



## L'AVENIR DU DOLLAR

## Sommaire

Introduction de Jean-Pierre Chevènement.....	7
<i>«Les déséquilibres financiers des Etats-Unis et le destin du néo Bretton Woods»</i> par Michel Aglietta , professeur à l'Université de Paris X.....	7
<i>« Conséquences en termes d'emploi de la faiblesse du dollar pour un industriel du secteur aéronautique »</i> par François Junca, Président du Conseil de surveillance de Latécoère.....	16
<i>«Le dollar va baisser »</i> par Jean Peyrelevade, ancien Président du Crédit Lyonnais.....	19
<i>« Les trois deals américains pour le dollar »</i> par Jean-Michel Quatrepoint, journaliste économique.....	23
Premières conclusions de Jean-Pierre Chevènement .....	27
Débat final.....	30



Nous allons commencer notre réflexion sur l'avenir du dollar, sujet économique certes mais aussi ô combien politique et passionnant car il a trait aux grands équilibres mondiaux. Je rappelle que le premier colloque que nous avons organisé, au début de mars 2003 s'intitulait « L'Amérique et le reste du monde ». Celui-ci n'est pas sans l'évoquer, par une connotation subtile tant il est difficile de mesurer ce que sont les déséquilibres croissants, que l'on constate, mais aussi les amortisseurs, les stabilisateurs dont on sent bien qu'ils sont également très puissants.

Il y a une évolution que chacun connaît : la situation extérieure des Etats-Unis ne cesse de se dégrader depuis 1986 et l'endettement extérieur des Etats-Unis approche les 10 000 milliards de dollars, c'est-à-dire qu'il n'est pas loin de représenter l'équivalent de leur PNB, le déficit de la balance commerciale atteignant, peut-être même dépassant légèrement cette année 700 milliards de dollars.

Des hommes éminents vont nous parler de tout cela. Nous allons d'abord écouter Monsieur Michel Aglietta, économiste très connu que je n'ai pas besoin de présenter. Nous écouterons ensuite Monsieur Junca, Président de Latécoère qui donnera le point de vue de l'industriel car peu d'industries sont aussi sensibles aux variations du cours du dollar que l'aéronautique. Mais ce qui est vrai de l'aéronautique l'est aussi d'autres industries fortement exportatrices. Nous aurons ensuite le point de vue du banquier : Jean Peyrelevade que je n'ai pas non plus besoin de présenter et nous conclurons par le point de vue du journaliste, Jean-Michel Quatrepoint, qui nous donnera une vision originale et très politique de la question.

Je me tourne d'abord vers Monsieur Aglietta.

MICHEL AGLIETTA

*«Les déséquilibres financiers des Etats-Unis et le destin du néo Bretton Woods»*

Si on veut parler de l'avenir du dollar, il faut se souvenir que le dollar est la devise-clé depuis soixante ans, depuis 1945, et partir d'une idée forte : *le rôle économique de la devise-clé, et donc les avantages qu'elle en tire, sont très peu*

*dépendants de sa valeur sur le marché des changes.* Ceci est une raison importante de la persistance du dollar dans son rôle. Donc pour réfléchir à son avenir, il faut aller au-delà de sa baisse que l'on anticipe sur les marchés de change...

Cette persistance est le premier point à propos duquel je vais tenter de vous faire comprendre ce qui est en jeu. Je vais aussi essayer de montrer que, malgré tout, comme on vient d'y faire allusion, des modifications structurelles dans la croissance mondiale, dans le régime de l'économie mondiale, rendent possible une transformation du système tel qu'il existe aujourd'hui. Mais cette transformation est un processus de long terme. Voilà le message que je veux défendre.

Les avantages du dollar sont importants. C'est pourquoi on a parlé d'un « nouveau Bretton Woods ». Aujourd'hui, les pays émergents jouent un rôle essentiel. Le lien entre les pays émergents et les Etats-Unis est l'élément le plus dynamique de l'économie mondiale, l'Europe est un peu sur la touche : même si l'euro est important sur un plan financier, la polarisation financière entre les Etats Unis et l'Asie éloigne l'Europe du cœur du système monétaire international.

Une sorte de *deal* implicite rend le système assez stable, on pourrait dire métastable, c'est le fait que la demande d'actifs américains des non-résidents [ce sont surtout les grandes banques centrales de l'Asie, des autres pays émergents et des détenteurs privés de fonds dans le monde entier] rencontre la demande insatiable de biens étrangers exprimée par les Américains. Les non-résidents, pour pouvoir exporter des biens vers les Etats-Unis, financent la consommation des Etats-Unis qui dépasse leurs moyens. C'est la structure du système actuel.

La question est sa durabilité. Sa stabilité, en tout cas sur le moyen terme, est démontrée puisque ce système existe depuis que les Etats-Unis attirent énormément les capitaux, depuis la crise asiatique de 1997-1998.

*Combien de temps cela va-t-il durer ?*

Je l'appelle « *semi étalon -dollar* » puisque pour pouvoir réaliser cette situation, il faut que les pays émergents contrôlent leur change vis-à-vis du dollar afin de rester fortement compétitifs. En contrepartie, ils accumulent des actifs en dollars. Pourquoi « semi étalon » et non pas étalon fixe ? Parce que le taux de change n'est pas fixe mais contrôlé. Aucun pays émergent ne laisse le taux de change fonctionner de manière flexible par le jeu des marchés. Voilà la situation.

*Pourquoi cet état est-il peu dépendant de la valeur du dollar vis à vis des monnaies à changes flexibles ?*

D'abord le constat : depuis 1971, le dollar a perdu les deux tiers de sa valeur contre le mark, puis contre l'euro, les trois quarts contre le yen. Mais son rôle n'a pratiquement pas bougé, il reste la monnaie dominante. Il est donc clair qu'une dépréciation tendancielle du taux de change n'a aucun effet sur la prépondérance du dollar.

Pourquoi ? Pour le comprendre, il faut revenir à des choses fondamentales. La monnaie n'est pas un bien comme un autre. Quand le prix d'un bien s'effondre, c'est que les gens n'en veulent pas... Ce n'est pas vrai pour la monnaie qui est un bien collectif. Prenons l'exemple de l'euro : si vous acceptez l'euro, c'est que vous pensez que vous allez payer en euro, donc que quelqu'un va l'accepter. Le réseau des gens qui acceptent l'euro est tel que vous ne pouvez pas en sortir ; dans l'espace euro, vous avez intérêt à accepter l'euro, même si cette monnaie ne vous plaît pas, parce que son utilité est déterminée par la coordination implicite de tous les utilisateurs. C'est ce qui différencie la monnaie des tomates que vous n'achetez pas si vous n'en mangez pas. Votre utilité dépend de l'utilité des autres, c'est ce qu'on appelle les effets de réseau. Les effets de réseau jouent en faveur de la convention qui est en place : s'il y a effet de réseau, c'est que beaucoup de gens demandent cette monnaie ; si beaucoup de gens demandent cette monnaie, la taille du marché de cette monnaie est plus importante que les autres ; lorsque la taille augmente, les coûts de transaction diminuent. Il y a donc un effet « boule de neige » : plus on utilise une monnaie, plus les coûts baissent et plus il est intéressant de l'utiliser. Ceci constitue un avantage fondamental : quand, pour des raisons historiques, une monnaie est devenue dominante, elle le reste longtemps. Il faut une accumulation très importante de problèmes pour faire basculer les choses. Mais, quand elles basculent, c'est d'un coup : ce sont des effets de « tout ou rien », des « effets de coin » comme on dit en économie. Pour l'instant on en est très loin et le dollar reste la monnaie dominante et, comme je l'ai dit, ses avantages (coûts de transaction, taille...) sont indépendants de sa valeur sur le marché des changes.

Observons, dans les réserves de change mondiales, la part de chaque devise.

	1995	1997	2000	2003	2005
Dollar EU	59.0	65.2	66.6	65.9	66.5
Yen	6.8	5.8	6.2	3.9	3.6
Livre sterling	2.1	2.6	2.9	2.8	3.7
Franc Suisse	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
Euro (DM avant 1998)	16.0	14.5	18.8	25.3	24.4

Source FMI (IFS)

Depuis 1995, sur le marché des changes, le dollar a connu des périodes de hausse très importante et des périodes de baisse considérable : de février 2002 à décembre 2004 le dollar a baissé de 60% contre l'euro, de 32% contre le yen. Il a effacé un tiers de ses baisses à partir de janvier 2005... et les réserves de change sont restées stables depuis 2000, indépendamment des fluctuations des taux de change.

