



Les banques prises en faute

DOSSIER

Les économies d'aujourd'hui ont un talon d'Achille. Et c'est le même pour toutes : le système bancaire. La crise asiatique en est le dernier exemple. La mèche allumée dans les banques thaïlandaises au printemps dernier n'a mis que quelques mois à faire exploser toutes les certitudes financières. On a découvert, s'il en était besoin, qu'aucune économie n'est saine durablement si ses banques sont malades.

Depuis le début des années 80, les banques vivent dans un monde devenu très dangereux. La disparition progressive de métiers protégés et compartimentés, la plus grande brutalité des cycles économiques, le développement de la concurrence et l'explosion des activités de marchés ont totalement changé leur environnement. Les risques augmentant et les bénéfices étant plus difficiles à réaliser, accidents et scandales bancaires se sont multipliés dans les pays développés et émergents au point de faire partie maintenant du paysage.

Au cours des quinze dernières années, de la Suisse à la Thaïlande, du Japon aux Etats-Unis ou de la France à la Corée du Sud pratiquement aucun pays n'a été épargné par des défaillances de plus ou moins grande ampleur. Les exemples récents « d'arborescences » historiques ne manquent pas, du Crédit lyonnais (100 milliards de francs) aux caisses d'épargne américaines (1 200 milliards de francs) en passant, en Suède, par Nordbanken (90 milliards) ou par les établissements de crédit immobilier japonais (*Jusens*) pour 70 milliards. Le risque-banque a changé de nature : il menace moins désormais les dé-

▼ Au cours des quinze dernières années, aucun pays n'a été épargné par les défaillances bancaires. Mais on commence seulement à envisager des sanctions contre les responsables

posants, généralement couverts par des fonds de garantie, que les contribuables contraints de combler les pertes.

On ne s'en rend pas toujours compte, mais les banques jouent un rôle macroéconomique considérable. Elles drainent l'épargne et répartissent les crédits. Elles créent des instruments qui sont des substituts monétaires et sont irremplaçables pour assurer le fonctionnement du système de paiement. La multiplication des défaillances bancaires a des effets immédiats sur la santé des agents économiques et sur leur confiance. La faillite de 10 000 établissements aux Etats-Unis entre 1930 et 1933 n'a pas

compté pour rien dans l'ampleur et la durée de la grande dépression.

« On peut affirmer qu'il n'y a pas d'économie et de croissance saine avec un système financier en mauvais état », explique Laurence Scialom, maître de conférences à Paris-X et spécialiste des questions d'économie bancaire. Une règle qui ne souffre pas d'exception et que la situation des pays du Sud-Est asiatique étaye amplement. La croissance économique exceptionnelle enregistrée au cours des dernières années dans la région a fini par sécréter des effets pervers qui ont pour nom spéculation immobilière et boursière. L'afflux de capitaux de l'étranger a rendu le crédit trop facile et multiplié les investissements économiquement injustifiés et trop peu rentables. Les banques ont ainsi commencé à accumuler dans leur bilan des créances de mauvaise qualité. Tant que l'euphorie régnait, la santé des débiteurs n'était pas un problème. Le jour où la croissance s'est ralentie, les doutes sont apparus sur la solidité des banques. Cercle vicieux : les inquiétudes sur les banques et leur capacité à se refinancer à l'étranger ont alimenté la fuite des capitaux, provoquant des chutes des marchés boursiers, de change et immobiliers et rendant la situation des établissements financiers encore plus difficile. Les hausses de taux d'intérêt pour défendre les monnaies ont achevé de les fragiliser.

Eric Leser
Lire suite page II

- Entretien avec Christian de Boissieu (professeur à Paris-I) p. II
- Les institutions financières asiatiques en liberté peu surveillée p. III
- Les caisses d'épargne américaines : un sinistre sans précédent p. III
- Questions-réponses p. III

CHRONIQUE

par Erik Izraelewicz

Bientôt, les surplus américains

Masqué par la crise boursière, l'événement est presque passé inaperçu. Il est pourtant considérable. Pour la première fois depuis plus de trente ans, l'Etat fédéral américain termine son exercice fiscal sur un bilan presque équilibré. Le déficit prévu pour 1997 (1^{er} octobre 1996-30 septembre 1997) devait être de 125 milliards de dollars (750 milliards de francs). Il n'aurait été que de 22,6 milliards ! Depuis l'arrivée de Bill Clinton à la Maison Blanche, en 1992, l'évolution est spectaculaire. Le déficit, ce mal que l'on disait endémique, y est tombé de 290 milliards de dollars à 22 milliards, de 4,8 % du produit intérieur brut à 0,3 % à peine.

Alors que la France tente de réduire ses déficits, l'Amérique est ainsi engagée dans un autre débat : que va-t-elle faire des surplus que devraient dégager, dans les années à venir, ses finances publiques ! Cette perspective n'est peut-être ni aussi proche, ni aussi certaine que veulent bien le croire démocrates et républicains réunis. Les finances de l'Etat américain sont, elles aussi, infectées par de nombreuses bombes à retardement. Le financement, à terme, de certains programmes sociaux (*Medicaid* et *Medicare* notamment, l'aide médicale aux personnes à faible revenu et aux personnes âgées) n'est pas vraiment assuré. Les réformes de structure ont été reportées à 1999, c'est-à-dire après les élections de novembre 1998. Il n'est pas inutile, pourtant, de s'interroger sur les voies qui ont permis cette contraction de l'impasse budgétaire outre-Atlantique.

Le facteur décisif, c'est naturellement la croissance. Régulière et soutenue depuis le printemps 1991, celle-ci a engagé les finances publiques américaines - celles de l'Etat fédéral comme celles des autres collectivités territoriales, d'ores et déjà excédentaires - dans un véritable cercle vertueux. La croissance y a favorisé, par exemple, la création d'emplois. Davantage d'emplois, ce sont davantage de revenus, davantage d'impôt sur le revenu et donc davantage de recettes fiscales. Côté dépenses, davantage d'emplois, ce sont moins de chômeurs et donc, moins de prestations versées aux chômeurs.

La bonne santé de l'économie a aussi favorisé une envolée des cours des actions à Wall Street et un gonflement des gains réalisés sur les marchés financiers. Le budget américain en a lui profité, avec une augmentation sensible des recettes tirées des taxes sur les plus-values boursières. La contraction du déficit, année

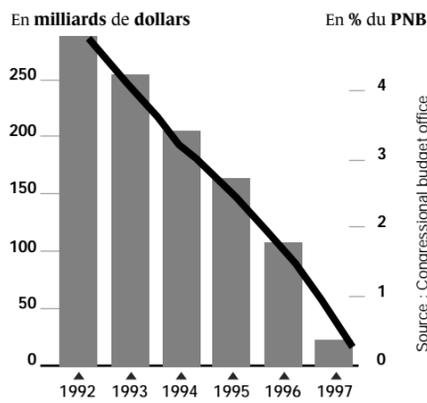
après année, a enfin permis un ralentissement dans la progression de la dette publique. Elle a ainsi favorablement pesé sur les taux d'intérêt et finalement sur les charges de la dette payées par l'Etat.

Si la croissance a favorisé la baisse du déficit, qu'est-ce alors qui a favorisé la croissance ? C'est une « *policy mix* » pertinente, comme disent les économistes, c'est-à-dire un bon équilibre entre les politiques monétaire et budgétaire. Après avoir mené une politique plutôt restrictive visant à inciter l'Etat à la rigueur, la Réserve fédérale a progressivement assoupli sa politique monétaire. Des taux d'intérêt faibles et un dollar bas ont largement aidé, pendant toute une partie de la période, au soutien de l'activité. Dans le même temps, l'Etat a marqué une nette détermination à réduire son déficit. L'accord d'août dernier, entre le Congrès et la Maison Blanche, visant à l'élimination du déficit budgétaire d'ici à l'an 2002, s'inscrit dans cette perspective.

En 1992, le candidat Bill Clinton avait promis un vaste plan de relance. Il y a renoncé et a mené, au contraire, une active politique de réduction des dépenses de l'Etat. Avec une nouvelle diminution des crédits militaires, la réforme de l'administration, la contraction des effectifs publics et la remise en cause de certains programmes sociaux, il a réussi à stabiliser le poids de la dépense publique dans l'ensemble du PIB - autour de 33 %, contre 54 % en France.

Dans le même temps, il est parvenu à accroître rapidement les recettes du Trésor. Pour cela, contrairement à une tradition européenne, il n'a pas procédé à une augmentation générale des taux de certains impôts. Au contraire, il a accepté d'en réduire quelques-uns - comme ceux qui pèsent sur les gains en plus-values. Les rentrées fiscales s'en sont trouvées brusquement gonflées. C'est d'ailleurs, en 1997, ce qui explique la réduction bien plus forte que prévu du déficit. Les experts américains sont à la recherche des origines de quelque 46 milliards de dollars de recettes fiscales inattendues. En France, Bercy est en quête des causes de nombreuses moins-values fiscales.

Même si elle s'inscrit dans un environnement très différent de celui de l'Europe (une monnaie impériale, des marchés dérégulés, etc.), l'expérience américaine illustre une nouvelle fois qu'une réduction des déficits publics n'est pas incompatible avec la croissance et l'emploi. Elle démontre même plutôt que, bien gérée, une contraction du déficit peut être facteur de croissance et d'emplois.



La baisse du déficit américain

FICHE PRATIQUE du 4.11.1997

Cette fiche hebdomadaire est rédigée par les spécialistes du mensuel immobilier **IMMONEUF**.

Labels et garanties techniques

Normes strictes obligent, la qualité des logements neufs est aujourd'hui très performante. Reste qu'une certification par un label représente pour l'acquéreur une sécurité supplémentaire sur l'aspect technique de la construction.

Véritables attestations de qualité, les labels apportent une réponse adaptée aux acquéreurs qui souhaitent disposer d'une information objective sur l'aspect technique de leur logement. Evidemment, des programmes sans labels peuvent présenter des qualités équivalentes, voire supérieures, dans la mesure où ces certifications ne sont pas obligatoires. Reste que leur présence rassure incontestablement les acquéreurs. D'ailleurs, de plus en plus de constructeurs les utilisent comme argument de vente.

De nombreux organismes se chargent de certifier les produits et de délivrer les labels. Ils peuvent être attribués aux logements, mais aussi à des produits comme la moquette, le vitrage, l'installation électrique, l'isolation, l'insonorisation, etc. C'est l'examen approfondi des documents techniques (plans, devis descriptifs, note de calcul...) de la future construction qui détermine leur attribution.

Quels labels ?

Les principaux labels sont Qualitel et Promotelec. Le premier est décerné par l'association du même nom. Créée en 1974 à l'initiative du ministère du Logement, elle accorde sa certifica-

tion en toute indépendance. Le label Qualitel est attribué à l'ensemble d'une construction. Pour son obtention, sept points sont analysés : la protection contre les bruits intérieurs et extérieurs au bâtiment, le niveau prévisionnel des charges de chauffage et d'eau chaude, le confort thermique d'été, la qualité de la plomberie, la qualité de l'installation électrique et le coût d'entretien des façades et toiture. Chacune des rubriques doit au minimum obtenir la note de 3 sur une échelle allant de 1 à 5. A l'issue de l'étude technique, Qualitel certifie le projet et le constructeur s'engage à réaliser la construction en conformité avec les caractéristiques précédemment citées. En cas de non-respect, Qualitel exige des travaux de modification ou de réparation.

Le label Promotelec (normes Confort-plus et Vivrelec) porte uniquement sur l'installation électrique, sa qualité, sa performance et sa sécurité (équipement électrique, isolation thermique, aération, vitrage, chauffe-eau, production d'eau chaude sanitaire par l'électricité, chauffage électrique, climatisation). Le processus d'attribution s'effectue en deux temps. Le promoteur ou le constructeur adresse une demande auprès de la délégation

régionale de Promotelec. Sur dossier, un label provisoire est délivré. Il devient définitif un an après l'achèvement de la construction. Enfin, certains constructeurs sont certifiés ISO 9000 ou 9001, une norme très stricte qui contrôle tout le processus de fabrication et de commercialisation des logements neufs.

N. G.

Pour d'autres conseils, consultez **IMMONEUF**, le mensuel de l'immobilier qui vous aide à acheter dans le neuf.

En vente 20 F chez votre marchand de journaux.



Plus de 300 pages de conseils et d'adresses

ESSEC

MBA
INTERNATIONAL
AGRI-FOOD
MANAGEMENT

L'ESSEC crée ce MBA unique au monde pour vous aider à développer les compétences de leader international requises par les grands groupes de l'industrie agro-alimentaire et de la distribution.

- Plus de 50 marques internationales agro-alimentaires sont partenaires du MBA
- Programme à plein temps sur douze mois
- Enseignement dispensé en Anglais à Paris

L'ESSEC est le seul centre européen de management accrédité par l'AACSB - The International Association for Management Education.

Pour tout renseignement complémentaire, contactez : Christine Dupupet
Tél. : 01 34 43 32 62
Fax : 01 34 43 32 60
E-mail : imia@edu.essec.fr

Rencontrez nous aux forums MBA :
Amsterdam Hôtel Hilton 8 nov. 97
Genève Hôtel Penta 13 nov. 97
Paris Maison de la Chimie 15 nov. 97

Demain, c'est vous qui montrerez le chemin

Les carrières les plus extraordinaires s'effectuent dans l'industrie agro-alimentaire



Nous aurions volontiers recruté la Vache Qui Rit si elle s'était présentée au MBA en management agro-alimentaire de l'ESSEC

Christian de Boissieu, professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne.

« Il y a trop de surcapacités bancaires dans le monde »

« Comment expliquez-vous la succession des crises bancaires ?

« La plus grande fragilité bancaire tient aux difficultés d'adaptation, partout dans le monde, d'établissements confrontés, sans y être prêts, à un environnement devenu beaucoup plus dur et plus exigeant. Prenons le cas de la France, sachant qu'à quelques nuances près, on retrouve ce type d'évolution dans de nombreux pays. La France a longtemps été par tradition un pays à faible natalité et à faible mortalité bancaire. Cette situation est en train de changer. La conception très administrative de la vie financière, l'encadrement du crédit, le contrôle des changes, ont créé des rentes qui faisaient que le niveau nécessaire pour faire face aux contraintes de la concurrence et de l'environnement n'était pas très élevé. L'ouverture, la déréglementation, le renforcement de la concurrence, la suppression de toutes les contraintes quantitatives en matière de changes et de crédit, ont tout changé et souvent mis en lumière l'existence de systèmes de contrôle des risques insuffisants.

« On peut citer deux exemples de mauvaise gestion des risques. Le premier, c'est celui de la crise de l'immobilier avec des effets de Panurge. En France, on était persuadé que la valeur de l'immobilier ne pouvait pas baisser. Au Japon aussi, d'ailleurs. Les banques nipponnes ne s'en sont toujours pas remises. Le second exemple est celui de l'appréciation des risques de marché et de la qualité des contrôles internes, notamment en matière d'opérations complexes faisant appel aux produits dérivés. Même si les normes internationales érigées par la Banque des règlements internationaux et, pour l'Europe, plus spécifiquement par Bruxelles, obligent maintenant les établissements à couvrir les risques de marché, certaines maisons utilisent des outils très pointus sans en mesurer tout à fait les conséquences et les risques.

« Certains pays semblent plus fragiles que d'autres ?

« Je voudrais insister sur la notion de cycle en matière d'évolution des systèmes financiers et bancaires. Le décalage est flagrant dans le développement des crises immobilières qui ont toujours une influence considérable sur la santé des banques. Il y a, en dépit de la globalisation financière en marche, des phénomènes d'avance et de retard par rapport à des pays qui sont entrés en avance dans la crise bancaire et en sont sortis les premiers. C'est clairement le cas des Etats-

Unis et du Royaume-Uni. A l'opposé, l'Allemagne est en retard sur la France et n'a pas traversé de période de grande fragilité bancaire. Les banques ont longtemps réussi à fonctionner outre-Rhin dans un marché protégé et cartellisé.

« Peut-on faire une distinction entre plusieurs types de crises ?

« Les banques sont soumises à deux types de krachs. Il y a des crises courtes, comme le krach boursier du 19 octobre 1987, qui appellent l'intervention d'un ou plusieurs prêteurs en dernier ressort. C'est la Réserve fédérale américaine qui injecte des liquidités dans le système financier le 20 octobre 1987 pour permettre d'absorber le choc de la veille. Il y a un deuxième type de krach, plus insidieux, plus durable, qui relève d'un temps long. Une crise immobilière profonde comme en ont connu ou en connaissent les Etats-Unis, la France, le Japon ou la Thaïlande. Elle se prolonge pendant des années au cours desquelles il faut purger le système financier de ces mauvaises créances. Cela ne se traduit pas par des problèmes de prêteur en dernier ressort, mais par ce que j'appelle des problèmes d'investisseur en dernier ressort. L'investisseur en dernier ressort est souvent l'Etat, qui intervient directement ou indirectement par des aides budgétaires, des recapitalisations, des prises en charge de créances pour soutenir ou fermer sans trop de casse des banques en difficultés. Mais l'investisseur en dernier ressort peut aussi être privé. En 1984, c'est l'organisme fédéral américain de garantie des dépôts bancaires, la FDIC, qui intervient pour sauver la Continental Illinois, huitième banque du pays. C'est la même chose pour les caisses d'épargne américaines dont le coût du sauvetage a été à la charge du budget fédéral. Le krach, insidieux et long, est d'une certaine façon plus grave.

« De quelle catégorie relève la crise asiatique ?

« Cette crise me paraît relever plutôt de l'échelle de temps de la crise immobilière que de l'échelle de temps du krach boursier, même si nous venons de vivre une période très agitée. La crise asiatique peut encore durer un ou deux ans compte tenu du fait qu'elle mêle plusieurs origines. D'abord une crise immobilière, ensuite des problèmes de corruption, le non-respect des principes de division des risques et une difficulté de fond qui consiste à transformer les struc-

tures économiques et financières pour leur permettre de passer d'un environnement marqué par un taux de croissance très élevé, de 8 % par an, à des taux de 5 %.

