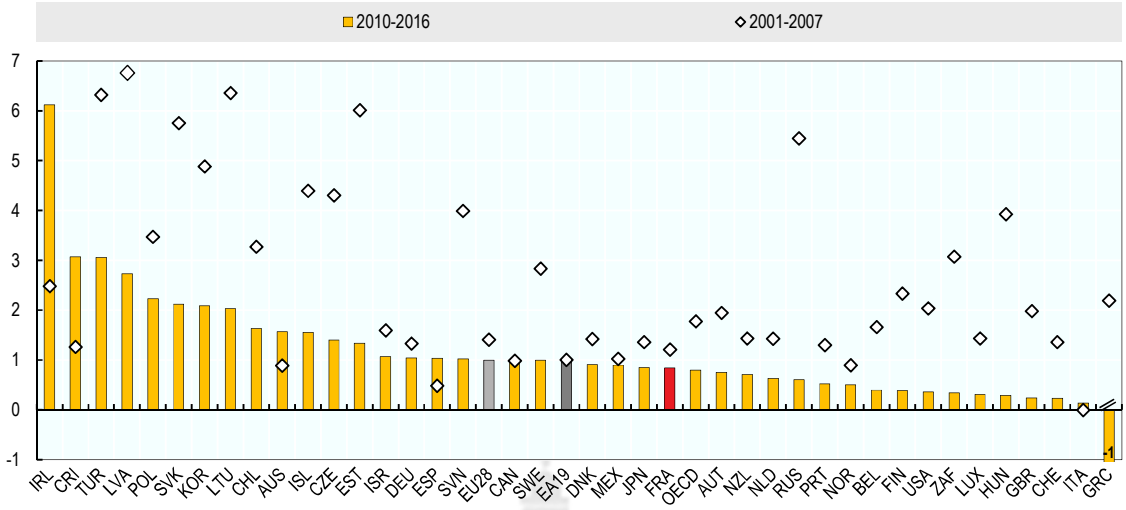
Les faibles gains de productivité sont donc jugés responsables de la stagnation des salaires. Ces faibles gains sont la conséquence de la tertiarisation des activités économiques et de la polarisation des emplois (plus d'emplois à faible qualification, nombre limité des emplois à très forte qualification et diminution des emplois à qualification moyenne). La majorité des emplois sont créés dans des secteurs peu productifs, ce qui a un effet négatif sur la productivité et la croissance.

Mais, selon l'OCDE, la baisse de la productivité serait un phénomène plus large. En effet, dans la dernière édition de son rapport « *Compendium of Productivity Indicators* », l'organisation internationale indique que le ralentissement de la croissance de la productivité du travail (cette dernière mesurée à partir de la valeur ajoutée brute par heure travaillée) touche particulièrement le secteur manufacturier, tant au niveau des activités de haute technologie comme l'informatique et l'électronique que de celles qui nécessitent un niveau de qualification moindre.

Les salaires réels (corrigés de l'inflation) ont reculé entre 2010 et 2016 en Espagne, au Royaume-Uni et au Portugal. Depuis plusieurs années, la part des revenus tirés de l'activité économique allant à la main-d'œuvre sous forme de salaires recule dans la plupart des pays, de manière plus particulièrement marquée en Irlande, en Pologne, au Portugal, en Hongrie, en Israël et au Mexique. Dans certains pays, comme l'Allemagne et les États-Unis, les salaires réels ont amorcé un redressement ces dernières années, parallèlement à la croissance de la productivité du travail, qui reste néanmoins faible. Pour autant, dans un tiers des secteurs industriels en Allemagne et aux États-Unis, la progression des salaires était inférieure à la croissance de la productivité du travail.

La reprise de l'investissement et la formation constituent, selon l'OCDE, les deux moyens pour contrarier le mouvement de baisse des gains de productivité et de stagnation des salaires. Si les dépenses en capital ont été en augmentation l'année dernière, elles restaient inférieures au niveau d'avant la crise dans de nombreux pays de l'OCDE. Cette dernière estime que la productivité tient davantage à la qualité du travail qu'à sa quantité. Elle se caractérise par l'aptitude de l'entreprise à produire davantage en optimisant l'utilisation de ses ressources au moyen de nouvelles idées, d'innovations technologiques et de changements organisationnels. Depuis plusieurs années, les entreprises tentent de s'approprier les techniques liées au digital. Mais leur diffusion apparait plus complexe que prévu au sein des secteurs traditionnels. Sur des marchés ultra-concurrentiels, la rentabilisation des investissements est moins élevée que par le passé. Par ailleurs, l'aversion aux risques de la part des investisseurs a eu tendance à augmenter depuis la crise.

Évolution de la productivité horaire au sein des pays de l'OCDE en %



Source : OCDE

Les bonnes recettes en matière de lutte contre le chômage

Sur la période 2002/2017, les pays de l'OCDE avec des taux d'emploi (15-54 ans) supérieur à 67 % sont la Suède, le Danemark, les Pays-Bas, la Nouvelle Zélande, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Finlande, le Japon, l'Australie et le Canada. Parmi les pays ayant un taux d'emploi inférieur à 65 % figurent l'Italie, la Grèce, la France, l'Espagne et la Belgique. À l'exception des États-Unis, les pays à fort taux d'emploi sont ceux ayant les meilleurs résultats à l'enquête sur les compétences de la population active (mesurées par l'enquête PIAAC de l'OCDE). Cette corrélation existe de manière marquée pour les jeunes. Les pays bien classés à l'enquête PISA sur les compétences des moins de 25 ans sont, en règle générale, ceux qui ont les meilleurs taux d'emploi.

La protection de l'emploi est négativement corrélée au taux d'emploi pour toutes les classes d'âge ; le taux d'emploi et le poids de l'emploi temporaire ne sont pas corrélés. Par ailleurs, les pays qui ont réussi à maintenir ou à améliorer sensiblement le taux d'emploi des seniors (plus de 55 ans) se caractérisent également par un faible taux de chômage.

