Critique

Repenser l'euro

ANTOINE JEANCOURT-GALIGNANI

Hans-Werner SINN : *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs.* (Oxford University Press, 2014, 416 pages.)

C'EST un événement majeur dans la conjoncture européenne actuelle que la publication au printemps 2014, en anglais, du livre de Hans-Werner Sinn, *The Euro Trap,* le piège de l'euro. Un sujet de plus en plus chaud, jusqu'à la débâcle grecque au début de 2015 ; un auteur illustre, prince des économistes allemands, président du formidable IFO, le grand institut de recherches ; un réquisitoire implacable appuyé sur une ample richesse statistique mais surtout sur des analyses rigoureuses et pourtant bien accessibles au lecteur attentif ; un plan de reconstruction audacieux... voilà qui devait retenir l'attention et qui de fait a reçu l'accueil le plus élogieux d'une large communauté académique des deux côtés de l'Atlantique.

Notre auteur rappelle d'abord les motifs de la création de l'euro et les espoirs légitimes mis dans cette avancée majeure de l'intégration des économies européennes lors du traité de Maastricht en 1992. Un pas de plus vers la consolidation de la paix après la réunification allemande, au cœur de la vision de François Mitterrand et Helmut Kohl, la fin des variations de change entre pays de l'Union dont avaient souffert tant les transactions privées que les politiques communautaires. Mais plus encore cette ambition d'accélérer la croissance de tous et particulièrement des pays du Sud grâce à la confiance installée par la monnaie unique. Le traité de Lisbonne, en 2000, conclu au moment de la conversion générale des monnaies vers l'euro, invitait les pays de l'eurozone, forts de cette monnaie commune, à mettre en œuvre une stratégie qui en ferait la région la plus compétitive et la plus dynamique au monde.

Certes des réticences se manifestaient, en Allemagne avec le transfert du pouvoir monétaire de la Bundesbank à la Banque centrale européenne, ce qui était bien, inversement, un des objectifs des autres pays. Le Chancelier avait alors donné tous les apaisements : le traité interdisait formellement ce que ses compatriotes pouvaient craindre, un financement des déficits des États ou plus généralement une gestion politique de la monnaie en vue de transferts de richesses entre pays. Les Français, peu sûrs d'eux-mêmes en ces matières, craignaient un glissement vers une intégration plus forte des politiques budgétaires et une perte de souveraineté. Jacques Chirac dès les années 1960 fut clair : « Je n'accepterai jamais que l'Europe devienne un super-État et que ses institutions évoluent vers le modèle des États-Unis. »

Quinze ans plus tard, que d'espoirs déçus ! L'eurozone trébuche de crise en crise, la croissance s'est enlisée et le chômage a explosé en France et en Europe du Sud. La gestion monétaire s'est transformée de plus en plus en une politique de transfert. Les populations tant au sud qu'au nord, pour des raisons opposées, sont devenues largement hostiles à l'euro d'aujourd'hui. La crise grecque, au jour d'aujourd'hui, illustre à quel degré d'hystérie sont parvenues les relations entre partenaires lorsque des mouvements populistes se font élire sur des programmes de réforme radicale de l'Institution.

Que s'est-il passé ?

Hans-Werner Sinn met d'abord en lumière certains vices de l'architecture du système. Le traité de Maastricht devait soumettre les candidats à l'adhésion à un strict ratio d'endettement public inférieur à 60 % du produit national brut. Mais cela allait exclure les pays méditerranéens. Aussi, notamment à l'instigation de la France qui, en 1997, année de contrôle des ratios, respectait elle-même la limite mais qui s'était faite le défenseur des pays du Sud – un thème qui revient souvent dans le livre et que l'auteur attribue à une culture « romane » commune ! – il a été décidé que les pays pouvaient être admis avec des ratios d'endettement supérieurs à 60 % dès lors que leur déficit budgétaire allait en diminuant vers les 3 % du PNB. Ainsi, l'Italie puis les autres pays méditerranéens purent se joindre à la zone formant, avec l'Irlande, un bloc dit GIPSIC – Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Irlande, Chypre – qui va être à l'origine des problèmes de l'euro. Plus tard, l'Allemagne, alors en dépassement, se joindra à la France pour flexibiliser ce seuil de 3 %.