« Le paysage bancaire international va-t-il se stabiliser et devenir moins dangereux ?

« Pas tant qu'il y aura une telle surcapacité dans le monde en matière de services bancaires. Il s'agit bien d'un problème à l'échelle de la

planète. La surcapacité tient à l'augmentation du nombre des acteurs et à la diversification de chacun vers de nouveaux métiers plus ou moins proches de l'activité originelle et plus ou moins maîtrisés. L'entrée de nouveaux acteurs, ce sont par exemple des entreprises de la grande distribution qui pénètrent sur le marché de services financiers. La surcapacité cela signifie une offre de produits de services

bancaires et financiers significativement supérieure à la demande. Même si la baisse des marges ne suffit pas à affirmer qu'il existe des surcapacités, je pense que dans certains métiers comme l'intermédiation, la collecte des dépôts, le crédit à la consommation et certaines activités de marché, elle est évidente.

« Comment cette surcapacité va-t-elle disparaître ?

« Elle ne va pas se résorber par la

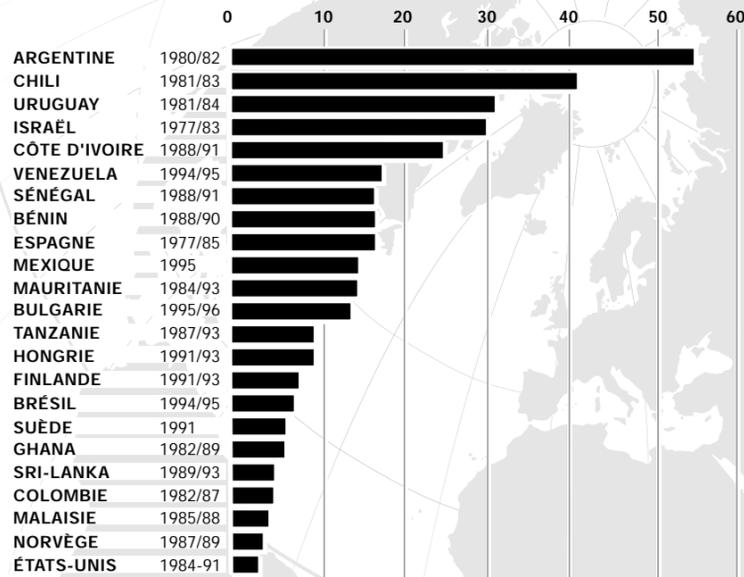
seule augmentation de la demande. L'élimination de la surcapacité se fera par la disparition d'une partie de l'offre et la disparition de certains établissements. D'où l'accélération des fusions et acquisitions dans le secteur sur le plan national comme transfrontalier, surtout en Europe, compte tenu du lancement de la monnaie unique. »

Propos recueillis par E. L.

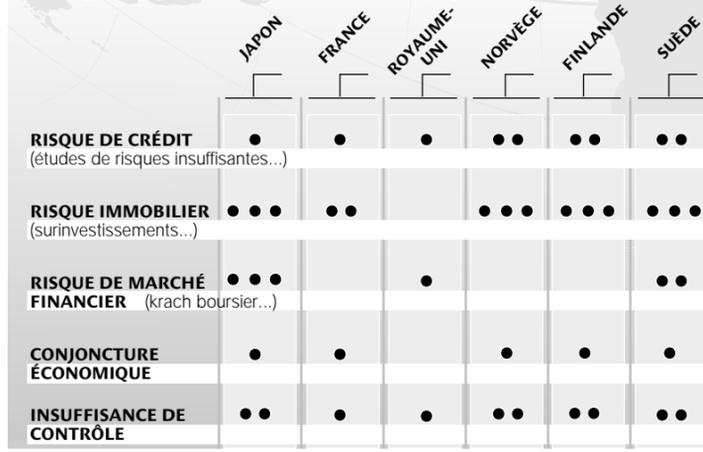
Le grand malaise

▼ Le coût des crises

en pourcentage du PIB

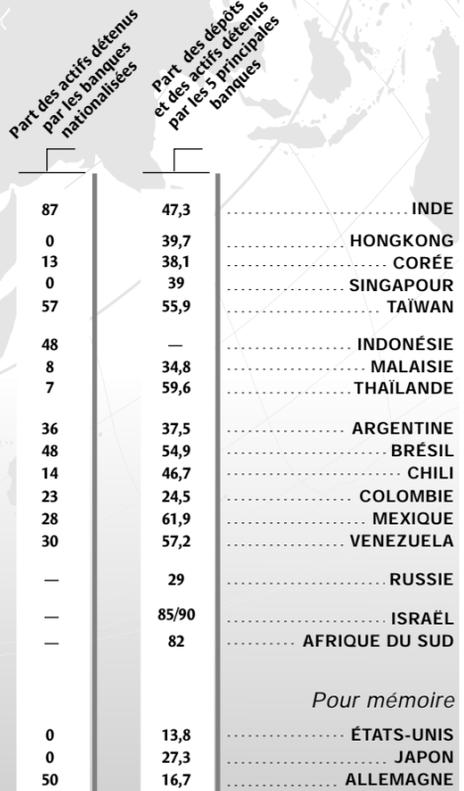


▼ Les principaux risques dans les pays développés



▼ Les indicateurs de concentration dans l'industrie bancaire

en pourcentage



Pour mémoire

Source : Asian Business sept. 1997, OFCE, OCDE, IBCA Ltd.

Les banques prises en faute

Suite de la page 1

Les crises bancaires suivent toujours le même scénario. Les établissements paraissent soumis à des cycles à l'origine desquels on trouve des phénomènes de mimétisme et de myopie. La phase ascendante est entretenue par une croissance exceptionnelle dans un secteur particulier. L'investissement se concentre trop sur une même catégorie d'actifs. Cette phase optimiste dure en général trois ou quatre années, jusqu'à la surchauffe. Lorsque le cycle se retourne, l'euphorie fait place au pessimisme. Le nombre de créances douteuses augmente et la valeur des actifs chute. Les pertes subies deviennent telles qu'elles conduisent les plus fragiles à la faillite. Les « accidents » ponctuels comme ceux de la BCCI au Luxembourg, de Barings au Royaume-Uni ou de Banesto en Espagne correspondent évidemment moins bien à ce schéma général. Mais ils sont souvent moins graves et résolus plus aisément par les autorités de tutelle.

Les difficultés des établissements bancaires ont de nombreuses origines. La Banque des règlements internationaux (BRI), la « banque des banques centrales », installée en Suisse, à Bâle, distingue quatre grandes catégories de crises. Les plus graves sont directement liées à un choc macroéconomique, notamment après une croissance trop rapide et une surchauffe qui se traduisent à la fois par des investissements économiquement peu viables et souvent par l'apparition

de bulles spéculatives immobilières. Des situations que l'on retrouve aussi bien en Argentine, au Chili et en Uruguay entre 1979 et 1983, en Scandinavie entre 1987 et 1994, au Japon depuis 1992 et en Thaïlande aujourd'hui.

Une autre origine des défaillances bancaires se trouve dans les erreurs de gestion ou le manque de contrôle. Des dysfonctionnements devenus fréquents au cours des dernières années dans des établissements confrontés à la libéralisation et au développement d'activités nouvelles qu'ils ne parvenaient pas à maîtriser. Les marchés financiers dérivés ont souvent été mis en accusation et sont à l'origine de la banqueroute de la Barings ou des lourdes pertes au Japon de Daiwa. La BRI met aussi en avant la « myopie devant le désastre qui s'annonce » des dirigeants d'établissements en difficulté. Il est clair que les patrons du Crédit lyonnais en France, du Banesto en Espagne et de Barings au Royaume-Uni ont eu ce type d'attitude. Les erreurs de gestion les plus lourdes et les malversations s'accompagnent souvent de « prêts accordés à des entreprises ou des individus associés à la banque ou à ses dirigeants ». De tels crédits sont fortement limités par la réglementation dans la plupart des pays, mais les autorités de contrôle sont alors souvent « trompées, contournées ou rendues impuissantes ».

La Banque des règlements internationaux identifie enfin une dernière forme de dérive du contrôle des risques et de la gestion liée au fait que le fonctionnement du secteur bancaire est soumis à la volonté de l'Etat. « Les banques ne sont plus alors des entreprises autonomes cherchant à réaliser des profits mais des auxi-

liaires de la politique fiscale ou budgétaire d'un gouvernement. » Quand la conjoncture est favorable, un tel système peut fonctionner, mais au moindre choc économique et compte tenu d'engagements dont la qualité n'a jamais été le souci des établissements, les pertes s'accumulent.

RETARDS À L'ALLUMAGE

Les conséquences des crises bancaires sont toujours très lourdes et le sont d'autant plus quand les autorités politiques et monétaires en prennent conscience tardivement ou rechignent à prendre les mesures douloureuses qui s'imposent. L'insolvabilité des banques, que ce soit dans les pays industrialisés ou émergents, a un coût direct élevé pour la collectivité, car les opérations de sauvetage passent inévitablement, quand la crise devient générale, par une socialisation des pertes. Cela s'est passé ainsi aux Etats-Unis, au Japon, en France, en Suède, en Bulgarie, en Corée du Sud... La durée et l'intensité des crises sont très différentes, mais leurs coûts sont à chaque fois d'ampleur significative. On estime à près de 500 milliards de dollars (3 000 milliards de francs), 70 000 milliards de yens (3 600 milliards de francs) et 300 milliards de francs, le coût des défaillances bancaires aux Etats-Unis entre 1981 et 1992, et au Japon et en France entre 1992 et 1996.

Les moyens mis en œuvre par les autorités suédoises et finlandaises au début des années 90 ont été considérables : les grandes banques ont été nationalisées pour être recapitalisées. Les engagements pris ont bénéficié de garanties inconditionnelles et les recapitalisations ont été faites sans attendre. Dans ces pays, les effets

sur la santé de l'économie des crises bancaires ont été plus limités dans le temps qu'au Japon et en France. Les exemples scandinaves et américains semblent montrer que la vitesse de réaction des autorités de tutelle est un élément important de réussite. Le mode de traitement choisi par les pouvoirs publics en France et au Japon a été très différent. Il a consisté à étaler les pertes dans le temps en multipliant les plans de sauvetage partiels.

Cette situation est d'autant plus dommageable qu'au-delà des coûts directs pour la collectivité, il y a des coûts macroéconomiques indirects à maintenir en survie artificielle des établissements moribonds. Lorsqu'elles subissent des pertes importantes, les banques n'ont plus le même comportement. Elles tentent d'augmenter par tout les moyens leurs marges d'intermédiation. Le crédit est rare et cher pour les nouveaux emprunteurs tandis qu'elles demeurent captives de leurs anciens débiteurs insolubles, à qui elles continuent de prêter.

Un système bancaire longtemps fragilisé et handicapé aggrave les récessions et entrave ensuite la reprise lorsque la demande de crédit se fait plus forte. Si des banques saines et des banques malades coexistent durablement au sein d'un même système bancaire, le coût du crédit dépend non seulement du taux d'intérêt du marché, mais aussi de primes de risque incertaines. La relation entre la baisse des taux d'intérêt monétaire et celle du coût du crédit devient beaucoup moins prévisible, entraînant des comportements attentistes de la part des demandeurs de crédit.

Expliquer les défaillances par la libéralisation et la globalisation ne suffit pas : les systèmes de

contrôle internes et plus encore externes, qu'ils soient nationaux (banques centrales) ou internationaux (Comité de Bâle, Commission européenne), ont aussi une lourde responsabilité.

AUTOCRITIQUES

La Banque d'Angleterre, la Réserve fédérale américaine et le ministère des finances japonais ont reconnu tour à tour avoir commis des erreurs. Ils annoncent de grandes réformes des méthodes de contrôle. En France, rien de tel. La Commission bancaire qui dépend de la Banque de France n'a jamais accepté les critiques et répugne à se remettre en cause. Elle considère encore aujourd'hui ne pas porter la moindre part de responsabilité dans les affaires Crédit lyonnais, Comptoir des entrepreneurs, Crédit foncier, BCP, Pallas Stern... La Cour des comptes en est moins sûre et a décidé d'ouvrir une enquête sur le fonctionnement de la Commission bancaire.

Le problème va bien au-delà des erreurs commises ou non par les « contrôleurs ». Certains experts se demandent si les grandes banques ne sont pas devenues tout simplement incontrôlables. Elles sont engagées dans des opérations toujours plus compliquées, via des filiales et autres succursales installées à l'autre bout du monde dont il est parfois difficile de connaître exactement les engagements. Barings a été la « victime » d'un opérateur de Singapour. Daiwa a été « trompé » par le patron de sa filiale de New York. Le Lyonnais a perdu des milliards de francs dans le financement du cinéma américain.

En durcissant leurs exigences, les grands organismes de contrôle internationaux tentent de s'adapter à ce nouvel environnement.

Mais ils ont toujours un temps de retard. Le Comité de Bâle qui regroupe les gouverneurs des banques centrales des dix pays les plus industrialisés a instauré (depuis le 1^{er} janvier 1993) le ratio Cooke qui oblige les banques à posséder des fonds propres correspondant au moins à 8 % de leurs engagements. Une nouvelle norme en matière de capital, concernant les risques de marché, est entrée en vigueur cette année. Le Comité de Bâle vient d'édicter des règles universelles et minimum de contrôle des banques au nombre de vingt-cinq destinées à tous les établissements de la planète.

Mais les normes ont leurs limites qui n'empêchent pas les accidents. Dès lors qu'elles se veulent universelles, les contraintes ne répondent pas aux spécificités des établissements et ne prennent toujours pas en compte les engagements hors bilan. Faute de bien maîtriser l'évolution du métier de banquier, les organismes de tutelle se focalisent maintenant plutôt sur la qualité et la fiabilité des contrôles internes. L'idée consiste à évaluer les services de contrôle plutôt que de faire, ce qui est devenu impossible, le travail à leur place.

La nouveauté consiste aussi à prévoir des sanctions contre les établissements et leurs dirigeants en cas de potentiel de pertes importantes. Il faudra qu'elles soient suffisamment dissuasives pour décourager les fuites en avant. Dans tous les cas de défaillance majeure, en France et à l'étranger, les responsables ont tenté de se « refaire » et de cacher l'ampleur des pertes. Une attitude qui conduit invariablement à des désastres.

E. L.

Les institutions financières asiatiques en liberté peu surveillée

HONGKONG

Correspondance

L'Asie illustre depuis quatre mois la règle qui veut que l'ouverture d'une économie aux capitaux extérieurs sans mise en place concomitante de règles de prudence et de contrôle mène les banques droit dans le mur. La Malaisie, l'Indonésie et les Philippines, malgré les différences structurelles de leurs systèmes bancaires, ont en commun d'avoir connu, depuis cinq à dix ans, un afflux de capitaux important : entre 1990 et 1996, l'Asie a attiré, en moyenne, 60 milliards de dollars par an de flux nets de capitaux, et 107 milliards de dollars sur la seule dernière année. Attirés tant par le maintien d'une croissance économique à deux chiffres que par des monnaies rattachées au dollar, donc ne présentant pas de risque de change, les capitaux étrangers sont venus massivement gonfler la liquidité bancaire. Vivant depuis cinq à dix ans sur un crédit en hausse de 20 % à 30 % l'an, soit une croissance très supérieure à celle de l'activité industrielle, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et récemment les Philippines ont donc fini par alimenter une bulle financière en poussant à la hausse le prix des actifs. Une bulle construite largement sur de la dette, comme en Thaïlande ou en Indonésie, où le montant des crédits du secteur bancaire dépasse respectivement 150 % et 170 % du PIB.

Depuis près de cinq ans, ces crédits étaient tirés par des projets immobiliers, dont les rendements étaient supérieurs à ceux dégagés dans l'industrie. Les estimations de banques d'affaires spécialisées dans l'évaluation de bilans bancaires - estimations considérées comme étant plus fiables que celles des banques centrales - échelonnent le degré d'exposition des banques à l'immobilier à 11 % aux Philippines, 20 % en Thaïlande, 25 % en Indonésie et 28 % en Malaisie. Une estimation elle-même imprécise, certains prêts à usage industriel ayant été détournés

▼ A partir de situations fort différentes, la crise des monnaies se traduit dans chacun des pays par une dégradation des actifs des banques

nés pour spéculer sur l'immobilier, comme aux Philippines.

Deuxième effet de cette croissance du crédit à tout-va : la faible qualité des crédits bancaires, due au fait que les banques locales travaillent avec des procédures d'évaluation du risque souvent sommaires. La pratique du prêt sur gages, qu'il s'agisse d'un actif immobilier ou des actions d'une société, les a parfois dispensés de s'interroger sur la capacité de remboursement des emprunteurs. Sans parler des prêts consentis sur la base de relations de clans, d'actionnariat - beaucoup de banques appartiennent à des conglomérats locaux -, voire sur la simple recommandation d'un ami ou d'un homme politique influent. Certains projets irrationnels n'ont trouvé de financement auprès des banques locales que parce qu'ils étaient estampillés « projet national », soutenus par le gouvernement.

Enfin, la libéralisation du secteur bancaire en 1988 en Indonésie et en 1992 aux Philippines a poussé les nouveaux entrants à pratiquer une politique de crédit très risquée à seule fin de prendre des parts de marché. En Indonésie, où le processus de libéralisation est plus ancien, le marché est encombré de petites banques - 237 avant la fermeture, le 1^{er} novembre, de 16 banques dans le cadre du plan d'aide du FMI - mal surveillées, faiblement capitalisées, peu rentables et donc vulnérables au premier coup de grisou.

Ledit coup de grisou a surgi avec le ralentissement de la croissance. A force d'investir dans des projets immobiliers à l'utilité de plus en plus douteuse et au rendement financier décroissant, ces pays ont vu leur compétitivité industrielle se détériorer, leurs exportations se ralentir et les déficits de leurs paiements courants se creuser. Leurs monnaies, fixées au dollar par une parité quasi fixe, se sont trouvées progressivement surévaluées à l'aune d'une compétitivité économique amoindrie. Une faille identifiée par les *hedge funds*, ces fonds spéculatifs américains qui, en prévision d'une dépréciation, ont déclenché d'importantes ventes à terme. Faute de réserves de change suffisantes et de banques locales assez solides pour supporter l'assèchement de la liquidité bancaire provoquée par une hausse des taux, les banques centrales se sont résignées à laisser flotter leur monnaie.