De ce fait, au regard des situations prévalant chez les partenaires de l'OCDE, un taux d'emploi élevé et un faible taux de chômage supposent une montée en gamme des compétences de tous les actifs, une protection faible de l'emploi et une société ouverte à l'emploi des seniors. Les pays réalisant un important effort de recherche, gage d'un positionnement sur le haut de gamme (Europe du Nord, Corée du Sud ou Japon) sont ceux qui sont les mieux placés sur le terrain de l'emploi et des rémunérations salariales.

HORIZONS EXTÉRIEURS

LA RUSSIE, APRES LA COUPE DU MONDE, LE RETOUR AUX FONDAMENTAUX !

La Russie a réussi sa coupe de monde en confirmant sa capacité d'organisation de grands évènements. Aucun incident majeur ne s'est produit et les matchs se sont déroulés dans de bonnes conditions.

Le pays a, en outre, pu compter sur son équipe nationale qui a tenu son rang, éliminée aux tirs au but en quart de finale par la Croatie, le futur finaliste. Durant la coupe du monde, la Russie a tempéré sa politique extérieure. Le Président russe a simplement profité de l'évènement pour annoncer le report de l'âge de départ à la retraite de 60 à 63 ans.

La Russie était sortie de la récession au cours du deuxième semestre 2016, le taux de croissance redevenant positif en 2017 (+1,5 %), après avoir été négatif en 2015 et 2016 (respectivement -2,8 % et -0,2 %).

La récession de 2015/2016 n'a pas provoqué une dégradation des finances publiques. Le déficit public a atteint un sommet en 2016 à -3,7 % du PIB. En 2017, il s'est contracté à -2,2 % du PIB. Pour 2018, il devrait se situer entre 1 et 2 %. La dette des administrations publiques demeure en-dessous de la barre des 20 % du PIB. En 2017, le déficit a été couvert à 55 % par des prélèvements sur le fonds de réserve, à 35 % par des prélèvements sur le fond de richesse nationale et pour le reste grâce aux privatisations. Le fonds de réserves sera épuisé à la fin de l'année. Depuis 2017, l'État russe bénéficie du surcroît de recettes généré par la hausse des cours du pétrole, +29 % en un an. Le principal poste de dépense publique reste les retraites (6 % du PIB). Le budget de la défense est en retrait à 4 % du PIB, néanmoins il est plus de deux fois plus élevé qu'en France. La dette publique est contenue en dessous des 20 % du PIB. Depuis 2015, malgré la récession, elle n'a progressé que de 2 points de PIB.

L'activité économique a rebondi au premier trimestre 2018 et les perspectives de croissance restent bien orientées. La consommation des ménages devrait soutenir l'activité au second semestre, favorisée par la hausse des revenus réels. Toutefois, les pressions inflationnistes pourraient se renforcer conjointement à la dépréciation du rouble et aux perspectives de hausse de la TVA de deux points de pourcentage en janvier 2019. Le relèvement progressif de l'âge de départ à la retraite, à partir de 2019, devrait permettre de palier une partie des contraintes structurelles qui pèsent sur la croissance potentielle en augmentant la part de la population active dans l'économie et en réduisant les dépenses consacrées au financement du déficit du fonds de retraites.

Sur le chemin de la croissance grâce au pétrole

Au cours du premier trimestre 2018, l'économie russe a enregistré une croissance de 3,2 % par rapport au trimestre précédent (en rythme annualisé), portant la progression sur un an du PIB réel à +1,3 %. Cette accélération de la croissance repose

sur la bonne tenue de la consommation des ménages favorisée par la forte hausse du revenu réel disponible (+5,7 % en avril). Le revenu des ménages est en hausse en raison de l'augmentation des traitements des fonctionnaires et de la décrue de l'inflation. La situation de l'emploi s'est améliorée au cours du 1er trimestre, le taux de chômage revenant en dessous de 5 % (4,8 % en avril). Les investissements ont profité de la progression des crédits au secteur privé (+ 14,8 % en avril).

Les experts économiques russes s'attendent à un bon second semestre. La croissance resterait portée par la consommation des ménages dans un contexte d'augmentation des revenus pétroliers. La Russie a défendu au cours du mois de juin l'idée d'un relèvement des plafonds de production pour bénéficier de l'appréciation du cours du baril et pour compenser le retrait de l'Iran du marché du pétrole. La Russie n'avait pas complètement respecté l'accord signé avec l'OPEP de régulation de l'offre de pétrole. En effet, elle devait restreindre sa production de 300 000 barils/jour mais dans les faits, la baisse n'a été que de 262 000 b/j.

Le budget de la Russie est à nouveau en excédent. Fin mai, il dépassait 1,2 % du PIB contre un déficit de 1,7 % du PIB un an plus tôt. Hors pétrole et gaz, le déficit du gouvernement fédéral est estimé à 7,1 % du PIB (en baisse de 9,7 % par rapport à la même période l'année dernière). Cette amélioration est imputable à l'accroissement des recettes pétrolières et gazières. Sur les cinq premiers mois de l'année, la part des recettes pétrolières et gazières s'est élevée à 45,9 % des recettes totales. Grâce au retour des excédents, le Gouvernement renforce le fonds de richesse national. Il a acquis au cours des cinq premiers mois de l'année plus de 20 milliards de dollars d'actifs contre 14 milliards de dollars en 2017.

