

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>« Demain sera un autre jour »</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>La croissance française en hausse grâce au tourisme</i>	3
<i>Recherche salariés désespérément</i>	5
HORIZON EXTÉRIEUR	8
<i>L'Europe et la guerre de l'énergie</i>	8
<i>L'Europe enfin une terre à licornes ?</i>	11
HORIZON FINANCE	13
<i>ESG, eldorado ou mirage ?</i>	13
<i>Le retour du risque souverain</i>	14
HORIZON LOINTAIN	15
<i>Les puces ne montent pas toujours au ciel</i>	15
POINTS DE REPÈRE	17
<i>Les entreprises toujours en quête de financement</i>	17
<i>La France au 10^e rang européen pour le revenu par habitant</i>	17
<i>Les statistiques économiques</i>	19
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	19

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« DEMAIN SERA UN AUTRE JOUR »

En 2020, les Français étaient partis en vacances en espérant que la crise du Covid-19 était derrière eux, après trois longs mois de confinement. Malheureusement, un deuxième et un troisième confinements suivirent les vacances d'été. En 2021, la période estivale fut marquée par une certaine euphorie collective. Même si les étrangers manquaient encore à l'appel, les Français sont partis le cœur léger en vacances. Leur bas de laine était alors fortement garni et la croissance était de retour, avec à la clef une baisse sans précédent du chômage. L'été 2022 s'ouvre sur des auspices tout différents. La résurgence de l'inflation s'accompagne de pertes de pouvoir d'achat. Si la croissance du deuxième trimestre a été sauvée par le retour des touristes étrangers, elle pourrait, à nouveau, faire défaut, à la fin de l'année en cas d'augmentation des prix du gaz et du pétrole. En quelques semaines, la guerre en Ukraine a rebattu l'ensemble des cartes. Les banques centrales ont été contraintes d'abandonner leur politique monétaire accommodante en vigueur depuis une dizaine d'années. Face à une inflation qui tend à s'incruster, elles n'ont pas d'autres solutions que d'augmenter leurs taux directeurs au risque de briser le peu de croissance qui reste.

Cette crise intervient au moment où l'humanité doit également face au problème du réchauffement climatique. Force est de constater que sur ce terrain, seule une réelle coopération

internationale permettra de décarboner les activités humaines. L'Union européenne qui est l'espace qui a poussé le plus loin la coopération et la coordination entre les États peine à mettre en œuvre une véritable politique de l'énergie. A l'origine, pourtant, la construction européenne, après la Seconde Guerre mondiale, trouvait ses sources dans l'accès au charbon. En 1957, les États fondateurs décident de créer Euratom afin de constituer un pôle européen du nucléaire. Aujourd'hui, l'Europe du gaz, du pétrole et des énergies renouvelables reste à construire. Les différences entre les États membres et leurs positions divergentes sur l'énergie notamment nucléaire constituent des freins à la constitution d'une union forte dans ce domaine.

De tout temps, avec l'alimentation, l'accès à l'énergie est un enjeu majeur pour les États. Il a provoqué de nombreuses guerres. En cas de pénurie de gaz à la rentrée, les tensions au sein de l'Union pourraient être fortes et provoquer des comportements non coopératifs de la part de certains États membres. Depuis soixante-dix ans, le grand succès de l'Europe a été sa capacité de développer un grand marché et d'avoir surmonté de multiples crises. Quand les vacances seront finies, une fois de plus, les États européens devront faire face à leurs responsabilités et trouver les solutions adéquates pour assurer l'approvisionnement en énergie des leurs habitants.

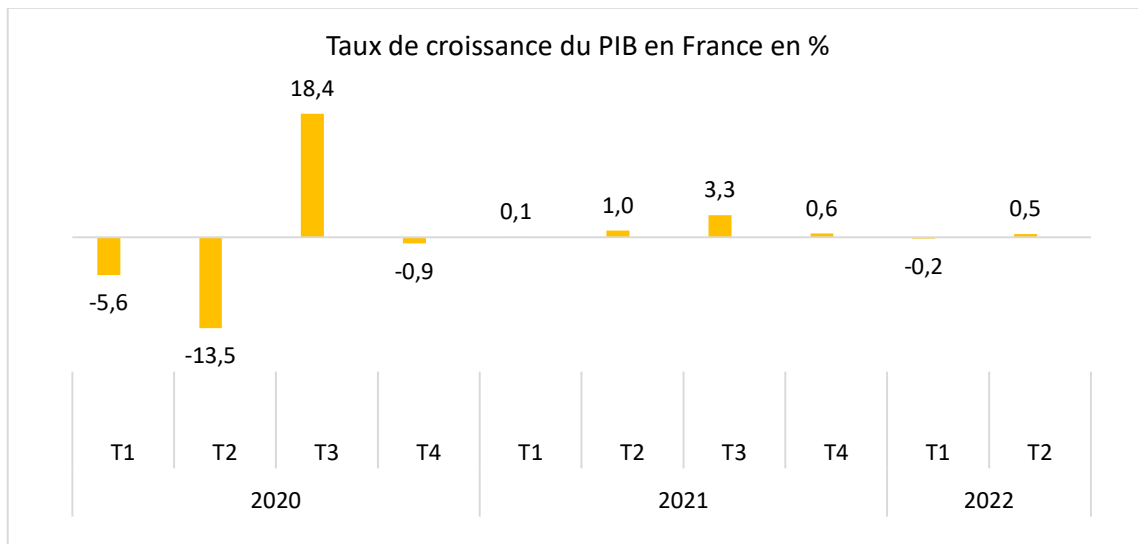
*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

LA CROISSANCE FRANÇAISE EN HAUSSE GRACE AU TOURISME

Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut (PIB) a enregistré une croissance de +0,5 % en volume faisant suite à un repli de 0,2 % au premier trimestre. Une fois n'est pas coutume, le commerce extérieur a

porté la croissance à la différence de la consommation. L'investissement est également resté dynamique. Le taux de croissance de la France est supérieur aux attentes mais inférieur à la moyenne de la zone euro.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La consommation des ménages s'est contractée au deuxième trimestre de 0,2 % après un recul de 1,3 % au premier. Compte tenu de l'inflation et de ses conséquences sur le pouvoir d'achat, la diminution de la consommation est mesurée et cela d'autant plus que les ménages rechignent à puiser dans leur épargne « covid ».

Si les achats de biens reculent pour le deuxième trimestre consécutif (-1,3 % après -2,1 % au 1^{er} trimestre), la consommation en services augmente de +1,5 % après +0,0 %, ce sont les services d'hébergement-restauration qui connaissent un essor important (+8,9 % après -2,5 %) tout comme les

services de transport (+4,8 % après +4,0 %). Les Français consomment moins de biens industriels mais partent en week-end ou en vacances. Par ailleurs, le retour des touristes internationaux permet une reprise du secteur du tourisme. Il augmente de +0,6 % dans le secteur des services après +1,0 %, notamment en information-communication (+1,8 % après +2,7 %) et en services aux entreprises (+1,7 % après -0,4 %). À l'inverse, l'investissement en produits manufacturés est stable ce trimestre (+0,0 % après -1,2 %), tandis que celui en construction diminue (-0,5 % après +1,0 %).