Les premières victimes du décrochage brutal des monnaies ont été les banques, qui empruntaient du billet vert à faible taux d'intérêt et prêtaient en monnaie locale à des taux plus élevés. Le jour où ces mêmes établissements ont dû honorer leurs engagements en dollars à partir de recettes en monnaie dévaluée, le système a explosé. Comme en Thaïlande, où les banques avaient refinancé jusqu'à 30 % de leurs crédits en devises selon la banque d'affaires américaine JP Morgan. En Malaisie, ce taux ne dépasse pas 7 %. Il est de 12 % aux Philippines et de 15 % en Indonésie.

Mais la hausse générale des taux - à l'exception de la Malaisie, moins dépendante des capitaux étrangers - a placé également les autres banques locales en situation de fragilité. Quatre mois après le début des hostilités, le 2 juillet dernier, les taux interbancaires à trois mois sont encore de 16 % en Thaïlande, de plus de 21 % en Indonésie et de plus de 24 % aux Philippines. Les institutions financières thaïlandaises et une cinquantaine de petites banques privées indonésiennes ont dû affronter une crise

de liquidité immédiate. Les banques qui disposaient de dépôts suffisants n'ont pas été épargnées non plus. En Indonésie, les banques relativement peu endettées en devises ont dû gérer les comptes de grandes entreprises elles-mêmes lourdement endettées en dollars. Depuis le 1^{er} juillet, la roupie a décroché de 33 % contre le dollar, et ces groupes se trouvent aujourd'hui dans l'impossibilité d'honorer leurs dettes.

Même la Malaisie, où les banques sont parmi les plus saines de la région, ne semble pas à l'abri. Désireuse de maintenir la croissance économique et de ne pas peser sur la liquidité bancaire, la Bank of Negara a, depuis le début de la crise, maintenu des taux d'intérêt faibles. Mais l'économie elle-même est si endettée, et les banques si exposées sur un secteur immobilier qui ne manquera pas de crouler sous les surcapacités dès l'année prochaine, que les spécialistes du secteur, en particulier l'agence de notation Standard & Poor's, s'attendent à une forte dégradation des actifs des banques.

A partir de situations fort différentes, la crise des monnaies se traduira *in fine* dans chacun de ces pays par une dégradation des actifs des banques. JP Morgan estime que les créances douteuses, c'est-à-dire n'ayant donné lieu à aucun versement depuis trois mois, atteindront 15 % du total des encours en Indonésie à la fin 1998 et entre 10 % et 15 % en Malaisie. Seules les Philippines, où le gonflement du crédit a été plus tardif, devraient voir les créances douteuses des banques limitées à moins de 8 %.

Pour chacun de ces pays, la bouffée d'oxygène viendra d'une détente de leurs taux d'intérêt, à savoir du retour de la confiance. Plus tard elle reviendra, plus douloureuse sera la purge de la bulle financière. Mais aucun ne fera l'économie d'une restructuration de son secteur bancaire, accompagnée de la mise en place de mécanismes de surveillance plus stricts.

Valérie Brunschwig

Les caisses d'épargne américaines : un sinistre sans précédent

Débâcle, « crise financière généralisée », « un coût pour le contribuable américain presque aussi élevé que celui de la guerre du Vietnam »... La crise des *savings and loans*, les caisses d'épargne américaines, a défrayé la chronique à la fin des années 80 et au début des années 90. Seule une intervention massive de l'Etat, sous le contrôle étroit du législateur, a pu avoir raison de cette catastrophe financière. La facture s'est élevée pour le contribuable américain à plus de 200 milliards de dollars, plus de 1 000 milliards de francs français... En l'espace de quelques années, les 4 000 caisses d'épargne américaines sont passées à moins de 1 500 (plus de 650 d'entre elles ont été fermées durant la seule période de fin 1988 à fin 1992). Mais, dès 1991, l'ensemble du système bancaire a commencé à reprendre du poil de la bête. A la différence de la crise des banques japonaises (une vingtaine d'établissements ont été clos depuis 1994), la seule crise financière d'une ampleur comparable et qui, elle, perdure, celle du système financier américain, n'est plus qu'un mauvais souvenir.

A crise exceptionnelle, les Américains ont, il est vrai, répondu par la mise en place d'un dispositif exceptionnel, contrairement aux Japonais. Il le fallait pour préserver la confiance des épargnants dans le système bancaire, malmené par les conséquences de la déréglementation financière, puis par l'effondrement de l'immobilier. Les caisses d'épargne, qui ont été les premières et les plus gravement touchées, étaient le symbole même de la prospérité américaine et de la sécurité aux yeux de l'épargnant.

Trop petites, très dispersées, mal organisées, souvent mal gérées et victimes de pratiques frauduleuses - qui ont notamment impliqué le troisième fils du président George

▼ A la différence de la crise des banques japonaises, qui perdure, celle du système financier américain n'est plus qu'un mauvais souvenir

Bush et de nombreux hommes politiques -, elles n'ont pas pu réagir à la déréglementation, qui a conduit à rémunérer fortement les dépôts tandis que les marges sur les crédits baissaient. Elles étaient déjà mal en point lorsque la crise de l'immobilier a ravagé la qualité de leur portefeuille de crédits.

Après plusieurs faillites de caisses d'épargne, à chaque fois plus lourdes, le Congrès a adopté, le 5 août 1989, une loi, le Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act, pour créer le Resolution Trust Corp. (RTC). Cette institution, unique en son genre, a eu pour mission de racheter, sur fonds publics, les établissements en faillite, de porter les actifs compromis et de liquider les autres dans les meilleures conditions. En moins de dix-huit mois, le RTC est devenu la plus grande institution financière des Etats-Unis. Au total, il a liquidé plus de 400 milliards de dollars d'actifs.

Parallèlement, le reste du système bancaire était fragilisé, touché par la déréglementation, mais aussi par la crise des pays latino-américains en développement, puis par celle des *junk bonds*, ces obligations à haut risque, coqueluche des années 80, et enfin par

l'effondrement de l'immobilier. Entre 1986 et 1991, le Federal Deposit Insurance Corporation, le fonds qui assure les dépôts bancaires, a dû lui aussi fermer ou porter assistance à plus de 900 banques commerciales. « *Durant ces cinq années noires, 5 % de l'industrie bancaire sont passés entre les mains du Fonds pour cause de faillite* », rappelle Isabelle Vaillant Liab, adjointe de direction à la Banque de France.

Les autorités ont fait évoluer rapidement le FDIC, pour lui permettre d'avoir une politique plus active auprès des banques, en renforçant son rôle de prévention, mais surtout en adaptant ses méthodes d'intervention auprès des établissements en difficulté. Le fonds pouvait déjà prendre le contrôle des banques en faillite. A partir de 1987, il a aussi pu mettre en place des « banques relais », à même de reprendre tout ou partie d'une banque pour la soutenir avant de trouver un repreneur ou de procéder à sa liquidation. Sur tout, le Congrès a permis au Trésor d'ouvrir une ligne de crédit de quelques 70 milliards de dollars au FDIC. Ce dernier, pour se renflouer, a fortement relevé la cotisation des banques, qui devaient lui payer 0,23 dollar pour 100 dollars de dépôts.

Cette politique de sauvetage a été accompagnée, à partir de 1990, par une politique monétaire très accommodante, la Réserve fédérale maintenant les taux courts à un niveau extrêmement bas. C'est elle qui a permis aux banques de reprendre très vite de la vigueur. En remplaçant l'argent emprunté à court terme sur les emprunts d'Etat à plus long terme, mieux rémunérés, elles ont engrangé pendant quelques années des bénéfices copieusement et faciles. Elles ont ainsi pu absorber leurs pertes dans l'immobilier et s'engager, une fois assainies, dans un vaste mouve-

ment de concentration. A ceux qui avaient déclaré les banques américaines condamnées, au début des années 90, elles répondent aujourd'hui par des profits records et une rentabilité exceptionnelle.

Un contraste saisissant avec l'état des banques japonaises. Entrées en crise après le resserrement de la politique monétaire en 1989 et, deux ans plus tard, l'éclatement de la bulle immobilière, ces dernières n'ont pas bénéficié d'un soutien aussi fort de l'Etat. « *Il y a eu très peu d'interventions en fonds publics au Japon, où on a maintenu une situation très opaque jusqu'en 1995, les banques comme les pouvoirs publics espérant que la crise se résoudrait d'elle-même avec la reprise de la croissance* », explique Stéphanie Guichard, économiste au CEPII. Cette politique de l'autruche a contribué à aggraver la crise. Il a fallu attendre 1995 pour que les grandes banques se décident à mettre en place une stratégie d'assainissement agressive de leurs comptes et pour que les autorités mettent en place des politiques de liquidation des petites institutions en difficulté. Entre-temps, la mise au jour du rôle de la pègre japonaise dans le scandale bancaire a rendu toute injection de fonds publics dans le système bancaire extrêmement impopulaire auprès de l'opinion publique. Sur tout dans un contexte budgétaire déjà difficile.

Et, à la différence des Etats-Unis, le Japon, qui a déjà des taux d'intérêt très bas, ne peut pas utiliser cette arme pour aider son système bancaire, encore fragile, à sortir de la crise. Ses banques, qui ont encore tout un pan de la déréglementation financière à affronter, ne peuvent guère prospérer dans un contexte de croissance peu porteur. La crise du Sud-Est asiatique ne va rien arranger.

Sophie Fay

BANQUES

Questions-réponses

1 Quelles ont été les conséquences de la déréglementation sur le système bancaire en France ?

Le nombre total des établissements de crédit en France a diminué, passant de 2 100 il y a dix ans à 1 382 à la fin de 1996, soit une baisse de plus d'un tiers en dix ans. En 1996, 35 établissements ont cessé leurs activités alors que 15 nouveaux ont été créés. L'effectif global des banques habilitées à effectuer des opérations en France s'est réduit à 387 à la fin de 1996, contre 406 à la fin de 1995. Selon le Comité de la réglementation bancaire, la déréglementation de la fin des années 80, le marché unique européen et la perspective de l'euro pour 1999 ont accru la concurrence et la pression sur les marges bancaires. Ils ont conduit les banques à réduire leurs coûts par des économies d'échelle.

Les banques françaises ont aussi recentré leurs activités et simplifié leurs structures. Le nombre de Caisses d'épargne est passé de 186 en 1991 à 34. Les caisses régionales du Crédit agricole ont chuté à 59 fin 1996. Toutefois, la concentration du système bancaire français reste modeste. La part de marché des grandes banques françaises (Crédit agricole, Société générale, BNP, Crédit lyonnais...) se situe autour de 15 %. En Grande-Bretagne, la part des quatre grandes banques est de 80 %. Aux Pays-Bas, ABN Amro détient seule 40 % du marché, et en Allemagne, les Caisses d'épargne s'arrogent aussi 40 %. En plus, la rationalisation des structures du système bancaire français n'a pas donné lieu à une diminution du nombre de guichets, qui est resté stable, aux alentours de 25 500.

2 Quelles sont les principales règles de contrôle définies par le Comité de Bâle ?

Les 25 principes fondamentaux devant servir de référence aux autorités de tutelle du monde entier recouvrent les domaines relatifs aux conditions préalables à un contrôle bancaire efficace, à l'agrément et la structure de propriété, aux réglementations et exigences prudentielles, et aux méthodes de contrôle bancaire permanent. Les exigences en matière d'information des opérateurs, les pouvoirs institutionnels des autorités de contrôle et l'activité bancaire transfrontière sont également couverts par ces principes.

La définition des principes qui s'adressent essentiellement aux pays émergents a bénéficié d'une vaste consultation notamment auprès du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale. Des représentants du Chili, de la Chine, de Hongkong, du Mexique, de la République tchèque, de la Russie et de la Thaïlande ont fait partie du groupe de travail sur les principes. Neuf autres pays - l'Argentine, le Brésil, la Corée, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, la Pologne et Singapour - ont aussi été associés aux travaux. Les principes sont des « *exigences minimales qui, dans de nombreux cas, pourraient être complétées au besoin par d'autres dispositions destinées à prendre en compte des situations et risques propres au système financier local* », souligne le Comité de Bâle. « *Il appartient aux autorités nationales de contrôle de revoir leurs procédures prudentielles existantes et d'entreprendre un programme visant à pallier d'éventuelles insuffisances aussi rapidement que leurs pouvoirs juridiques le leur permettent* », précise-t-il.

3 Les pays émergents sont-ils plus exposés au risque d'une crise majeure de leur système financier ?

Pour la plupart des experts des grands organismes internationaux, le risque est plus grand dans les pays émergents de voir

la croissance menacée par des crises bancaires. La restructuration du système financier du Chili a amputé sa croissance de 30 % entre 1981 et 1987 tandis qu'au Venezuela, les crises ont coûté jusqu'à 20 % du PIB.

Un rapport de travail analysant les causes de l'instabilité financière, publié au début de l'année par des responsables du G10, qui regroupe 11 pays industrialisés, et par sept pays émergents d'Amérique latine et d'Asie, propose une stratégie internationale concertée pour l'adoption et la mise en œuvre de « *principes et pratiques solides pour la stabilité financière* ». Le rapport souligne que « *les crises bancaires se produisent fréquemment à la suite d'une expansion rapide de l'économie liée à l'apparition de déséquilibres macro-économiques insupportables* » qu'il convient de détecter, comme l'hyper-inflation, l'accroissement des déficits budgétaires et des comptes courants ou des distorsions fiscales.

Parmi les conclusions des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale à Hongkong, figurent en bonne place la nécessité de fournir des cadres financiers solides aux pays émergents, de restructurer et d'ouvrir à la concurrence un système bancaire chinois aujourd'hui techniquement en faillite et, pour le Japon, celle de se doter d'une industrie financière compétitive pour résister à la pression concurrentielle des grands ensembles dollar et euro.

4 Le développement des marchés financiers dérivés est-il un facteur de risque important pour les établissements bancaires ?

Les instruments financiers dérivés, tant décriés en raison de leur caractère spéculatif, ont beaucoup alimenté la chronique des « accidents » sur les marchés. A commencer par la faillite spectaculaire, en 1996, de la banque anglaise Barings. En dépit de multiples études et recommandations, les institutions financières internationales et les banques centrales paraissent souvent impuissantes. Au cours des dernières années, l'explosion des transactions sur les marchés dérivés est la dernière étape de la vaste entreprise de déréglementation et de financiarisation de l'économie mondiale engagée il y a plus de vingt ans. Le problème, c'est que la créature semble avoir échappé à ses créateurs. L'encours des produits dérivés est passé de 5 000 milliards de dollars en 1989 à 20 000 milliards l'an dernier.

Ces contrats à terme et autres options d'achat et de vente sont « *normalement* » utilisés par les établissements financiers et les entreprises pour se prémunir contre les évolutions de change, de taux d'intérêt ou des matières premières. Ils « *dérivent* » en ce sens que leur valeur dépend étroitement de celle des devises, des titres ou des cours des matières premières auxquels ils sont liés. Leur avantage est d'utiliser le principe de l'effet de levier. La valeur d'une option ou d'un contrat à terme augmente bien plus rapidement que celle des titres, monnaies et matières premières dont ils dérivent. Une mise de fonds modérée peut entraîner des gains très importants... Mais la réciproque aussi est vraie. Les pertes sont à la mesure des gains... considérables.

S'il ne faut pas sous-estimer les conséquences de prises de position imprudentes sur les marchés, les opérations de crédit banales sont tout aussi dangereuses. Ce sont des prêts dans l'immobilier qui ont provoqué la faillite des « *jusens* » (établissements spécialisés dans le financement de l'immobilier). Ce sont des crédits tout à fait classiques qui ont conduit le Crédit lyonnais ou le Crédit foncier de France au bord du gouffre.