Report de l'âge légal de départ à la retraite et hausse de la TVA

Juste après l'élection présidentielle, le Gouvernement a annoncé plusieurs mesures visant à conforter l'assainissement des finances publiques. Pour accroître les dépenses d'investissement, il a décidé de relever le taux de TVA en 2019 de 18 à 20 % générant une augmentation des recettes publiques de 0,7 % du PIB. Par ailleurs, le Gouvernement a proposé au Parlement de relever progressivement, à partir de 2019, l'âge de départ à la retraite de 60 à 65 ans pour les hommes d'ici 2028 et de 55 à 63 ans pour les femmes d'ici 2034. Une telle réforme permettrait non seulement de réduire le déficit du fonds de retraite mais aussi de réduire les tensions sur le marché du travail en augmentant le nombre d'actifs et ainsi d'accroître la croissance potentielle. La proposition de reporter l'âge de départ à la retraite se fonde sur les dernières prévisions démographiques. La population en âge de travailler baisserait de 5 % d'ici 2024 pour atteindre 79 millions (56 % de la population). En cas de relèvement progressif, dès 2019, de l'âge de départ à la retraite, le nombre d'actifs pourrait augmenter de plus de 20 millions (65 % de la population). Le ratio du nombre de retraités par celui de l'ensemble de la population passerait de 28,5 à 19,6 %. En 2017, le déficit du fonds de retraite était de 4,2 % du PIB avec des dépenses s'élevant à 9 % du PIB (14 % en France). En 2017, les contributions sociales ne représentaient que 4,9 % du PIB, l'écart étant financé par le gouvernement fédéral. Sans réforme,

selon la Banque mondiale le coût des retraites supporté par le Gouvernement pourrait atteindre, d'ici 2050, près de 9 % du PIB si le statuquo prévalait.

Grâce à l'augmentation du prix du pétrole, la balance commerciale de la Russie dégage un excédent en forte croissance, +29 % sur le premier trimestre par rapport à l'année dernière. Sur les cinq premiers mois de l'année, les réserves de change ont augmenté de 20 milliards de dollars pour atteindre plus de 376 milliards de dollars à fin mai, soit un niveau très confortable pour faire face au remboursement des dettes à horizon des douze prochains.

Les effets limités des sanctions américaines et européennes

Les annonces des sanctions ou leur renouvellement ont créé des turbulences au niveau financier mais celles-ci s'estompent assez rapidement. L'économie est faiblement pénalisée au niveau de la croissance. Le 6 avril dernier, les États-Unis ont décidé de geler tous les actifs de sept oligarques russes, de leurs douze entreprises et de dix-sept membres du Gouvernement ont été gelés. Il a été interdit à toute personne physique et morale américaine de réaliser toute opération avec ces entités. Si les entreprises russes sanctionnées peuvent rencontrer des difficultés à faire face à leurs remboursements de dette en dollars, la banque centrale dispose de liquidités suffisantes pour leur venir en aide. Le ministère des Finances a prévu l'ouverture d'une ligne de crédit via Promzvyazbank.

La Russie doit poursuivre son effort en matière d'investissement afin de rendre son appareil productif plus compétitif. Les embargos freinent cet effort mais ne l'ont pas interrompu. La Russie a développé des liens économiques plus importants avec les pays émergents d'Asie et de l'Amérique Latine.

Le pays est toujours mu par la crainte de l'encerclement d'où une politique étrangère assez volontariste vis-à-vis des pays d'Europe centrale n'ayant pas de contentieux territoriaux avec lui. Les relations avec la République tchèque, la Hongrie ou la Bulgarie se développent. Il en est de même avec plusieurs pays d'Europe du Sud frondeurs face à l'axe franco-allemand, l'Italie en particulier. Vladimir Poutine considère que l'OTAN voire l'Union européenne sont des instruments dirigés contre la Russie ; de ce fait leur affaiblissement est jugé utile aux intérêts russes. Il est en cela assez proche des positions de Donald Trump. Comme ce dernier, il est très réservé face au multilatéralisme.

HORIZON FINANCE

LE DOLLAR, UNE MONNAIE QUI A DE LA RESSOURCE !

Les tweets du Président des États-Unis, la guerre commerciale que ce dernier a engagée avec la Chine et l'Europe, le possible creusement du déficit et la fin de cycle économique maintes fois annoncée sont censés jouer en défaveur du dollar. Or, depuis l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, la monnaie américaine a tendance à s'apprécier par rapport à l'ensemble des monnaies.

Les facteurs traditionnels de dépréciation sont donc, pour le moment, inopérants. Le plein emploi en favorisant la demande intérieure contribue à l'accroissement du déficit commercial. Ce déficit est également alimenté par la politique budgétaire expansionniste de l'exécutif. La dégradation du solde commercial devrait amener logiquement une détérioration du taux de change. Cette année, le déficit commercial pourrait atteindre 600 milliards de dollars. Certes, les mesures protectionnistes pourraient atténuer ce déficit mais leur effet pourrait être inverse à celui recherché car l'élasticité des importations en volume vis-à-vis de leur prix est faible. Même si les prix augmentent en raison de la majoration des droits de douane, les Américains continueront à importer par absence de produits de substitution.

Par son caractère déséquilibré, la politique budgétaire et fiscale devrait provoquer une dépréciation de la devise américaine. Le déficit public devrait être cette année de 5 % du PIB. Les mesures relatives au rapatriement des profits détenus à l'étranger sont transitoires quand la baisse des impôts ne l'est pas. Le déficit et donc la dette publique ne peuvent qu'augmenter.

Le ralentissement de la croissance est attendu à partir de 2019, ce qui pourrait ralentir la politique de normalisation des taux d'intérêt par la banque centrale, politique qui est, par ailleurs, contestée par Donald Trump.

L'appréciation du dollar est liée à la hausse des taux d'intérêt dont la progression est plus vive que prévu. En outre, les autres grandes banques centrales n'ont pas relevé à due concurrence leurs taux directeurs, ce qui conduit à accroître l'écart avec les taux américains. La politique monétaire de la FED a donc comme conséquence d'attirer les capitaux en obligations vers les États-Unis.

Au-delà de son caractère pernicieux à terme, la réforme fiscale contribue à augmenter le volume de capitaux souhaitant s'investir aux États-Unis. La baisse de la taxation des profits, les incitations au rapatriement de profits détenus à l'étranger rendent attrayants le marché des actions américaines. Cet effet devrait s'estomper dans le courant de l'année 2018.