Une seule autre monnaie peut aujourd'hui concurrencer le dollar du point de vue des réserves de change des banques centrales, donc du point de vue de leurs placements financiers, c'est l'euro. L'euro a effectivement progressé par rapport au Deutschemark qui, avant 1998, était la seule monnaie internationale de l'ensemble des monnaies du système européen. Après 2000 on assiste à une montée assez significative de l'euro puis à un plafonnement. On peut penser que la part de l'euro est actuellement à peu près à 25% parce que l'euro bénéficie des arbitrages financiers. Mais il ne mord pas sur le dollar dans ses fonctions économiques fondamentales. Il faudrait, par exemple, que le prix du pétrole soit libellé et payé en euros pour produire un effet significatif. Ce sont ces fameux effets de réseau qui jouent en faveur du dollar.

La conséquence financière est que les Etats-Unis n'ont pas la même contrainte que les autres pays. Un pays dont le marché est plus liquide, plus profond que les autres, bénéficie d'un coût de son endettement plus faible, sa capacité d'endettement est donc plus importante. C'est pourquoi les agents américains, publics ou privés, ont une très forte capacité d'endettement et les autres acceptent de les financer.

L'autre élément favorable au dollar du point de vue de la balance des paiements – on l'oublie toujours – est que, si la dette brute est très importante, la dette nette l'est beaucoup moins : si la dette brute est de 100% du PIB, le

dette nette correspond à 25% du PIB. Les Américains ont beaucoup d'avoirs à l'étranger et dans la mesure où ces avoirs sont libellés dans la monnaie des pays étrangers, lorsque le dollar se déprécie, la valeur en dollars des avoirs de l'étranger augmente, y compris les paiements : il y a là un stabilisateur de la balance des paiements qui résulte de la structure des placements et des dettes des Américains favorable au dollar et qui vient appuyer la balance commerciale lorsque le dollar baisse.

Je ne dis pas que cet avantage du dollar supprime la nécessité de l'ajustement mais il le rend moins coûteux pour les consommateurs américains, puisque la demande de dollar est indépendante de sa baisse. La demande des agents qui s'en servent pour payer est indifférente à la baisse du dollar qui ne leur coûte rien sur le plan du risque de change (couru par les agents qui font du commerce). Il y a effectivement une augmentation de la prime de risque si le dollar est volatil : la volatilité du dollar va coûter plus cher à ceux qui achètent des dollars à terme pour payer des importations et à ceux qui vendent à terme des recettes futures en dollars. Mais une baisse tendancielle du dollar qui serait anticipée n'aurait évidemment aucun effet sur ce phénomène.

*Il existe néanmoins de lourds facteurs structurels sous-jacents.*

Pourquoi le déficit américain des biens et services augmente-t-il de manière très importante (de 100 à 650 milliards de dollars entre 1997 et 2004), indépendamment du cours de change ?

Le déficit américain devrait dépendre de la compétitivité et dans les périodes où le dollar a beaucoup baissé (de 2002 à 2004), on aurait dû avoir un rétablissement partiel de la balance commerciale des Etats-Unis. Or le déficit a continué à augmenter. Cela signifie que l'industrie américaine ne réagit plus aux avantages de la compétitivité des prix qui se produisent lorsque le dollar baisse. Comment est-il possible que toutes les branches de l'industrie américaine (même en prenant un découpage fin), en dehors de la haute technologie, soient partout déficitaires ? Cela signifie que l'industrie américaine est en train de fondre. *A priori*, ce n'est pas catastrophique : l'Angleterre, qui n'a plus d'industrie, s'en sort très bien avec les services. Mais l'ajustement a été long et pénible, en témoignent les problèmes rencontrés par la livre en 1992.

Les chiffres sont assez spectaculaires : sur sept ans, entre 1997 et 2004, la production industrielle est pratiquement stagnante : +5% en sept ans ! Pendant ce temps la demande intérieure augmentait de 35% et les importations de 80% ... et ceci indépendamment du taux de change !

C'est évidemment un affaiblissement structurel important.

Comment les Américains vont-ils le compenser sur le plan du redéploiement sur des services internationaux ? C'est une première interrogation. Les



Américains, comme les Anglais, pourront-ils développer une industrie de services suffisamment importante pour compenser le déclin industriel ? Pour l'instant le déclin industriel est structurel : si le dollar baisse, en l'absence d'une offre industrielle suffisante, les capacités de production n'ont plus les moyens de remonter les exportations à un rythme assez fort pour inverser le creusement du déficit commercial.

Les économistes disent que les élasticités prix du commerce extérieur sont très faibles : quand le dollar baisse de 10%, le volume des exports augmente de guère plus de 1%. Il n'y a donc pas d'ajustement passant par le change.

Premier résultat important : *contrairement au passé, le change, s'il baisse, ne permettra pas, à lui tout seul de réaliser un ajustement de la balance des paiements des Etats-Unis.*

Le deuxième élément est le changement du régime de croissance dans le monde.

La crise asiatique est un tournant structurel dans la globalisation. En effet, avant la crise asiatique, les pays émergents s'endettaient en dollars pour réaliser leur croissance. La crise a transformé profondément les choses, à la fois par le choc économique et par la modification de la stratégie politique qu'elle a entraînés. Aujourd'hui, la priorité des pays émergents, en Asie comme en Amérique latine, est de ne plus dépendre du Fonds monétaire international : ils veulent rembourser leurs dettes en dollars et devenir autonomes. Pour ce faire, il faut devenir très excédentaires, accumuler des ressources pour payer les dettes, puis accumuler des réserves pour acquérir un pouvoir stratégique. C'est ce qui se passe dans l'ensemble des pays émergents (Corée, Argentine...)

- Ils connaissent un changement très important du régime de croissance qui, désormais, a pour moteur les exportations : ce n'est plus la demande intérieure qui tire ces pays.
- Les surcapacités de production industrielle existent depuis la crise asiatique.
- Les taux de change sont très dépréciés.

Ces pays accumulent donc massivement des excédents : c'est le *deal* dont j'ai parlé en introduction.

D'autre part, de très grands pays dégagent des excédents même s'ils n'étaient pas liés à la crise asiatique :

Le Japon était dans une crise de très longue durée, crise qui n'a pas empêché les entreprises de faire de l'innovation, de développer leurs capacités compétitives alors que la demande des ménages, jusqu'à une date récente, restait atone. Le Japon a utilisé cette période pour tenter de maintenir son économie à flot par l'exportation.

Quant à la Chine, on connaît sa force sur le plan extérieur. Dans la mesure où elle a été en situation de surinvestissement en 2001-2002 et où elle a cherché à contrôler ce surinvestissement, l'excédent extérieur en a été encore accru.

#### LE CHANGEMENT DE L'ÉQUILIBRE ÉPARGNE

Plus importante encore que le commerce est la différence entre l'épargne et l'investissement, ce qu'on peut appeler l'épargne nette, ou, au contraire, l'endettement net des pays à l'égard du reste du monde. Mis à part les Pays d'Europe centrale et orientale, les Etats-Unis sont les seuls à s'endetter, tous les autres ont des chiffres positifs en 2004, ceci beaucoup plus que dans la moyenne 1990-1999, beaucoup plus qu'en 2000-2002. Nous assistons à un processus de polarisation des Etats-Unis d'un côté et, essentiellement, des pays émergents de l'autre qui deviennent le pôle complémentaire des Etats-Unis dans la stabilisation de ce régime particulier dans lequel on vit, dans lequel les pays émergents se modifient complètement.