Une autre faiblesse tient à la structure même de la BCE. Le pouvoir y appartient au conseil d'administration composé des dix-huit présidents des banques centrales nationales (NCB) et des six membres du comité exécutif. Les présidents des NCB sont nommés par les gouvernements nationaux, et en sont donc proches même s'ils ne les représentent pas. Les membres du Conseil ont chacun une voix, le représentant de Malte comme le gouverneur de la Banque de France. Ce système pouvait se justifier tant que la Banque avait pour objectif exclusif la stabilité de la monnaie. Au fil du temps le Conseil, en quotité de voix, est de plus en plus dominé par les États débiteurs du système ou des institutions qui en sont proches.

Plus grave selon notre auteur, le système des paiements au sein de la zone a été privé des garde-fous qui auraient empêché son dévoiement vers une union de transfert. Le livre démonte alors l'organisation des *target balances,* c'est-à-dire des créances et des dettes que les NCB accumulent quand la balance des paiements de leur pays est soit excédentaire soit déficitaire. Normalement entre banques centrales de tels déficits doivent être réglés en dollars américains que le créancier place à sa guise. Dans l'eurozone, les NCB doivent accumuler excédents/déficits sans limites et sans perspective de règlement. Rien n'empêche donc la croissance débridée des déficits des *target balances* qui constituent de la création de monnaie et qui dans les cas limites mettraient en péril les créances correspondantes dans les bilans des NCB créditrices.

Dès la mise en place de l'euro une réallocation de capital se mit en mouvement au bénéfice des pays du GIPSIC, qui importèrent massivement du capital essentiellement des banques du Nord et au premier chef des banques françaises. : pour la période 1995-2007, 10 % et 12 % du PNB pour l'Espagne et le Portugal, 15 % pour la Grèce et Chypre, 5 à 6 % pour l'Italie et l'Irlande. Ces importations se sont faites à des taux d'intérêt faibles, les *spreads* de taux de ces pays ayant considérablement baissé à la faveur de l'euro. De 1995 à 2007, l'Italie, l'Espagne, la Grèce ont ainsi emprunté à des taux supérieurs seulement de 0,2 à 0,4 % à ceux de l'Allemagne. Comme une inflation modérée allégeait leur charge, le poids des intérêts de la dette publique se situait entre 2000 et 2008 entre 3 et 5 % du PNB selon les pays du GIPSIC, soit un niveau inférieur à la charge de la dette publique allemande de 6 %, après la réunification.

En somme tout allait bien.

La montée des bulles

Et pourtant, non. L'afflux massif de dettes allait générer un laxisme croissant dans la gestion de ces pays et nourrir l'apparition de bulles. Mais celles-ci seront de nature différente selon les pays. La Grèce et le Portugal ont surtout gonflé leur secteur public sans en améliorer la productivité : de 2000 à 2008 les salaires ont augmenté de 80 % en Grèce et 30 % au Portugal contre 10 % en Allemagne, cependant que le nombre de salariés publics progressait de 16 % en Grèce et 6 % au Portugal alors qu'il baissait en Allemagne. Bien sûr la consommation a suivi avec des progressions de 10 % sur la période. Dans une moindre mesure l'Italie a aussi fait le choix de la dépense budgétaire, réduisant son excédent budgétaire primaire de 5 % en 2000 à 0,1 % en 2010.

L'Espagne et l'Irlande ont pour leur part géré avec sérieux leur politique budgétaire

mais leurs banques ont tiré massivement sur ces ressources bon marché offertes notamment par les banques allemandes et françaises. Ces fonds ont alimenté un *boom* de construction qui a pris bientôt l'allure d'une spéculation immobilière soutenue par les collectivités locales. Les prix immobiliers se sont envolés, créant de nouvelles fortunes.

Cette croissance a une contrepartie : la dette extérieure de ces pays s'est fortement accrue, amplifiée au début par les réévaluations liées aux baisses de taux d'intérêt : ainsi la dette extérieure espagnole de 390 milliards d'euros en 1995 s'est accrue, de cette date à 2007, de 433 milliards d'euros. Pour le GIPSIC, la dette extérieure nette a augmenté de 60 % entre 2004 et 2008 pour atteindre 1 600 milliards d'euros.