Compte tenu du caractère transitoire des facteurs jouant en faveur de l'appréciation du dollar, celle-ci ne devrait pas perdurer au-delà de 2018. La fin de la politique monétaire non conventionnelle au sein de la zone euro, à partir de 2019, devrait entraîner un ajustement sur le marché des changes. La monnaie européenne

devrait se valoriser en raison de l'importance des excédents commerciaux de la croissance et d'une croissance supérieure à celle des États-Unis. Néanmoins, les problèmes internes à l'Union européenne (Brexit, Italie, etc.) pourraient freiner l'appréciation de l'euro.

TOUR D'HORIZON

LE PROTECTIONNISME, POUR, CONTRE, BIEN AU CONTRAIRE

Depuis les origines du capitalisme, le débat sur le protectionnisme existe. La contestation du bienfondé du libre-échange est constante. Dans l'histoire économique de ces deux cents dernières années, il y a eu alternance entre des périodes d'ouverture des frontières et des périodes de fermeture. Toutes les grandes théories économiques ont tenté de donner une réponse sur ce sujet sans pour autant éteindre la question.

Les bienfondés de la libéralisation du commerce international ont toujours été contestés. Au XIXe siècle, l'industrie textile française souhaitait être protégée de la concurrence jugée déloyale de celle du Royaume-Uni. À maintes reprises, les agriculteurs français ont demandé des mesures de protection pour faire face aux importations en provenance de l'Europe du Sud (fruits et légumes) ou de l'Amérique latine (viande). La mondialisation a accru l'hostilité traditionnelle des Français vis-à-vis du libre-échange. Ainsi, selon un sondage Ipsos de 2017, 60 % des Français ont une mauvaise opinion de la mondialisation. Pour plus des deux tiers, la mondialisation est synonyme d'inégalités croissantes. 13 % sont favorables à une libéralisation accrue du commerce international. En revanche, 75 % réclament plus de protection pour protéger le marché intérieur.

Jusqu'au début du XVIIIe siècle, le mercantilisme domine en matière de commerce international. Les États avaient comme objectif de réduire au minimum les importations et d'accroître au maximum les exportations. Cette pratique visait à acquérir le stock le plus important de métal précieux qui était alors le juge de paix de la richesse des nations. La possibilité de commercer librement avec l'étranger était limitée à quelques villes (les ports hanséatiques par exemple). Pour contrôler le commerce international, les États créaient des grandes compagnies commerciales (Compagnie des Indes orientales et Compagnie des Indes occidentales créées par Colbert). Ces compagnies disposent d'un monopole de commerce pour certains territoires.

Le mercantilisme est contesté à la fin du XVIIIe siècle notamment par les physiocrates. Quesnay, Turgot soulignent que les États auraient tout à gagner à promouvoir le libre-échange. Au Royaume-Uni, Adam Smith avec la publication en 1776 de *« Recherche sur la nature et les causes de la richesse des Nations »* théorise les bienfaits de la libre concurrence et, par ricochet, du libre-échange pour le commerce international. La première application de ses différentes théories fut la signature du traité de commerce anglo-français de 1786 qui favorisait l'exportation des vins du bordelais. Ce traité a été critiqué pour avoir affaibli l'industrie française qui était moins compétitive que sa concurrente britannique. Les guerres napoléoniennes mirent un terme aux prémices de libre-échange. Les États-Unis qui ont conquis leur indépendance en 1776 souhaitent par ailleurs s'affranchir de l'ancienne puissance coloniale et développer leur économie

en se soustrayant à la concurrence internationale.

Le véritable théoricien du libre-échange est David Ricardo (1772 - 1823) avec sa théorie des « avantages comparatifs ». Il affirme que le commerce enrichit les deux partenaires à travers le principe de la spécialisation relative. Ce qui compte, c'est de se spécialiser non pas dans les secteurs où l'on est le meilleur mais les domaines où l'on est le moins mauvais. Le Royaume-Uni, fort de son avance économique, se fera l'avocat au cours du XIXe siècle du libre-échange. Malgré tout, cela n'interdit pas aux Communes d'adopter en 1815 un texte prévoyant une majoration des droits de douane quand les récoltes agricoles étaient bonnes. La France opta pour le libre-échange tardivement avec l'adoption en 1860 du traité de commerce avec le Royaume-Uni. De très nombreux députés s'opposèrent à ce texte le qualifiant de « nouveau coup d'État ».

Aux États-Unis, la guerre de Sécession (1861-1865) entre le Nord anti-esclavagiste et le Sud favorable au système esclavagiste est aussi une guerre entre le Nord protectionniste et le Sud libre-échangiste.

À partir des années 1880, le protectionnisme reprend des forces en raison de la succession rapide de crises économiques. L'Allemagne qui vient de réaliser son unification impose des tarifs douaniers assez élevés. La France adopte le tarif dit « de Méline » en 1892. Cette résurgence du protectionnisme freina la première mondialisation qui fut arrêtée nette avec le premier conflit mondial.

L'économiste Friedrich List met en avant qu'un État a intérêt à se protéger de la concurrence internationale quand il est en phase de décollage économique. Le marxisme estime que le libre-échange n'aboutit qu'à accroître la concurrence. Il permet au capitalisme de perdurer en favorisant la paupérisation des travailleurs.

Après la Première guerre mondiale, si les démocraties acceptèrent de libéraliser en partie les échanges tout en maintenant des liens privilégiés avec leurs colonies, la Russie soviétique opta pour un développement autarcique avec l'arrivée au pouvoir de Staline. Ce choix était tout autant lié à des considérations idéologiques que la conséquence de l'isolement diplomatique de l'URSS. La crise de 1929 marqua une véritable rupture avec des relèvements des droits de douane et le recours à des dévaluations peu coopératives. Avec l'arrivée au pouvoir de Mussolini, d'Hitler et de Franco, l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne optèrent, par ailleurs, pour un développement de plus en plus autocentré. En 1931, le Royaume-Uni abandonne le libre-échange et proclame la préférence coloniale.