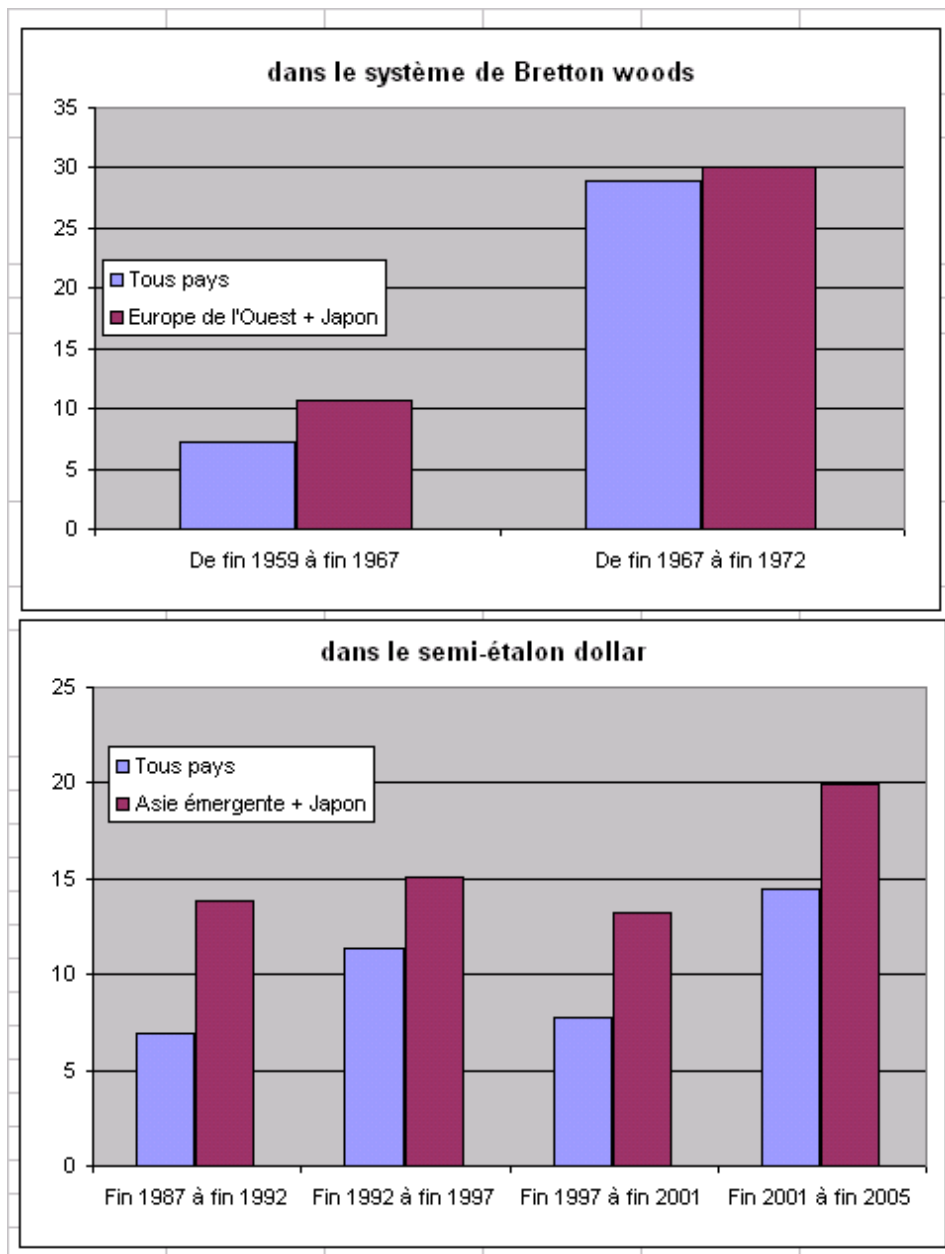
Ceci a des conséquences sur le plan monétaire en ce qui concerne l'accumulation de réserves.

Les deux graphiques ci-dessous expriment l'accroissement des réserves de change résultant du fait que ces pays, pour maintenir leur taux de change, accumulent massivement des réserves de change et font donc croître la liquidité du monde.

Sources et usages de l'épargne mondiale : soldes financiers  
(en % du PIB des pays et groupes de pays concernés)

Pays ou régions	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-02	2004
Économies avancées :	-0.5	-0.4	-1.8
États-Unis	-2.4	-3.2	-7.2
Zone Euro	+0.4	+0.4	+0.8
Japon	+2.3	+2.5	+3.4
Économies émergentes	-1.9	+1.7	+2.4
Chine	+1.8	+2.0	+4.1
Autre Asie	-1.2	+1.8	+2.7
Amérique Latine	-2.6	-2.0	+0.5
PECO	-2.7	-4.4	-4.3

Source : FMI, World Economic Outlook, Avril 2005.



## POSSIBLE TRANSFORMATION DU SYSTÈME

Le système de Bretton Woods était un système à change fixe dans lequel la balance des paiements des Etats-Unis n'était pas déficitaire comme aujourd'hui sur le plan de la balance courante. Les Américains, dans les années 60 exportaient énormément de capitaux, ce qui a marqué le début du développement du marché de l'euro-dollar.

A partir de 1967, à partir de la dévaluation de la Livre, le processus s'est emballé : les réserves, la masse monétaire mondiale, ont explosé, provoquant le développement de l'inflation. Or, en 1971, l'Allemagne a refusé de continuer à accumuler des dollars qui provoquaient l'inflation (les Allemands ne voulaient pas importer l'inflation mondiale, il leur fallait donc laisser apprécier leur monnaie), c'est ce qui a mis fin au système de Bretton Woods.

*C'est donc une rivalité politique qui a mis fin au système de Bretton Woods : la contradiction entre les intérêts domestiques allemands et la cohérence du système international.*

Va-t-on, aujourd'hui, aboutir à la même chose ?

C'est là qu'on peut commencer à se poser le problème de l'avenir en termes structurels.

Le second graphique révèle un phénomène qualitativement analogue. Nous constatons l'accumulation rapide des réserves de change de l'ensemble Asie émergente et du Japon qui arrivent à un accroissement des réserves de 20% par an - ce qui est énorme - dans la période de 2001-2005.

Le Japon et la Chine, comme les Allemands l'ont fait avant eux, refuseront-ils de financer les Etats-Unis en raison d'un problème de croissance monétaire trop forte ? Il me semble que cette comparaison a l'intérêt de montrer que le système peut basculer vers autre chose.

Ce qui est défavorable au dollar, dans la situation actuelle, c'est qu'il y a une alternative : l'euro alors qu'à l'époque, en l'absence de réelle alternative, on était passé aux changes flottants dans lesquels le dollar restait la monnaie dominante.

A l'époque les Américains n'avaient pas de dette nette, ils avaient au contraire plus d'avoirs que de dette. La crise de Bretton Woods a eu des raisons monétaires, non des raisons financières. En 1971, les Etats-Unis restaient extrêmement puissants sur le plan financier. Aujourd'hui il y a un problème financier puisque les Etats-Unis ont une dette nette extérieure croissante. Il y a donc à la fois un problème monétaire, sur-liquidités (croissance trop forte des liquidités mondiales) et un problème financier qui peut mener les non-résidents à s'inquiéter de leurs avoirs en dollars. Sans aller jusqu'à basculer leurs avoirs en dollars sur l'euro (ce qui serait se tirer une balle dans le pied puisque le taux de change s'effondrerait), il suffit qu'ils refusent d'en accumuler de nouveaux, étant donné que les Etats-Unis ont besoin de 2 milliards de dollars par jour d'émission de titres nouveaux, pour qu'il y ait une crise du dollar.

Cette crise, du fait des non-résidents, est donc possible si les banques centrales n'acceptent pas de se substituer aux agents privés non-résidents qui vendraient le dollar.

D'autre part, sur le plan politique, les Allemands qui, certes, refusaient l'inflation, sont restés - dès qu'on leur a donné un taux de change flexible - dans l'orbite américaine, comme, en cette époque de guerre froide, tous les pays qui monétairement, jouaient un rôle.

Au contraire, la Chine et l'Inde, notamment, ne sont pas dans l'orbite américaine et ces puissances émergentes deviennent des arbitres politiques qui pourraient utiliser leur pouvoir monétaire comme un élément de stratégie.

Voilà pour les éléments défavorables aux Etats-Unis.

Ce qui leur est favorable et peut faire tenir le système, c'est que, à la différence de ce qui s'est passé en 1971, quand le développement de la liquidité mondiale a fait exploser l'inflation, aujourd'hui, l'inflation ne bouge pas. La liquidité mondiale a crû de 20% par an depuis 2001 sans conséquence sur les prix qui, dans le monde entier, sont stables ou croissent très peu. Aujourd'hui, l'effet concerne le prix des actifs financiers, donc la spéculation immobilière. Si les banques centrales ne sont pas effrayées - puisque l'inflation ne démarre pas - ce système est plus stable qu'il ne l'était à la fin du système de Bretton Woods.

Il y a donc des facteurs dans les deux sens.

Le danger, ce qui pourrait déclencher une transformation, c'est la conjonction des risques qui menacent aujourd'hui l'économie mondiale et en particulier l'économie américaine.