La contribution du commerce extérieur est nettement positive ce trimestre (+0,4 point, après +0,1 point au trimestre précédent). Les exportations progressent de nouveau (+0,8 % après +1,6 %), tirées notamment par les services de transport (+6,3 % après +5,0 %) et les dépenses des voyageurs étrangers en France (+8,6 % après + 5,0 %). En revanche, les exportations de biens se replient (-0,6 % après +1,4 %) en lien avec les difficultés que rencontrent le secteur industriel depuis de nombreux mois, notamment dans les matériels de transport (-3,8 % après +11,5 %) et l'agro-alimentaire (-1,7 % après + 0,1 %).

Les importations ont diminué au deuxième trimestre de -0,6 % après +1,2 % au trimestre précédent. Les importations de biens diminuent (-0,4 % après +1,2 %), notamment celles de pétrole raffiné (-9,9 % après -22,2 %) et celles d'autres biens manufacturés (-1,5 % après +2,8 %), malgré le rebond des importations de matériels de transport (+3,7 % après -5,1 %). Les importations de services (hors tourisme) se replient également, de manière plus modérée (-0,2 % après +1,6 %). Enfin, les dépenses des touristes français à l'étranger se contractent nettement (-2,0 % après -2,2 %). La baisse des importations signifie que la hausse de la demande globale (extérieure et intérieure) ce trimestre a été satisfaite par une augmentation de de la production, ce qui est encourageant.

La contribution des variations de stocks à l'évolution du PIB est faiblement positive au deuxième trimestre 2022 (+0,1 point).

La production totale (biens et services) a progressé de +0,7 % au deuxième

trimestre, après +0,2 % au trimestre précédent), notamment dans les services marchands (+1,4 % après +0,3 %). La production en services d'hébergement-restauration est particulièrement dynamique avec une hausse de +6,7 % après -2,1 % au trimestre précédent. La production en services de transport a atteint +3,8 % après +1,3 %. Les services aux entreprises (+1,2 % après +0,6 %) et les services aux ménages (+1,5 % après +0,4 %) sont également progression. En revanche, la production dans la construction baisse ce trimestre (-0,5 % après +0,6 %).

La production de biens progresse plus modérément que la production de services ce trimestre (+0,2 %, comme au trimestre précédent). En particulier, la production des branches manufacturières ralentit après le rebond enregistré au premier trimestre (+0,6 % après +1,3 %). La production de matériels de transport rebondit (+4,9 % après -2,3 %) mais reste très dégradée par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire.

La France a réussi à échapper à la récession, à la différence des États-Unis. Le soutien apporté par les pouvoirs publics au pouvoir d'achat des ménages n'y est pas pour rien. L'État, via l'endettement, prend en charge une grande partie des effets générés par l'inflation. Le troisième trimestre 2022 devrait s'inscrire dans la même ligne que le deuxième, porté par les activités de tourisme et le retour des étrangers en France. La France devient de plus en plus un pays à dominante touristique, l'industrie peinant à regagner les parts de marché perdus depuis 2019. La fin de l'année dépendra de l'évolution des cours du pétrole et du gaz à la rentrée.

RECHERCHE SALARIES DESESPEREMENT

Dans les années 1980 et 1990, les gouvernements mettaient en avant l'augmentation rapide de la population active, autour de 200 000 par an pour expliquer le chômage élevé en France. Dans les prochaines années, ils pourraient bien se plaindre de sa décreue qui multipliera les goulets d'étranglement. Au mois de juillet, deux tiers des entreprises industrielles ont rencontré des difficultés pour recruter.

La fin de l'augmentation de la population active

De 23,2 millions en 1975, le nombre d'actifs a connu, depuis, une progression quasi continue, à l'exception de l'année 2020 marquée par une crise sanitaire et économique exceptionnelle. Malgré cette crise et en tenant compte du rebond intervenu en 2021, la population active a crû d'environ 90 000 personnes par an en moyenne entre 2011 et 2021. La hausse est passée de +110 000 par an entre 2011 et 2016 à +70 000 entre 2016 et 2021. D'après les dernières estimations de l'INSEE, la population active augmenterait de 20 000 personnes par an de 2021 à 2040. À compter de 2040, elle se contracterait de 50 000 par an jusqu'en 2050. La décreue est évaluée à 30 000/40 000 pour les deux décennies suivantes. Si le nombre d'actifs est amené à décroître, celui des plus de 70 ans connaîtra dans les prochaines années une forte progression. Ces derniers progresseraient de 5,2 millions tandis que celui des moins de 70 ans diminuerait de 3,1 millions. La part des personnes âgées de 70 ans ou plus parmi les 15 ans ou plus passerait ainsi de 18 % en 2021, à 26 % en 2070.

Pour établir ses projections, l'INSEE a retenu le principe d'un solde migratoire

positif de 70 000 par an et un taux de fécondité de 1,8.

Une augmentation du taux d'activité

Pour atténuer la dégradation du rapport cotisants/retraités, l'INSEE parie sur la progression du taux d'activité. Après une longue période de baisse, du milieu des années 1970 à la fin des années 1990, le taux d'activité des 55 ans ou plus est en augmentation depuis le début des années 2000. En effet, il a presque doublé entre son point bas en 1998 (13 %) et la dernière valeur observée en 2021 (25 %). Cette hausse de l'activité des seniors s'explique par trois raisons : l'arrêt de dispositifs qui facilitent la sortie du marché du travail comme les préretraites ou la dispense de recherche d'emploi pour les demandeurs d'emploi âgés, les réformes des retraites successives (2003, 2010 et 2014) et l'augmentation tendancielle de la participation des femmes au marché du travail. Selon l'INSEE, en projection, le taux d'activité des 55 ans ou plus se maintiendrait autour de 25 % du fait du vieillissement de cette catégorie de la population et la fin de l'effet des réformes passées des retraites.

Par tranche d'âge quinquennale, le taux d'activité des 55-59 ans a nettement progressé dans le courant des années 2010, passant de 64 % en 2010 à 76 % en 2019 pour les femmes et de 69 % à 81 % pour les hommes. Ce taux d'activité n'augmenterait que faiblement dans les prochaines années, et atteindrait à l'horizon de projection en 2070, 80 % pour les femmes comme pour les hommes. La réforme des retraites adoptée en 2010 (décalage de l'âge d'ouverture des droits de 60 à 62 ans et de l'âge d'annulation de la décote de 65 à 67 ans) et celle de 2014

(allongement de la durée de cotisation requise pour une retraite à taux plein) ont eu, en revanche, un impact sur les comportements d'activité des seniors de 60 ans ou plus. Pour les personnes âgées de 60 à 64 ans, après une hausse de 1,7 point par an en moyenne au cours des années 2010, le taux d'activité continuerait d'augmenter à un rythme plus modéré en projection pendant les deux décennies à venir (+1,0 point par an en moyenne), avant d'atteindre un plateau à 58 % vers 2040, soit 20 points de plus qu'en 2021 et 46 points de plus qu'en 2000. L'année 2040 correspond à la fin de la montée en charge de la réforme de 2014 en vertu de laquelle la durée de cotisation passe de 42 à 43 années pour l'obtention d'une retraite à taux plein. Malgré des taux d'activité très proches entre les femmes (37 %) et les hommes (38 %) en 2021, ces derniers devraient à nouveau diverger à l'avenir. Le taux d'activité des femmes se stabiliserait à partir de 2040 autour de 53 %, soit un niveau sensiblement inférieur à celui projeté pour les hommes (63 %). Cet écart s'explique par une diminution progressive attendue de l'âge moyen de liquidation des droits à retraite des femmes relativement aux hommes, due aux carrières plus complètes des femmes par rapport à celles des générations précédentes, leur permettant progressivement de liquider leurs droits plus tôt que les hommes grâce aux trimestres supplémentaires octroyés pour chaque enfant.