1945 / 2008 : le libre-échange comme vaccin contre les errements du passé

Après la Seconde guerre mondiale, les États vainqueurs, à l'exception de la Russie, s'engagèrent dans un large processus de libéralisation des échanges, considérant que le protectionnisme avait favorisé la crise et amené la guerre. À Bretton Woods, furent instituées une organisation internationale chargée de superviser les monnaies, le Fonds Monétaire International (FMI), et une organisation destinée à favoriser la croissance

économique, à savoir la Banque Mondiale. Au niveau commercial, dans le prolongement de la Chartre de l'ONU adoptée en 1945, les États décident, dans le cadre des accords du GATT, de réduire les barrières tarifaires et non-tarifaires sur les échanges. Le premier round du GATT fut signé en 1947 par 23 États. Depuis, 9 cycles de négociation ont été organisés (celui de Seattle qui ne s'est pas tenu n'est pas comptabilisé) ; le dernier, celui de Doha en 2001, a réuni plus de 150 États.

En 1995 est créée l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en charge de gérer les accords commerciaux internationaux et les éventuels conflits. L'instauration de cet organisme était prévue dès 1945 mais avait dû être différée en raison de l'hostilité américaine.

Le libre-échange promu après 1945 repose sur les principes suivants :

- **L'abaissement des droits de douane et la réduction des restrictions quantitatives ou qualitatives aux échanges** ;
- **L'interdiction de toutes nouvelles restrictions quantitatives** : elle porte tant sur les importations que sur les exportations ;
- **La consolidation** : une fois fixés, les tarifs douaniers ne peuvent plus être augmentés, sauf cas de clause de sauvegarde, sans compensation auprès des partenaires commerciaux ;
- **La non-discrimination et la réciprocité** : de cette règle émane la clause de la Nation la plus favorisée en vertu de laquelle un pays qui accorde un avantage commercial à un autre pays doit l'étendre immédiatement aux pays signataires de l'accord. Par ailleurs, les États doivent respecter la clause du traitement national en vertu desquels ils s'engagent à appliquer les mêmes règles (fiscalité, normes) sur son territoire pour les produits et entreprises étrangers que pour les produits et entreprises nationaux ;
- **L''interdiction du dumping et des subventions à l'exportation** : ces dernières sont interdites pour les produits industriels mais néanmoins tolérées pour les produits de base.

L'OMC permet de déroger à ces principes dans certains cas. Ainsi, un État peut prendre des mesures de restrictions quantitatives pour ses échanges en cas de déficit grave de sa balance des paiements. L'OMC peut accepter des augmentations temporaires des droits de douane mais il faut qu'elles soient adoptées à la majorité qualifiée des deux tiers des pays représentés. Dans le cadre du système généralisé de préférences, les pays développés peuvent favoriser les exportations de certains produits industriels en provenance des pays en développement, sans devoir appliquer la clause de la Nation la plus favorisée aux autres pays. L'OMC autorise l'application de clause de sauvegarde aux pays en développement qui leur permet de relever leurs droits de douane afin de protéger les industries naissantes. Les règlements du GATT ont autorisé la création de zones de libre-échange ou d'union douanière sur le modèle de l'Union européenne, à condition toutefois que cela ne crée pas d'entrave ni de préférence à l'égard des

pays tiers et que les barrières internes à ces blocs commerciaux soient totalement supprimées pour tous les échanges. L'Union européenne est la plus vaste zone de libre-échange au monde. Elle est souvent critiquée par les États qui n'en sont pas membres en raison des pratiques tarifaires et réglementaires qu'elle impose pour protéger son marché intérieur (politique agricole commune, exception culturelle, etc.).

Malgré les accords du GATT, le commerce international a mis près de 30 ans pour retrouver les niveaux qui étaient les siens avant 1929. En raison du rideau de fer qui isolait la Russie et l'Europe de l'Est, et des difficultés des pays en voie de développement, le club du commerce international était jusqu'en 1973 très restreint : les États-Unis, l'Europe occidentale et le Japon à partir de 1952. Les années 80 furent marquées par la montée en puissance du Japon. Celle-ci entraîna une série de mesures protectionnistes (magnétoscopes dédouanés à Poitiers et quota de voitures japonaises en France). L'arrivée des dragons d'Asie du Sud Est (Taïwan, Corée du Sud, Hong-Kong et Singapour) marqua également les esprits et provoqua des réactions hostiles. Mais, le changement de dimension du commerce international est lié à la décision, en 1978, de Deng Xiao Ping d'ouvrir sur le monde la Chine et à la chute du mur en 1989. En vingt ans, le paysage du commerce international a complètement changé. La Chine est devenue le 1er exportateur mondial. Le commerce international est réalisé à plus de 40 % par les pays émergents contre 25 % en 1995. Cette révolution se fit à gouvernance économique constante. Avec la multiplication des acteurs aux niveaux de développement différents, les négociations devinrent de plus en plus difficiles. L'échec du cycle de négociation de Doha en 2006 en est la preuve. Depuis l'OMC peine à imposer sa loi et à réduire les entraves aux échanges.

La crise de 2008 qui s'est traduite par un recul du commerce international a créé une rupture. En effet, depuis, sa croissance est plus lente sur moyenne période. Ce changement de rythme intervient après une phase de forte croissance marquée par le développement de déséquilibres importants, déficit abyssal américain avec en parallèle excédents importants de l'Allemagne et du Japon. Avec la réduction des emplois des classes moyennes au sein des pays avancés, la tentation du protectionnisme a retrouvé des couleurs. Cette réduction est tout autant la conséquence de la mondialisation que de la digitalisation. Mais au sein de l'opinion publique, la première est considérée comme le facteur numéro 1 et exploitée en ce sens par les partis populistes.

La vieille tradition protectionniste américaine

Malgré une croissance de plus de 2 %, et un taux de chômage de 3,8 %, Donald Trump s'est engagé dans une bataille commerciale avec la Chine, les pays d'Amérique latine, le Canada, le Japon et l'Union européenne. À la veille des élections au Congrès de mi-mandat, le déficit commercial de 800 milliards de dollars et les craintes de l'Amérique profonde servent de terreau aux mesures douanières prises par l'exécutif américain.