S'il y avait à la fois

- une perte de confiance dans le dollar par les agents privés perdant patience devant la nécessité perpétuelle d'une accumulation.
- un risque inflationniste qui, contrairement à la situation qu'on a connue jusqu'à maintenant, ressurgirait (à l'occasion de la hausse des prix pétroliers, par exemple).
- le risque financier qui menace déjà les ménages puisque les prix immobiliers commencent à se retourner alors que les ménages sont fortement endettés...

Alors on risquerait d'avoir un cocktail susceptible de créer une crise de change.

La variable qui jouerait un rôle décisif serait la hausse du taux américain : une hausse du taux américain au-delà de la bande 5.0 à 5.5 dans laquelle on est aujourd'hui déclencherait forcément une violente remontée du taux d'épargne des ménages américains, donc une récession. Une récession internationale aurait de graves conséquences en Europe, notamment sur le niveau du chômage.

Cette possibilité d'une situation catastrophe à court terme n'est pas la plus probable aujourd'hui. Il est plus probable que les risques soient échelonnés et puissent être gérés, séparément, par la Banque centrale des Etats-Unis et donc

que le dollar baisse progressivement et non par crise. Toutefois le scénario alternatif n'est pas impossible.

A long terme, c'est tout autre chose...

Le régime de croissance actuel n'est pas fait pour le long terme : étant données les structures démographiques polarisées, la population active va croître beaucoup dans les pays émergents et va commencer à décroître dans les pays développés.

Le régime sera différent. Les Etats-Unis cesseront d'être le moteur de la croissance mondiale, remplacés dans ce rôle par les pays émergents lorsque ceux-ci arriveront à redéployer leur croissance sur leur demande interne. Ils exporteront moins, deviendront éventuellement déficitaires, attireront les capitaux, devront rendre leur monnaie convertible.

La Chine, dans une dizaine d'années, aura une monnaie convertible. Cette monnaie d'un pays d'une extrême puissance sera concurrente du dollar et capable de jouer en Asie un rôle pivot sur l'ensemble des monnaies asiatiques. Nous aurons alors une vraie concurrence monétaire. Sachant qu'une concurrence entre monnaies est instable en raison du caractère de bien collectif de la monnaie, il faudra des arrangements internationaux, on passera à un système monétaire multilatéral.

Une réflexion pourrait être entamée sur les organes de gouvernance internationaux qui deviendront nécessaires.

Je vous remercie.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT
-------------------------

Merci, Monsieur Aglietta, pour cet exposé tout à fait lumineux.

Je donne la parole à Monsieur François Junca, président du Conseil de surveillance de Latécoère, une entreprise aéronautique célèbre notamment par sa collaboration au programme Airbus.

FRANCOIS JUNCA
----------------

*« Conséquences en termes d'emploi de la faiblesse du dollar pour un industriel du secteur aéronautique »*

Après cette vision de l'avenir du dollar, je vais essayer de vous dire comment une société acteur de l'aéronautique est confrontée à ces problèmes de change et quelle problématique se pose à nous industriels.

Mais, pour que vous le compreniez bien, je vais d'abord vous dire quelques mots du secteur aéronautique et de la société Latécoère.

L'aéronautique produit des avions que les compagnies achètent en dollars, comme elles achètent le pétrole en dollars. Les avionneurs qui vendent leurs produits en dollars, veulent se protéger contre le risque de change quand ils produisent hors de la zone dollar. De ce fait, ils demandent à leurs fournisseurs de leur faire des prix en dollars même quand il s'agit de fournisseurs français s'adressant à des clients français. Latécoère, par exemple, travaille avec Airbus et Dassault et les contrats sont libellés en dollars. Or nous fabriquons à Toulouse et dans nos filiales en France avec la monnaie de référence : l'euro.

Le dollar est donc la monnaie de l'industrie aéronautique.

#### *Comment l'industrie aéronautique est-elle organisée ?*

Les producteurs d'avions sont peu nombreux en raison des concentrations qui se sont produites depuis un certain nombre d'années. Il y a deux acteurs qui comptent dans les avions commerciaux : Boeing et Airbus, trois dans les avions régionaux : Embraer, Bombardier et la filiale d'EADS ATR, qui fabrique des avions avec turbopropulseurs. Pour les avions d'affaires haut de gamme, trois ou quatre sociétés comptent dans le monde dont une en France : la société Dassault.

Nos clients nous demandent de traiter des contrats en dollars et il nous est difficile de ne pas répondre à leurs demandes pressantes. Ces contrats en dollars sont traités au lancement d'un programme aéronautique pour une durée de dix, quinze, vingt ou vingt-cinq ans, suivant le succès du programme. Nous fournissons donc des prix en dollars à nos clients sur le taux choisi au moment de la signature du contrat.

Les contrats sur les Airbus, Dassault, Embraer ont été signés à une époque où le dollar avait un niveau plus fort qu'aujourd'hui : 1€ = 1.10\$, ce qui correspondait à sa valeur économique communément estimée. Or, aujourd'hui, il est à 1€ = 1.27\$, Nous sommes donc payés en dollars que nous transformons au cours d'aujourd'hui, ce qui nous met dans la situation de recevoir moins d'euros que ce que nous recevions si le dollar était plus fort.

#### *Face à cette situation, que faut-il faire ?*

Pour une bonne compréhension, je vais vous dire rapidement ce que fait le groupe Latécoère :

Nous fournissons des éléments d'avions et du câblage embarqué.

Créée en 1917, par Pierre Georges Latécoère, la société a connu une période particulièrement glorieuse où les pilotes des lignes aériennes Latécoère étaient des auteurs de génie qui ont marqué la littérature française (Saint-Exupéry, auteur du « *Petit prince* » était un pilote de Latécoère !).

La société fabrique maintenant des tronçons d'avions et a vu ses effectifs maintenus pendant une dizaine d'années aux alentours de 1000 personnes. Lorsque nous avons signé ces contrats en dollars, le groupe Latécoère faisait travailler 664 personnes (662 en France et 2 à l'étranger).

Ces contrats et une stratégie de mondialisation de notre production ont permis une croissance exceptionnelle du groupe Latécoère, dont les effectifs seront de l'ordre de 4000 personnes en 2008. Cette croissance est due à la mise en place de moyens de production dans le monde entier. Ainsi aujourd'hui, nous produisons, bien sûr à Toulouse, mais aussi en Tchéquie, en Tunisie et au Brésil, et nous avons mis en place des coopérations avec la Corée et la Pologne. Nous sommes protégés contre la faiblesse du dollar actuel par des couvertures de change qui se terminent fin 2007. C'est à ce moment que nous allons subir l'impact du dollar faible.

Que faut-il faire devant une situation dans laquelle le dollar resterait à un niveau faible de manière durable ?

Dès 2008 le chiffre d'affaires de Latécoère devrait atteindre environ 500 millions d'euros. Nous réaliserons 65% de notre chiffre d'affaires en dollars, et une partie de nos achats sont aussi en dollars. De ce fait, notre exposition nette est de 40 à 45% du chiffre d'affaires. Les résultats opérationnels étant de l'ordre de 10 %, tout affaiblissement de 10 centimes, nous fait perdre 5 % de résultat. Ce qui veut dire que pendant toute la période où le dollar restera à 1.30, nous perdrons 10 % de résultat opérationnel. C'est donc l'avenir même du groupe Latécoère qui est posé, si nous ne réagissons pas.

#### *Comment réagir ?*

Nous avons des unités de production dans des pays à coûts bas. Nous avons créé un équilibre industriel et économique basé sur un dollar à 1.10 avec une répartition de deux tiers des effectifs en France et un tiers à l'étranger. Nous aurions pu créer des centaines d'emplois en France, ce qui ne sera pas le cas à cause de cette parité faible. Et si elle est durable, à terme les emplois en France pourraient être menacés.

Voilà, Monsieur le ministre, quelle est la problématique liée au dollar pour une société travaillant en France dans le secteur aéronautique.

C'est extrêmement préoccupant pour l'avenir. Pour que nous puissions mettre en place une protection qui serait à nouveau durable, il faudrait qu'à un moment de cette longue période qui est devant nous, le dollar retrouve une



valeur suffisamment forte pour que nous puissions nous protéger. Nous sommes parmi les sociétés aéronautiques françaises les mieux protégées puisque nous sommes couverts en dollar pratiquement jusqu'à fin 2007. Nous avons donc une année et demie pour mettre en place des dispositions industrielles permettant de faire face à un dollar durablement faible.