Le taux d'activité des 65-69 ans a retrouvé en 2021 son niveau du début des années 1980. Il s'élève à 9 % (8 % pour les femmes, 10 % pour les hommes). En projection, il augmenterait sous l'effet des réformes de 2010 et 2014 à un rythme proche de celui de la décennie 2010 (+0,3 point par an en moyenne d'ici 2040, contre +0,4 point

entre 2010 et 2020). Il atteindrait alors un plateau à 16 % à l'horizon 2050. À l'instar des 60-64 ans, le taux d'activité augmenterait plus pour les hommes (20 % en 2050) que pour les femmes (14 %), si bien que l'écart entre hommes et femmes atteindrait environ +6 points à partir de 2050.

Du fait principalement de l'allongement de la durée des études, le taux d'activité des jeunes a fortement baissé de 1975 jusqu'au début des années 2000. Depuis, sous l'effet des différentes mesures de soutien à l'emploi des jeunes et notamment avec le fort développement de l'apprentissage, à compter de 2019, le taux d'activité des 15-24 ans a légèrement augmenté. Dans le scénario de projections, le taux d'activité de cette classe d'âge se stabiliserait autour du niveau actuel, sous l'hypothèse notamment d'une stabilité du taux d'emploi en alternance.

Parmi les personnes d'âge intermédiaire (25-54 ans), le taux d'activité des hommes, bien que toujours élevé (92 % en 2021), s'érode légèrement depuis 1975 au rythme de -0,1 point par an en moyenne. Pour les femmes au contraire, l'activité a fortement augmenté au fil des générations : +0,5 point par an depuis 1975, pour atteindre 84 % en 2021. Le rythme de cette augmentation a néanmoins commencé à s'atténuer au cours des dernières décennies, le taux d'activité croissant en moyenne de 0,8 point par an entre 1975 et 2000, contre +0,2 point entre 2000 et 2021. La projection de ces tendances conduit à une stabilisation des taux d'activité des femmes comme des hommes d'âge intermédiaire à compter de 2040. Dans l'ensemble, les évolutions d'activité des hommes et des femmes de 25-54 ans se compensant globalement, le taux d'activité global de cette tranche d'âge évoluerait peu entre 2020 et 2070.

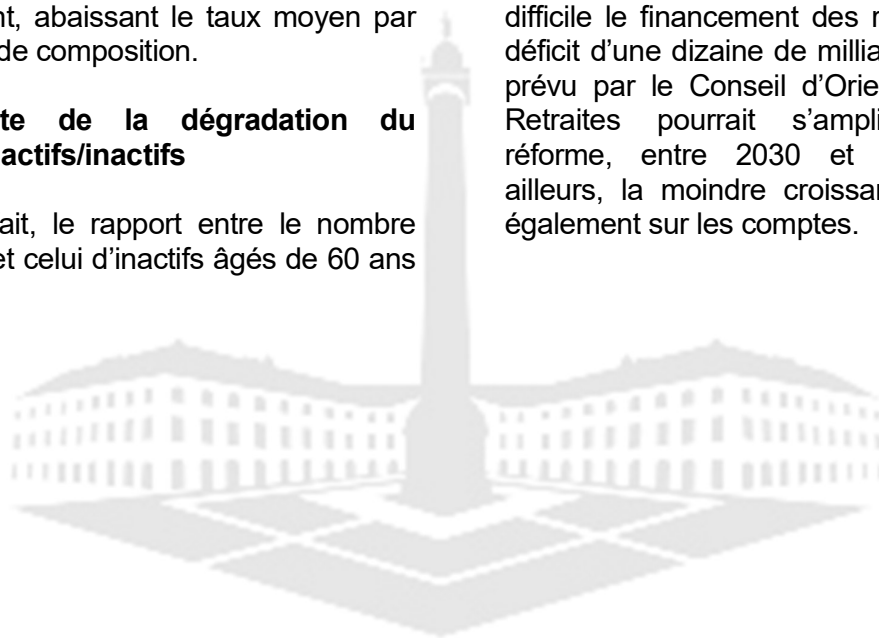
Le taux d'activité des personnes en âge de travailler, conventionnellement définies comme celles de 15 à 64 ans, croîtrait quasi continûment, de 2,3 points entre 2021 et 2070. Cette hausse serait modérée au regard de la hausse de 3,4 points constatée sur les seules deux dernières décennies de 2000 à 2021. Pour l'ensemble des 15 ans ou plus en revanche, le taux d'activité global diminuerait de 3,7 points sur la même période (après 0,8 point entre 2000 et 2021). En effet, la part de la population de 65 ans ou plus, dont les taux d'activité sont très faibles, augmenterait fortement, abaissant le taux moyen par un effet de composition.

Poursuite de la dégradation du rapport actifs/inactifs

De ce fait, le rapport entre le nombre d'actifs et celui d'inactifs âgés de 60 ans

ou plus continuerait de se dégrader, passant de 2,0 en 2021 à 1,5 en 2070 (après 2,6 en 1990). Alors que, jusqu'en 2021, la part des femmes dans la population active progressait continûment, elle diminuerait légèrement en projection. En particulier, parmi les seniors, dont le nombre croîtrait du fait du vieillissement, le taux d'activité des femmes se stabiliserait à un niveau durablement plus faible que celui des hommes.

Cette dégradation plus rapide que prévu du rapport cotisants/retraités rend plus difficile le financement des retraites. Le déficit d'une dizaine de milliards d'euros prévu par le Conseil d'Orientation des Retraites pourrait s'amplifier, sans réforme, entre 2030 et 2040. Par ailleurs, la moindre croissance pèsera également sur les comptes.



HORIZON EXTÉRIEUR

L'EUROPE ET LA GUERRE DE L'ÉNERGIE

L'Europe est-elle réellement confrontée à un risque systémique à l'automne avec la menace d'un manque d'énergie ? Allons-nous vivre une guerre de l'énergie et connaître un scénario à la Mad Max ? N'y-a-t-il pas une extrémisation de toutes les situations ? La zone euro a surmonté depuis l'an 2000, la crise financière, la crise grecque, la crise des migrants, le Brexit, la crise sanitaire. À chaque fois, les pythies ont annoncé la fin de la monnaie commune. À chaque fois, elles ont été démenties.