Les États-Unis sont traditionnellement protectionnistes et à titre exceptionnel libre-échangistes. En 1791, le Ministre

des Finance américain, Alexander Hamilton, exposa dans le cadre de son rapport sur les manufactures, sa théorie du protectionnisme fiscal qui souligne que l'industrialisation n'est possible qu'à l'abri d'une protection douanière. La doctrine Monroe énoncée le 2 décembre 1823 vise à fermer le continent américain aux Européens tant sur un point de vue diplomatique que sur le plan économique. La Guerre de Sécession de 1861 à 1865 s'accompagna d'un renforcement du protectionnisme. En 1918, en refusant de participer à la Société des Nations qu'ils avaient contribué à créer, les États-Unis optèrent pour l'isolationnisme. Après la crise de 1929, à l'occasion de la conférence économique de Londres censée prendre des mesures afin de relancer l'économie, le Président américain, Franklin D. Roosevelt, confirme la ligne protectionniste de son pays qui a adopté des tarifs douaniers prohibitifs (tarifs Hawley-Smoot). Il met également en avant le droit de dévaluer à tout moment sa monnaie.

En 1945, les États-Unis deviennent les défenseurs du libre-échange. Devenus la première puissance économique, commerciale et militaire, ils sont en capacité d'imposer leurs vues à leurs alliés qui ont un impérieux besoin de soutien tant pour se reconstruire que pour faire face à la menace soviétique. La volonté d'éradiquer le protectionnisme s'appuie également sur la volonté des peuples d'éviter la réédition du scénario de 1940. Au fur et à mesure que l'Europe et le Japon se reconstruiront et que l'avance économique des États-Unis se réduira, ces derniers se montrent de plus en plus critiques face au libre-échange qui leur serait peu favorable. Le déficit commercial croissant abouti, le 15 août 1971, à la fin du système monétaire issu de Bretton Woods reposant sur la convertibilité du dollar en or. Le dollar maintient son rôle de monnaie mondiale dans le cadre des changes flottants légalisés en 1976. Malgré le changement de système monétaire, le déficit commercial tend à s'accroître décennie après décennie. Face à cette situation, les Présidents, qu'ils soient démocrates ou républicains, ont adopté, des mesures protectionnistes : Richard Nixon, James Carter (à deux reprises), Ronald Reagan, Georges W. Bush, Bill. Clinton (à trois reprises pour les trois) et George H. W. Bush (à deux reprises).

En 1986, Ronald Reagan décide de taxer les machines-outils importées. En 2002, George W. Bush recourt à la section 201 de la loi sur le commerce de 1974 permettant d'augmenter les droits de douane pour protéger l'industrie américaine, mais seulement de manière temporaire afin de protéger les sidérurgistes. Le bilan avait été négatif pour les États-Unis qui avaient perdu 200 000 emplois industriels du fait de la protection de l'acier, notamment à cause de l'augmentation des coûts de production de l'automobile. Par ailleurs, l'industrie automobile américaine avait été contrainte d'utiliser des aciers de mauvaise qualité et plus lourds, nuisant ainsi à la compétitivité de l'ensemble de la filière. En 2009, Barack Obama en réponse à une requête formulée par l'industrie de l'acier américaine, avait imposé de manière temporaire une taxe douanière supplémentaire de 35 % sur les importations de pneus chinois.

Le retour du bilatéralisme ou de l'isolationnisme

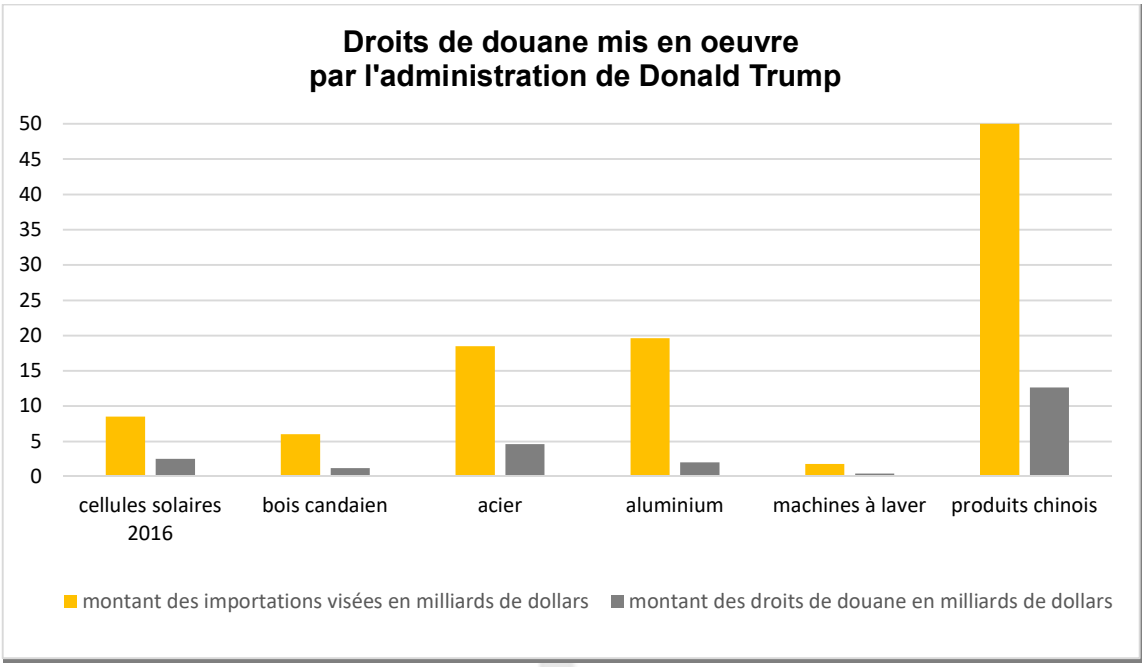
Pour justifier les augmentations des droits de douane sur l'acier, Donald