Malheureusement cela va se traduire par un nombre important d'emplois perdus ou non créés en France.

Merci de votre attention.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Merci, Monsieur Junca.

Nous sommes actuellement, je crois, à un euro pour 1.26 dollar mais la tendance générale me paraît être la baisse du dollar et il est peu probable que le redressement de son cours que vous avez évoqué la fin de votre propos se réalise. On n'imagine pas que le dollar puisse reprendre de la valeur en raison des déficits abyssaux et de l'endettement extérieur des Etats-Unis auxquels s'ajoutent des facteurs politiques dont on n'a pas parlé jusqu'à présent.

L'enlèvement américain en Irak est aussi un facteur extrêmement préoccupant pour les Etats-Unis car s'il y a des gisements pétroliers importants à la clef, ils n'arrivent pas à les exploiter et le maintien en Irak d'un effectif supérieur à 100 000 soldats – même s'ils ont l'ambition de le réduire – coûte beaucoup d'argent. La situation, d'un point de vue géopolitique, est assez préoccupante.

J'ai l'impression qu le dollar ne va pas remonter, qu'il va poursuivre sa baisse bien qu'il y ait des stabilisateurs.

Mais nul n'est mieux placé que l'éminent banquier qui est à ma droite pour répondre à toutes ces interrogations.

JEAN PEYRELEVADE

*Le dollar va baisser.*

Merci, cher Jean-Pierre ... et Monsieur le Président.

Monsieur Junca n'a pas de chance, si je puis dire, parce qu'il travaille dans un des derniers secteurs où l'industrie américaine existe encore – je rejoins Michel Aglietta – et il est vrai que c'est un problème permanent pour notre industrie aéronautique qui est extraordinairement sensible au taux de change du dollar.

Elle est probablement l'une des très rares industries qui y soient sensibles à ce degré-là dans le monde occidental.

Je vais reprendre les raisonnements de Michel Aglietta parce que je partage très largement son point de vue. Je suis simplement – c'est peut-être une question de tempérament – un peu moins optimiste que lui sur les scénarios à venir. Je crois que la probabilité d'une crise est un peu plus élevée qu'il ne le dit. Je rejoins en tout cas ce que vient de dire Jean-Pierre Chevènement : de mon point de vue, les années à venir verront inéluctablement une baisse continue du dollar, plus ou moins heurtée, plus ou moins sur fond de crise, douce si on a de la chance, violente si on en a moins... mais la baisse du dollar est inéluctable.

Je vais reprendre les facteurs cités par Michel Aglietta, en sollicitant son indulgence parce qu'il est plus expert que moi. Il corrigera certainement quelques unes de mes affirmations.

Premièrement, il l'a très bien dit, il y a aujourd'hui une accumulation formidable de balances dollar par un certain nombre de pays très fortement exportateurs, en particulier la Chine. Si on se place un instant dans la peau des autorités chinoises, ce type de développement, d'une certaine manière, n'est pas très rationnel. Je ne crois pas que les autorités chinoises aient intérêt, sur le long terme, à maintenir leur taux d'épargne au niveau actuel, à fabriquer, d'une certaine manière des surcapacités systématiques dans un certain nombre de secteurs et à accumuler des balances dollar gigantesques qui ne leur servent à rien alors qu'une large partie de leur population a encore un besoin de consommation extrêmement élevé. Je pense donc que la Chine aujourd'hui, le Japon demain pour d'autres raisons, auraient intérêt à aller un peu plus vers une croissance stimulée par la demande interne plutôt que par l'exportation. Ceci, bien entendu, est une menace à terme sur la valeur du dollar.

Le deuxième aspect cité par Michel Aglietta est celui de l'endettement externe des Etats-Unis qui est devenu un endettement net.

C'est un facteur complètement nouveau qui, selon moi, remonte à quatre ou cinq ans. Aujourd'hui, les Etats-Unis ont un endettement net de l'ordre de 2000 à 2500 milliards de dollars, 25% de l'endettement brut que Jean-Pierre Chevènement signalait tout à l'heure. A 600 ou 700 milliards de dollars de déficit annuel, on voit bien qu'un déficit de ce type se fabrique en quatre ou cinq ans. Cela signifie que, depuis quatre ou cinq ans, les Etats-Unis sont devenus débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde. Ceci est un événement considérable et complètement nouveau. Je pense que leur déficit annuel de balance des paiements (6 à 7% du PIB) n'est pas, comme disent les économistes, « soutenable à long terme » et que s'il devait continuer de s'accumuler de cette

manière-là, 600 à 700 milliards de dollars par an, l'endettement brut augmenterait de 6% à 7%, ce qui veut dire que l'endettement net augmenterait beaucoup plus. 600 à 700 par rapport à 2000 ou à 2005, c'est de l'ordre du quart.

Donc, aujourd'hui, l'endettement net augmente de 20% à 25% par an, un chiffre considérable qui n'est pas soutenable. Si ce rythme devait durer, ça entraînerait à un moment ou à un autre, une réaction de défiance des banques centrales, aujourd'hui largement excédentaires en balances dollar, qui commenceraient, non pas à vendre leurs dollars mais à demander à ce que les nouveaux avoirs résultant de leur balance exportatrice positive soient réglés en euros et non en dollars.

Il y a des phénomènes stabilisateurs.

L'un de ces phénomènes - qui va dans mon sens - a été cité explicitement :

La dette des Etats-Unis est en dollars, leurs actifs sont en monnaies étrangères et une baisse du dollar suffit donc à compenser partiellement le déficit net ou l'accroissement du déficit net que j'ai indiqué. Mais vous voyez bien que pour compenser un accroissement du déficit net de 600 ou 700 milliards de dollars par an, il faudrait une dévaluation régulière du dollar du même montant, c'est-à-dire de 6% à 7% par an. C'est, à mon avis, l'ordre de grandeur de ce qui va se passer dans les années à venir.

Donc, l'effet de change est bel et bien un effet stabilisateur qui évite un éventuel mouvement de défiance brutal vis-à-vis du dollar suivi d'un effondrement total. Mais, si on estime que l'endettement net est désormais à des niveaux qui ne sont pas très facilement dépassables, on voit bien que l'atteinte de cette limite se traduit nécessairement par une baisse du dollar.

Le deuxième facteur qui a rendu, dans le passé, l'ajustement plus facile - et qui, de mon point de vue, est terminé - c'est la baisse, depuis dix ans, des taux d'intérêts nominaux et réels. Les Etats-Unis, de ce point de vue, se comportent un peu comme l'Etat français (bien que les Etats-Unis soient dans une situation plus confortable...). La dette nette américaine s'accroît mais tant que les taux d'intérêts diminuent, le prélèvement en flux annuels des intérêts à payer s'accroît moins vite que le stock de dettes, ce qui facilite l'endettement. Dans le même temps, comme on est encore pour quelques années dans une période de croissance mondiale (on a même atteint des records historiques), la rentabilité du capital a vraisemblablement atteint des niveaux très élevés. Je n'ai pas de chiffres précis (Michel Aglietta en a peut-être) mais je suspecte que pendant que le taux d'intérêt sur la dette a diminué, les rendements des actifs américains - qui, en monnaie étrangère, se réévaluent si le dollar baisse - ont été certainement très supérieurs aux taux d'intérêts payés sur la dette.

Or, la baisse des taux d'intérêts réels et nominaux est clairement terminée. Ce que je ne sais pas, c'est si les taux vont remonter doucement ou si, un mouvement de défiance vis-à-vis du dollar commençant à se manifester, ils risquent de remonter plus vite.

Le dernier couplage a aussi été signalé par Michel Aglietta :

La croissance américaine repose sur un double phénomène d'endettement, un phénomène d'endettement vis-à-vis de l'extérieur (on vient d'en parler longuement) et un phénomène d'endettement interne. Puisque la croissance de la masse monétaire est très rapide, puisque le taux d'épargne des ménages est nul, sinon négatif, il est clair que si un mouvement de défiance vis-à-vis du dollar s'ébauche pour des raisons externes, s'il est accompagné par une remontée des taux d'intérêts, la variable d'ajustement sera le taux de croissance américain, qui est nécessairement appelé à diminuer.

Mon diagnostic personnel est donc le suivant :

Si nous avons de la chance, nous irons vers une période où le dollar va continuer à baisser régulièrement et où le taux de croissance américain finira par baisser, lui aussi progressivement.

