



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 19 FÉVRIER 2019

LA RÉVOLUTION INDUSTRIELLE : CE N'EST PAS EN AMÉLIORANT LA BOUGIE QU'ON A INVENTÉ L'ÉLECTRICITÉ !

De Xavier Lépine – Président du Directoire de La Française



Photo : F. FERVILLE

Les mouvements sociaux en France auront, espérons-le, le grand mérite de faire prendre conscience à une large majorité de la population des problématiques structurelles de la France.

Une grande partie des revendications actuelles portent sur le pouvoir d'achat, les travailleurs pauvres, alors que le chômage de masse de longue durée semble accepté comme un état de fait et un mal que partagerait l'Occident victime de la mondialisation et de la robotisation.

La réalité est que le chômage n'est pas uniquement une problématique occidentale, il est fondamentalement lié à une inadéquation des "ressources locales" à être exploitées par les compétences et les investissements réalisés.

La version contemporaine des luddites interroge les inégalités sociales et fiscales alors même que le gouvernement, en cherchant à repositionner la France dans le jeu de la compétitivité mondiale, sans être totalement orthogonal à la question du pouvoir d'achat, s'en est fortement éloigné. Une forme particulière de réplique de 1995 lorsque Jacques Chirac avait été élu sur la base de l'ascenseur social... pour mener une politique de réformes inverse quelques mois plus tard, dont Alain Juppé fit les frais, laissant les réformes inachevées. Le paradoxe ici est qu'Emmanuel Macron avait annoncé les réformes qu'il mène, mais le ressenti d'une partie de la population est qu'on ne peut pas parler d'ascenseur social (revalorisation de la notion de travail) à une population qui se voit plutôt dans l'escalier et non pas dans un ascenseur, pas même dans un ascenseur à l'arrêt. A la fracture sociale des années 1990 s'est ajoutée depuis la fracture numérique.

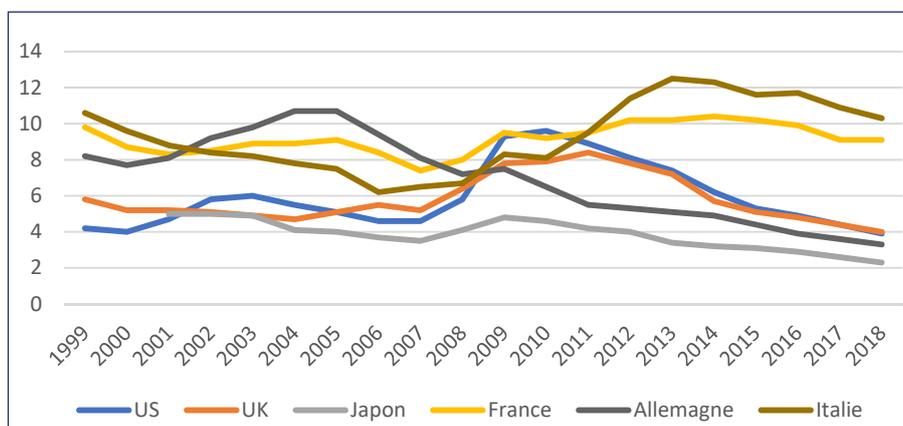
Les statistiques fusent et les débats s'embrasent : le coût du travail est trop élevé en France, le déficit public ininterrompu depuis 1975 conduit à un endettement qui dépasse 100 % du PIB et pèsera sur les générations futures, les écarts entre les rémunérations augmentent (net d'impôt ?), les écarts de patrimoine augmentent sous la flambée des prix de l'immobilier... et en même temps, le coût moyen d'un collégien est de 8 710 € et pris en charge à 100 % par l'Etat, celui d'un étudiant dans le supérieur est de 11 670 € et pris à 95 % en charge, le billet SNCF est payé à 55 % par l'Etat et 45 % par le voyageur, les médicaments à 74 % par la sécurité sociale, l'hospitalisation à 91 % et la garde des enfants de moins de trois ans à 62 %... le "reste à vivre", nouvelle expression à la mode, net des ponctions fiscales (directes comme indirectes) est donc d'autant plus faible que la solidarité est importante.

Sur ce dernier point, les inégalités de revenus, le coefficient de Gini⁽¹⁾, qui mesure les écarts de richesse à l'intérieur d'une population donnée, indique clairement que la France n'est ni plus ni moins égalitaire que les autres pays d'Europe. On ne peut donc pas démontrer que l'existence d'une classe plus riche se ferait au détriment de la plus pauvre. Plus le coefficient tend vers 100 plus la répartition de la richesse est en faveur d'une minorité de personnes. A titre d'illustration, la Suède a un coefficient de Gini de 29 tandis que le Brésil est à 51 (caractéristique des pays émergents).