L'Europe est de longue date dépendante pour son énergie comme l'est également le Japon. La hausse brutale du cours du pétrole et surtout de celui du gaz remettent en cause le processus de rebond de croissance constaté après le choc de 2020. Cet été, les prix de livraison du gaz pour cet hiver sont sept fois plus élevés que leur niveau d'avant la crise en Ukraine. Face à une situation inédite, les gouvernements nationalisent des opérateurs énergétiques comme EDF en France et prévoient des programmes de rationnement de l'énergie. Le gaz assure un quart des besoins en énergie du Vieux continent, la Russie en fournissant le tiers. Contrairement au pétrole et au charbon, qui sont fongibles et relativement faciles à transporter à l'échelle mondiale, le gaz doit être acheminé par gazoduc ou transporté sous forme de gaz naturel liquéfié (GNL), en utilisant des installations spécifiques coûteuses. Tous les États européens ne sont pas dans la même situation en raison de leur degré de dépendance à la Russie et de possibilités de substitution du gaz

russe différentes. Certains pays n'ont pas encore reconstitué la moitié de leurs réserves (la Bulgarie, la Roumanie et la Hongrie) quand d'autres sont à plus de 60 % comme la France.

Pour la Russie, le pétrole constitue la principale ressource. Il assure plus de 10 % de son PIB et près de 30 % des recettes publiques. L'embargo occidental sur le pétrole gêne peu la Russie qui a trouvé d'autres clients. L'augmentation des prix la favorise même. L'embargo sur le gaz aurait également de faibles conséquences sur l'économie russe. Il représenterait 2 % du PIB national. Les effets seraient plus importants sur l'Europe qui ne peut pas s'en passer rapidement. Selon le Fonds monétaire international, la consommation annuelle de gaz de l'Union s'élève à 400 milliards de mètres cubes. Sur ce total, environ 285 milliards sont issus d'importations effectuées par gazoducs dont 145 milliards proviennent de Russie. Depuis le mois de mars, les Européens ont réussi à compenser la baisse de 60 % de l'approvisionnement russe en ayant recours notamment aux importations de gaz naturel liquéfié (GNL). Le FMI estime qu'une contraction des livraisons russes à hauteur de 70 % est gérable avec néanmoins comme corollaire une hausse significative des prix. Un arrêt total des livraisons russes durant l'hiver serait, selon l'institution internationale, plus problématique. Les prix seraient alors en forte augmentation et certains États devraient mettre en œuvre des rationnements afin d'éviter une implosion généralisée de leurs systèmes de fourniture de l'énergie. Le déficit de l'offre de gaz conduirait à une baisse contrainte de la consommation

entre le début du mois de novembre et la fin mars d'environ 12 %, soit 36 milliards de mètres cubes. Un hiver rigoureux pourrait poser un réel problème. L'augmentation de la consommation peut alors atteindre 30 milliards de mètres cubes. Sans coopération entre les États européens et sans une gestion fine de l'énergie, la situation pourrait rapidement devenir catastrophique. Les pays les plus exposés sont ceux d'Europe centrale et orientale. Pour la Hongrie, la République slovaque et la République tchèque, le déficit d'offre de gaz pourrait s'élever à 40 %. Leur croissance pourrait être amputée de 6 %. En Autriche et l'Allemagne, le recul du PIB serait de 2 points, pour l'Italie de 3,5 points. Une forte récession dans ce pays qui est en proie à des problèmes de politique intérieure est à craindre pour les autorités européennes. Pour l'Espagne et la France, la perte de PIB serait d'1 point.

Face à de telles menaces, une course de vitesse s'est engagée en Europe pour remplir les réserves de gaz et de pétrole. Les dirigeants européens font la tournée des pays producteurs de gaz. L'Italien Mario Draghi était le 18 juillet en Algérie pour sécuriser les approvisionnements en gaz. Le même jour, la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen était en Azerbaïdjan pour le doublement d'ici quelques années des importations de gaz. La France a également récemment signé un partenariat énergétique avec les Émirats arabes unis. Le remplissage des réserves de gaz est passé de 26 à 60 % de mars à juin, l'objectif étant d'atteindre 80 % en novembre pour pouvoir passer l'hiver. Les achats de gaz naturel liquéfié (GNL) se sont multipliés en Europe. Ils ont augmenté de 70 % sur un an. Près de 30 % du GNL exporté dans le monde l'a été au

profit de l'Europe ces derniers temps, contre moins de 20 % en 2021. Face à la pénurie de terminaux pour le GNL, l'Allemagne a acquis en urgence des barges flottantes de regazéification mais elles ne devraient être opérationnelles pas avant 2023. Ironie de l'histoire, une partie du gaz liquéfié vendu à l'Europe (15 %) proviendrait de Russie par des voies détournées. Ce pays aurait gagné près de 400 millions de dollars par jour ces derniers temps grâce aux ventes de gaz canalisé et congelé vers l'Europe.

L'année 2022 est la plus compliquée en raison de l'impossibilité de mettre en place d'ici l'hiver de nouvelles infrastructures pour le gaz liquéfié. Le plan européen de stockage est pour le moment contrarié par les problèmes rencontrés dans un champ gazier norvégien et par la température élevée de cet été entraînant une consommation plus élevée d'électricité. L'arrêt de nombreux réacteurs des centrales nucléaires françaises complique la situation.

En Europe, les consommateurs n'ont pas pour le moment supporté réellement les conséquences de la majoration des prix de l'énergie du fait de l'application des boucliers tarifaires. L'Allemand moyen paie 70 % de moins que le prix du marché pour le gaz. En France, la compensation est plus faible. Les utilisateurs industriels tels que les entreprises chimiques et verrières sont en difficulté, ainsi qu'une large liste d'entreprises, dont de nombreux champions allemands. Dans toute la zone euro, un arrêt des flux de gaz russe pourrait réduire la croissance du PIB de 3,4 points de pourcentage et augmenter l'inflation de 2,7 points de pourcentage, selon UBS une banque. En Allemagne, le coup serait encore plus élevé.

La crise sanitaire avec son arrêt sur image a provoqué une contraction brutale mais temporaire du PIB. Le choc énergétique a des effets bien plus pernicious. Les États européens n'étant pas exposés de la même manière à la rupture des approvisionnements russes, les tensions internes à la zone euro pourraient se multiplier. Les tentations protectionnistes déjà latentes pourraient se multiplier d'autant plus que les gouvernements sont confrontés à la montée des extrémismes. Selon l'hebdomadaire « The Economist », le marché unique serait menacé par la crise énergétique. Pour contrer les forces antieuropéennes et pour résoudre les problèmes d'approvisionnement, la Commission de Bruxelles travaille sur un plan présenté au sommet européen convoqué en urgence le 26 juillet dernier. Compte tenu de leurs rôles dans le commerce du gaz, la Commission souhaite intégrer dans son plan la Grande-Bretagne et la Norvège. Jusqu'à maintenant, Boris Johnson s'y opposait. Son départ pourrait peut-être faciliter les négociations. L'Europe entend grouper les commandes comme pour les vaccins. La Commission a également demandé aux Pays-Bas de reporter la fermeture de leur champ gazier de Groningue prévue pour les raisons écologiques l'année prochaine. Le plan européen devrait fixer des

règles communes en matière de rationnement. Les consommateurs intensifs d'énergie seraient mis à contribution en premier et les consommateurs particuliers en dernier. Les pays sont appelés à partager leur capacité de stockage et à garantir la libre circulation du gaz. La Commission pourrait également proposer une harmonisation des prix afin d'éviter des distorsions de concurrence. Elle serait favorable à la répercussion des hausses avec des mesures ciblées en faveur des ménages les plus modestes.