Si nous avons moins de chance – personne aujourd'hui, n'est capable de donner une probabilité sur l'un ou l'autre des deux scénarios - nous aurons, comme l'a dit Michel Aglietta, une chute brutale de la croissance américaine accompagnée d'un mouvement de défiance vis-à-vis du dollar qui entraînera une dépréciation forte du dollar vis-à-vis des autres monnaies.

Désolé pour l'industrie aéronautique...

Merci Monsieur le Président.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT
-------------------------

Merci Jean, pour cet exposé qui nous montre la possibilité d'un danger rapproché. Jean-Michel Quatrepoint va nous parler d'aspects plus politiques puis nous entamerons le débat.

*Les trois deals américains pour le dollar*

Un secrétaire d'Etat américain au Trésor répliquait à un de ses collègues : « Le dollar, c'est notre monnaie mais c'est votre problème ». Effectivement, c'est bien notre problème.

Les Américains dépensent chaque année 700 milliards de dollars de plus qu'ils ne produisent : le déficit atteint environ 7% du PIB. Chaque année un citoyen américain dispose de biens d'importation dont la valeur excède de 3000 dollars ses revenus. En cinq ans, le taux d'endettement des ménages américains est passé de 100% à 120% du revenu disponible annuel.

Si l'Amérique et les Américains vivent à crédit... c'est que des créanciers ont intérêt à leur prêter.

Je voudrais vous raconter une histoire qui, comme toutes les histoires, est susceptible de s'écarter quelque peu de la réalité, mais je crois qu'elle ne doit pas en être très loin.

C'est l'histoire des trois *deals* qui se sont passées depuis la fin du Gold Exchange standard depuis le 15 août 1971. La politique américaine a consisté, depuis une trentaine d'années, à maintenir l'hégémonie monétaire en concluant fort habilement et fort discrètement des *deals* tacites ou implicites avec des alliés de circonstance.

Le premier *deal* a été conclu entre 1972 et 1974 entre l'Arabie saoudite et les Etats-Unis. [Je rappelle que le choc pétrolier a eu lieu en septembre 1973.] Ce *deal* – dont un ambassadeur américain disait récemment qu'il fut l'un des plus grands services rendus par les Saoudiens aux Etats-Unis – a consisté en un échange : d'un côté les Etats-Unis garantissaient au régime saoudien sa pérennité et la protection militaire américaine, de l'autre, les Saoudiens, premiers producteurs de l'OPEP, faisaient en sorte que tous les échanges pétroliers internationaux fussent libellés et effectués en dollars. Ce qui fut fait.

Quelques années après, des analyses montraient que l'Amérique avait manipulé le premier choc pétrolier. Je pense que c'est en partie fondé.

L'Amérique a toujours préféré importer du pétrole plutôt que de consommer ses réserves propres. Elle importe massivement du pétrole, sans risque de change, puisque c'est en dollars.

Les pétrodollars constituent un deuxième avantage pour les Américains. Pendant ces années, on a fabriqué des réserves en dollars dans les pays producteurs qui ont recyclé ces pétrodollars en achetant des biens aux pays occidentaux. Nous Français en avons parfois profité mais les Américains en ont largement bénéficié, notamment dans l'industrie militaire et une partie de ces pétrodollars étaient en outre recyclée sur le sol américain.

On a eu un aperçu de ces mouvements de capitaux en 1978-1979 lorsque les Ayatollahs ont pris le pouvoir en Iran. C'est à cette époque que s'est déroulée la prise d'otages dans l'ambassade américaine. Cette affaire avait été en partie suscitée par le fait que les avoirs iraniens (10 milliards de dollars) étaient déposés à la Chase Manhattan Bank qui n'avait pas voulu (elle n'en était pas capable) renvoyer l'argent au nouveau pouvoir des Ayatollahs. L'affaire des otages aurait été en fait un moyen de négociation entre les Etats-Unis, la Chase et l'Iran pour tenter de récupérer les réserves de change iraniennes.

Toujours est-il qu'à la fin des années 1970, ce *deal* pétrolier n'apportant plus aux Etats-Unis tous les avantages qu'ils en espéraient, ils font un deuxième *deal* avec le Japon. Dans les années 1960 et au début des années 1970, le Japon se trouve en plein boom économique et industriel. Il faut savoir aussi que, depuis l'époque de Mac Arthur, une partie du capital des groupes japonais, notamment des grands groupes automobiles, était détenu par des groupes américains.

Dans ce *deal* avec les Japonais, ceux-ci produisent et exportent des biens de consommation : automobiles, téléviseurs, composants électroniques, ordinateurs vers les Etats-Unis et, en contrepartie, ils accumulent des réserves en dollars et ils recyclent ces dollars en bons du Trésor américains.

Le *deal* fonctionne bien jusqu'à ce que les Japonais, sans doute pris par le vertige de l'orgueil, entreprennent de faire la leçon aux Américains. Dans les années 1980, ils commencent à racheter des biens immobiliers (Rockefeller center) puis une partie d'Hollywood ... puis ils déclarent *Urbi et orbi* qu'ils vont apprendre aux Américains comment fabriquer des automobiles.

Un jour, quand les Américains ont voulu construire le F16, ils se sont aperçus qu'ils avaient besoin des Japonais pour les écrans à cristaux. Les Japonais se sont fait tirer l'oreille pour exporter ces écrans avant de faire comprendre qu'ils accepteraient de les exporter si les Américains leur donnaient la technologie de l'empennage. A ce moment, les Américains se sont rendu compte que les Japonais voulaient revenir dans l'industrie aéronautique, ce qui, pour les Etats-Unis, était un *casus belli*. Il était hors de question que le Japon revienne dans l'industrie aéronautique comme compétiteur de Boeing. Ce fut un combat très dur, les industriels américains des semi-conducteurs ont fait bloc, ils ont décidé de récupérer leurs technologies - ce qu'ils ont réussi à faire - et les Américains ont joué sur le plan monétaire. A l'époque, on parlait beaucoup de la trilatérale :

le monde organisé autour de trois pôles, l'Asie, l'Europe et l'Amérique, ayant chacun leur monnaie, l'Ecu, à l'époque, pour l'Europe, le Yen pour le Sud-est asiatique et le dollar pour les Amériques... La zone yen n'a jamais vu le jour... Pourquoi est-elle mort-née ? Parce que les Américains commençaient à préparer le troisième *deal*, avec la Chine.

Ceci a commencé avec les négociations sur la rétrocession de Hongkong à la Chine, dans les années 1984-1985 qui marquèrent un vrai réchauffement des relations sino-américaines. C'est Nixon qui l'avait initié au début des années 1970 car les Américains avaient besoin de diviser le bloc communiste, donc de trouver un allié en la Chine face à l'URSS. Ils avaient aussi besoin de trouver un allié économique et monétaire face aux ambitions japonaises, ils le trouvèrent en la Chine. A partir de ce moment-là, une indexation de fait a lieu entre le dollar-Hongkong et le dollar américain. Le yuan reiminbi (rmb) qui n'était pas convertible, étant, lui, indexé de fait sur le dollar -Hongkong.

De facto, la Chine entre dans la zone dollar... et la zone yen est mort-née ! Vous avez pu constater sur les graphiques de Michel Aglietta que les réserves en yens n'existent pas. De plus les Etats-Unis forceront le Japon à réévaluer le yen, ce qui amorcera une récession japonaise qui durera quinze ans et entraînera la paupérisation des classes moyennes japonaises. Les groupes japonais, qui avaient vu venir la récession, ont été les premiers à se délocaliser en Chine.

Au début des années 1990, ce troisième deal se met en place : l'alliance détonante entre le grand capital américain et le parti communiste chinois va se concrétiser et se renforcer dans les accords – cette fois officiels – d'indexation du yuan sur le dollar en 1994-1995 après une dévaluation du yuan de 35%. Hongkong est rétrocédé le 1<sup>er</sup> janvier 1997 et le mouvement amorcé au début des années 1990 par les groupes japonais s'amplifie pour tous les groupes de la zone et pour les multinationales américaines et européennes, en particulier pour la puissante Wall Mart qui a bien vu l'avantage d'aller s'installer en Chine.

Nous avons donc une délocalisation massive des achats, car les Chinois ne produisent pas pour leur marché intérieur mais pour exporter. Les groupes japonais ont investi en Chine, produisent, vendent les machines-outils à leurs usines chinoises qui, ensuite, produisent des biens de consommation qui vont être exportés dans le monde entier, éventuellement au Japon et en Occident. Les groupes américains, comme Wall Mart, s'approvisionnent massivement en Chine (Carrefour aussi, maintenant) et réexportent sur l'Occident, d'où le déficit commercial des Etats-Unis, d'où le déficit de l'Europe, sauf l'Allemagne qui vend des machines-outils aux Chinois.