	USA	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
Coefficient de Gini	42	33	32	33	32	35	36

Les chiffres⁽²⁾ sont malheureusement têtus et, sauf à rêver d'un monde fait de miel et de lait, force est de constater que la France a toujours un problème structurel de chômage et se féliciter d'être passé 10 ans après la crise de 2008 en dessous du seuil de 9 % est loin d'être glorieux. En 2008, tous les pays occidentaux ont connu des pics de chômage pour 10 ans plus tard être retombé en dessous du taux de 2000... sauf la France, l'Italie et l'Espagne. L'argument de la qualité du contrat de travail qui serait encore inférieure aux USA, en Angleterre, en Allemagne ou au Japon ne me semble pas être très puissant quand par ailleurs ceux qui ont un emploi se plaignent également de leurs conditions de travailleurs pauvres et les coefficients de Gini sont loin de valider cette thèse. A minima, il convient de s'interroger sur les raisons et les coûts/bénéfices de cette absence de flexibilité.

Taux de chômage



(1) Source Banque Mondiale - (2) Sources FMI

Tx de chômage	US	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
1999	4,2	5,8		9,8	8,2	10,6	12,9
2000	4	5,2		8,7	7,7	9,6	11,2
2001	4,7	5,2	5	8,3	8,1	8,8	10,7
2002	5,8	5,1	5	8,5	9,2	8,4	11,6
2003	6	4,9	4,9	8,9	9,8	8,2	11,4
2004	5,5	4,7	4,1	8,9	10,7	7,8	10,3
2005	5,1	5,1	4	9,1	10,7	7,5	8,8
2006	4,6	5,5	3,7	8,4	9,4	6,2	8,3
2007	4,6	5,2	3,5	7,4	8,1	6,5	8,8
2008	5,8	6,4	4,1	8	7,2	6,7	14,8
2009	9,3	7,8	4,8	9,5	7,5	8,3	18,9
2010	9,6	7,9	4,6	9,2	6,5	8,1	20,3
2011	8,9	8,4	4,2	9,5	5,5	9,5	22,9
2012	8,1	7,8	4	10,2	5,3	11,4	26
2013	7,4	7,2	3,4	10,2	5,1	12,5	25,5
2014	6,2	5,7	3,2	10,4	4,9	12,3	23,6
2015	5,3	5,1	3,1	10,2	4,4	11,6	20,7
2016	4,9	4,8	2,9	9,9	3,9	11,7	18,5
2017	4,4	4,4	2,6	9,1	3,6	10,9	16,5
2018	3,9	4	2,3	9,1	3,3	10,3	14,3
Moyenne	5,9	5,8	3,9	9,2	7,0	9,3	15,8
Moy 2008-2018	6,7	6,3	3,6	9,6	5,2	10,3	20,2

En termes de croissance économique, les parcours sont certes comparables mais d'ampleurs assez différentes avec également des impacts démographiques non négligeables :

Croissance PIB	US	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
1999	4,8	3,2	-0,2	3,4	2	1,6	4,5
2000	4,1	3,8	2,28	3,9	3	3,7	5,3
2001	1	2,7	0,38	2	1,7	1,8	4
2002	1,7	2,5	0,3	1,1	0	0,3	2,9
2003	2,9	4,3	1,7	0,8	-0,7	0,2	3,2
2004	3,8	2,5	2,38	2,8	1,2	1,6	3,2
2005	3,5	2,8	1,3	1,6	0,7	0,9	3,7
2006	2,9	3	1,7	2,4	3,7	2	4,2
2007	1,9	2,6	2,18	2,4	3,3	1,5	3,8
2008	-0,1	-0,6	-1,05	0,2	1,1	-1,1	1,1
2009	-2,5	-4,2	-5,43	-2,9	-5,6	-5,5	-3,6
2010	2,6	1,7	4,2	1,9	4,1	1,7	0
2011	1,6	1,6	-0,13	2,2	3,7	0,6	-1
2012	2,2	1,4	1,55	0,3	0,5	-2,8	-2,9
2013	1,8	2	2	0,6	0,5	-1,7	-1,7
2014	2,5	2,9	0,38	1	2,2	0,1	1,4
2015	2,9	2,3	1,25	1,1	1,7	0,9	3,6
2016	1,6	1,8	0,6	1,2	2,2	1,1	3,2
2017	2,2	1,8	1,93	2,2	2,2	1,6	3
2018	2,9	1,3	0,8	1,5	1,5	0,9	2,5
Moyenne	2,2	2,0	0,9	1,5	1,5	0,5	2,0
Moy 2008-2018	1,6	1,1	0,6	0,8	1,3	0,4	0,5