La crise ukrainienne débouchera peut-être sur la mise en place d'un grand marché de l'énergie en Europe. La construction européenne est née en 1951 autour du charbon avec la création de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier. En 1957, le Traité de Rome prévoyait avec Euratom une coopération au niveau de l'énergie nucléaire. Depuis, malgré les deux chocs pétroliers, peu de progrès ont été réalisés. La pénurie de gaz par ses répercussions pourrait obliger l'Europe à s'unir afin de garantir la sécurité énergétique de ses membres. L'Europe tend parfois à trouver des solutions innovantes quand elle est confrontée à des situations de crises extrêmes.

L'EUROPE ENFIN UNE TERRE A LICORNES ?

Au moment où le Président Emmanuel Macron vantait la capacité du pays à attirer des entreprises de haute technologie lors du Forum à Versailles, « Choose France », des économistes s'interrogeaient sur les conséquences des chocs économiques en cours sur les start-up européennes. Lors des deux précédentes grandes crises, l'éclatement de la bulle Internet et la crise financière de 2008, l'Europe a connu une forte régression de son secteur de pointe quand les États-Unis ont fait preuve de résilience. Les moteurs de recherche européens nés au tournant du siècle ont été nombreux à disparaître tout comme des entreprises de fabrication de téléphone comme Nokia. Même si la fintech suédoise, Klarna, spécialisée dans l'affacturage en ligne est en difficulté, les start-up européennes et leurs capital-risqueurs semblent plus solides que par le passé. Elles seraient moins dépendantes du savoir-faire et des capitaux extra-européens. Ayant connu des valorisations moins importantes et ayant moins fait appel au financement par les actions que leurs concurrentes américaines, elles seraient moins exposées au retournement des marchés financiers.

Les Européens ont découvert récemment les vertus du capital-risque dont pourraient bénéficier les start-up. En 2021, pour la première fois, les investissements en capital-risque sur le vieux continent ont dépassé 100 milliards d'euros en une seule année. L'Europe compte désormais près de 150 licornes dont la capitalisation dépasse un milliard de dollars, soit environ 13 % du total mondial. Bien que l'écosystème technologique européen ne représente encore qu'environ un tiers de la taille

de l'écosystème américain en termes d'investissements en capital-risque, sa taille a plus que doublé depuis 2020. Cette arrivée de capitaux dans le secteur des technologies et de l'information est avant tout un rattrapage, l'Europe ayant accumulé un retard important vis-à-vis des États-Unis et de la Chine. Les start-up et les licornes européennes bénéficient de l'expérience croissante de leurs dirigeants qui sont de plus en plus nombreux à avoir occupé des postes de direction dans plusieurs entreprises technologiques. Le secteur est en voie de professionnalisation. Les investisseurs sont de ce fait de plus en plus enclins à financer des start-up européennes. Les projets de plus en plus concrets proposés retiennent leur attention. Ainsi, Proximie figure parmi les entreprises ayant bénéficié d'apports importants. Cette start-up du secteur de la santé utilise la réalité augmentée pour permettre aux médecins de surveiller à distance une opération. Elle a pour objectif de créer le « bloc opératoire sans frontière ». Il en est de même pour TravelPerk, un site de gestion de voyages d'affaires basé à Barcelone qui vise à faciliter les connexions humaines entre les travailleurs à distance, en proposant des outils pour organiser des réunions d'équipe réelles. L'entreprise BlaBlaCar est également regardée avec attention par les fonds de capital-risque. Cette société qui a commencé comme un service parisien pour organiser des trajets en voiture partagée entre les villes, vise désormais à devenir une plateforme multimodale de dimension mondiale qui agrège la demande de bus et de trains.

Longtemps, en Europe, l'industrie a été le parent pauvre des capital-risqueurs. Avec la transition énergétique, ce secteur connaît un regain d'intérêt. Par ailleurs, même les petites structures à forte capacité d'innovation sont regardées de près par les investisseurs. Le nombre de « business angels », des entrepreneurs prospères qui réinjectent une partie de leur richesse dans d'autres start-up, est également en augmentation. Certains créent leurs propres fonds de capital-risque. Le 28 juin, Taavet Hinrikus, co-fondateur de Wise, un service de paiements internationaux, et trois autres entrepreneurs européens, ont lancé Plural, un fonds de 250 millions d'euros.

En 2021, preuve d'un rapport de force moins défavorable que dans le passé, les licornes européennes ont levé des sommes équivalentes à celles des États-Unis, respectivement 378 millions de dollars et 392 millions de dollars. Les start-up matures en Europe, quant à elles, sont moins concentrées géographiquement que leurs homologues américaines, à la fois en termes de marchés et de soutiens au capital-risque. Les marchés intérieurs et les réservoirs de talents européens étant limités, les entreprises se développent rapidement à l'étranger. Si dans le passé, les frontières et les langues différentes constituaient un handicap pour les start-up européennes, ces dernières arrivent depuis à en faire une force. Veriff, un service estonien d'identification en ligne, a récemment ouvert un site à Barcelone car il ne pouvait pas embaucher suffisamment

d'ingénieurs à Tallinn. Pour se développer, l'application lithuanienne Vinted, créée en 2008, a dû s'implanter dès 2008 en Allemagne, en 2010 aux États-Unis et en 2013 en France. 80 % des entreprises technologiques européennes ont une présence internationale, contre 61 % des entreprises basées dans la Silicon Valley. Seule une entreprise européenne sur cinq a un bureau sur son seul territoire d'origine et un peu plus de la moitié sont présentes dans trois pays ou plus. Dans la Silicon Valley, ces ratios sont inversés. En temps de crise, une telle diversification est un atout.

La diversité des start-up européennes est également un facteur favorable en période de crise. Selon la classification utilisée par le Crédit Suisse, les entreprises sujettes à la récession telles que les services aux consommateurs sont moins répandues qu'aux États-Unis. Un tiers des licornes européennes opèrent dans la fintech, fournissant souvent des services de paiement à d'autres entreprises, grâce à la réglementation financière plus ouverte de l'Union européenne.

Ce contexte favorable en Europe explique la progression du nombre de licornes. Lors du premier semestre 2022, 42 start-up sont devenues des licornes, contre 37 créés à la même période en 2021.

HORIZON FINANCE

ESG, ELDORADO OU MIRAGE ?