LES INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE INTERNATIONALE (données nationales, OCDE, cvs)

	Etats-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
Production industrielle (en %)	septembre	septembre	août	juillet-août	août	août	juin
Dernier mois connu	+0,6	+1,5	-2,9	+3,8	-0,6	-0,1	+0,3
Sur 12 mois	+5,8	+3,5	+5,2	+4,6	+2,2	+1,9	+5,8
Taux de chômage (en %)	septembre	août	septembre	août	juillet	septembre	septembre
Dernier mois connu	+4,9	+3,4	+11,7	+12,5	+11,7	+5,2	+9
Un an avant	+5,2	+3,3	+10,5	+12,4	+11,7	+7,4	+10
Indice des prix (en %)	septembre	août	septembre	septembre	octobre	septembre	septembre
Dernier mois connu	+0,2	+0,1	-0,3	+0,2	-0,2	+0,5	-0,1
Sur 12 mois	+1,9	+2,1	+1,9	+1,3	+1,2	+2,7	+1,6
Solde commercial (en milliards)	août	septembre	août	août	juillet	août	août
Dernier mois connu (monnaies nationales)	-16,1	+749,5	+8,6	+11	+5506,8	-0,5	+1,4
Cumul sur 12 mois (monnaies nationales)	-179	+8757,6	+115,2	+144,1	+60768	-9,9	+28,6
Cumul sur 12 mois (en dollars)	-179	+74,4	+69,6	+25,5	+38	-16,2	+21
Croissance du PIB (en %)	97.T3	97.T2	97.T2	97.T2	97.T2	97.T3	97.T2
Dernier trimestre connu (rythme annuel)	+3,5	-11,2	+4,1	+4	+6,7	+4	+4,9
Sur 12 mois	+4	-0,3	+2	+2,3	+1,9	+3,9	+3,7
Solde des paiements courants (en % du PIB)	1997 (estimations OCDE)	-2,3	+1,9	+0,1	+1,7	+4,3	+0,2
Déficit public (en % du PIB)	1998 (prévisions OCDE)	-1,2	-2,3	-2,7	-3	-3,8	-1,8
1997 (estimations OCDE)	-1,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-2,8	-0,2
Dettes publiques en % du PIB	1997 (estimations OCDE)	63,8	90,8	61,8	57,8	123,3	54,1
							97,2

LA SITUATION FRANÇAISE

	Ménages	Entreprises	Commerce extérieur (Fab, en mds de F)
Consommation (en mds de F 1980)	septembre 97	1996 (en volume)	Exportations
septembre 96	58,25	prévisions 1997	août 1997
	59,87		août 1996
			142,2
			126,2
Immatriculations de voitures neuves	septembre 1997	Créations d'emplois	Importations
sur un an	+2,4 %	2 ^e trim. 1997	août 1997
	-32,6 %	sur un an	août 1996
			131,2
			115,3
Mises en chantier de logements	à la fin août 97	Nb de créat. d'entreprises (septembre 1997)	Taux de couverture
janv.-août 1997	184 400	total dont reprises	août 1997
	-2 %	avril 97	août 1996
			109,4
			108,4
Taux de salaire horaire	2 ^e trimestre 1997	Nb de défaillances	Solde agroalimentaire
sur un an	+1,0 %	juillet 1997	août 1997
	+2,7 %	avril 1997	août 1996
			+5,4
			+4,6
Pouvoir d'achat	2 ^e trimestre 1997	Invest. français à l'étranger (en mds de F)	Solde industriel (hors matériel militaire)
sur un an	+0,6 %	2 ^e trimestre 1997	août 1997
	+0,6 %	1996	août 1996
			+8,04
			+5,5
Taux d'épargne	2 ^e trimestre 1997	Invest. étrangers en France (en mds de F)	Solde énergétique
un an avant	13,8 %	2 ^e trimestre 1997	août 1997
	13 %	1996	août 1996
			-7,6
			-5,6

Asie en crise, croissance moins forte en Europe

La Bourse de Hongkong plonge, les marchés boursiers européens suivent. Quel peut être l'impact d'une crise financière asiatique sur la situation économique européenne ? Les mécanismes de propagation sont complexes et multiples. Ils résultent à la fois des interdépendances économiques qui régissent aujourd'hui l'économie mondiale et des interférences financières issues de la globalisation des marchés de capitaux.

Les dévaluations des devises asiatiques intervenues depuis le début de l'été sont d'abord un facteur de déstabilisation régionale. Dans une zone à forte concentration des échanges (40 % des échanges extérieurs de l'ensemble des pays d'Asie en développement sont intrarégionaux), tout mouvement important du taux de change d'un ou plusieurs des partenaires régionaux a des répercussions immédiates sur ses voisins. Ces mécanismes expliquent la fragilisation brutale d'une économie, Hongkong, qui n'inquiétait guère jusqu'à récemment, et la propagation rapide du mouvement de défiance à l'égard de l'ensemble des économies industrielles (Japon, Australie, Nouvelle-Zélande) ou en développement (Chine) de la zone. Dès lors, la portion de la planète touchée par cette crise, ou susceptible de l'être, grandit rapidement : d'un peu plus de 5 % du PIB de l'OCDE - si on ne considère que les pays d'Asie en développement rapide -, cette portion passe à 28 % si l'on intègre le Japon, 36 % si l'on y ajoute la Chine... Soit le

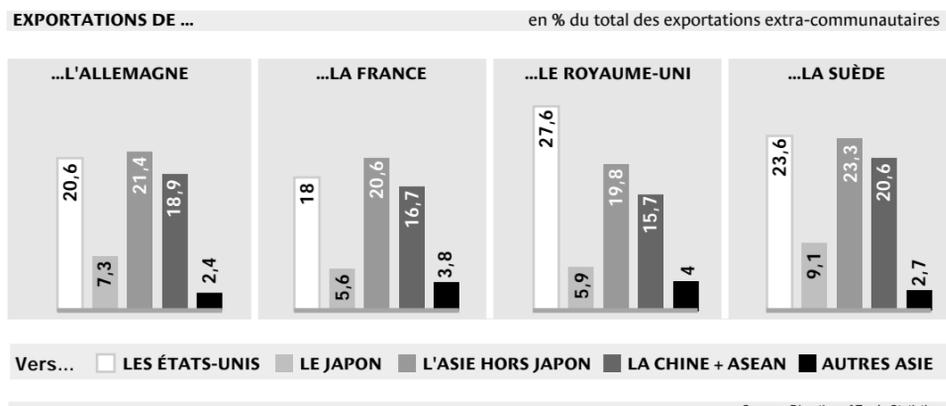
▼ **Interdépendance**
Même si l'environnement international risque d'être moins porteur, l'année 1988 devrait s'avérer meilleure que les précédentes pour l'UE

quart des débouchés du commerce mondial de marchandises et environ un cinquième des débouchés mondiaux de services commerciaux.

C'est par le jeu de plusieurs mécanismes qu'une contraction, aujourd'hui inévitable, de la croissance économique dans cette partie du monde risque d'affecter la conjoncture européenne.

● La crise en Asie amputera la demande en provenance de ces pays, ce qui aura des conséquences commerciales directes plus ou moins importantes sur leurs différents fournisseurs : soit en premier lieu le Japon, l'Union européenne (UE) et les Etats-Unis. En 1996, l'UE couvrait 15,5 % des importations des marchés de l'Asie en développement rapide (hors Japon), soit une part comparable à celle des Etats-Unis (14 %), bien que très inférieure à

▼ **L'Asie : une zone aussi importante que les Etats-Unis pour les exportations européennes de marchandises en 1996**



celle du Japon (20 %). L'exposition de l'Europe à une contraction de l'activité asiatique n'est donc pas négligeable.

Les ventes de marchandises de l'UE vers l'Asie, hors Japon, s'élèvent à 20 % du total des exportations extra-européennes, soit autant que les ventes à destination des Etats-Unis ! Toute contraction des importations asiatiques pourrait donc avoir des répercussions d'ampleur comparable à une contraction équivalente des importations américaines. L'exposition des pays européens n'est cependant pas uniforme. L'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la France sont relativement moins ouverts sur l'Asie que ne le sont l'Allemagne et plus encore la Suède et la Suisse. Ces deux derniers pays réalisent respectivement 23 % et

27 % de leurs exportations extra-communautaires en Asie en développement. Ils sont, avec le Danemark, aussi plus ouverts sur le Japon et à ce titre plus sensibles aux difficultés de l'économie nipponne engendrées par la crise de l'ASEAN. Si l'Asie - hors Japon - importait 15 % de moins, hypothèse de travail se fondant sur l'observation du cas mexicain après la crise de 1995, les pertes pour l'Europe s'élèveraient au minimum à un quart de point de croissance, à quoi il faudrait ajouter les effets additionnels induits par les pertes de croissance mondiale consécutives à la crise asiatique. Au total, ce serait près d'un demi-point de croissance que l'Europe pourrait, dans un tel cas de figure, perdre en moyenne en 1998, abaissant les perspectives de croissance à 2,5 % plutôt que 3 %.

Ce résultat est comparable à celui estimé pour les Etats-Unis, dont le poids des exportations vers l'Asie est du même ordre de grandeur en pourcentage du PIB (moins de 2 %) que celui de l'Europe.

● Par ailleurs, le regain de compétitivité extérieure dont bénéficieront les pays en crise dont les monnaies auront subi de fortes dévaluations s'exercera par une montée des pressions concurrentielles, d'où les effets de dominos susceptibles de se produire sur les économies exposées (en premier lieu les zones en développement à forte contrainte extérieure) et des effets déflationnistes sur les économies développées.

Ces pertes de compétitivité, ajoutées à celles de la demande, ne constituent à l'évidence pas une bonne nouvelle pour l'investis-

sement européen des secteurs les plus exposés.

● Au total, l'effet de la crise asiatique sur l'économie réelle a tout lieu d'être déflationniste pour les pays industrialisés. Une baisse de la croissance mondiale va alléger les tensions sur les capacités de production, et les prix des matières premières devraient être les premiers à se détendre. Ces effets seront-ils positifs sur le niveau des taux d'intérêt européens ? C'est vraisemblable. Les anticipations de hausse des taux qui prévalaient sur les marchés américains et européens depuis le début de l'été, devraient être corrigées à la baisse et laisser place à une bonne tenue persistante des marchés obligataires.

● Cette crise n'a en revanche aucune raison d'influer sur les perspectives de reprise de la demande domestique des pays européens. La consommation privée, dont la majeure partie des économistes prédisent qu'elle constituera, l'an prochain, le support principal de la croissance européenne, n'a pas lieu d'être affectée : les conditions monétaires restent favorables, la contrainte budgétaire sera globalement allégée à l'échelle européenne et le chômage qui a dès lors commencé à se réduire significativement dans plusieurs pays européens (Espagne, Pays-Bas), plafonne dans les pays les plus en retard sur la reprise (France, Allemagne). En dépit d'un environnement international moins porteur, 1998 devrait s'avérer une bien meilleure année que les années récentes pour l'Union européenne.

Veronique Riches

Une deuxième chance pour le « Marché commun » du Sud-Est asiatique ?

Annoncée à grand renfort de publicité en janvier 1993, la création de la zone de libre-échange du Sud-Est asiatique (Afta dans son acronyme anglais), décidé un an plus tôt à l'occasion du quatrième sommet de l'Asean (1) promettait de ramener sous la barre des 5 %, à l'horizon 2008, les droits de douanes de plusieurs milliers de produits à l'intérieur de l'association. Une procédure accélérée devait même réduire ces barrières, avant la fin du siècle, notamment pour les produits chimiques et pharmaceutiques, l'électronique, le bois et le caoutchouc, les pierres précieuses et la bijouterie. Puis, en janvier 1995, les dirigeants du Sud-Est asiatique décidaient d'avancer la date butoir à 2003. Avec l'Afta, l'Asean poursuivait un objectif précis : s'organiser face aux Etats-Unis, réorientant ses relations autour d'une zone de libre-échange nord-américaine (Nafta ou Alena), et du Vieux Continent se consolidant à l'intérieur de l'Union européenne.

Deux éléments ont largement contribué à cette prise de conscience : la dépendance atteinte par les pays du Sud-Est asiatique vis-à-vis des pays industrialisés, qui absorbaient 80 % en moyenne des exportations de la région ; la fin de la guerre froide, qui imposait à l'Asean de reléguer au second plan la rhétorique politique pour s'atteler au développement de la coopération économique régionale qu'elle avait jusque-là négligée. Les réticences

▼ **Asie du Sud-Est**
A mi-parcours de l'échéance de 2003, les résultats de la baisse de certains droits de douanes demeurent mitigés

de la Thaïlande et de l'Indonésie, peu enclines à ouvrir leurs frontières à la concurrence de leurs voisins, auront pourtant retardé d'un an la mise en place de l'Afta, effective depuis janvier 1994.

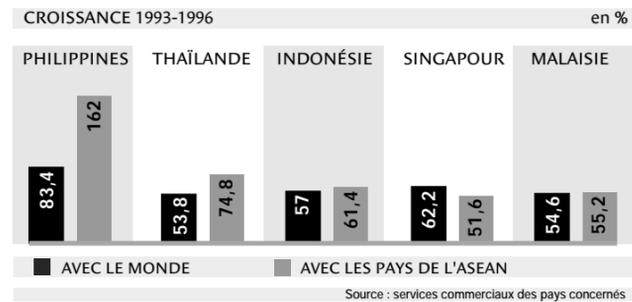
A mi-parcours de l'échéance de 2003, les résultats demeurent limités. Le volume des échanges intrarégionaux (+17,3 % en moyenne par an) croît très légèrement moins vite que celui des exportations totales de la région (+17,5 % en moyenne par an) et les relations commerciales bilatérales représentent toujours moins de 25 % des échanges de l'Asean avec le monde. Révélateur de la tendance : dans les deux dernières années, la croissance des échanges des pays de l'Asean avec le reste du monde (18,7 % en 1995 et 6,4 % en 1996) a de nouveau dépassé celle des échanges régionaux (14,6 % et 4,7 %).

En fait, seules les Philippines et la Thaïlande ont développé leur

volume d'échanges régionaux, qui représentaient en 1996 respectivement 13 % et 15,5 % de leur commerce extérieur contre 9,1 % et 13,6 % en 1993. Ceux de l'Indonésie plafonnent à 11 %, tandis que ceux de Singapour ont été ramenés de 28,6 % en 1993 à 26,7 % en 1996. La Malaisie, pour sa part, apôtre de la coopération Sud-Sud, maintient difficilement ses échanges régionaux à leur niveau de 44 %, alors qu'ils avaient dépassé les 47 % en 1994. Là n'est pas la seule particularité de ce pays, où le volume d'importations en provenance de la région (environ 39 % en 1993) a crû de 26,7 % en moyenne par an pour dépasser les 46 % en 1996, alors que ses importations totales enregistraient une croissance de 17 %. La courbe des exportations connaît, elle, une évolution inverse ; le volume global croît de 14,6 % l'an, alors que le volume régional ne progresse que d'un modeste 8,4 %, ramenant la part de l'Asean dans les exportations de la Malaisie de 49 % en 1993 à moins de 42 % aujourd'hui.

Dans tous les autres pays de l'Asean, sauf l'Indonésie, le volume des exportations mondiales croît généralement deux fois plus vite que celui des exportations régionales. L'Indonésie est le seul pays de la zone dont la croissance des exportations destinées à ses partenaires de l'Asean se développe plus rapidement que celle de ses exportations dans le monde : 11,8 % et 10 % l'an, respectivement. Aujourd'hui, seuls Singapour et la Malaisie peuvent estimer être sur

▼ **Le commerce en Asie du Sud-Est**



le chemin d'une intégration régionale. L'île-Etat s'affirme, de loin, comme le premier partenaire de ses voisins ; son ancienne puissance tutélaire, la Malaisie, a conquis en 1994 le dernier marché sur lequel elle n'arrivait pas en deuxième position : les Philippines.

La nature toujours plus concurrentielle que complémentaire des pays du Sud-Est asiatique rend laborieuse la mise en place de l'Afta. On peut y voir la conséquence directe de politiques économiques jusqu'alors davantage tournées vers la satisfaction des marchés occidentaux que vers les besoins des populations locales, pour la bonne raison que ces dernières n'avaient au départ pratiquement pas de pouvoir d'achat. Or il n'est pas certain que les secteurs identifiés pour bénéficier du système commun de tarifs préférentiels prévu par l'Afta correspondent aux nécessités industrielles des pays du Sud-Est asiatique. C'est là

que les pouvoirs politiques de l'Asean semblent avoir fait preuve d'une certaine immaturité, voire de légèreté, en ne cherchant pas à canaliser l'afflux massif de capitaux, au moins en partie, vers le développement d'un tissu industriel capable de consolider les bases d'économies vulnérables aux intérêts spéculatifs.

On peut compter sur le premier ministre malaisien, Mohamad Mahathir, pour détourner les turbulences financières actuelles de l'Asie du Sud-Est au profit de son credo Sud-Sud. Son pragmatisme y sera mieux employé que quand il se livrait, en septembre dernier, à des attaques contre le financier américain George Soros. La baisse des monnaies asiatiques depuis le début de l'été - 24 % pour la ringgit malaisienne, un peu plus pour le peso philippin, 48 % pour la rupiah indonésienne et près de 50 % pour le baht thaïlandais - rend de nouveau compétitifs les « tigres » asiatiques, sérieusement concu-

rencés depuis quelques années par la main-d'œuvre de pays moins développés. Non seulement la baisse du coût du travail dans l'Asean va ralentir le phénomène de relocalisation d'entreprises vers la Chine populaire et le Vietnam, mais elle pourrait offrir à l'Afta l'occasion de rebondir. Loin d'être une crise conjoncturelle, la tempête monétaire qui s'est abattue sur l'Asie du Sud-Est révèle une crise structurelle à laquelle l'Afta peut apporter une réponse, ne serait-ce que partielle.

Marc Mangin

(1) Fondée par la Thaïlande, les Philippines, la Malaisie, Singapour et l'Indonésie, l'Association des nations du Sud-Est Asiatique (Asean) a été rejointe ensuite par le sultanat de Brunei et, en 1994, par le Vietnam. L'adhésion de la Birmanie et du Laos a été entérinée cet été, celle du Cambodge a été reportée en raison de la situation politique à Phnom Penh.

LES PUBLICATIONS
du Monde

Un ancien numéro
vous manque ?

(Commande et envoi à domicile)

3615 LEMONDE

Oui, la mondialisation accroît le chômage et les inégalités

par Claude Pottier

elon une idée en vogue, l'accroissement du chômage et des inégalités de revenu, observé dans la plupart des pays industrialisés, a très peu à voir avec la mondialisation. Un rapport récent de l'OCDE (« Les perspectives de l'emploi », 1997) souligne que les importations en provenance des pays à bas salaires ont un impact très limité sur l'emploi et les rémunérations dans les pays développés. Nombreux sont ceux qui en concluent que la dégradation de l'emploi n'est pas provoquée par la mondialisation, mais par le progrès technique. C'est là un raisonnement bien rapide.

En imputant le chômage au progrès technique et non aux importations en provenance des pays à bas salaires, on suppose que ces deux facteurs sont indépendants. Or la concurrence avec les pays où les salaires sont moins élevés pousse les entreprises des pays les plus industrialisés à automatiser la production et à substituer ainsi des machines à de la main-d'œuvre. Par ailleurs, calculer l'incidence sur l'emploi et les salaires des importations en provenance des pays à bas salaires revient à mesurer seulement le résultat d'un échec : par définition, ces importations remplacent des productions domestiques. C'est ne pas tenir compte des efforts d'adaptation qui ont été faits par les entreprises des pays industrialisés. Ces « efforts » des entreprises sont en fait un lourd tribut payé par les salariés : baisse des salaires, précarisation de l'emploi, licenciements résultant de l'automatisation.