Le plus intéressant est, me semble-t-il, d'observer sur cette période, longue de 18 ans et qui correspond par ailleurs à celle de la création de l'Euro, si ce fameux différentiel de croissance a plus bénéficié à un pays qu'à un autre. Concrètement, sur une période longue, les Etats-Unis voient leur richesse croître le plus, le Japon faiblement mais avec une démographie stagnante voire négative ce n'est pas forcément un problème. Les PIB français et allemand ont cru de manière comparable mais la population française ayant augmenté plus fortement que celle de l'Allemagne, la croissance de la richesse par habitant a été plus forte en Allemagne qu'en France. Le PIB italien stagne, ce qui signifie concrètement un appauvrissement par habitant, alors que l'Angleterre comme l'Espagne ont connu une forte croissance sur des modèles économiques et des périodes substantiellement différents.

Le deuxième point d'importance est à l'évidence la difficulté de l'Europe du Sud, France incluse, à retrouver le chemin de la croissance depuis la crise de 2008.

PIB en base 100 en 1998 puis 20 ans plus tard

	US	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
1998	100	100	100	100	100	100	100
1999	104,80	103,20	99,80	103,40	102,00	101,60	104,50
2000	109,10	107,12	102,08	107,43	105,06	105,36	110,04
2001	110,19	110,01	102,46	109,58	106,85	107,26	114,44
2002	112,06	112,76	102,77	110,79	106,85	107,58	117,76
2003	115,31	117,61	104,52	111,67	106,10	107,79	121,53
2004	119,69	120,55	107,01	114,80	107,37	109,52	125,42
2005	123,88	123,93	108,40	116,64	108,12	110,50	130,06
2006	127,47	127,65	110,24	119,44	112,12	112,71	135,52
2007	129,90	130,97	112,64	122,30	115,82	114,40	140,67
2008	129,77	130,18	111,46	122,55	117,10	113,15	142,22
2009	126,52	124,71	105,41	118,99	110,54	106,92	137,10
2010	129,81	126,83	109,83	121,25	115,07	108,74	137,10
2011	131,89	128,86	109,69	123,92	119,33	109,39	135,73
2012	134,79	130,67	111,39	124,29	119,93	106,33	131,79
2013	137,22	133,28	113,62	125,04	120,53	104,52	129,55
2014	140,65	137,14	114,05	126,29	123,18	104,63	131,36
2015	144,73	140,30	115,48	127,68	125,27	105,57	136,09
2016	147,04	142,82	116,17	129,21	128,03	106,73	140,45
2017	150,28	145,39	118,41	132,05	130,84	108,44	144,66
2018	154,63	147,28	119,36	134,03	132,81	109,41	148,28

Si l'on observe maintenant la croissance depuis la crise de 2008, les tendances sont plus marquées et l'on voit que les réponses économiques et politiques, certes différentes selon les pays, ont eu des impacts sur l'activité économique et le taux de chômage, le différentiel de la croissance démographique faisant le reste en matière de PIB/hab. Concrètement, la France, l'Italie et l'Espagne n'ont pas su générer les taux d'activité suffisants pour faire repartir significativement l'emploi.

Croissance PIB	US	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
2008 -2018	18 %	13 %	6 %	8 %	11 %	-4 %	1,4 %

Deux questions se posent dès lors : cette "surcroissance" provient-elle de déficits budgétaires sponsorisant la croissance, ou de taux d'investissement (Formation Brut de Capital Fixe sur PIB) plus importants et donc créateurs de richesse à terme ?