L'investissement socialement responsable est en forte progression. Un tiers des actifs gérés par les fonds serait, à l'échelle mondiale, ISR ou ESG. Si la classification peut faire débat, nul ne conteste que le secteur financier s'engage de plus en plus en faveur d'un capitalisme associant des valeurs de durabilité et d'intégration sociale.

Le terme ESG remonte à 2004. L'acronyme ESG signifie « Environnement, Social et Gouvernance » et se rapporte aux trois principaux facteurs permettant d'évaluer le caractère durable d'un investissement. Il tire son origine du concept de « triple performance » également appelé « triple P », pour « Personnes, Planète, Profit » créé dans les années 1990. L'idée est que les investisseurs doivent évaluer les entreprises en fonction non seulement de leurs performances commerciales, mais également de leur bilan environnemental et social et de leur gouvernance. Les performances doivent faire l'objet d'une évaluation (scoring).

Face aux gouvernements paralysés en raison de la fragmentation de la société, de nombreuses personnes pensent que les entreprises sont les meilleurs acteurs pour changer la donne environnementale et sociale. En jouant sur l'apport de capitaux et ses gestionnaires, les tenants de l'ESG estiment disposer d'un outil efficace pour influencer sur les comportements des entreprises.

La mode de l'ESG n'est pas sans faille. Les trois critères de l'ESG sont par nature des valeurs subjectives et relatives. Un employeur qui ferme une usine polluante peut contribuer à la décarbonation de l'économie mais pénaliser ses salariés. L'externalisation des activités fortement émettrices de CO₂ sur les sous-traitants ou les fournisseurs a été réalisée par l'industrie ces dernières années. Un entrepreneur exemplaire peut, par ailleurs à titre privé ou dans le cadre d'activités connexes, être un pollueur important. Par définition, les notations ont toutes des biais. Il est difficile d'atteindre en même temps les trois objectifs de l'ESG, surtout qu'aujourd'hui l'accent est mis sur le « E ». De nombreux investisseurs appuyés par les régulateurs de marché souhaitent avant tout une uniformisation des règles avec un suivi des émissions de gaz à effet de serre avec des règles harmonisées à l'échelle mondiale. Une grille de critères simples et lisibles par le plus grand nombre, consommateurs comme investisseurs, permettrait d'accélérer la transition énergétique. Une obligation de publication des émissions faciliterait la généralisation de la tarification du carbone. Aujourd'hui, les systèmes de tarification couvrent 23 % des émissions mondiales, soit environ le double du niveau d'il y a cinq ans, mais cette couverture reste partielle notamment aux États-Unis.

LE RETOUR DU RISQUE SOUVERAIN

Au milieu du mois de juin, l'Italie devait payer 1,9 point de pourcentage de plus que l'Allemagne pour emprunter à dix ans, soit près du double de l'écart constaté au début de 2021. Les coûts d'emprunt de l'Espagne, du Portugal et même de la France ont également fortement augmenté avant de diminuer légèrement après la prise de parole de la Présidente de la BCE, Christine Lagarde. Faisant écho à la promesse de Mario Draghi lors de la crise grecque, elle a affirmé, qu'elle fera tout pour sauver la zone euro et que quiconque doutait de la détermination de la banque centrale, commettrait une grave erreur.

Les États de la zone euro ont dépensé 2 000 milliards d'euros pour soutenir leur économie pendant la pandémie. L'endettement public de l'Italie dépasse 140 % de son PIB, contre 108 % au début de la précédente crise de l'euro en 2010. La France profite du paratonnerre de l'Italie. Sa dette atteint 114 du PIB en 2020, contre 98 % avant la crise sanitaire et 60 % en 1996. Si l'inflation diminue le poids de la dette par rapport au PIB, ce dernier l'intégrant, elle se traduit par une hausse des taux qui grève le budget des États. Les taux d'intérêt élevés mettent du temps à se faire en raison de la durée des obligations d'État. L'encours de la dette italienne a une durée résiduelle moyenne de près de huit ans. Ce décalage donne à la BCE le temps d'empêcher une crise dans laquelle les craintes de défaut deviennent auto-réalisatrices en augmentant les coûts d'emprunt. Comme dans les années 2010 lors de la crise grecque, la BCE s'engagera à contenir les spreads, mais son aide sera sans nul doute conditionnée. Les populations concernées devront accepter des réformes qui ne seront pas toutes, loin de là, populaires.

La BCE est ainsi confrontée à un dilemme : lutter contre l'inflation et soutenir les pays endettés. Après la crise des subprimes et pendant la pandémie, la banque centrale justifiait le rachat d'obligations italiennes ou portugaises par la nécessité de lutter contre la déflation. Aujourd'hui, le problème n'est plus la déflation mais l'inflation qui dépasse en moyenne 8 % et atteint même 20 % dans certains pays baltes.

Les investisseurs s'attendent à ce que la BCE relève progressivement ses taux d'intérêt à 2 % d'ici l'année prochaine. Or, des pays comme l'Italie ne peuvent pas *a priori* supporter des rendements sur ses obligations au-dessus de 4 %. Compte tenu des écarts de taux actuels, ce rendement pourrait être dépassé. Nul n' imagine un défaut de paiement italien. Cela aurait un effet systémique évident compte tenu de l'ampleur de la dette publique qui dépasse 2 000 milliards d'euros et de l'implication des grandes banques européennes et notamment françaises dans la péninsule. La BCE travaille à un plan visant à limiter les spreads. D'autres estiment que la solution est de nature budgétaire. Le fonds « Next Generation » de 750 milliards d'euros, né pendant la pandémie et financé par emprunt commun, constitue un outil pouvant diminuer la pression sur la dette s'il est maintenu et accru. Plus les dépenses seront centralisées, plus il sera facile pour les États endettés de dégager les excédents éventuellement nécessaires à la soutenabilité de leur dette en cas de hausse des taux d'intérêt. Si cette option est récusée par de nombreux responsables du nord de l'Europe, elle est préférable à un défaut qui provoquerait une crise sans précédent avec un risque évident d'effets dominos.

HORIZON LOINTAIN

LES PUCES NE MONTENT PAS TOUJOURS AU CIEL

En 2020 et 2021, la demande de cartes graphiques a augmenté de manière brutale en raison de la crise sanitaire. Tout le monde voulait des puces, des mineurs de crypto-monnaie, des joueurs de jeux vidéo, des fabricants d'automobiles, de smartphones ou de missiles. L'année dernière, les revenus de l'industrie des puces ont augmenté de plus de 25 %, pour atteindre près de 600 milliards de dollars. Le producteur de microprocesseur taïwanais, TSMC, est devenu la dixième entreprise la plus valorisée au monde. Cette place est sans précédent pour un sous-traitant. La valorisation de cette entreprises a augmenté en un an de plus de 40 %.