La mondialisation est souvent réduite à sa dimension commerciale. Mais la réalité nouvelle n'est pas tant l'intensification du commerce international que l'accroissement de la mobilité internationale des facteurs de production. L'impact sur le marché du travail est évident. Dans les pays industrialisés, l'immigration affaiblit le pouvoir de négociation des salariés par rapport à leurs employeurs. En sens inverse, les délocalisations augmentent le chômage, et la simple menace de délocalisation suffit pour obtenir la baisse des salaires ou la dégradation des conditions d'emploi. Plus que l'immigration, la mobilité du capital, productif ou financier, apparaît comme l'élément le plus nouveau et le plus dangereux pour les salariés.

La mondialisation, en tant que mobilité des facteurs de production, et non pas seulement des biens et services, signifie une intensification de la concurrence. Elle provoque surtout une mise en concurrence plus directe des salariés du monde entier, avec une tendance à l'alignement par le bas des conditions d'emploi et de rémunération. Ce résultat n'est pas fortuit.

Mais c'est la relation inverse qui permet de comprendre la genèse du processus : la concurrence pousse à la mondialisation. Celle-ci est l'un des moyens, pour les firmes, d'accroître leur compétitivité, en investissant à l'étranger, d'abord pour conquérir des marchés, mais aussi pour abaisser le coût du travail.

Le processus de mondialisation ne peut être véritablement compris s'il n'est pas rattaché à l'antagonisme fondamental entre le capital et le travail, à la nécessité permanente qu'ont les entreprises de limiter le coût du travail. Ultime-ment, ce ne sont pas des nations plus ou moins riches qui s'affrontent, mais des firmes qui tirent parti des disparités internationales dans les conditions de rémunération et d'emploi de la main-d'œuvre. Il n'est donc pas question de faire des pays à bas salaires des boucs émissaires. Le faible coût du travail est l'avantage principal qu'ils peuvent faire valoir dans la concurrence internationale.

La mondialisation provoque surtout une mise en concurrence plus directe des salariés du monde entier, avec une tendance à l'alignement par le bas des conditions d'emploi et de rémunération

Réduire la mondialisation aux seules importations et focaliser le débat sur les pays à bas salaires est trompeur. Les firmes des pays industrialisés s'implantent rarement dans les pays qui ne peuvent leur offrir que les salaires les plus faibles. Elles recherchent des pays où un coût du travail moins élevé et où des conditions d'emploi et de licenciement moins contraignantes se combinent avec d'autres avantages, notamment une main-d'œuvre qualifiée et des infrastructures de transport et de communication. Ainsi, JVC va transférer sa production de matériel hi-fi de la Lorraine vers l'Ecosse. Thomson fabrique ses petits téléviseurs en Thaïlande. Philips a délocalisé une partie de sa production de magnétoscopes de l'Autriche vers la Hongrie, où le coût du travail des ouvriers était huit fois inférieur et celui des cadres quatre fois inférieur. Dans ce processus,

la périphérie des grandes zones industrialisées occupe une place de choix : le Mexique pour les Etats-Unis, l'Asie du Sud-Est pour le Japon, l'Europe centrale et orientale pour l'Union européenne. Mais le mouvement des entreprises vers les zones à salaires moins élevés s'effectue aussi à l'intérieur même des Etats-Unis et de l'Union européenne. L'expression dumping social s'applique moins aux pays peu développés qu'à un pays comme la Grande-Bretagne, qui a délibérément cherché à réduire le coût du travail afin d'attirer les investissements étrangers.

La dimension financière de la mondialisation a aussi des effets dévastateurs sur l'emploi et les salaires. Dès lors que le système des changes fixes a été abandonné (au début des années 70) et que la mobilité du capital a été organisée (à partir de la fin des années 70), les pays cherchent à défendre leur monnaie par des taux d'intérêt élevés, ce qui accroît les revenus du capital et restreint l'activité économique. Simultanément, pour limiter l'inflation, les gouvernements désindexent les salaires par rapport aux prix. Au total, la mondialisation financière qui a été mise en place par les Etats suscite entre eux une concurrence par les coûts qui déprime l'activité, alimente le chômage et accroît les inégalités de revenu.

En résumé, la mondialisation est tributaire de l'économie capitaliste qui lui donne trois caractéristiques fondamentales.

1. Elle résulte, tout comme le progrès technique, de l'intensification de la concurrence entre les firmes.

2. Elle se manifeste par un fort accroissement de la mobilité des facteurs de production, notamment celle du capital, qui a été organisé par les Etats.

3. Elle met directement en concurrence les salariés du monde entier, ce qui entraîne une dégradation des conditions de rémunération, d'emploi et de protection sociale des salariés des pays d'industrialisation ancienne.

La mise en contact des peuples et des cultures, ainsi que la diffusion mondiale des idées démocratiques, des connaissances et du progrès technique sont de très bonnes choses. La division internationale du travail aboutit à une baisse des prix profitable au consommateur. Mais le consommateur est aussi, en général, un salarié. Si la baisse des prix est obtenue par la volonté forcée des firmes et des Etats de réduire le coût du travail en mettant les gens au chômage, en organisant la précarité de l'emploi, il est normal que les salariés s'opposent à cette façon dont s'opère la mondialisation.

Claude Pottier est chargé de recherche au CNRS

La fin de la bulle financière ?

par Jacques Ninet

Le séisme qui vient d'ébranler les marchés boursiers réactualise le débat sur l'euphorie boursière : signe d'une ère nouvelle ou bulle financière ? Quand les cours baissent, la question revient, inversée : s'agit-il d'une correction de grande amplitude ou d'un retournement de tendance de long terme ? Loin de tenter une interprétation à chaud, le présent article reprend les réflexions menées en juillet dernier, à un moment où l'« antikrach », c'est-à-dire la hausse quasi verticale des marchés, laissait le champ libre aux partisans de l'ère nouvelle.

Cinq éléments ont fondé le *bull market* et son accélération prodigieuse depuis deux ans.

1) L'absence totale d'inflation ou l'absence de toute pression sur les prix, du fait de la concurrence et des gains de productivité liés aux technologies de l'information.

2) La victoire incontestée du modèle libéral, se traduisant par l'exigence de réduction des dépenses publiques et par la diminution de la part attribuée aux salariés (rémunération ou durée du travail) dans la répartition des gains de productivité.

3) L'augmentation de la profitabilité des entreprises, qui bénéficient en outre de l'élargissement de leur champ d'activité vers des zones en pleine déréglementation et qui ont connu pour la première fois la stabilité monétaire.

4) La nécessité pour les ménages d'augmenter la prévoyance individuelle.

5) L'abondance de liquidités résultant des politiques monétaires expansionnistes ou neutres menées dans les trois zones en liaison avec la permanence du déficit courant américain.

A ces facteurs fondamentaux doit être ajouté un élément technique déterminant qui est l'hégémonie des gestions collectives ou institutionnelles « indicées ». Dans ce système, le gérant n'a pas droit à l'erreur dans un marché haussier, mais il n'est pas considéré comme responsable en cas de marché baissier. La concentration des portefeuilles sur les titres constituant les indices (à Paris, le CAC 40) accentue la surperformance de ces derniers, conduisant les gérants à les répliquer encore plus et ainsi de suite. Sachant qu'aux Etats-Unis l'afflux colossal de capitaux sur le marché des actions - un peu plus de 1 000 milliards de dollars sur les quatre dernières années - cache un désinvestissement direct des ménages de 600 milliards au profit des *mutual funds* et des placements institutionnels, on voit que le phénomène décrit est tout sauf anecdotique.

Avant de conclure qu'une bulle se forme, trois pistes méritent d'être explorées.

1) La disparition de l'inflation. L'inflation n'est pas seulement la hausse des prix de biens et

des services mais la hausse généralisée des prix, résultant de l'existence d'un excès continu de création monétaire au-delà des gains de productivité. Le Japon n'a jamais connu, au cours des années 80, de poussée inflationniste, au sens commun de hausse de l'indice des prix, alors que sa masse monétaire croissait à un rythme voisin de 10 % par an. La réévaluation permanente des actifs, immobiliers ou financiers, peut être la manifestation d'une création monétaire excessive et se trouver par ailleurs légitimée par le nouveau paradigme de stabilité des prix et d'augmentation des profits. La stabilité des prix dans un contexte de croissance de la quantité de monnaie en circulation ne s'explique que par le ralentissement de sa vitesse de circulation. Le caractère potentiellement inflationniste, au plan mondial, du déficit courant américain se trouve renforcé lorsque le dollar est haussier, c'est-à-dire lorsque le caractère récurrent de la création de dollars n'est pas compensé par la dépréciation relative de la devise américaine.

Les craquements boursiers que nous venons de connaître risquent de n'être que les prémices d'un dégonflement plus important

2) L'excédent structurel d'épargne (en Europe et au Japon). On constate que, d'une zone à l'autre, la rémunération offerte par les titres d'Etat est inversement proportionnelle à la qualité de gestion de la dette publique telle qu'elle serait mesurée par les critères de Maastricht ou les agences de rating. Ainsi, les tendances désinflationnistes, voire déflationnistes, observées au Japon et en Europe priment sur toute autre considération dans le rendement exigé des titres publics à long terme.

C'est, bien sûr, l'excédent structurel d'épargne domestique qui explique la performance des marchés obligataires japonais et européens, tandis que l'excès d'investissement américain justifie la prime consentie aux acheteurs non résidents de titres du Trésor américain. Mais on est ici très loin du principe selon lequel la prime de risque attachée à un emprunteur doit être liée à sa capacité de générer les cash-flows nécessaires pour honorer sa dette (principe fondateur de la notation).

3) L'euphorie généralisée. La synchronisation de l'euphorie boursière à cela de suspect qu'elle s'articule sur des principes différents suivant les zones. Les pays en crise sociale et/ou démographique compensent l'atonie de leur demande interne par l'excès d'épargne et la baisse des taux en pariant que ces taux bas, la forte demande externe et l'assainissement budgétaire finiront par réveiller la consommation et donc l'investissement.

Le monde anglo-saxon, de son côté, a compensé les effets ravageurs du *dow sizing* par l'enrichissement patrimonial, un « effet de richesse » organisé. La clé implicite de ce système est l'élimination des corrections brutales non plus seulement au plan économique, mais aussi nécessairement boursier afin que les fonctions vitales de l'accroissement des patrimoines ne puissent à aucun moment être mises en doute.

Le point commun de ces deux paris est qu'ils reposent tous les deux sur la présomption de l'émergence d'un *homo economicus* nouveau, ayant centré le principe hédoniste sur la prospérité boursière et désormais à l'abri d'excès individuels et collectifs. Parce qu'ils sont construits sur l'hypothèse fondamentale de l'abolition des cycles, ou en tout cas de la disparition de leurs phases les plus aiguës, la viabilité de ces modèles dépend *in fine* de l'élimination des erreurs d'anticipations qui précisément engendrent le cycle : excès de crédit, surestimation de la vitesse de propagation des progrès technologiques, balancier politique...

Réfutant la disparition définitive de l'inflation parce que coexistent désinflation dans les échanges et inflation des actifs, accordant aux excédents d'épargne une signification peu rassurante et rejetant l'hypothèse d'abolition du cycle, cette étude aboutit à une conclusion sans équivoque. La récente euphorie s'apparente bien à ce qu'on appelle une bulle, c'est-à-dire une phase de réévaluation conventionnelle permanente des actifs entretenue par la captation des liquidités. Les craquements boursiers que nous venons de connaître risquent alors de n'être que les prémices d'un dégonflement plus important. Déclenchée dans un premier temps par un phénomène exogène, contestée par les tenants de l'ère nouvelle dans un deuxième temps, la correction pourrait connaître une troisième phase à la fois moins spectaculaire et plus durable qui est sans nul doute ce qu'appelle de ses vœux le président de la Réserve fédérale dans ses propos hésitants mais récurrents sur la surévaluation boursière.

Jacques Ninet est directeur des gestions de taux d'intérêt, Barclays Asset Management France (Groupe Barclays)

LIVRES

Les idées claires

par Philippe Arnaud

LES SEPT PILIERS DE LA RÉFORME

de Roger Godino
préface de Michel Rocard
Albin-Michel, 270 p., 120 F.

Voici un livre d'une simplicité apparente et de bon aloi. Son titre n'évoque-t-il pas cette Sagesse accueillant ses hôtes dans sa maison aux sept piliers de *Le Livre des proverbes* ? Mais ne nous y trompons pas. Les propositions qu'il contient sont portées par un esprit de croisade : celle contre le chômage et la précarité.

Roger Godino, polytechnicien, ancien conseiller auprès de Michel Rocard à Matignon, prend ici parti, clairement. En sept chapitres sur l'Europe, le travail, la Sécurité sociale, l'entreprise, les inégalités, les déséquilibres mondiaux et l'Etat, il fait le tour du possible et du souhaitable. Et trace des perspectives.

« Le fait qu'il y ait en France un grand nombre de travailleurs peu qualifiés qui sont au chômage, écrit-il, semble indiquer que le prix du travail peu qualifié est trop élevé. Il faudrait donc abaisser en priorité le coût du travail non qualifié. »

Or il y a deux façons de le faire. La première est la suppression des « rigidités à la baisse » du salaire, en clair le SMIC. L'autre solution consisterait à moduler les cotisations sociales en fonction des salaires. Un autre type de modulation, en fonction du nombre d'heures travaillées, pouvant être appliqué avec un objectif différent : inciter à réduire le temps de travail.

Ces propositions sont déjà connues. Elles ont été largement diffusées. Elle sont ici présentées dans le cadre d'une réflexion globale sur le travail et les prélèvements obligatoires. On l'aura compris, l'auteur propose d'utiliser de façon plus active les outils à la disposition de l'Etat, en particulier l'arme fiscale, dans une optique de lutte contre le chômage, et non plus dans une simple optique redistributive.

C'est sur la Sécurité sociale que Roger Godino va sans doute le plus loin. Il propose de « financer la santé autrement » en créant notamment une franchise annuelle, fonction du revenu. Par exemple un ménage ayant un revenu de 300 000 francs - c'est le cas d'école choisi - pourrait se voir opposer une franchise de 50 000 francs par an. De quoi boucher le trou de la Sécurité sociale. Mais aussi ouvrir la boîte de Pandore de la médecine à deux vitesses. En tous les cas, le problème est posé. Il est éminemment politique... et explosif !

Au chapitre « Libérer l'entreprise », l'auteur reprend l'idée d'un impôt sur le capital. Ce n'est pas un paradoxe. Car, pour l'auteur, il faut cesser de pénaliser les profits, mais taxer tous les investissements. « Formidable incitation à produire », un impôt sur les actifs physiques rapporterait 468 milliards de francs.

L'idée d'un « impôt négatif » pour les plus bas revenus, elle, n'est ni de droite ni de gauche. Elle consiste à accorder un revenu minimum dégressif aux plus défavorisés. En incitant le Rmiste à travailler, elle doit lui permettre de sortir de la « trappe à pauvreté ».

Au total, ce sont trente-cinq propositions, claires, argumentées, qui sont récapitulées en fin d'ouvrage. Certaines sont classiques, comme la suppression d'un échelon de pouvoir dans les collectivités locales, ou encore la création d'une organisation mondiale de la finance, sur le modèle de l'OMC. D'autres plus originales, telle une imposition non pas sur le profit, mais sur la marge brute des entreprises (variante de l'impôt sur le capital). Autant de chantiers pour cette fin de siècle et le début du suivant, et de grain à moudre pour tous ceux qui font l'économie.

Le tout est écrit dans une langue simple et directe, volontairement non technocratique. Un bréviaire finalement bien moins sage et bien plus détonant que ne le laisse supposer le titre.

PARUTIONS

LES THÉORIES DE LA MONNAIE d'Anne Lavigne et Jean-Paul Pollin

Pourquoi existe-t-il plusieurs théories de la monnaie ? Les conceptions dichotomiques qui fondent la théorie quantitative de la monnaie sont-elles cohérentes ? Quelle est l'utilité de la monnaie ? Quels sont les apports des keynésiens et des monétaristes à la compréhension de la fonction de demande de monnaie ? Anne Lavigne et Jean-Paul Pollin, tous deux économistes et professeurs à l'université d'Orléans, sont des spécialistes reconnus des questions monétaires. Au moment où les banques centrales relèvent leurs taux sans explication, où les marchés financiers asiatiques donnent des palpitations à tous les gouvernements, ce petit livre dense et très architecturé donnera des clés théoriques aux étudiants et aux professionnels qui se heurtent à l'opacité de la monnaie. (La Découverte, Repères n° 226, 122 p., 49 F.)

LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES DEPUIS 1974, d'Eliane Mossé

C'est un cours d'économie accéléré que propose Eliane Mossé, ancien administrateur de l'Insee, dans son petit ouvrage. En quatre-vingt-quinze pages, l'auteur fait l'inventaire des politiques économiques depuis 1974. A la suite du premier choc pétrolier, certains pays (Etats-Unis, Japon, RFA) choisissent un ajustement rapide. D'autres tardent à s'adapter à ce contexte de crise (Royaume-Uni, Italie, France). Le second choc pétrolier suscite de nouvelles réponses : libérale avec la réduction des dépenses publiques et la dérégulation aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne ; échec d'une politique de relance sociale suivie de la rigueur en France. Durant les années 80 et 90 se juxtaposent au chômage conjoncturel un chômage structurel lié au progrès technique et pour partie à la mondialisation. Pour répondre à ces défis et aux problèmes créés par un système financier international de plus en plus instable, un certain nombre d'organisations économiques régionales se développent. L'Union européenne en est la forme la plus élaborée (Seuil, collection « Mémo », 95 p., 36 F.)