Sur le premier point, manifestement cela dépend des périodes et des pays :

Deficit/excédent budgétaire	US	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
1999	1,6	1,2	-8,2	-1,8	-1,6	-1,9	-1,3
2000	2,4	1,5	-8,1	-1,5	1,1	-0,8	-0,9
2001	0,9	0,7	-6,3	-1,5	-3,1	-3,1	-0,5
2002	-2,1	-1,8	-7,6	-3,1	-3,8	-3,1	-0,3
2003	-3,4	-2,8	-7,8	-4,1	-4,2	-3,6	-0,3
2004	-3,2	-3,2	-6,4	-3,6	-3,8	-3,5	-0,1
2005	-2,4	-3,5	-5,0	-2,9	-3,3	-4,4	1,3
2006	-1,5	-2,6	-1,3	-2,3	-1,6	-3,4	2,4
2007	-1,3	-2,8	-2,0	-2,5	0,2	-1,5	2,0
2008	-4,7	-4,8	-1,9	-3,2	-0,2	-2,7	-4,4
2009	-10,1	-10,2	-8,8	-7,2	-3,2	-5,3	-11,0
2010	-8,4	-9,0	-9,2	-6,9	-4,2	-4,2	-9,4
2011	-7,9	-7,1	-9,1	-5,2	-1,0	-3,7	-9,6
2012	-6,5	-7,5	-8,3	-5,0	-	-2,9	-10,5
2013	-3,3	-5,6	-7,6	-4,1	-0,1	-2,9	-7,0
2014	-2,7	-5,2	-5,4	-3,9	0,6	-3,0	-6,0
2015	-2,6	-4,1	-3,6	-3,6	0,8	-2,6	-5,3
2016	-3,1	-2,8	-3,4	-3,5	0,9	-2,5	-4,5
2017	-3,4	-1,9	-3,7	-2,7	1,0	-2,4	-3,1
2018	-3,9	-1,4	-3,2	-2,7	1,6	-2,0	-2,7
Moyenne	-3,28	-3,64	-5,84	-3,57	-1,20	-2,98	-3,56
Moy 2008-2018	-5,15	-5,42	-5,82	-4,36	-0,35	-3,11	-6,68

Sur les 19 ans observés, les moyennes des déficits budgétaires sont très comparables, entre 3 et 3,5 % aux USA, au UK, en France, en Italie et en Espagne. En revanche l'Allemagne est très très nettement en dessous alors que son taux de chômage est beaucoup plus bas que celui de la France.

On voit clairement que depuis 2008, les déficits budgétaires sont globalement du double de ceux de la période 1999-2008, les Etats-Unis dont on connaît la politique budgétaire pour prolonger le cycle de la croissance, ne sont finalement pas beaucoup plus agressifs que les autres pays. Par contre, là également il y a une exception extrême de forte baisse, et même d'excédent budgétaire depuis 2012 en Allemagne.

Pour utile que soit le déficit budgétaire pour stimuler l'économie, il est clair que ce n'est pas le seul facteur explicatif ni de la "surcroissance" ni du faible taux de chômage (cf Allemagne).

La question macro-économique qui demeure pourrait donc laisser supposer que la France n'investirait pas assez ; dans les faits la France se distingue plutôt par l'inverse, un taux d'investissement supérieur aux autres pays :

FBCF / PIB	USA	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
1999	17,4	17,6	14,3	22,1	23,0	19,9	24,9
2000	17,9	17,6	13,0	22,6	23,2	20,1	25,4
2001	16,7	17,0	12,5	22,5	21,0	20,7	25,6
2002	16,3	17,0	11,9	22,2	19,3	22,0	26,1
2003	16,5	16,7	11,1	22,4	20,3	21,3	27,0
2004	17,4	16,7	10,5	22,5	19,6	21,4	27,5
2005	17,9	17,0	9,7	22,8	20,0	21,6	28,5
2006	17,9	17,1	9,3	23,3	19,4	22,2	29,4
							.../...

.../...	USA	UK	Japon	France	Allemagne	Italie	Espagne
2007	17,2	17,6	8,2	23,9	20,7	21,7	29,6
2008	15,8	16,8	8,5	23,5	20,6	20,9	28,1
2009	12,8	15,1	8,3	22,0	17,6	20,4	24,2
2010	14,2	15,5	7,8	22,5	19,6	19,9	23,0
2011	14,9	15,6	7,5	22,5	20,2	19,5	21,7
2012	16,2	15,7	7,9	22,3	18,6	17,9	20,4
2013	17,0	15,9	8,5	22,0	18,9	16,9	20,0
2014	17,5	16,6	8,0	21,7	18,9	16,9	20,7
2015	17,8	16,7	7,9	22,0	19,2	17,0	21,3
2016	17,3	16,8	8,0	22,2	19,7	17,8	21,2
2017	17,7	17,1	7,8	22,8	19,7	18,4	21,6
2018			7,6	23,1	20,9	18,5	
Moyenne	16,6	16,6	9,4	22,5	20,0	19,8	24,5

La France est de fait le pays du G7 (je n'ai pas mis les statistiques du Canada) qui investit le plus, dont les revenus sont répartis de façon aussi égalitaire que les autres, voire nettement plus en tenant compte des USA et du Royaume-Uni, qui a un déficit budgétaire assez comparable à ceux qui ont le plus important et qui, pourtant, est à la traîne de la reprise mondiale (alors même que cette dernière s'essouffle) et n'arrive pas à réduire significativement son chômage.