Mais un autre développement, plus préoccupant, s'est aussi produit pendant cette période : la perte de compétitivité du GIPSIC, rejoint sur ce terrain-là par la France. Entre 1995 et 2007, le prix des marchandises produites dans l'eurozone a augmenté de 24 % ; pour le GIPSIC les variations vont de 45 à 54 % en laissant de côté l'Italie – 36 % – mais aussi la Grèce – 77 %. En France, l'augmentation a été de 22 % mais seulement de 9 % en Allemagne. L'économie allemande connaît alors une période difficile de faible croissance suite aux hausses de salaires des années 1970-1980 et surtout aux charges et aux multiples défis de la réunification. Hans-Werner Sinn avance que l'expansion fulgurante des pays du Sud a détourné vers eux de nombreux capitaux et investissements allemands. Il assure aussi, de manière moins convaincante, que l'industrie et surtout la main-d'œuvre allemandes n'ont pas vraiment profité de retour de commandes à hauteur des capitaux investis. Le facteur majeur du redressement allemand sera alors l'« Agenda 2010 » du Chancelier Schroeder qui baisse les dépenses et les coûts au bénéfice de la compétitivité allemande jusqu'à aujourd'hui.

Une bonne partie de l'Europe aborde ainsi la crise de 2008 en état de grâce mais avec deux faiblesses majeures dont elle est peu consciente : un endettement élevé vis-à-vis des marchés et une perte de compétitivité, la France n'étant vraiment affectée que par la seconde.

Le choc de la crise

Les institutions européennes et au premier chef la BCE auraient-elles pu combattre cette montée de l'endettement, à l'origine de ces faiblesses ? Hans-Werner Sinn ne pose pas vraiment la question, se consacrant aux excès de la période suivante, mais on peut s'interroger sur la passivité des NCB en Espagne par exemple devant les débordements bancaires dont on a pris la mesure plus tard, mais que la Banque d'Espagne ne pouvait ignorer.

En août 2007, la BNP arrête du jour au lendemain la cotation et la liquidité d'une SICAV monétaire investie en titres de dettes américains. Les marchés réagissent rapidement et deviennent de plus en plus sélectifs, l'euro nonobstant, à l'égard des émetteurs européens jugés les plus fragiles. En octobre 2008, la chute de Lehman porte la méfiance à son pic. Les marchés se ferment complètement. La réaction rapide de la BCE a été saluée par tous : dès les incidents de l'été 2007, puis surtout au dernier trimestre 2008, la Banque assure le refinancement des banques de sa juridiction et évite toute panique des déposants ou contreparties, comme il s'en produit en Angleterre et aux États-Unis. La situation se calme en 2009, mais les marchés n'accordent plus à tous les membres de l'eurozone le même crédit. Le GIPSIC est décoté selon l'endettement et les ratios de chacun de ses pays. Or ceux-ci, banques et souverains, doivent emprunter plus que jamais, pour rembourser les anciens crédits à échéance, pour faire face aux déficits des balances des comptes courants, mais aussi pour financer les fuites de capitaux. L'Espagne et l'Irlande doivent en outre se substituer aux concours que leurs banques n'obtiennent plus.

C'est alors, selon Hans-Werner Sinn, que l'eurosystème a commencé d'être dévoyé pour se transformer progressivement en une institution clandestine de sauvetage des pays du sud de l'Europe, c'est-à-dire très précisément l'activité que le traité d'origine avait prohibée et dont on avait promis aux épargnants de l'Europe du Nord qu'elle ne pourrait se produire.

Le livre retrace alors avec une grande précision les étapes de cette mutation. D'abord, les pays vont avoir recours aux *target balances,* c'est-à-dire à l'accumulation de tirages de

leurs NCB sur le système : pour le faciliter, la BCE va accepter une détérioration de la qualité des *collaterals,* c'est-à-dire des créances données en garantie de ces tirages. Elle obtiendra même de la Banque des règlements internationaux de Bâle que les titres émis par les États membres soient tous traités au même niveau en guise de *collateral.* Au mois d'août 2012, les *target balances* du GIPSIC accusaient un déficit de 1 002 milliards d'euros alors que les excédents du bloc des pays du Nord – Allemagne, Luxembourg, Pays Bas, Finlande – s'élevaient à 1 060 milliards d'euros. Il est intéressant de noter que le solde de celle de la France à cette date était nul.

Ces montants, pourtant dissimulés aux opinions, finissent par inquiéter d'abord les responsables de la BCE puis les États. Commença alors la création d'une série de fonds destinés en fait à sauver la BCE en se substituant à elle dans le sauvetage des membres de l'euro. C'est en mai 2010 que les gouvernements, à la requête du président de la BCE Jean-Claude Trichet et sous une certaine pression des États-Unis, s'accordèrent sur un programme de soutien à la Grèce de 110 milliards d'euros dont 30 en provenance du FMI. Puis ils fondèrent à Luxembourg l'*European Financial Stability Facility* avec un potentiel de prêts de 440 milliards d'euros financé par des emprunts garantis par les États. Un fonds de 60 milliards fut aussi créé à la même époque pour couvrir d'éventuelles catastrophes naturelles. Enfin en mars 2011 un sommet de l'Union européenne approuva l'ESM – *European Stability Mechanism* – dont les ressources en provenance des États pourraient atteindre 700 milliards d'euros mais qui pourrait en plus se financer sur le marché.