ANNALES DES MINES

TROIS SÉRIES TRIMESTRIELLES

• GÉRER & COMPRENDRE • RÉALITÉS INDUSTRIELLES • RESPONSABILITÉ & ENVIRONNEMENT •

GÉRER & COMPRENDRE

RÉALITÉS INDUSTRIELLES

Abonnement aux trois séries : 960 FF TTC (12 numéros)

5, avenue de l'Opéra - 75001 PARIS - Tél. 01 42 86 53 98 - Fax 01 42 60 45 35

La Californie va déréglementer le secteur de l'électricité

SAN FRANCISCO
de notre envoyée spéciale

Éclairée ou inconsciente, la Californie ? La petite révolution que s'approprie à faire cet Etat de l'Ouest américain en matière de déréglementation du secteur de l'électricité ressemble à un saut dans l'inconnu. Dès le 1^{er} janvier 1998, les consommateurs finaux – particuliers et industriels – auront le choix de leurs fournisseurs. L'entreprise, complexe et risquée, est suivie de près par les compagnies des autres Etats américains, qui pourraient bien, un jour prochain, être contraintes de faire de même. Les pressions politiques ne manquent pas dans ce sens et Dan Schaefer, président de la sous-commission de l'énergie à la Chambre des représentants, a présenté un projet de loi visant à autoriser la concurrence jusqu'au client final au plus tard le 15 décembre 2000. Pour l'instant, de nombreux Etats jugent qu'il est urgent d'attendre. Hormis la Californie, seuls le New Hampshire, le Massachusetts, Rhode Island et la Pennsylvanie ont décidé de permettre aux clients de choisir leur fournisseur.

La volonté de déréglementer le secteur de l'électricité est née aux Etats-Unis d'un sentiment d'injustice. En effet, consommateurs et entrepreneurs ne sont pas égaux devant leur facture : le prix moyen du kilowattheure (kWh) peut varier du simple au triple d'un Etat à l'autre. Mieux vaut habiter dans le Kentucky, l'Idaho ou le Wyoming, qui affichent un prix moyen du kWh d'environ 4 cents (0,24 franc) qu'en Californie et dans le Massachusetts, où les tarifs grimment aux alentours de 10 cents (0,60 franc), sans parler de l'Etat de New York, où le kWh atteint 11,1 cents. Plus grave, des variations peuvent exister au sein d'un même Etat.

Dans un pays qui vante les vertus de la concurrence, force est de constater que le secteur de l'électricité restait en grande partie monopolistique. A partir du milieu des années 80, des producteurs indépendants sont arrivés sur le marché à l'occasion de mises aux enchères de nouveaux équipements. Mais ils ne pouvaient vendre leur énergie qu'à la compagnie locale en situation de monopole. En 1992, une loi a posé le principe de leur accès aux réseaux de transport de l'électricité afin qu'ils puissent vendre à d'autres distributeurs, mais toujours pas au client final. En 1996, une décision de la commission de régulation fédérale a précisé ces conditions d'accès.

Reste qu'aujourd'hui ces producteurs indépendants ne représentent que 8 % de la puissance installée. Et la plupart des compagnies d'électricité américaines sont « intégrées » verticalement : elles concentrent la production, le transport et la distribution. En contrepartie, elles sont sous double surveillance : celle d'une commission de régulation fédérale pour les tarifs et le transport en gros et celle d'une commission d'Etat pour le détail (tarifs, investissements, zone d'intervention). Secteur public ne signifie par forcément entreprises publiques : plus de 250 sociétés privées intégrées assurent près de 73 % de la production et des ventes au consommateur final. S'y ajoutent 2 900 entreprises publiques, entreprises fédérales, coopératives rurales ou compagnies municipales, lesquelles ont principalement en charge la distribution.

La concurrence profitera-t-elle au consommateur ? La logique voudrait que oui, mais les spécificités du secteur de l'électricité qui oblige à des investissements à très long terme et pas toujours rentables incitent à la prudence. A court terme, des hausses de tarifs sont fort probables. Car, dans la facture, les consommateurs vont voir apparaître des coûts « échoués » dont ils ne soupçonnaient pas l'existence : c'est-à-dire des indemnités pour les investissements effectués par les compagnies d'électricité qui ont perdu leur monopole.

L'enjeu financier est de taille puisqu'à l'échelle nationale le coût avancé va de 100 milliards à 150 milliards de dollars, à comparer au chiffre d'affaires du secteur, de l'ordre de 200 milliards. Les sommes se négocient Etat par Etat. « Ces coûts "échoués" reposent sur des politiques anciennes d'investissement acceptées ou imposées par les régulateurs et qui se sont avérées par la suite

▼ A partir du 1^{er} janvier 1998, les consommateurs de cet Etat de l'Ouest américain pourront choisir leur fournisseur

erronées », explique Gary Simon, analyste au Cambridge Energy Research Associate. Ainsi, pour encourager la cogénération (production conjointe d'électricité et de chaleur) et les énergies renouvelables, les pouvoirs publics ont-ils obligé les compagnies d'électricité à racheter l'énergie produite à des prix parfois prohibitifs, comme ce fut le cas en Californie.

A la suite du choc pétrolier de 1973, les coûts de construction des centrales nucléaires, mais aussi thermiques, ont dérapé. Les commissions de régulation ont alors demandé aux centrales électriques de ne pas répercuter la totalité de ces dépenses sur les consommateurs. A l'heure de la déréglementation du marché, les compagnies ont naturellement réclamé la récupération de ces coûts. La commission de régulation a autorisé, en 1996, l'indemnisation de ces investissements passés, du moins de ceux qui auraient été jugés « justes et prudents ». Un principe qui a été inscrit dans les réformes des Etats ayant programmé une ouverture du marché aux clients finaux.

UN ETAT PIONNIER

A ces coûts « échoués » vont s'ajouter de nouvelles dépenses liées à la réorganisation du secteur. Ainsi la Californie va mettre en place au 1^{er} janvier un marché de l'électricité chargé d'acheter l'éner-

gie aux compagnies qui étaient en position de monopole et d'en fixer le prix en temps réel en fonction de l'offre et de la demande, permettant aux nouveaux fournisseurs d'accéder à de l'énergie à un prix fixé par le marché. Une instance de régulation du transport de l'énergie veillera, par ailleurs, à ce que ces fournisseurs disposent d'un libre accès au réseau et que celui-ci fonctionne dans des conditions de sécurité optimales afin, notamment, d'éviter toute panne. Au final, on aboutit à un système extrêmement sophistiqué et complexe dont le coût de fonctionnement s'élevait, dans cet Etat, à quelque 150 millions de dollars par an.

Nettie Hoge, qui a constitué, à San Francisco, une association de défense des consommateurs forte de 30 000 adhérents, raconte comment à travers des campagnes de sensibilisation les autorités ont essayé de convaincre l'opinion publique de la nécessité d'ouvrir le secteur à la concurrence. « Au départ, on parlait de dérégulation du secteur de l'électricité, ce qui faisait redouter le pire à cause de l'exemple du secteur aérien, où les prix ont doublé en cinq ans, raconte cette femme énergique. Alors on nous a parlé de restructuration, mais ce terme évoquait des risques de licenciements dans l'opinion publique. Finalement, on a préféré nous parler de choix : les Américains adorent pouvoir choisir. »

Pourtant, les gains pour les particuliers apparaissent aléatoires. Ces incertitudes ont conduit la chambre des représentants de Californie à imposer, les quatre premières années, une réduction des tarifs de 10 % pour les petits consommateurs. Mais ce que l'Etat donnait d'une main, il le reprenait de l'autre, car il a autorisé parallèlement les compagnies d'électricité à emprunter sur dix ans pour financer cette réduction, dont les intérêts seront répercutés sur la facture des petits

consommateurs ! Enfin, comme l'acheminement d'électricité va continuer de faire l'objet d'un monopole, Nettie Hoge craint que les compagnies d'électricité ne gonflent ces coûts. D'ailleurs, « PG&E, la compagnie d'électricité qui dessert San Francisco et une partie du nord de la Californie, s'approprie à la faire », assure-t-elle.

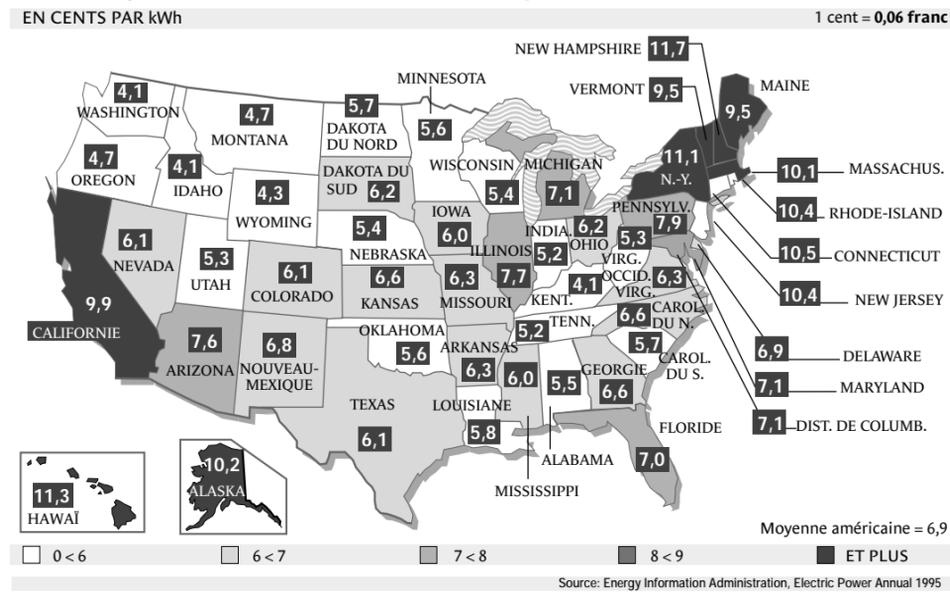
L'impulsion en matière de déréglementation n'est pas venue des particuliers, mais des industriels. Eux ont probablement beaucoup à gagner, à terme, et sont déjà fortement sollicités par de nouveaux marchands d'électricité. Déjà quelque 200 sociétés ont manifesté leurs intentions d'attaquer le marché californien. « Pour la vaste majorité des particuliers, il ne devrait pas y avoir de grosses différences de prix, pronostique Douglas M. Long, responsable du programme de dérégulation pour l'Etat. En revanche, les tarifs des gros clients devraient baisser davantage, ce qui est bon, à terme, pour l'ensemble de l'économie. »

Mais, dans un premier temps, les tarifs pratiqués envers les industriels californiens qui passeront par la nouvelle Bourse de l'électricité ont été gelés afin de récupérer les fameux coûts « échoués » – on parle de 23 milliards de dollars. « En l'absence de déréglementation, nous aurions dû bénéficier d'un déclin des tarifs de l'ordre de 5 % par an », assure Carol Guthrie, en charge du dossier à la compagnie pétrolière Chevron, gros consommateur d'électricité. Il n'empêche, cet industriel se réjouit de pouvoir mettre désormais ses fournisseurs en concurrence, ce qui lui permettra à terme de négocier des tarifs avantageux.

Les responsables de PG&E assurent que les tarifs devraient, une fois les coûts « échoués » récupérés – à partir de 2002 –, baisser de 20 % à 30 %...

Martine Laronche

▼ Prix moyens de vente de l'électricité aux particuliers en 1995



Restructuration dans la production d'énergie

Afin que la déréglementation ne soit pas un vain mot, certains Etats ont demandé aux compagnies d'électricité « intégrées » – qui concentrent production, transport et distribution – de revendre tout ou partie de leurs actifs de production. Pacific Gas & Electricity Company (PG&E), qui dessert San Francisco et une partie du nord de la Californie, a été ainsi contrainte de revendre au moins la moitié de ses centrales électriques classiques. NEES, une compagnie électrique de la Nouvelle-Angleterre, une des régions avec la Californie les plus avancées sur la voie de la déréglementation, a dû faire de même.

Convaincues que la déréglementation allait entraîner des bouleversements majeurs dans le secteur de l'électricité, les deux compagnies ont élaboré, à partir d'un même constat, des stratégies inverses. Les responsables de NEES ont préféré abandonner la production, ne s'estimant pas en

mesure d'atteindre une taille critique. « Nous estimons que la production actuellement très éparpillée sera, à l'avenir, concentrée dans les mains de quelques compagnies très puissantes y compris étrangères », pronostique Peter G. Flynn, directeur en charge de la tarification. Nous sommes trop petits pour faire partie des survivants dans ce domaine. »

En revanche, le californien PG&E espère bien être de ceux-là. Contraint de revendre sur le territoire de la Californie ses unités de production, rien ne l'empêche de racheter les centrales thermiques en vente dans les autres Etats. C'est lui qui vient donc de racheter les dix-huit centrales de NEES, en Nouvelle-Angleterre, pour la somme de 1,6 milliard de dollars. Les centrales nucléaires restent en dehors de ces transactions et s'avèrent invendables à la fois pour des questions de rentabilité, compte tenu des investissements en jeu, mais aussi politiques – on ne sait toujours quoi faire des

combustibles irradiés qui s'entassent dans les piscines de stockage des réacteurs nucléaires. NEES a déjà fermé trois de ses six centrales nucléaires. Le géant, Westinghouse, numéro un du nucléaire, a décidé de se retirer de ce secteur.

Parmi les candidats à la production d'électricité, on compte également de grandes compagnies pétrolières. Shell, Amoco ou Texaco ont annoncé leur intention de construire et d'exploiter des centrales électriques. Le pétrolier Chevron, qui avait envisagé de se lancer lui aussi dans ce secteur, a finalement renoncé. « Certes, nous produisons déjà pour notre usage interne 25 % à 30 % de nos besoins en énergie et il y a là un moyen de gagner beaucoup d'argent, mais nous sommes trop éloignés de nos compétences de base », estime Carol Guthrie, chargée chez Chevron du dossier de la déréglementation du secteur de l'électricité.

M. L.

LA MÉCANIQUE DE L'ÉCONOMIE

La cuisine de la prévision...

L'automne est la saison des budgets. Entreprise, administration, Etat, chacun établit ses recettes et ses dépenses pour l'année à venir. Mais si les dépenses sont à discrétion, les recettes restent incertaines et subordonnées à l'activité de l'année prochaine.

Pour un pays, le produit intérieur brut, le PIB, est la grandeur économique de cadrage incontournable. Il représente ce qui sera produit sur le marché intérieur pour satisfaire les demandes finales (consommation, investissement, exportation, stocks). Prévoir le PIB de 1998, c'est en somme répondre à la question : l'environnement sera-t-il meilleur, de combien, et avec quel effet sur l'économie nationale ? Comment donc prévoir le PIB ?

PRÉVOIR LE PRÉSENT

Le PIB est la somme des valeurs ajoutées et représente donc un flux. Sa fréquence d'observation est trimestrielle, si bien que le PIB de l'année est la somme des PIB des quatre trimestres. A ce jour, seule une estimation du deuxième trimestre 1997 est disponible :

	1 ^{er} trim. 1996	2 ^e trim. 1996	3 ^e trim. 1996	4 ^e trim. 1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997
PIB trimestriel	947	945	953	955	958	967

Source : INSEE, en milliards de francs au prix de 1980.

Nous pouvons ainsi calculer le PIB de l'année dernière (3 800 milliards de francs), mais nous ne savons pas encore celui de cette année : le troisième trimestre, bien que révolu, reste inconnu faute de temps pour collecter et synthétiser les statistiques.

La première prévision à faire est donc celle du proche passé (le troisième trimestre) et du proche avenir (le quatrième). La croissance en 1998, c'est-à-dire la progression du PIB entre 1997 et 1998, repose sur une année 1997 à moitié connue.

La première règle du conjoncturiste s'énonce ainsi : établir le présent est la première étape de tout exercice de prévision.

PARTIR DE L'« ACQUIS »

Que savons-nous de l'année en cours ? Que le premier trimestre a progressé de 3 milliards de francs et le deuxième de 9 milliards. Un petit scénario peut permettre d'apprécier l'amélioration : qu'en serait-il de la croissance annuelle si chaque PIB trimestriel se maintenait au niveau atteint au deuxième trimestre ? Le calcul donne alors : 958 + 967 + 967 + 967, soit 3 859 milliards. Rapporté aux 3 800 milliards de 1996, le PIB 1997 croîtrait donc de 1,5 %.

Ce résultat est dit « acquis » par les conjoncturistes grâce à la bonne progression du PIB au premier et surtout au deuxième trimestre. Même en cas de stagnation à la fin de l'année, la croissance s'élèverait quand même à 1,5 %. L'acquis suppose donc implicitement que le plus mauvais résultat possible est une stagnation. En cas de récession, la croissance pourrait bien sûr se retrouver inférieure. Le terme d'acquis demeure mais il devient trompeur. Comme dit le poète, rien n'est jamais...

Heureusement, divers indicateurs (les ventes de certains commerces, la confiance des ménages...) signalent que l'activité ne semble pas fléchir. Le 1,5 % d'acquis peut donc, sauf accident en fin d'année, être considéré comme une hypothèse plancher pour 1997.

QUE DIRE DE 1998 ?

Et si l'année à venir ressemblait aux précédentes ?

Une première façon de prévoir l'avenir est de reproduire le passé. Ce n'est certes pas très glorieux puisque c'est admettre n'avoir sur l'avenir aucune idée. Mais, à défaut d'être pertinent, c'est au moins une façon de ne pas dire n'importe quoi.

Cela conduit à la deuxième règle du conjoncturiste : établir une prévision suppose au préalable d'étudier le passé. Quelle est alors la croissance annuelle depuis le début de la décennie ?

Croissance annuelle en %	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	2,5	0,8	1,2	-1,3	2,8	2,1	1,5

La série apparaît erratique, sans régularité : aucune tendance ne se dessine, la croissance est médiocre, faite d'une récession, de reprises avortées et de « faux plats » indécis.

La troisième règle s'impose d'elle-même : la prévision est d'autant plus difficile que le passé ne donne pas de message clair. Avec un tel profil de croissance, on conçoit que de nos jours le travail du conjoncturiste soit délicat.

La croissance moyenne depuis 1990 s'établit, d'après ce tableau, à 1,4 %. Obtenir un résultat analogue pour 1998 signifierait donc que persiste la morosité qui caractérise le début de cette décennie. Or nombre d'éléments indiquent que cette période récente n'est pas très significative : par exemple, du fait des crises de change, les taux d'intérêt restent jusqu'à la fin 1995 à des niveaux très élevés, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. La référence au passé nécessite de considérer une période plus longue.

On obtient ainsi une quatrième règle : le passé ne nous donne d'information qu'à la condition de préciser à partir de quel moment il devient pertinent... ce qui n'est pas si facile.