Si jusqu'ici nous étions dans le domaine du quantitatif, nous sommes à présent obligés de réfléchir sur le qualitatif pour essayer de comprendre cette contreperformance.

Si nous investissons nettement plus que les autres, avec comme conséquence une croissance inférieure et un taux de chômage supérieur, l'explication la plus rationnelle réside dans la qualité de ces investissements.

En premier lieu, il faut bien imaginer que derrière le terme PIB se cachent des réalités très différentes. Imaginons un pays composé à 100 % de "fonctionnaires dédiés aux services publics" ou de producteurs de services non marchands. Augmentons de 100 % les salaires... y aurait-il pour autant doublement de la richesse nationale ?

En deuxième lieu, la France, à l'inverse de l'Allemagne, n'a pas fait le choix de la qualité pour les produits de grande consommation (la R5 plutôt que la Golf VW dans les années 80 par exemple), ce qui irrémédiablement conduit à la désindustrialisation au profit des services : certes on peut aller souvent chez le coiffeur mais ce n'est jamais qu'un transfert d'un agent économique créateur de richesse à un autre sans véritable création de richesse, sauf à couper les cheveux en quatre !

Mais la véritable problématique n'est cependant pas à mon sens l'observation de ce passé mais plutôt de s'interroger sur qui va investir dans la révolution technologique actuelle qui est sans précédent.

Une révolution industrielle comme celle que nous vivons n'en n'est qu'à ses débuts et par définition elle chamboule tout... et totalement. Les révolutions industrielles précédentes ont vu la disparition de l'aristocratie comme classe sociale dominante au profit de la bourgeoisie, la fin des manufactures royales au profit de la Société Anonyme, la naissance des brevets, la naissance du salariat, la migration de la campagne à la ville. Autrement dit, après une révolution industrielle, on ne vit plus comme avant. Que verra celle en cours : l'usage plutôt que la propriété, la tokenisation d'un droit d'usage plutôt que la propriété d'actions, des slashers plutôt que du salariat, le vieillissement de la population, l'intelligence artificielle au-delà du robot mécanique, un revenu universel minimum !

Cette révolution industrielle vient à point nommé avec les deux contraintes majeures externes que sont la démographie (100 millions d'habitants de plus sur la terre par an - du jamais vu), et le défi climatique qui est très largement technologique (une énorme baisse de la consommation énergétique). L'ère anthropocène

est maintenant bien présente dans les esprits et la révolution se traduira ainsi par de nouveaux modes de consommation et de production "concernés" ou "responsables" ou à "impacts".

Celui qui avait hérité du beau métier de forgeron à Paris en 1900 avec plus de 10 000 chevaux dans la capitale s'est trouvé fort marri 10 ans plus tard... Concrètement, l'explosion de la chaîne de valeurs est amorcée et les grandes structures peinent à trouver leur voie, le plus souvent en essayant de se transformer en conglomérat de petites structures non bureaucratiques.

La question clé est alors celle du financement, donc de l'investissement, dans cette révolution industrielle. Toute notre histoire récente, nos formations, nous poussent à investir dans la dérivée première, c'est-à-dire les investissements d'efficacité : produire plus pour moins cher. C'est le modèle de la deuxième phase d'une révolution industrielle.

Investir pour améliorer la bougie qui nous éclaire depuis 30 ans plutôt que dans l'électricité qui n'a pas encore fait ses preuves est la règle d'or traditionnelle. La destruction créatrice de Schumpeter bat son plein... sachant que dans la révolution actuelle la création est de plus en plus rapide et forte et, sans que cela doive être interprété négativement, on peut considérer que nous sommes dans un processus de création destructrice (et non l'inverse) et que la destruction en question vient à point nommé puisqu'il s'agit de détruire un modèle qui n'est plus viable écologiquement.