La contrepartie est que les excédents commerciaux engrangés par les Chinois sont réexportés vers les Etats-Unis. Ils achètent des bons du Trésor américain et financent la dette américaine. Les réserves de change japonaises représentent

aujourd'hui 850 milliards de dollars et les réserves de change chinoises s'élèvent à 853 milliards de dollars.

Nous avons donc une accumulation de dollars tandis que les déficits se creusent aux Etats-Unis et il n'y a pas de raison pour que cela cesse. L'Amérique ne produit plus et n'a plus intérêt à produire puisque ses importateurs achètent des produits beaucoup moins chers. Au passage, cela permet d'améliorer les marges des distributeurs, des importateurs et de peser sur l'inflation. Les ménages américains s'endettent, il y a une certaine paupérisation des classes moyennes américaines mais elles n'en voient pas réellement les effets puisqu'une partie des produits sont importés et coûtent moins cher. Le pouvoir d'achat est donc en apparence maintenu.

Que peut-il se passer ?

Comme avec le Japon et comme avec les pays pétroliers, l'appétit peut venir en mangeant et, contrairement à ce qui se passe pour l'instant, la Chine peut avoir, à terme, des intérêts divergents avec les Etats-Unis.

Les Américains considèrent deux secteurs comme des chasses gardées : les matières premières (avec surtout le pétrole) et la défense (Defense aerospace).

Or les Chinois ont des ambitions.

Ils ont une vraie stratégie à long terme pour essayer de contrôler des sources d'approvisionnement de matières premières et de pétrole. Ils ont même voulu racheter une compagnie pétrolière américaine (il y a eu immédiatement veto américain).

La Chine a une armée, c'est une puissance nucléaire, elle a des ambitions militaires et spatiales et, même si Boeing vend des avions, même s'il peut y avoir des accords, il est possible qu'à terme surviennent des frictions de plus en plus fortes entre les intérêts militaires chinois et les intérêts du complexe militaro-industriel américain.

Le deuxième type de problèmes concerne les dégâts sociaux aux Etats-Unis. On assiste à une montée des protectionnismes de la part des syndicats ouvriers relayés au Congrès car dans chaque circonscription des usines ferment, provoquant le chômage. La tentation existe aux Etats-Unis, de rétablir des quotas pour les importations de produits chinois mais ce serait une remise en cause du *deal*. Les Américains vont commencer à s'en préoccuper et à chercher un quatrième *deal*.

Quel sera le quatrième *deal*? Avec qui vont-ils le faire ? Avec l'Inde ? Avec d'autres ?

Ce qui est certain, pour rejoindre ce que mes prédécesseurs disaient, c'est que le nouveau *deal* se fera avec un dollar bas et avec des taux d'intérêts du dollar



plus rémunérateurs sinon, celui qui fera le nouveau *deal* n'y trouvera pas son intérêt.

Merci.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT
-------------------------

Merci, Jean-Michel, tu as introduit là une lecture plus politique d'un phénomène que Michel Aglietta a très bien décrit sur le plan économique. On voit qu'il s'agit de déficits réellement abyssaux, tu l'as rappelé : 7% du PIB par an, c'est considérable et, à ce rythme-là, l'endettement des Etats-Unis devient tout à fait impressionnant.

Pourtant nous sentons bien que l'hyperpuissance est une réalité multiforme. Il y a des stabilisateurs puissants : les actifs financiers extérieurs, les sociétés multinationales - je rappelle que près des deux tiers des exportations chinoises sont le fait des sociétés multinationales - On ne peut pas raisonner comme s'il n'y avait que la Chine et les Etats-Unis. En réalité, c'est un système qui profite aux multinationales (on peut citer Wall Mart), c'est un système intégré : les Etats-Unis font produire en Chine, ils importent à très bas prix... et, au fond, tout cela est très commode puisqu'on fait travailler les Chinois pour un tout petit salaire et que le déséquilibre est admis par les autorités chinoises. Mais peut-être ne le sera-t-il pas toujours... En tout cas, pour le moment « *le privilège exorbitant du dollar* » dont parlait le général De Gaulle en 1965 se perpétue.

Je voudrais évoquer quelques autres facteurs de stabilisation de ce système :

D'abord il y a le rôle des fonds de pension américains qui contrôlent une partie importante du capital des sociétés étrangères : Qu'a-t-on vraiment à craindre d'un étranger qu'on contrôle ?

Il y a les délocalisations - je les évoquais à propos de la Chine - mais le mécanisme des délocalisations n'empêche pas l'économie américaine de préserver l'accumulation de valeur ajoutée en amont et en aval : en amont au niveau de la recherche, des brevets, et en aval à travers les marges de commercialisation et tout ce qui s'y rattache.

Enfin, un stabilisateur me paraît tout à fait considérable, on l'a peu évoqué, c'est le pétrole. Le pétrole - qui s'achète en dollars, on l'a dit - représente plus de la moitié du commerce mondial des matières premières minérales et végétales. C'est colossal : qui tient le pétrole tient l'équilibre financier du monde ! Les grandes sociétés de pétrole sont, aux deux tiers, des sociétés anglo-saxonnes. C'est fondamental. La maîtrise de cette matière première qui devient

de plus en plus chère est aussi une façon de boucler le circuit. Est-ce tout à fait un hasard si la crise du système de Bretton Woods a débouché sur le premier choc pétrolier ? On peut se poser la question ... on peut penser que tout cela a été une affaire quelque peu un peu arrangée entre l'Arabie saoudite et Monsieur Kissinger, le secrétaire d'Etat américain de l'époque. De la même manière, le choc pétrolier que nous connaissons aujourd'hui permet de résoudre en partie les difficultés de la balance extérieure des Etats-Unis. Même si les Etats-Unis sont de plus en plus dépendants pour leurs importations de pétrole étranger, ce pétrole étant facturé en dollars, globalement, l'économie du pétrole, c'est, un peu comme le disait Monsieur Junca à propos de l'économie de l'aéronautique, une économie en dollars. Des segments entiers de l'économie mondiale sont en dollars.

Un mot sur l'Europe.

L'Europe souffre beaucoup de cette situation, l'euro s'apprécie, nos exportations sont rendues plus difficiles. Les exportations jouent pour l'économie européenne un rôle beaucoup plus important que pour l'économie américaine puisque nous exportons relativement deux fois plus, nos exportations rapportées au PIB sont plus importantes que les exportations américaines, nous avons une économie plus ouverte sur le monde. Le renchérissement de l'euro est donc très préoccupant pour ce qui va se passer dans notre pays. Ce qu'a dit Monsieur Junca des perspectives de Latécoère pourrait s'appliquer à beaucoup d'autres secteurs de l'économie française et européenne : les délocalisations sont inscrites dans la logique du système.

Un argument pourrait jouer en sens contraire, Monsieur Aglietta qui l'a évoqué tout à l'heure : pour la première fois, il y a un concurrent possible au dollar, c'est l'euro. Je nuance cette idée en remarquant que l'euro est très faible, que ses mécanismes de décision sont marqués par l'aboulie et l'immobilisme. La Banque centrale européenne n'a aucune politique de change. Encore faudrait-il réfléchir sur le fait de savoir s'il existe un pays qui ait vraiment une politique de change. Les Américains parlent du *benign neglect*, de l'insouciance à l'égard des mouvements du dollar. Mais ils peuvent se le permettre plus que nous pour la raison que je viens de vous dire : c'est que leur économie dépend moins de la valeur du dollar que la nôtre de celle de l'euro. Pouvons-nous avoir une politique de *benign neglect* vis-à-vis de la valeur de l'euro ? C'est ce qui se passe aujourd'hui. Monsieur Duisenberg, puis, maintenant, Monsieur Trichet professent qu'il n'y a pas de politique de change de l'euro. Sur les marchés de change, ce sont les cambistes qui font la loi en fonction d'appréciations diverses – je parle sous le contrôle vigilant de Monsieur Peyrelevade qui connaît ça beaucoup mieux que moi –. On peut se demander si en Europe, ne naîtra pas un

jour la volonté de redonner aux autorités monétaires, à la Banque centrale et peut-être à un « gouvernement économique » de la zone euro les moyens de peser sur des évolutions qui nous sont tout à fait néfastes. C'est là un point décisif par rapport à la crise du dollar : sommes-nous capables de nous donner au niveau de la zone euro des moyens d'action ?