Ces fonds ont vocation à prêter aux États en difficulté au taux de revient de leurs ressources. Ils avaient déboursé à la fin de 2013 367 milliards d'euros dont 211 pour la Grèce. Ajouté aux passifs des *target balances,* ce sont plus de 1 000 milliards d'euros ainsi consacrés au sauvetage essentiellement des pays du Sud.

Cet impressionnant dispositif n'a pas suffi à convaincre les marchés et il a fallu aller plus loin. C'est ce qu'a fait Mario Draghi, l'actuel président de la BCE, quand il a annoncé que la Banque ferait « ce qu'il faut » pour sauver l'euro. Il a alors entrepris de créer les *Outright Monetary Transactions* (OMT), dont le nom est étranger à leur fonction qui consisterait pour la BCE à acheter sans limite les obligations des États membres tout en renonçant à un statut de créancier préférentiel. Les OMT concrétisant la fermeté du discours du président ont en effet réussi à calmer les marchés.

Mais les OMT furent pour les Allemands le pas de trop. Le dispositif fut attaqué devant la Cour constitutionnelle allemande. Il n'est pas encore certain que l'Allemagne soit autorisée à y participer, ce qui, évidemment, ruinerait le projet.

Le dévoiement de l'euro

C'est cette mutation progressive de l'eurozone et de sa Banque centrale en une institution de transfert gérée par et pour les débiteurs et leurs soutiens qui fait l'objet des analyses critiques de l'ouvrage de Hans-Werner Sinn. Une première critique vise le caractère monétaire des principaux transferts via les *target balances.* Par ce biais, l'activité principale de la BCE consiste à faire fonctionner la presse à billets en faveur des pays de la Méditerranée. Le risque est bien évidemment d'alimenter l'inflation. Le raisonnement est juste, mais il est faiblement reçu dans des temps où, de l'avis général, la BCE doit faire échapper l'Europe d'abord à la déflation. Hans-Werner Sinn répond au moins en filigrane qu'une certaine dose de déflation est inéluctable si des pays veulent rétablir leur compétitivité sans sortir de l'euro.

Une plus forte critique tient au risque de *moral hazard,* c'est-à-dire la disparition des incitations au redressement de la part de pays endettés devant qui on expose « l'argent dans la vitrine » abondant et peu coûteux. Pourquoi faire les efforts, y compris pour freiner les fuites de capitaux des mieux lotis, si une telle manne est disponible ?

Or il est clair que l'essentiel n'est pas tant de rembourser les dettes que de rétablir la compétitivité qui seule permettra de retrouver la croissance, l'export et le surplus de la balance courante des paiements. L'arrosage par la planche à billets ou les fonds européens n'est pas incitatif au redressement de la compétitivité. Certes des programmes conçus à l'extérieur accompagnent ces financements,

mais ils sont de plus en plus mal acceptés. Le mauvais tournant a été pris à l'insistance de Jean-Claude Trichet en 2010 quand on a tout accepté pour éviter un défaut de la Grèce dont la menace... n'en finit pas de revenir.

Enfin, il faut lire attentivement les développements du livre quant à l'illégalité et l'immoralité de l'histoire de ce dévoiement parce qu'ils sont partagés par la grande majorité des Allemands. La voie dans laquelle s'est engagée la BCE sous la pression de l'Europe du Sud et souvent de la France est clairement contraire au traité d'origine et aux engagements solennels pris entre 1990 et 2000 : pas de financement monétaire, pas de sauvetage des pays en difficulté « à la FMI », une gestion saine de la monnaie visant la stabilité dans laquelle les autre problèmes peuvent être mieux résolus. S'éloigner ainsi de la lettre et de l'esprit des traités fondateurs sans intervention des Parlements est aussi contraire aux principes démocratiques qui régissent nos sociétés. Hans-Werner Sinn rappelle que deux membres du Conseil de la BCE ont démissionné en protestation, lors de la création de ces facilités. Il avance même que le président de la République fédérale Horst Köhler a également démissionné en partie pour ces motifs.