Une fois que ces préliminaires ont permis de dresser la toile de fond conjoncturelle, la prévision proprement dite peut commencer.

LES HYPOTHÈSES DE 1998... ET LE PIB DE 1998

En général, ce n'est pas le PIB lui-même qui fait l'objet de prévision, mais ses composantes. Le PIB s'insère en effet dans l'égalité bien connue suivante :

PIB + importations = consommation + investissement + variation de stocks + exportations.

Chaque terme fait l'objet d'une prévision à partir du troisième trimestre 1997, et l'égalité ci-dessus permet de déduire le PIB. Chaque conjoncturiste ayant ses propres méthodes, il est normal que chaque résultat soit différent.

Mais il est rare que les prévisions divergent fortement parce qu'elles reposent sur un même principe : faire dépendre ce que l'on cherche d'autres grandeurs économiques plus facilement prévisibles : la consommation dépendra du revenu, de l'évolution du chômage, des indicateurs de confiance... Les exportations dépendront de la demande extérieure adressées à la France, du taux de change du franc...

En outre, les différentes composantes ne sont pas indépendantes entre elles : l'investissement des entreprises dépend de la consommation des ménages, les importations dépendent de la consommation et de l'investissement... C'est une logique de modèle qui doit être mise en œuvre.

Par rapport aux pouvoirs publics, le Crédit lyonnais est un peu moins optimiste pour 1998 puisque nous envisageons une croissance de 2,6 %, contre 3 % dans la loi de finances. Vues les difficultés de l'exercice, la différence n'est pas considérable. L'essentiel est sans doute le sentiment partagé que morosité et langueur sont désormais derrière nous... et que les choses iront un peu mieux, un peu.

Direction des études économiques et financières du Crédit lyonnais

A propos du dossier... La France malade de ses élites...

UNE LETTRE D'EDITH CRESSON

Votre article m'a frappée par la contradiction flagrante entre une analyse générale lucide et critique que je partage pleinement (...) et un passage consacré au transfert de l'ENA à Strasbourg qui dénote une incompréhension profonde de ce dossier. D'abord, le transfert à Strasbourg n'était pas une décision isolée mais l'un des éléments d'une relance générale de la politique de l'aménagement du territoire (...). Le terme « petite marée noire financière » a de quoi faire sursauter. L'installation de l'ENA à Strasbourg a en effet coûté plus cher que prévu. Mais l'honnêteté la plus élémentaire eût été de rappeler que ce n'est malheureusement pas un cas isolé et de mettre en perspective le volume du coût d'installation et le montant du dépassement par rapport à d'autres chantiers. J'ajoute que ces dépenses d'installation devaient, au terme de la décision que j'avais prise, être couvertes par la vente des locaux parisiens de l'ENA, le surplus étant consacré à la construction de logements sociaux pour les fonctionnaires travaillant à Paris. Il n'était en effet pas question à l'époque que l'ENA conserve une implantation à Paris : elle devait être intégralement transférée à Strasbourg. Si le schéma de délocalisation avait été respecté, cette opération n'aurait rien coûté aux contribuables. La hausse des frais de fonctionnement est de ce fait imputable à la décision, prise par l'un de mes successeurs, de maintenir à Paris une partie de la scolarité de l'école avec, donc, un doublement des moyens nécessaires en termes de locaux, de personnel et d'équipements. Voilà un bel exemple de démagogie : satisfaire pour l'essentiel les adversaires de la délocalisation tout en gardant l'affichage de celle-ci comme une sorte de trompe-l'œil pour ne pas mécontenter l'opinion.

Assimiler la décision que j'ai prise alors - et qui, même temporairement - s'est traduite en actes, à des déclarations qui, pour être vengeuses, n'ont jamais été suivies d'effets, est profondément choquant. Le transfert de l'ENA n'était

ni une fougade, ni un « coup » publicitaire. C'était la conséquence d'une analyse de la transformation du rôle de l'administration. Je suis profondément attachée à l'existence d'une haute fonction publique de qualité. Mais j'estime, comme les auteurs que vous citez, que notre pays a connu au cours des trente dernières années une évolution malsaine, sous la forme d'une confusion des genres et d'une convivence des pouvoirs de plus en plus forte entre l'administratif, le politique et l'économique. Comme l'Etat dans son ensemble, la haute administration doit changer. Elle doit à la fois revenir aux sources, c'est-à-dire le service de l'intérêt général et non celui des intérêts particuliers de ceux qui la composent, et s'adapter aux grands changements qui marquent la société française : la nécessité d'un pouvoir plus proche des citoyens et de la réalité locale, l'Europe. D'où voit-on le mieux ces changements : du VII^e arrondissement de Paris, ou de Strasbourg ? En 1997 comme en 1991, la réponse ne fait pas de doute dans mon esprit.

Edith Cresson,
ancien premier ministre,
membre de la Commission européenne

ABUS DE BIEN NATIONAL

Miracle ! *Le Monde* se réveille. Deviendrait-il réaliste ? Enfin un article sur les erreurs des énarques et sur leur malhonnêteté intellectuelle. On a beaucoup parlé ces derniers temps d'abus de bien social de la part des dirigeants du secteur privé. L'abus de bien national (ABN) est tout aussi grave et mérite le même traitement judiciaire. Pourquoi des fonctionnaires responsables de faillites immenses partiraient-ils tranquillement en retraite avec des mensualités plus que confortables.

Pourquoi les travailleurs du privé paieraient-ils ces personnes qui ont toujours su aménager leurs émoluments et leurs retraites, comme vous le démontrez très bien avec ce problème de la CSG qui ne s'applique pas aux primes des fonctionnaires. (...) Pour avoir participé en tant que syndicaliste aux commissions paritaires de la Sécurité sociale, j'ai vu comment les administrations manipulent les

chiffres quand elles sont capables de les sortir. L'absence de contre-pouvoir et l'absence de contrôle sont ahurissantes dans ce pays ; et, revenant des Etats-Unis, nous ferions bien de prendre quelques leçons de démocratie, quoi que vous en pensiez...

Dr Jean-Paul Cayot
38150 Roussillon

A propos du dossier consacré au malentendu entre la gauche et la famille...

CONDITIONS DE RESSOURCES

A aucun moment n'est examinée la notion de « conditions de ressources ». Les seuls revenus connus sont ceux déclarés à l'administration fiscale. Les mieux connus sont les salaires, tant la détermination des autres revenus est soumise à de multiples réfections ou à des insuffisances d'évaluation. Mais, surtout, la masse des exonérations, notamment celles des revenus financiers - PEA, assurance-vie... et même les intérêts des nombreux livrets de la mythique épargne populaire - ainsi que des possibilités extrêmement étendues du prélèvement libératoire font que les revenus déclarés sont en moyenne inférieurs à la moitié des ressources des ménages, mais dans une proportion très inférieure pour certaines catégories socioprofessionnelles.

La plus grande inéquité règne de ce fait en matière de prestations familiales. A titre d'exemple, il est parfaitement possible et légal de déclarer à la caisse d'allocations familiales (CAF) des revenus mensuels de 20 000 francs tout en bénéficiant de ressources s'élevant à 40 000 francs et plus. Il suffit d'un capital de 2 millions ou 2,5 millions de francs dont AUCUN produit ne figure dans les revenus déclarés. Les débats sur le plafonnement des ressources laisse penser qu'il s'agit d'établir la justice sociale. C'est un leurre.

André Clément
56000 Arradon

LE COÛT D'UN ENFANT

Ceux qui s'étonnent du « tollé » provoqué par le projet gouvernemental de plafonnement des allocations familiales, le comprendront mieux en se livrant à un simple cal-

cul. Le revenu mensuel per capita d'un ménage de deux enfants percevant 25 000 francs par mois est de 6 250 francs ; pour un ménage de cinq enfants percevant 40 000 francs, il est de 5 714 francs. Or la moyenne nationale était, en 1996, de 11 200 francs *per capita*. Rappelons que le SMIC était au 1^{er} octobre 1997 de 6 663 francs. Les prétendus « privilégiés » ont ainsi un revenu par tête inférieur à la moyenne nationale. On dira que les enfants ne comptent pas pour une unité pleine de consommation. C'était sûrement vrai dans une ferme bretonne du début du siècle : quand il y avait de la soupe pour deux, il y en avait pour trois !

Même si le coût réel d'un enfant est encore objet de controverses, nul ne conteste qu'il va croissant. L'appartenance d'une grande famille doit être plus important que celui d'une petite et la taxe d'habitation est en proportion. La voiture aussi doit être plus grande, etc. S'il y a encore, ici ou là, quelques réductions pour familles nombreuses, elles ne jouent qu'à la marge. Ce que l'on sait aussi, c'est que le coût relatif de l'enfant est le plus lourd dans les familles qui se trouvent immédiatement au-dessus des seuils fixés par le gouvernement : elles payent la cantine au plein tarif, n'ont pas accès aux HLM, aux bons vacances de la CAF, n'ont droit ni à l'allocation de rentrée scolaire, ni à l'allocation logement, ni au complément familial... Pour beaucoup de ces familles, le slogan, « Sans les allocs on suffoque » n'est pas une figure de style.

Roland Hureau
Professeur à l'université de Toulouse

TOUT POUR LES FONCTIONNAIRES

Quelques remarques sur votre analyse de l'allocation parentale d'éducation (APE). Cette APE a le mérite de permettre à des femmes de choisir entre les enfants et le reste (argent...). Elle est un succès, ce n'est pas un remède au chômage, et n'a pas été créée pour ça. Lorsqu'on vous donne 1 500 francs par mois pour élever trois enfants, faut-il en plus être l'esclave d'un travail pas drôle pour toutes (caissières,...) D'autre part, 1 500 francs pour des salariés, mais le double

pour les fonctionnaires (supplément familial). Pourquoi ? C'est le salarié du privé qui paie aussi ce supplément familial accordé par l'Etat à ses serviteurs. Est-ce juste ? Non. Ce n'est d'ailleurs pas pour autant que les fonctionnaires font plus d'enfants. J'attends le premier journaliste du *Monde* qui mettra les pieds dans le plat. Il semble toujours paradoxal de voir *le Monde* comme la Cour des comptes éplucher l'APE mais oublier l'ALS. L'ALS, c'est 1 000 francs par mois pour loger les étudiants, fils et filles de parents « aisés » aussi et qui sont tout heureux de voir la solidarité nationale donner le gîte et le couvert.

A propos de la page enquête consacré à la réduction du temps de travail...

LES SURCÔÛTS DES ENTREPRISES

Je souhaite vous faire part des conséquences, sur bon nombre d'entreprises, du passage aux 35 heures payées 39. A titre d'exemple, je prends le cas d'une entreprise industrielle dans laquelle les frais de personnel représentent 25 % du chiffre d'affaires, ratio tout à fait classique. Le passage de 39 heures à 35 heures (payées 39) se soldera, à productivité constante, par une hausse de 11 % des frais de personnel. Ainsi, les coûts de production augmenteront de près de 3 %. A noter que plus l'entreprise emploie du personnel, plus elle voit ses coûts de production augmenter.

Quelles sont les solutions qui s'offrent à cette entreprise ? Augmenter ses prix de vente ? La pression du marché et la concurrence étrangère rendent cette solution impossible dans la plupart des cas.

Maîtriser la masse salariale ? Compte tenu du niveau actuel de l'inflation, il faudrait sept ans de gel des salaires. Socialement inapplicable en raison des risques de troubles sociaux (grèves, démotivation...) et des risques de fuite du personnel qualifié. Autre solution : diminuer le personnel. Dans ce cas, on touchera au personnel indirect qui n'est pas indispensable, c'est-à-dire à tout ce qui touche la recherche, le marketing... c'est-à-dire à l'avenir de l'entreprise. Ainsi,

au-delà de la réduction immédiate de ces emplois, l'absence d'investissements matériels et immatériels finira par une perte de compétitivité de l'entreprise, donc par de graves difficultés mais, il est vrai, seulement au bout de cinq à dix ans (...).

L'annualisation du temps de travail, argument souvent repris, ne permet pas EN SOI des gains de productivité et n'entraîne pas de réduction des coûts de production mais simplement un meilleur taux d'utilisation des installations et, surtout, une meilleure réactivité au marché. Cette annualisation ne permet guère de réduire les coûts de production.

Réduire les « profits » ? Comme il y aura augmentation des prix de revient sans pouvoir la répercuter sur les prix, les « profits » seront diminués. Certaines entreprises mettront donc la clé sous la porte.

Certes, la réduction du temps de travail pourra à court terme créer quelques emplois mais, à long terme, les effets seront terribles pour l'emploi, d'autant plus que la mondialisation ne cessera de se développer et touchera tous les secteurs.

Pour créer des emplois, la seule solution consiste à abaisser le coût du travail (le problème français étant le niveau des charges sociales et non celui des salaires nets), ce qui évitera la trop forte substitution des machines aux hommes et la déréglementation, ainsi que la baisse des prélèvements obligatoires.

Jacques Farines
68190 Ensisheim

RECTIFICATIFS

● Le revenu par habitant des Chypriotes grecs est de 13 500 dollars et non de 6 600 comme écrit par erreur dans « Le Monde économie » daté du mardi 28 octobre. Le chiffre cité de 6 600 était en fait exprimé en livres chypriotes. En termes de revenu par habitant, Chypre se place devant la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

● Le Japon n'oriente pas 83 % de ses exportations vers les pays d'Asie orientale, comme mentionné dans la chronique intitulée « Tours de verre et bols de riz » du « Monde économie » daté du 28 octobre, mais 40 % seulement.

REPRODUCTION INTERDITE

M O N D E M O B I L I E R

VENTES APPARTEMENTS

4^e arrond.

MARAI/ARCHIVES
100 m², 3^e et dble séj.
2 chbres, gde cuis., tt conf.
Px : 2,1 MF. Particulier
Tél. : 01-42-71-59-51 (soir).

5^e arrond.

Rue de la Montagne-Ste-Geneviève
Duplex, 3 P., 85 m², 4^e ét.
poutres, gd séj., belle
sdb, 2 chbres, cuis. équipée,
très bon état.
Px : 2,250 MF
Tél. : 01-40-51-09-18 (rép.).

VAL-DE-GRACE
Vue except. récent stand
gd 3 P. s-jard. 1 890 000 F,
park poss. MEL. : 01-43-25-32-56

MAUBERT, 3^e ét.
Imm. XVII^e S. Gd studio
45 m², caractère, plan à
revoir, 830 000 F.
Tél. : 01-44-07-37-05

6^e arrond.

VAVIN Pdt, ét. élevé
2/3 P., entrée, cuis., bains
WC 75 m²
pl. sol, charme
01-43-35-18-36

7^e arrond.

AV. SUFFREN
97 m² s/jard., imm. stand.
Gd séj., 1 chbre, calme, clair
Park. Px : 1,950 MF.
Tél. : 01-45-66-00-75

8^e arrond.

MADELEINE
3 pièces, asc. 3^e niveau
ni bruit, ni pollution
NEUF et LUX. Décoré
Tél. : 01-49-24-00-98

9^e arrond.

VUE DÉGAGÉE
3/4 P., 107 m², 4^e asc., soleil
1 700 000 F - 01-40-25-07-05

3 P. 70 m², CHARME

anc., calme, excellent état
1 280 000 F - 01-40-25-07-05

LIÈGE 3 P. 75 m², Pdt,
asc., imm. ravalé, chbre serv.
1 050 000 F - 01-53-92-25-24

11^e arrond.

QUARTIER BASTILLE
Voie privée, calme, soleil.
Surf., utilité 115 m². Original
1,5 MF. - 01-45-46-26-25

12^e arrond.

PROPRIÉTAIRE VEND
34, RUE CLAUDE-DECAEN

TRES BEAUX APPARTS

2 P. 52 m², 680 000 F
3/4 P. 83 m², 1 135 000 F
4 P. 99 m², 1 405 000 F
5 P. 113 m², 1 685 000 F
Bureau de vente s/place
du lundi au samedi 11 h à 19 h.

01-43-43-89-68

13^e arrond.

Peupliers maison 1906 s/3 niveaux
7/8 P. 200 m², cuis. équipée.
sur jard. 125 m² - 01-43-35-18-36

14^e arrond.

MONT-PARNASSE gd stand. 5 P.
111 m², séj. s/plte terrasse
2 bns park. - 01-43-35-18-36
ALEZIA. maison rénovée liv.
3 chbres, cuis. ég., 2 bns. 140 m²
jard. priv. sol. - 01-43-35-18-36

15^e arrond.

MONT-PARNASSE
Imm. fin années 60
8/20 rue du Cdt-R.-Mouchotte
Stud. à part. 495 000 F
2 P. à part. 630 000 F
3 P. à part. 979 000 F
4 P. à part. 1 320 000 F
Appt. donnant pour la
majorité s/gds jardins
Poss. Park. s/sol
Bur. s/pl. du mardi
au samedi 14 H 30-19 H
Tél. : 01-43-20-85-94

16^e arrond.

DIRECT PROPRIÉTAIRE
SQUARE LAMARTINE
TRES CALME 250 m²
DUPLEX 67 m² jard. privé
Sauna - Jacuzzi URGENT
accepte tte offre raisonnable
s/place 5 villa
JOCELYN, 16^e les 3, 4 et
5 novembre de 10 H à 19 H

HAUTS-DE-SEINE 92

ENCHERE NOTAIRE
Boulogne
58, rue Denfert-Rochereau
Studio 15,8 m², 1^e ét.
Loué : 25 740 F/an
Mise à prix : 155 000 F
Visites 4 et 13/11 de 11 H
à 13 H, 18/11 de 14 H à 16 H.
H. Louvel 01-44-53-80-00

BOULOGNE PRÈS PTE ST-
CLOUD 2 P. à terminer 4^e
ét. asc. 395 000 F
A.C. - 01-48-26-10-80

ILE ST-GERMAIN (ISSY)
Sur jardin et Seine, vue dégagée
expo sud. 3 P. de 74 m² dans
petite résidence + parking.
1 180 000 F
Tél. : 01-47-91-44-24 (bur) et
01-46-62-66-49 (soir).