Face à l'augmentation de la demande, TSMC et ses deux principaux concurrents, l'américain Intel et le sud-coréen Samsung, ont investi 92 milliards de dollars l'année dernière, soit une augmentation de 73 % par rapport à 2019. D'ici 2024, elles ont prévu 210 milliards de dollars supplémentaires d'investissement au cours des deux prochaines années. Cette frénésie semble néanmoins atteindre sa limite. La construction au quatre coins de la planète d'usines de microprocesseurs pourrait aboutir rapidement à une saturation du marché. Les prix seraient déjà orientés à la baisse tout comme les bénéfices. Samsung a mis en garde contre la stagnation de ses bénéfices et envisagerait de baisser les prix des puces mémoire au second semestre 2022. En juin, Micron Technology, un fabricant américain de puces mémoire, prévoyait des ventes de 7,2 milliards de dollars au troisième trimestre, soit un cinquième de moins qu'attendu.

Selon une estimation, les prix des puces graphiques ont chuté de moitié depuis janvier. La chute des cryptomonnaies réduit la demande de la part de mineurs. Par ailleurs, avec la fin des confinements, la consommation en jeux vidéo est en baisse. Les entreprises à fort besoin de microprocesseurs comme celles de l'industrie automobile se sont organisées pour garantir leur approvisionnement. Elles ont même créé des ateliers de gravure. Les investissements engagés en 2021 devraient commencer à produire leurs effets d'ici la fin de l'année faisant craindre une surproduction. 34 centres de production de microprocesseurs ont été mis en ligne dans le monde en 2020 et 2021. 58 autres devraient ouvrir entre 2022 et 2024. Cela augmenterait la capacité mondiale d'environ 40 %. Intel a six usines en chantier. Les plans de Samsung incluent l'ouverture prochaine d'une grande usine au Texas. TSMC en construit une similaire en Arizona.

Un marché en voie de retournement

Le marché des ordinateurs personnels (PC) qui absorbe 30 % de la production de puces serait en train de se retourner. Après une poussée pandémique en lien avec l'essor du télétravail et de l'école à domicile, les livraisons mondiales d'ordinateurs sont en baisse depuis le début de l'année 2022 de 8 %. Les ventes de smartphones qui captent 20 % des puces produites, devraient également diminuer. Les ventes en Chine seraient en recul de près de 30 % au deuxième trimestre 2022 par rapport à la période équivalente de 2021. La survenue d'une récession ne ferait qu'accentuer cette tendance. La baisse de la croissance pourrait provoquer un

repli des ventes de voitures ce qui pèserait également sur les achats de microprocesseurs d'autant plus que les constructeurs ont constitué des stocks de précaution importants. Les expéditions de microprocesseurs automobiles ont été d'environ 40 % supérieures aux besoins réels, au premier semestre, pour faire face à tout risque de pénurie. Si les ventes stagnent ou baissent, les entreprises diminueront en premier lieu leurs stocks.

L'abondance mais pas de baisse des prix ?

Depuis la crise sanitaire, le secteur des microprocesseurs est jugé stratégique incitant les États à multiplier les subventions. Aux États-Unis, le Congrès discute un texte prévoyant l'octroi de 52 milliards de dollars sur cinq ans en subventions. L'Union européenne a promis de son côté 43 milliards de dollars jusqu'en 2030. L'Inde, le Japon et la Corée du Sud ont des programmes similaires. La Chine a lancé une politique de soutien à la filière des semi-conducteurs. La multiplication des aides devrait déboucher sur des surcapacités. Selon le Boston Consulting Group, cet interventionnisme pourrait entraîner une augmentation des prix de 35 à 65 % en raison de la diminution de la concurrence. Les industriels craignent par ailleurs que les États ne respectent pas leurs engagements. Certains seraient prêts à remettre en cause leur programmes d'investissements en raison de la baisse de la rentabilité du secteur.

Un secteur en proie à la géopolitique

Le gouvernement américain semble déterminé à réduire les échanges au niveau de microprocesseurs. Il multiplie les contrôles à l'exportation pour empêcher les acheteurs chinois d'accéder aux semi-conducteurs et aux

équipements nécessaires à leur fabrication. Le marché des puces est de plus en plus fragmenté. Les entreprises chinoises se détournent des fabricants américains ou coréens pour privilégier les producteurs locaux. Or, les producteurs américains de puces préviennent que leurs gros budgets de R&D seraient difficiles à maintenir s'ils perdaient la clientèle chinoise. Les États-Unis exercent des pressions croissantes auprès de leurs alliés pour limiter les exportations vers la Chine de biens technologiques. ASML, l'entreprise néerlandaise qui fabrique des machines de lithographie à 100 millions de dollars l'unité, utilisées pour graver des puces haut de gamme fait l'objet de demandes du gouvernement américain pour qu'elle cesse de les vendre aux entreprises chinoises. La Chine représente 15 % des ventes d'ASML. Après l'annonce des demandes américaines, son cours de bourse a chuté de plus 7 %.

Un marché monopolistique

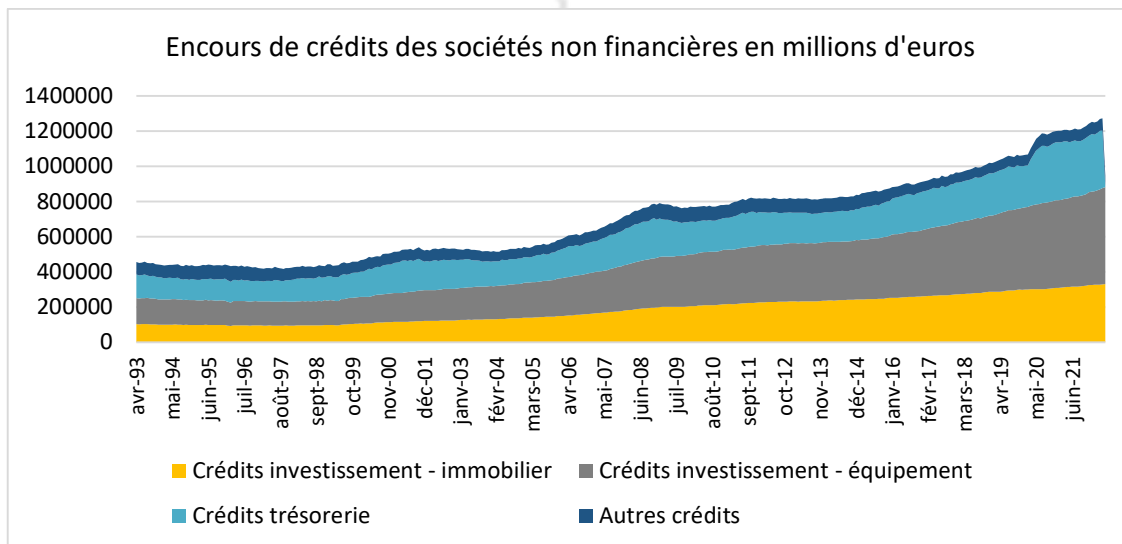
Un des problèmes du marché des microprocesseurs provient de son extrême concentration. Dans les années 1980, un grand nombre d'entreprises étaient présentes. Aujourd'hui, chacune des catégories de microprocesseurs est dominée par deux ou trois entreprises. Sur les puces à mémoire, Micron, Samsung et Sk Hynix tiennent aujourd'hui le marché Elles étaient 20 il y a quarante ans. Pour les microprocesseurs de pointe, Intel, Samsung et TSMC sont les seules capables de les produire, contre près de 30 entreprises en 2001. Des positions de rente se sont établies avec les effets pervers connus en matière d'offre et de prix. Les entreprises peuvent organiser des pénuries assez facilement et ne pas répercuter l'ensemble des gains de productivité.