Trump s'appuie sur d'autres articles de la loi du commerce (la section 232 de la loi sur le commerce de 1962), qui donnent toute latitude au Président américain pour préserver la sécurité nationale. À ses yeux, la sidérurgie américaine est *« décimée par des décennies de commerce inéquitable »*. Cette mesure peut apparaître d'autant plus injustifiée que l'industrie sidérurgique américaine bénéficie déjà d'un sacré coup de pouce depuis la grande réforme fiscale de Donald Trump (le taux d'imposition fédéral des entreprises américaines, y compris sidérurgiques, a baissé de 35 % à 21 %). Donald Trump souligne de son côté que les importations d'acier sont passées de 26 milliards de tonnes en 2011 à 36 milliards en 2017. Cette augmentation est, en grande partie, imputable à la bonne tenue de la conjoncture et au nombre croissant de gisements pétroliers. Sur cette période, les importations venant de Russie ont augmenté de 150 %, celles du Brésil de plus de 60 %. En revanche, les exportations chinoises d'acier vers les États-Unis ont diminué sur cette période, du fait notamment de la politique antidumping menée par Barack Obama.

Les importations totales d'acier aux États-Unis représentent près de 30 milliards de dollars. Les premiers importateurs sont le Canada avec 5 milliards de dollars ; suivis par la Corée du Sud, le Brésil et le Mexique avec un peu plus de 2 milliards de dollars chacun. La France n'exporte que pour 400 millions de dollars d'acier aux États-Unis. La décision américaine peut avoir des conséquences en chaîne. Ainsi, les 10 milliards d'importations non vendues aux États-Unis se retrouveront sur les marchés mondiaux, entrainant une baisse généralisée des prix de l'acier.

Donald Trump a également décidé de pénaliser les bois canadiens, les cellules solaires, les machines à laver et de nombreux produits chinois. La Chine est menacée d'une majoration des droits de douane de 25 % sur 50 milliards de dollars d'importations au nom de la protection des droits intellectuels. En juin, de nouvelles portant sur 200 milliards de dollars d'importations.

Les mesures américaines restent, pour le moment, ciblées. Elles ne peuvent donc pas être assimilées à une véritable guerre commerciale que les États-Unis engageraient avec le monde entier. Il s'agit plutôt de conflits commerciaux. La politique américaine n'en demeure pas moins d'inspiration protectionniste. À la série de relèvement des droits de douane, il faut ajouter les mesures fiscales encourageant au rapatriement des bénéfices.



Source : Census Bureau / USITC

Les tentations protectionnistes ne sont pas l'apanage des seuls américains. Ainsi, en 2013, l'Union européenne a imposé en 2013 des droits de douane supplémentaires d'environ 47 % sur les importations de panneaux solaires par les entreprises chinoises considérant qu'elles ne respectaient pas un prix minimum de vente.

Quels sont les effets économiques possibles du regain de protectionnisme actuel ?

Les mesures américaines et celles prises en rétorsion par les pays concernés peuvent aboutir à freiner la croissance du commerce international qui, après des années de stagnation, s'était accru, en 2017, de plus de 4 %.

Au niveau actuel des droits de douane mis en place, la perte de PIB en volume a été évaluée, selon l'économiste de Natixis, Patrick Artus, à 0,12 % du PIB aux États-Unis et autour de 0,04 % du PIB pour le reste du monde. Le Conseil d'Analyse Économique estime dans une note du mois de juillet 2018[1], une guerre commerciale qui se généraliserait pourrait entraîner une perte de 3 à 4 % de PIB pour les États-Unis, la Chine et l'Union européenne. L'impact serait équivalent à la grande récession de 2008/2009. Pour la France, les experts du CAE ont évalué la perte potentielle à 3 % du PIB, soit un montant supérieur à la récession de 2009 (-2,2 % du PIB).

La mise en œuvre de politiques protectionnistes aurait également comme conséquence une forte hausse de l'aversion pour le risque, ce qui pourrait à terme conduire à une baisse des cours boursiers. Par ailleurs, plusieurs effets induits sont à prendre en compte avec notamment la

[1] Note 46 – CAE réalisée par Sébastien Jean, Philippe Martin et André Sapir

diminution de l'investissement et un recul de la demande des ménages.