L'immoralité tient aux manœuvres cachées et sournoises qui ont accompagné cette mutation telles que la manipulation des *collaterals*. Mais surtout au fait, aux yeux des Allemands, que ces transferts, dont ils sont les créanciers impuissants, profitent à des pays dont les habitants sont souvent plus riches qu'eux – le livre produit à cet égard des données révélatrices – et dont les élites par leurs évasions fiscales s'affranchissent trop souvent des plus élémentaires obligations de civisme.

Comment sauver l'euro ?

Hans-Werner Sinn fait alors un détour par les États-Unis, dont le système fédéral de réserve a été souvent évoqué pour l'eurozone. Le livre commence par rappeler l'opposition entre les devises des deux continents : *E pluribus unum* et de l'autre côté : *In varietate concordia*. Les Européens, et en première ligne les Français, n'ont pas voulu s'acheminer vers un État fédéral. Et pourtant, en grande incohérence, ils en sont venus à créer une union monétaire dont les fonctions vont très au-delà de celles des États fédéraux. Dans le système fédéral de réserve, les banques membres doivent apurer chaque année leurs soldes respectifs, en or jusqu'en 1975 et depuis par transfert d'actifs. Plus généralement, l'État fédéral n'a aucune obligation de sauvetage financier des États en difficultés financières et, dans les faits, ceux-ci doivent trouver d'autres concours comme le précédent fameux de la Ville de New York sauvée *in extremis* de la faillite en 1975 par un prêt du fonds de pension de ses enseignants. Aussi bien les taux d'intérêt payés par les États varient selon leur situation financière, entraînant des variations de la charge fiscale auxquelles les citoyens sont évidemment sensibles. La Fédération de Suisse est régie selon les mêmes principes et Berne, pas plus que Washington, ne vient au secours de cantons en difficultés.

L'Europe, qui refuse aujourd'hui et sans doute pour quelque temps la création d'un pouvoir fédéral, ne peut donc, à l'initiative de banquiers centraux non élus, créer et gérer une union de transferts entre ses pays au bénéfice de ceux que leurs politiques ont conduits à un extrême endettement.

Il faut donc réaffirmer les principes du traité fondateur et mettre un terme aux transferts, à tout le moins ceux de la Banque centrale. À cette fin, il est indispensable de régler la question des *target balances*. La faculté ouverte aux NCB de tirer sans limites sur le système, c'est-à-dire d'accumuler des déficits qui ont leurs contreparties dans les excédents d'autres NCB, et à leurs risques, sans jamais devoir les solder, est un vice fondamental de l'institution actuelle. On pourrait modérer de telles évolutions en imposant des pénalités au-delà de certains seuils de déficits et en premier lieu en revenant à plus de rigueur dans la définition des *collaterals* exigés. Mais seule une modification du traité devrait imposer le règlement périodique des soldes comme il se pratique aux États-Unis soit par transfert d'actifs liquides comme l'or ou le dollar soit à la rigueur des titres de dettes des États dotés d'un rang privilégié.

Mais il faut aussi régler au mieux la situation périlleuse des États du Sud, c'est-à-dire leur excès d'endettement et leur perte de compétitivité.

S'agissant de la dette, la situation des pays n'est pas partout la même : l'Italie présente le ratio de dette sur PNB le plus élevé après la Grèce – 133 % – mais la dette y est très largement détenue par les nationaux et leurs banques et le pays ne manque pas de ressources. Ce sont le Portugal, l'Espagne et au premier chef la Grèce qui sont les plus endettés. Des solutions de réduction partielle sont sans doute inévitables mais elles devraient intervenir après que toute autre solution aura été mise en œuvre telles que la recapitalisation des banques avec du capital privé, le concours des créanciers privés – pour ce qu'il en reste – et le versement aux créanciers publics des recettes de programmes de privatisations.

Mais rien ne sert de désendetter ces pays si leur compétitivité ne leur permet pas de retrouver la croissance et des excédents au moins raisonnables de leur budget et de leur balance courante des paiements. Aujourd'hui ce sont les programmes internes de dépréciation qui sont mis en œuvre avec ou sans le pilotage des organisations internationales. L'Irlande et les pays baltes ont démontré que de telles dépréciations des salaires et surtout des prix étaient possibles. Mais, avec perspicacité, notre auteur prévoit que ces programmes ne seront pas partout suffisants, soit que les pays ne sont pas en mesure de les mettre en œuvre complètement, soit que les populations les rejettent, et il cite à cet égard d'abord la Grèce. Il faut alors avoir le courage d'envisager non pas un rejet de l'eurozone mais une sortie provisoire qui permettrait de concevoir puis de gérer une dévaluation. Il donne quelques indications sur les modalités pratiques d'une telle sortie qui doit évidemment être préparée dans le secret quelque temps auparavant. Mais surtout il insiste sur le caractère non infamant que doit revêtir une telle sortie provisoire : le pays qui choisirait cette voie recevrait un statut de membre associé avec une option formelle de droit au retour dans un certain délai et à certaines conditions.