Mais qui peut prendre le risque d'investir sur un concept, alors même que le département R&D de la majorité des industries est toujours considéré comme un coût par la majorité des entreprises (qui commence par le réduire en cas de crise) ?

Concrètement, si l'on observe les trois blocs que sont la Chine, les USA et l'Europe, si en théorie le jeu n'est pas fait dans le cadre d'une révolution technologique, le financement de cette prise de risque n'est clairement pas en faveur des Européens : la Chine ne s'encombre pas des questions d'éthique et de RGPD, et les financements sont publics et pratiquement infinis ; aux USA, les banques jouent un rôle de banque d'affaires pour le compte des investisseurs - marchés financiers - qui financent à hauteur des 2/3 l'économie. En Europe continentale, c'est l'inverse, ce sont les banques qui financent à hauteur des 2/3 l'économie et les Etats sont globalement exsangues à l'exception de l'Allemagne.

Le rôle primordial des banques, comme pour les assurances qui ont un devoir fiduciaire notamment pour l'assurance vie, est d'être le tiers de confiance, et pour assurer cette fonction. Elles ne doivent donc pas être en situation de pouvoir faire faillite. Leurs prises de risques sont de ce fait de plus en plus contraintes par la réglementation et toute cette prise de risques repose sur l'étude des résultats passés et donc par définition finance la "vieille" économie ; ce qui renvoie de fait au rendement effectif, voire demain à l'utilité des 500 milliards de FCBF annuellement investis en France, toutes catégories d'acteurs confondues.

Je reprends à ce stade les propos d'Emmanuel Macron : *"L'intelligence artificielle est une révolution technologique mais aussi économique, sociale et éthique. Elle ne se produira pas dans cinq ans ou dans cinquante ans. Elle est en train d'arriver. Des opportunités et des choix s'offrent déjà à nous."* L'implication du gouvernement, elle, se fait sous forme d'une mosaïque d'annonces plus ou moins majeures. Cette stratégie - "inachevée", de l'aveu du président - semble pour le moment beaucoup s'appuyer sur le secteur privé. Dans cette enveloppe, 100 millions d'euros seront consacrés à l'amorçage de start-up en intelligence artificielle et 70 millions seront confiés à la banque publique d'investissement pour le développement d'entreprises dans les "deep technologies". Enfin, 400 millions seront consacrés à des appels à projets divers.

Le Président a aussi fait deux annonces plus spécifiques à deux industries : les transports et la santé. La France va se doter d'un cadre législatif permettant la circulation de voitures autonomes d'ici 2022. Enfin, elle souhaite la

création d'un centre de données de santé exploitables par des programmes d'intelligence artificielle, provenant d'hôpitaux, de la médecine de ville et de l'Assurance Maladie. Ce "hub" sera géré par l'Institut Des Données de Santé (INDS).

Au total, on parle de 1,5 milliard d'euros étalés sur 4 ans d'investissement de l'Etat... soit 1 % de la Formation Brute de Capital Fixe ; alors même que les banques et les assureurs n'ont ni la vocation ni le cadre réglementaire adapté au financement de l'innovation...

Les recommandations de l'Asset Manager :

Mon opinion est dès lors assez invariante et se confirme au fur et à mesure que j'observe les données et les comportements : l'Europe n'est pas bien positionnée pour bénéficier de la quatrième révolution industrielle. Au sein de l'Europe, en dehors d'une alliance forte, seule l'Allemagne pourrait trouver les moyens d'investir massivement à travers le soutien de son Etat.

Ce long déclin ne peut que nous inciter à continuer de préférer les actifs de rente (immobilier, infrastructure, fonds de dette corporate à échéance – peu de risques de durée constante) et si possible ceux qui sont exposés à l'inflation. Les changements sociétaux en cours nous incitent naturellement à privilégier ceux qui ont un impact sociétal car ils seront les plus résistants, voire performants et, en tant qu'Asset Manager engagé, nous ne pouvons également que suggérer d'investir dans l'innovation sous toutes ses formes (fonds de décarbonation...) qui bénéficiera de cette révolution. Il est dommage que l'Europe n'ait pas les moyens de financer massivement l'innovation technologique, mais il est clair que nous aurons les moyens de les amorcer... quitte à devoir les céder après leur phase initiale faute de pouvoir accompagner durablement leur développement.



LA FRANÇAISE

Groupe La Française
128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 73 00 73 00 - Fax +33 (0)1 73 00 73 01
480 871 490 RCS PARIS - www.la-francaise.com