SEINE-ST-DENIS 93

F3, F4 80 m² pte résid.
calme, terrasse sans vis-à-vis
park. interphone, raval.
récent. métro, rare
Px : 925 000 F
Tél. : 01-48-44-90-04

VAL-D'OISE 95

Pour investisseurs, part.
vend à Sarcelles, ds imm.
bon stand. F5 loué, bon rend.
Tres ensoleillé, 102 m², 6^e ét.
740 000 F, tél. : 02-37-47-22-50

PROVINCE

Part. à part. vd. appt. 120 m²
Monte-Carlo, ds imm. bourgeois
4 P., entrée, Gde sdb,
couloir, cuis. équipée, chbre
de bonne 10 m², sép., cave,
pas de vue sur mer
Px : 4,6 MF
Tél. : 06-08-21-68-10

Lyon, prox. parc Tête d'Or
calme, bel imm., gard., digic.
Vds. cause décès, appt. 85 m² env.
Hall, séj. dble, 2 chbres, parquet,
haut s/plafond 3 m, cave, gar.
710 000 F. Tél. : 01-34-60-10-99

GRASSE (06) centre-ville, Rés.
part, cse décès, imm. récent
gd stand, appt. 4/5 P,
dble expo
6^e ét., dernier ét.,
100 m²
2 terrasses : 98 m²,
vue pano.
gar. fermé, cave
aménagée
Px : 1 400 000 F. Tél. : 01-45-35-82-71

Vd, St-Raphaël Var
6 mois, multipropriété
duplex, 6 pers., park.,
nov./avr. 90 000 F
Tél. : 02-38-35-90-80

PROPRIÉTÉS

A vendre ou louer
Côte d'Azur - Var
Fréjus-St-Raphaël, 20 km
entre mer et montagne.
Propriété, style provençal
villas (180 m² et 280 m²), +
logt gardien (85 m²) et
dépendances 300 m² sur
pinède 7 250 m². Piscine
13 x 6,5. Tennis à terminer
direct prop. : 6,3 MF
(frais compris).
Tél. 04-94-04-69-98
ou 04-94-04-61-63

Cannes, Croix-des-Gardes
villa 260 m², gd séj. chem.
Terrain dominant 4 400 m²
sud, vue mer, terrasses, pisc.
2 570 MF : 04-93-80-74-96

Landes, 20' océan
45' Bordeaux, 1 km, A10
mson de mtre, 1900, chauff.
central. Sans trvx, 350 m²
hab. dépendance 66 m² hab.
ds parc arboré 1 ha 1,5 MF.
T. 05-58-90-97-61 (HB)

LUBÉRON 5 km Gordes

Pt culmin. authent. vil. prov.
propriétaire vend maison 18^e,
restaurée s et o
séj. + chem., bibl. + gde chem.
3 ch., bains, loggia, terrasse vue
panoramique exception.
1 520 000 F.
Tél. : 01-47-05-42-62
Fax : 01-45-51-22-27

Propriété de rapport à Londres
1A.
rendement 9 %.
Prix : 5 250 000 DEM.
Revenu : 475 000 DEM/an,
assurances comprises.
Fin de bail : 2004.

Le locataire est une société cotée
à New York et à Londres. La
propriété a été complètement
rénovée
en 1997.
Pour informations contacter :
Schepers Consulting SARL au :
Tél. : (352) 42-74-86-01.
Fax : (352) 42-74-86-28.

Maison résidentielle dans le
centre de Londres. A Londres,
une maison « Mews » récemment
construite, près d'Oxford Street,
dans une rue tranquille.
4 chambres, cuisine, hall,
2 s.d.b., garage privé, chauffage
au gaz. 1 100 000 DEM.
Pour informations contacter :
Schepers Consulting
SARL au :
Tél. : (352) 42-74-86-01.
Fax : (352) 42-74-86-28

Vds, St-Raphaël, Var
6 mois, multipropriété duplex,
6 pers., park.,
nov./avr. 90 000 F.
Tél. : 02-38-35-90-80

Fermette Bourgogne
à 1 h 30 de Paris, jard.,
s. champs. Px : 500 000 F.
Tél. H/R : 03-86-73-67-41

MAISONS

Orry-la-Ville Oise, 20'
Paris, mais. 1976, pl. pied 85 m²
entr, séj. 28 m², 3 chbres,
cuis. équip., w.c., s.d.b., poss.,
combles amén., s/sol total gar.
2 voit., cave, buanderie,
salle d jeux, chauff. gaz,
terr. 526 m².
950 000 F. A voir absolument.
Tél. : 03-44-58-81-19

IMMOBILIER D'ENTREPRISE

ETOILE
Pptaire loue 4 burx cx
hall 107 m², 18 000 F/M cc.
Tél. : 01-46-47-58-75

Quai Voltaire
60 m², à vendre dans cadre
exceptionnel. 1 600 000 F.
01-45-87-09-09

VIAGERS

Ile St-Louis
Béthune, beau 80 m²
occupé 77 ans, 400 000 F +
7 000 F/mois.
01-42-65-07-57.

ACHATS

APPARTEMENTS

Rech. Urgent 100 à 120 m²
Paris. Paiement comptant
chez notaire. 01-48-73-48-07

LOCATIONS

OFFRES VIDES

Bd Malherbes, appt
d'exception 190 m²
entièrement refait.
Tél. : 01-40-23-94-34

Villennes-sur-Seine (78)
propriété 450 m². Habt.
Pisc., chauff., gar., alarme,
terrain 1 700 m² clos.
Prox. golf, tennis, école intern.
25 000 F/mois. 01-44-54-84-84

AGENDA

BIJOUX

BIJOUX ANCIENS
Bagues romantiques
GILLET
19 rue d'Arcole 75004 Paris
01-43-54-00-83
médailles religieuses

VINS

Fêtes de fin d'année
Directement du vigneron
à votre table
du vin à découvrir

MONTLOUIS-SUR-LOIRE A.O.C.

Sec, demi-sec, moelleux.
Méthode champenoise.
Plus. millésimes dispon.
Tarifs sur demande

L. CHAPEAU

15, r. des Altres-Husseau
37270 Montlouis-sur-Loire
Tél. : (02) : 47-50-80-64

DEMANDES VIDES

EMBASSY SERVICE

43, avenue Marceau, 75116
rech pour CLIENTS
ÉTRANGERS APPTS
HAUT DE GAMME
HOTEL PARTICULIER
& VILLAS OUEST Paris
VIDES et MEUBLÉS
GESTION POSSIBLE.
01-47-20-30-05

Journaliste cherche à louer
3 pièces ds 10^e, 11^e ou
12^e ardt (5 500 F max.).
Tél. : 01-42-17-29-23

IMMOBILIER D'ENTREPRISE

A LOUER LOCAUX PROF.
80, bd Raspail, 6^e
2^e ét. asc., 112 m².
Libre au 10 oct. 97.
Loyer : 15 000 F + ch.
Tél. : 04-70-43-32-07

VACANCES TOURISME LOISIRS

NEUF ET RÉSIDENTIEL

PARIS

7^e arrondissement

<p>Le 72, rue Saint-Dominique et le 15, rue Jean Nicot 75007 Paris</p>		<p>Mise en vente de quelques appartements prestigieux au cœur du 7^{ème} Entre Invalides et Champ de Mars, dans le 7^{ème} le plus convivial, le "72, rue Saint-Dominique" et le "15, rue Jean Nicot" vous offrent le choix entre un nouvel immeuble doté de tous les avantages du neuf : qualité de la construction et des prestations, dernières normes techniques, balcons, terrasses, parkings en sous-sol... et une superbe rénovation avec tout le charme et le cachet de l'ancien, qui bénéficie également des fraîs de notaire réduits.</p> <p>Aujourd'hui, il ne reste que quelques appartements livrables immédiatement à partir de 34 000 F le m². Du studio au 6 pièces duplex (dont quelques surfaces spéciales investisseurs). Visite uniquement sur rendez-vous.</p>	<p>Commercialisation : SODEMI Pour tout renseignement : Tél. 01 41 92 22 21</p>
---	---	---	--

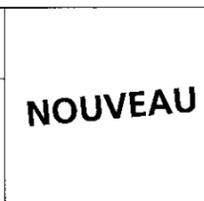
10^e arrondissement

<p>Le Saint-Louis rue de l'Hôpital Saint-Louis, rue de la Grange aux Belles</p>		<p>APPARTEMENTS DU STUDIO AU 3 PIÈCES.</p> <p>Proche du Canal Saint-Martin, STIM BATIR propose une nouvelle résidence de standing de 45 appartements, dans un quartier équipé de tous commerces et services.</p> <p>Exemple de prix : studio à partir de 565 000 F parking inclus.</p> <p>Conseils sur les mesures investisseurs, amortissement "Périssol".</p> <p>Renseignements et ventes : 01 47 12 54 44</p>	
--	--	---	--

13^e arrondissement

<p>Les Jardins de Verlainne 3, place Paul Verlainne 75013 Paris NOUVELLE RÉALISATION</p>		<p>DU STUDIO AU 6 PIÈCES.</p> <p>Deux petits immeubles neufs, R+3, à l'architecture soignée, dans le "village de la Butte aux Cailles". Appartements de grande qualité avec terrasses et balcons donnant sur des jardins. Côté tradition, "La Butte aux Cailles", ses maisons, ses rues piétonnes, son charme préservé. Côté modernité, le centre commercial "Galaxy" et ses 50 boutiques, le complexe cinématographique "Grand Ecran"... Métro à 300 m.</p> <p>Bureau de ventes : 1, place Paul Verlainne, du mar. au ven. de 14h à 19h, sam. de 11h à 13h et de 14h à 19h. Tél. 01 45 88 26 26</p>	
--	---	--	--

14^e arrondissement

<p>Avenue Reille Face au Parc Montsouris 75014 Paris</p>		<p>DU STUDIO AU 5 PIÈCES AVEC PARKINGS ET CAVES AU SOUS-SOL.</p> <p>France Construction vous propose une nouvelle résidence à 2 pas du Parc Montsouris. Calme et verdure, conception contemporaine : larges ouvertures, balcons et terrasses « à vivre », aux prestations de qualité étudiées dans les moindres détails, pour vous garantir confort et sécurité au quotidien.</p> <p><i>Pour concevoir l'appartement dont vous rêvez, avec l'aide de nos architectes et la qualité France Construction et bénéficier du meilleur choix, appelez dès maintenant le 01 46 03 22 00.</i></p>	
---	---	--	--

15^e arrondissement

<p>Le Bailli de Suffren Rue Edgar Faure A 200 m du Champ de Mars NOUVEAU PROGRAMME</p>		<p>Du pied à terre aux appartements d'exception. Du studio au 6 pièces duplex terrasse</p> <p>SORIF (Groupe Générale des Eaux) et UNIMO (Crédit Agricole) ont choisi le site le plus proche de l'avenue de Suffren et du Champ de Mars pour édifier leur nouvelle réalisation : LE BAILLI DE SUFFREN. Ici, l'élégance est naturelle. Implantée sur le calme de la rue E. Faure et d'un beau jardin paysager intérieur, la résidence vous offre un large choix du studio au 6 pièces duplex terrasse. Les prestations haut de gamme sont à la hauteur du standing de cet emplacement.</p> <p>Commercialisation : GFE Ouverture du bureau de vente situé à l'angle de la rue Desaix et G.B. Shaw, 7/7, du lundi au vendredi de 14h à 19h, samedi et dimanche de 10h30 à 12h30 et de 14h à 19h. Tél. 01 40 67 10 13</p>	
--	---	---	--

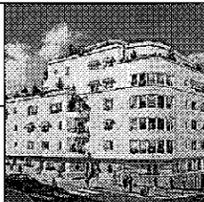
<p>12, rue Dulac 75015 Paris</p>		<p>Le charme tranquille de Montparnasse entre la rue de Vaugirard et le boulevard du Montparnasse.</p> <p>Le 12, rue Dulac : une petite résidence de qualité composée de 17 appartements et d'une maison de ville.</p> <p>Du studio au 5 pièces, prix à partir de 28 000 F le m² habitable.</p> <p>Profitez des avantages de la loi "Périssol".</p>	
---	---	--	--

<p>Villa Marmontel 107-109, rue de l'abbé Groult, 75015 Paris Ideal défiscalisation Périssol.</p>		<p>Un programme superbe à découvrir absolument et choisissez le meilleur du 15^e arrondissement ! A deux pas du métro Convention et des commerces, un programme de très grand standing sur jardins intérieurs : Plus que 8 appartements disponibles du studio au 5 pièces avec caves et parkings en sous-sol. Le calme au cœur d'un véritable quartier parisien !</p> <p>Livraison 4ème trimestre 1997</p> <p>Prix à partir de 24 500 F le m² hors parking et dans la limite du stock disponible.</p> <p>Bureau de vente sur place ouvert : lundi, jeudi et vendredi de 14h à 19h, samedi, dimanche et jours fériés de 10h30 à 12h30 et de 14h à 19h.</p>	
---	---	--	--

16^e arrondissement

<p>29, boulevard de Montmorency 75016 Paris</p>		<p>Du studio au 6 pièces duplex.</p> <p>Dans le meilleur 16^{ème}, au cœur d'un vaste jardin intérieur, un bel immeuble de seulement 22 appartements, aux façades ensoleillées. Terrasses, balcons et jardins. Ces appartements bénéficieront de très belles prestations (parquet, marbre, volets électriques, sécurité renforcée...).</p> <p>Renseignements et vente : tél n° vert 0 800 544 000</p>	
--	---	--	---

19^e arrondissement

<p>L'Orée du Parc 69, rue Compans/59, rue Rozier A toute proximité des Buttes-Chaumont à découvrir absolument !</p>		<p>Premier promoteur certifié qualité ISO 9001 Prix à partir de 18 800 F le m² hors parking et dans la limite du stock disponible.</p> <p>Le calme d'une petite résidence de charme à 100 m du Parc des Buttes-Chaumont et du métro. Très belles prestations : nombreux balcons et vue sur un beau jardin intérieur. Plus que 12 appartements disponibles du studio au 4 pièces avec parkings en sous-sol.</p> <p>Livraison fin 1997. Idéal défiscalisation Périssol. Bureau de vente : 3, rue du Général Brunet, ouvert lundi, jeudi et vendredi de 14 h à 19 h, samedi, dimanche et jours fériés de 10h30 à 12h30 et de 14 h à 19 h.</p>	
---	--	---	--

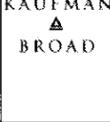
RÉGION PARISIENNE

<p>Région Parisienne</p>		<p>LOI MEHAIGNERIE : CHOISISSEZ L'INVESTISSEMENT MAISONS INDIVIDUELLES</p> <p>Investisseurs, profitez des dernières livraisons possibles avant le 31 décembre 97 pour défiscaliser en Méhaignerie.</p> <p>Encore quelques semaines pour bénéficier de cette disposition!</p> <p>Opportunités à saisir dans plusieurs départements (77, 78, 91, 95).</p> <p>Renseignements et ventes : 01 47 12 53 87</p>	
---------------------------------	---	--	---

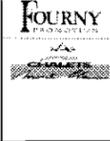
92 Boulogne-Billancourt

<p>Le Clos des Arts rue de Sully, angle rue Couchet 92 Boulogne NOUVEAU</p>		<p>Prix de lancement : à partir de 17 500 F le m² hors parking et dans la limite du stock disponible.</p> <p>A deux pas des commerces et des transports, France Construction vous propose une nouvelle résidence, du studio au 5 pièces avec parking et cave en sous-sol. La conception et les prestations des appartements ont été étudiées dans les moindres détails pour vous assurer confort et sécurité au quotidien (balcons, terrasses, nombreux appartements avec double orientation, grandes ouvertures pour la luminosité, grandes caves, digicode, interphone, loge gardien...)</p> <p><i>Pour concevoir l'appartement dont vous rêvez, avec l'aide de nos architectes et la qualité France Construction et bénéficier du meilleur choix, appelez dès maintenant le 01 46 03 22 00.</i></p>	
---	---	---	---

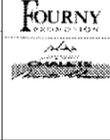
92 Levallois-Perret

<p>19, rue Rivay 92 Levallois-Perret</p>		<p>Du studio au 5 pièces.</p> <p>Au cœur de Levallois, à 2 pas des commerces et des transports (métro Louise Michel), un bel immeuble de 28 appartements avec terrasses, balcons, donnant sur un jardin paysager. Du studio au 5 pièces, ces appartements bénéficieront de belles prestations.</p> <p>Bureau de vente ouvert : 6, rue Rivay à Levallois, tous les jours sauf dimanche et lundi, de 10h à 13h et de 14h à 19h. Tél n° vert 0 800 544 000</p>	
---	---	--	---

PROVINCE

<p>Produit rare FORTE DEMANDE LOCATIVE</p>		<p>PERISSOL LE PLAISIR EN PLUS...</p> <p>Un chalet à la montagne, au cœur du plus grand domaine skiable de Haute-Savoie. Disponible pour Noël 97.</p> <p>Un patrimoine familial à court terme bénéficiant de l'avantage fiscal de l'amortissement Périssol.</p> <p>Renseignements et ventes : 01 42 93 03 36</p>	
---	---	--	---

05 Embrun

<p>CONDITIONS CLIMATIQUES EXCEPTIONNELLES</p>		<p>MÉHAIGNERIE... JUSQU'AU 31-12-1997</p> <p>A proximité des parcs naturels, à deux pas du Lac de Serre Ponçon (3 000 hectares). Appartement de 3 pièces au dernier étage d'une petite résidence, grande terrasse, plein sud. Vue magnifique sur les Orres. Un patrimoine familial bénéficiant de l'avantage de la loi Méhaignerie.</p> <p>Renseignements et ventes : 01 42 93 03 36</p>	
--	---	--	---

NEUF ET RÉSIDENTIEL
C'EST CHAQUE LUNDI (daté mardi)
POUR ACHETER, INVESTIR...

IMMO NEUF

Le mensuel qui vous aide à acheter dans le neuf. Chez votre marchand de journaux.