Ainsi se termine ce puissant livre dont on espère qu'il sera traduit en français et prendra sa place aux côtés des nombreuses plaquettes produites ici sur le même sujet. *The Euro Trap* n'est pas un livre pour la fin de l'euro mais bien au contraire pour sa survie. Au détour d'une page, d'ailleurs, il laisse entendre que dans un scénario du pire une eurozone devrait etre conservée entre pays de l'Europe du Nord... sans préciser où la France choisirait de se ranger. Mais il considère que l'institution actuelle a été bâtie avec certaines incohérences et que ses dirigeants, pressés par la grande crise de 2008-2009 et par les politiques, ont accepté de la transformer en une union de transfert absolument étrangère au projet d'origine.

Certes, c'est bien la vision allemande qui est ici exposée mais avec une rigueur et une prémonition difficiles à contester. Il est probable que la majorité des dirigeants européens réfléchis partage le diagnostic d'Hans-Werner Sinn.

Et puis peut-on gérer longtemps une union monétaire contre l'opinion de son membre le plus peuplé, le plus performant, le plus créditeur et de ce fait le plus exposé à subir les préjudices des déviations où on l'engage ?

Commentaire

Revue trimestrielle
116 rue du Bac, 75007 Paris
Tél : 01 45 49 37 82, Fax : 01 45 44 32 18, e-mail : abonnements@commentaire.fr
www.commentaire.fr

BULLETIN D'ABONNEMENT

Formulaire à compléter en lettres majuscules

M., Mme, Mlle _____

Société _____

Adresse _____

Code postal _____ Ville _____

Pays (pour l'étranger) _____

Tél. _____ e-mail : _____

Profession _____

souscrit un abonnement à la revue *Commentaire* (quatre numéros par an)
à partir du n° _____

En vous abonnant, bénéficiez d'un tarif privilégié pour l'achat du DVD de la collection complète de Commentaire.

France

☐ 1 an	80 €
☐ 2 ans	153 €
☐ 3 ans	226 €

Abonnement de soutien : à partir de

☐ 1 an	120 €
☐ 2 ans	220 €
☐ 3 ans	320 €

☐ Montant supérieur : .....

Étudiant *(joindre une copie de la carte d'étudiant)*

☐ 1 an 60 € ☐ 1 an UE et Suisse 70 € ☐ 1 an Autres pays 80 €

Union européenne et Suisse

☐ 1 an	90 €
☐ 2 ans	178 €
☐ 3 ans	260 €

Autres pays

☐ 1 an	103 €
☐ 2 ans	191 €
☐ 3 ans	273 €

☐ Veuillez trouver ci-joint mon règlement par chèque à l'ordre de *Commentaire*

☐ Je règle par virement postal
CCP 20 289 08 R Paris
Merci de bien indiquer votre nom

☐ Je règle par virement bancaire bancaire ou postal
30004-00158-00010117203-91
IBAN : FR76-3000-4001-5800-0101-1720-391
BIC : BNPAFRPPPGB
Merci de bien indiquer votre nom

Date :

Signature :

Le présent bulletin d'abonnement est à retourner à l'adresse suivante : *Commentaire*, Service des abonnements, 116 rue du Bac, 75007 Paris.

Conformément à la loi N° 78-17 du 6 janvier 1978, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification pour toute information vous concernant, figurant sur notre fichier. Il suffit pour cela de nous écrire.

Cette revue est publiée par Commentaire, société anonyme au capital de 114 334,51 €
(Président de la S.A. : J.-C. Casanova, Directeurs généraux : G. Berger et P. Casanova)
Siège social : 116, rue du Bac, 75007 Paris / Registre de commerce : RC PARIS N° B 312 212 970
© Copyright 2015 : S.A. Commentaire / Imprimé en France
N° de Commission paritaire : 1017K82245 / ISSN Imprimé 0180-8214 / ISSN Numérique 2272-8988
ISBN 978-2-916291-40-6 / SIRET : 312 212 970 000 23 / Code APE : 5814 Z