Une remise en cause du multilatéralisme

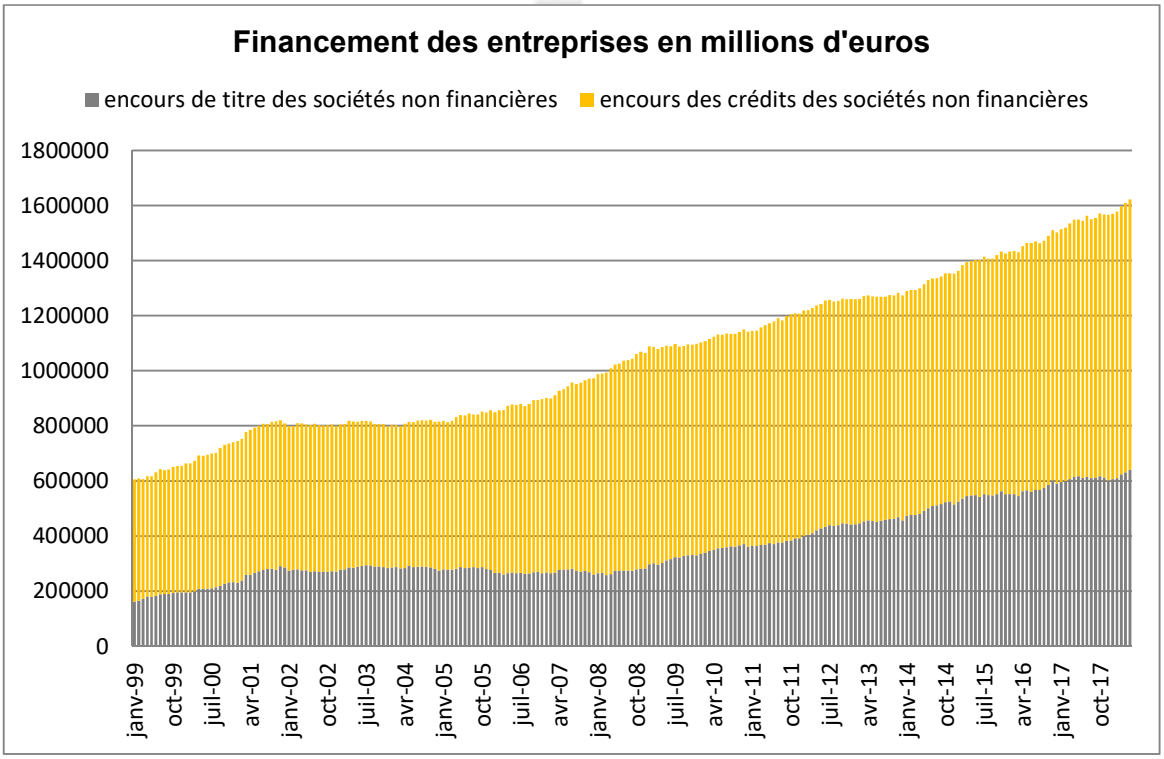
L'administration américaine refuse d'analyser les échanges dans leur globalité. Elle privilégie les négociations bilatérales avec un retour au troc. La suspension des droits de douane applicable aux produits en provenance de Chine est conditionnée à des achats de produits américains par cette dernière. Cette pratique est contraire à l'esprit qui prévaut en matière de commerce international depuis 70 ans. De manière plus ou moins explicite, Donald Trump a indiqué qu'il était prêt à sortir son pays de l'OMC. Un tel départ aurait des effets en cascade importants. Cette menace vise surtout à dissuader les États membres de l'organisation d'adopter des sanctions à l'encontre des États-Unis.

POINTS DE REPÈRE

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PASSE TOUJOURS PAR LE CREDIT

Selon la Banque de France, les entreprises françaises continuent à s'endetter. Au mois de mai dernier, les crédits bancaires se sont accrus de 5,8 % sur un an, après 5,1 % en avril. Le taux de croissance annuel de l'endettement de marché ralentit passant de 4,6 % à 4,3 % d'avril en mai Au total, le financement des sociétés non financières augmente de 5,2 % sur un an contre 4,9 % en avril. Le coût moyen des financements diminue légèrement pour atteindre 1,28 %.

À la fin du mois de mai, l'ensemble des financements des entreprises non financières a atteint 1 621 milliards d'euros dont 982 milliards de crédits bancaires et 639 milliards d'euros en titres de marché.



Source : Banque de France

LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB *Mds d'euros 2017*	**2288**	3 263	1 717*	1 164	11 169	2 324
PIB par tête *en euros*	**34079**	39404	28359	24999	32748	35189
Croissance du PIB en % mars 2018	**2,2**	2,3	1,4	2,9	2,5	1,2
Inflation *en %- juin 2018*	**2,3**	2,1	1,4	2,3	2,0	2,4
Taux de chômage *en %- juin 2018*	**9,2**	3,4	10,9	15,2	8,3	4,1
Dépenses publiques en %du PIB 2017	**56,5**	43,9	48,9	41,0	47,1	41,1
Solde public *en %du PIB 2017*	**-2,6**	+1,3	-2,3	-3,1	-0,9	-1,9
Dette publique *en %du PIB 2017*	**97,0**	64,1	131,8	98,3	88,8	86,6
Balance des paiements courants en %du PIB jan 2018	**-0,4**	8,0	2,7	1,9	3,6	-4,1
Échanges de biens en %du PIB –mars 2018	**-2,6**	7,6	2,8	-2,1	2,2	-7,6
Parts de marché à l'exportation en **%** 2017	**3,1**	8,3	2,9	1,8	26,1	2,5
variation depuis 1999 en %	**-48,6**	-17,9	-36,5	-11,8	-24,5	-50,0

Sources : Eurostat – Insee

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS DU MOIS DE JUILLET 2018	RESULTATS
CAC au 29 décembre 2017 **CAC au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	5 312,56 5 511,30 +3,53 % +3,74 %
DAXX au 29 décembre 2017 **DAXX au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	12 917,64 12 805,50 +4,06 % -0,87 %
Footsie au 29 décembre 2017 **Footsie au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	7 687,77 7 748,76 +1,46 % % +0,79 %
Euro Stoxx au 29 décembre 2017 **Euros Stoxx 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	3 609,29 3 525,49 +3,83 % +0,61 %
Dow Jones au 29 décembre 2017 **Dow Jones au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	24 719,22 25 415,19 +4,71 % +2,82 %
Nasdaq au 29 décembre 2017 **Nasdaq au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	6 903,39 7 671,79 +2,15 % +11,13 %
Nikkei au 29 décembre 2017 **Nikkei au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	22 764,94 22 553,72 +1,12 % -0,93 %
Parité euro/dollar au 29 décembre 2017 **Parité euro/dollar au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	1,1894 1,1701 +0,15 % -2,47 %
Once d'or au 29 décembre 2017 **Once d'or au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	1 304,747 1 223,820 -2,32 % -6,06 %
Pétrole Brent au 29 décembre 2017 **Pétrole Brent au 31 juillet 2018** **Évolution en juillet** **Évolution depuis le 1er janvier**	66,840 74,800 -5,62 % +12,24 %

Cette lettre mensuelle est réalisée par Thomas Vendôme Investment (TVI). Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI.

Thomas Vendôme Investment est une société créée à Paris en 2013 indépendante spécialisée dans la levée de fonds et le conseil stratégique en entreprises. Elle est dirigée par Jean-Pierre Thomas.

Contact

Marc-Antoine Dumont
Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
Tel : + 33 1 83 79 96 38
Mail : marc-antoine.dumont@vendome-investment.com