POINTS DE REPÈRE

LES ENTREPRISES TOUJOURS EN QUÊTE DE FINANCEMENT

Fin juin, l'encours total, des crédits aux sociétés non financières s'élevait à 1 284 milliards d'euros dont 882 au titre de l'investissement et 336 au titre de la trésorerie. Le taux croissance annuel de l'encours de crédit aux sociétés non financières s'établit en juin à +6,5 % (après +5,9 % en mai et +5,4 % en avril). Cette progression reflète le dynamisme des crédits à

l'investissement et la hausse des besoins de financement courant. La croissance du crédit à l'investissement reste forte à +7,1 % en juin, après 7,0 % en mai. En particulier la composante « équipement » se maintient à un niveau élevé (+8,4 %, après +8,5 %). La croissance des crédits de trésorerie s'établit à +5,9 % en juin, après 3,8 % en mai et +2,5 % en avril.

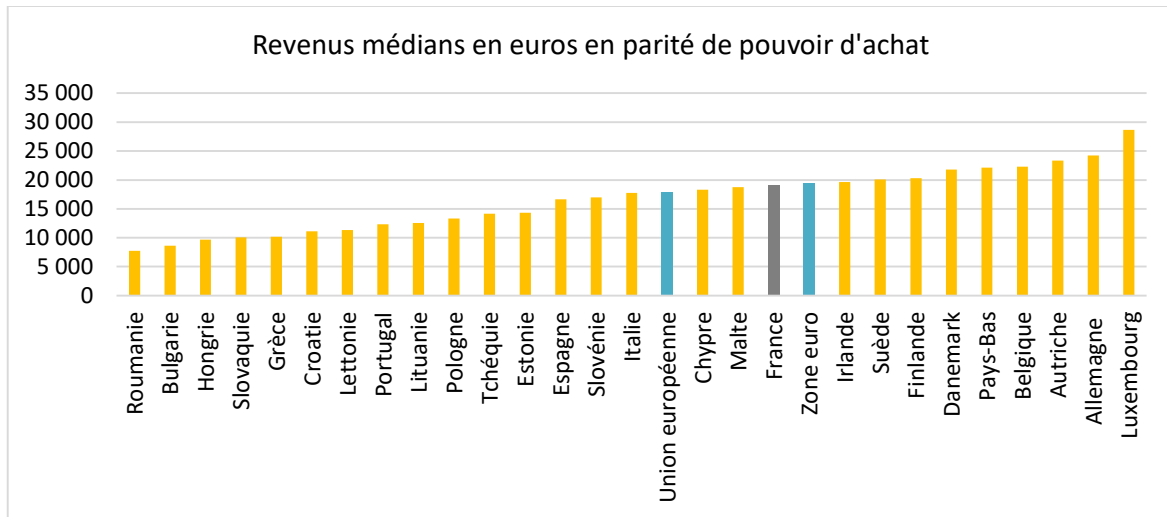


Cercle de l'Épargne – Banque de France

LA FRANCE AU 10^E RANG EUROPEEN POUR LE REVENU PAR HABITANT

En 2020, le revenu disponible médian était de 17 871 euros (en parité de pouvoir d'achat) par habitant en moyenne dans l'Union européenne. Il s'élevait à 28 675 euros au Luxembourg à 7 724 euros en Roumanie. Parmi les pays aux revenus médians les plus élevés figurent également l'Allemagne (24 212 euros), l'Autriche (23 334 euros) et la Belgique (22 294 euros). En

revanche, le revenu disponible médian était inférieur dans la plupart des États membres du sud et de l'est, comme la Roumanie (7 724 euros), la Bulgarie (8 647 euros), la Hongrie (9 699 euros) et la Slovaquie (10 076 euros). La France, avec un revenu médian de 19 151 euros, se situe juste au-dessous de la moyenne de la zone euro (19 436 euros).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat



LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021	2 474	3 549	1 775	1 191	12 172
PIB par tête en 2021 En euros	36 379	42 666	29 878	25 008	35 438
Croissance du PIB En % -2021	+7,0	+2,7	+6,5	+5	+5,2
Premier trimestre 2022	-0,2	+0,2	-0,2	+0,3	+0,2
Inflation En % - juillet 2022	6,8	8,5	8,4	10,8	8,9
Taux de chômage En % - mail 2022	7,2	2,8	8,1	13,1	6,6
Durée annuelle du Travail (2019)	1512	1386	1714	1687	-
Âge légal de départ à la retraite (2019)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques En % du PIB 2020	62,1	51,1	57,3	52,3	54,1
Solde public En % du PIB 2021	-8,1	-6,5	-9,4	-8,1	-7,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	114,7	71,4	154,4	120,6	100,0
Balance des paiements courants En % du PIB -nov. 2021	-0,9	+6,8	+3,6	+1,1	+2,6
Échanges de biens En % du PIB -nov. 2021	-3,2	+5,1	+3,4	-1,6	+1,6
Parts de marché à l'exportation En % 2021	2,8	7,8	2,0	1,8	26,0
Variation 1999 -2021 en %	-53,3	-22,8	-35,6	-12,0	-24,7

Cercle de l'Épargne - sources : Eurostat -INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	Résultats - juillet 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 29 juillet 2022	6,448.50
Évolution en juillet 2022	+5,96 %
Évolution sur 12 mois	-2,43 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 29 juillet 2022	13 484,05
Évolution en juillet 2022	+1,91 %
Évolution sur 12 mois	-13,40 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Foostie au 29 juillet 2022	7 423,43
Évolution en juillet 2022	+1,37 %
Évolution sur 12 mois	+5,80 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 29 juillet 2022	3 454,86
Évolution en juillet 2022	-9,29 %
Évolution sur 12 mois	-15,89 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow Jones au 29 juillet 2022	32 845,13
Évolution en juillet 2022	+6,13 %
Évolution sur 12 mois	-5,97 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 29 juillet 2022	12 390,69
Évolution en juillet 2022	+10,81 %
Évolution sur 12 mois	-16,07 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 29 juillet 2022	27,801.64
Évolution en juillet 2022	+2,78 %
Évolution sur 12 mois	+0,80 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai Composite au 29 juillet 2022	3 253,24
Évolution en juillet 2022	-3,22 %
Évolution sur 12 mois s	-4,65 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité au 29 juillet 2022	1,0203
Évolution en juillet 2022	-3,04 %
Évolution sur 12 mois	-13,80 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or au 29 juillet 2022	1 766,010
Évolution en juillet 2022	-2,95 %
Évolution sur 12 mois	-2,02 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
au 29 juillet 2022	105,200
Évolution en juillet 2022	-10,84 %
Évolution sur 12 mois	+40,75 %

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

Karima Smail
Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
Tel : + 33 1 83 79 96 38
Mail : karima.smail@vendome-investment.com