Je souhaite évoquer un dernier point. Je rentre d'un voyage en Russie. J'ai été très frappé en voyant un certain nombre de mes interlocuteurs très choqués des propos tenus par Dick Cheney à Vilnius à propos de l'extension prochaine de l'OTAN à l'Ukraine. Ils considèrent cela comme une agression insupportable. Il y a des bases russes en Ukraine, des bases terrestres, des bases maritimes (Sébastopol), une partie du complexe militaro-industriel russe a aussi ses bases dans l'est, la région industrielle de l'Ukraine : à Dniepropetrovsk, Zaporojie...et, par conséquent, l'idée que l'OTAN puisse s'étendre à l'Ukraine pose un vrai problème à la Russie qui, à travers certains de ses dirigeants, ébauche un retournement de politique, vers la Chine notamment. La Chine, comme l'a rappelé tout à l'heure Jean-Michel Quatrepoint a, certes, des ambitions énergétiques mais elle a surtout des besoins énergétiques énormes que la Sibérie peut satisfaire en partie. Elle a aussi des desseins de modernisation dans le domaine aéronautique et dans le domaine spatial et, dans ce domaine, l'industrie russe a acquis une réelle avance. On risque par conséquent de voir se précipiter l'émergence du géant chinois sur le plan militaire du fait d'une politique à courte vue des Etats-Unis vis-à-vis de la Russie : ils la repoussent dans son « réduit », alors qu'elle a retrouvé ses frontières du XV<sup>e</sup> siècle. Tout cela ne peut pas aller sans un certain nombre de conséquences négatives.

Pour me résumer, je pense que la montée du rôle de l'euro dans le système monétaire international – qui n'est sans doute envisageable qu'à assez long terme – peut être un moyen d'arbitrage pour certaines banques centrales.

Il y a tout ce qui a été dit sur la montée de la Chine et le renversement du sens du mouvement des capitaux par Monsieur Aglietta.

Et de nouvelles configurations à l'échelle mondiale apparaissent inévitablement. Prenons l'exemple de l'Irak. Que peuvent faire aujourd'hui les Etats-Unis ? S'ils se retirent précipitamment, cela créera une situation encore plus conflictuelle que la situation actuelle, ce qui n'est pas peu dire. S'ils ne le font pas, ils sont enlisés d'une manière qui paraît sans perspectives... On est arrivé à une situation où il n'y a plus de bonne solution. Les Etats-Unis ont détruit l'Etat irakien, ils ont créé une situation qui, malheureusement, ne sera pas facilement réversible. A travers l'Irak, c'est le monde arabe et le monde musulman dans toute sa profondeur que les Etats-Unis se sont mis à dos.

Tous ces facteurs, me semble-t-il, doivent intervenir dans la prospective à long terme.

Je pense, comme je l'ai dit tout à l'heure, que les stabilisateurs sont très puissants : puissance militaire, culturelle, financière des Etats-Unis, domination de secteurs stratégiques comme le pétrole ou l'aéronautique... mais il y a un moment où une évolution lente et continue peut se traduire par des changements brutaux. Nous n'en sommes pas encore là mais n'oublions jamais que la première mondialisation, la mondialisation britannique a très mal fini, par la guerre de 1914-1918. La deuxième mondialisation, américaine, est beaucoup plus instable que la mondialisation britannique qui, au moins, reposait sur un pays excédentaire, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui avec les Etats-Unis. Cette mondialisation peut aussi déboucher sur des chocs très violents si on ne sait pas trouver une gestion fine, très progressive d'un certain nombre d'évolutions.

Pour conclure mon propos, avant d'ouvrir le débat, je dirai que, naturellement, les Etats-Unis sont une très grande puissance mais ont-ils les moyens d'être durablement la seule superpuissance ? Ne doit-on pas aller aussi dans l'ordre monétaire vers un type de relations différentes ? La relation euratlantique, par exemple, qui paraissait en crise profonde en 2003 [il est vrai qu'aujourd'hui ces contradictions ont été, en apparence, un peu gommées] peut-elle être organisée d'une autre manière ?

Ce sont des questions que je lance. Je n'ai pas de réponses toutes faites mais je pense qu'à travers l'étude d'un sujet aussi important que celui qui nous occupe ce soir, on peut deviner les facteurs de fragilité du monde.

J'ouvre le débat sur ces questions.

### *Débat final*

YVONNE BOLLMAN
----------------

J'ai deux questions :

D'abord, à propos d'Euronext, la bourse allemande réagit très mal à la décision qui vient d'être prise d'une union entre Euronext et la bourse de New York. Je lis dans la presse allemande que, contrairement à ce que je croyais, les jeux ne sont pas faits et qu'il se passe beaucoup de choses en coulisses. Cette attitude de

la bourse allemande ne peut-elle pas se comparer à la politique allemande qui, en 1971, dans sa rivalité avec les Etats-Unis, a mené à la fin de Bretton Woods ?

D'autre part, j'aimerais évoquer un autre scénario :

Personne ne tient compte du Non de la France le 29 mai 2005, ni nos dirigeants (de la majorité et de l'opposition), ni les dirigeants de Berlin, ni ceux de Bruxelles. Il faudrait que le Non de la France soit respecté. Selon Monsieur Aglietta, on ne peut pas sortir de l'euro à cause d'un effet de réseau. Ne peut-on envisager, pour trancher le nœud gordien, que la France sorte de l'Union européenne ? Monsieur Aglietta a dit aussi qu'une accumulation importante de problèmes (et la sortie de la France constituerait évidemment un problème) pourrait tout faire basculer. Comment voyez-vous un tel scénario ?

JEAN PEYRELEVADE
------------------

Il y a trois bourses principales sur le continent européen. Euronext, c'est-à-dire Paris, Amsterdam, Francfort et Londres. Il y a deux bourses principales aux Etats-Unis, le New York stock exchange et le Nasdaq. J'adore le lyrisme sous toutes ses formes mais je rappelle, pour fixer l'ordre de grandeur, que la moitié du capital financier mondial est détenu par les Etats-Unis et que le rapport de puissance entre les bourses est à peu près du même ordre. Les trois bourses européennes sont donc des nains par rapport aux deux bourses américaines, en termes de volume de transaction comme en termes de niveau d'activité.

Les trois bourses européennes essayent depuis des années de se mettre d'accord entre elles, voire de fusionner. Je dois dire, d'une manière que je crois objective, que la seule bourse qui ait réussi à fédérer autour d'elle d'autres bourses européennes - et qui continue avec Milan qui va probablement la rejoindre - c'est la bourse française, c'est Euronext qui a ramené dans son giron Amsterdam, Lisbonne, Bruxelles... Il y a eu, aussi bien de la part de la Deutsche Börse que d'Euronext, des tentatives de négociations avec le London stock exchange qui ont échoué parce que, selon une tradition bien britannique, les actionnaires britanniques du London stock exchange trouvaient qu'on ne leur offrait pas assez d'argent. Il y a eu des tentatives de rapprochement à de multiples reprises entre la Deutsche Börse et Euronext (on avait déjà essayé à l'époque où la bourse française était uniquement française), elles ont toujours échoué parce que les Allemands ont considéré de manière plus impérialiste que les Français que le siège, les états-majors, les systèmes informatiques devaient être allemands et que, d'une certaine manière, en ces matières, nous ressemblions à un « pays du Club Méditerranée » (l'expression « pays du Club Méditerranée », qui ne s'applique pas seulement à la France, est une invention

allemande). Ces accords n'ont jamais pu déboucher pour des raisons que je comprends parfaitement d'un point de vue français. Un événement nouveau, fondamental, est survenu : à force de voir les trois bourses européennes ne pas bouger et à force, en particulier, de voir le London stock exchange refuser successivement les avances de la Deutsche Börse et d'Euronext, sur le thème : « Vous ne me payez pas assez », le Nasdaq, c'est-à-dire le challenger, le plus petit des deux aux Etats-Unis, est rentré d'autorité dans le London stock exchange, créant un lien transatlantique dans un métier où, je le répète, la moitié de la matière première est aux Etats-Unis. Donc, tout à fait naturellement, Euronext, dans l'incapacité d'arriver à un accord avec les Allemands, décide que l'urgence est de créer à son tour un lien transatlantique avec la deuxième bourse américaine (qui se trouve être la première en volume et en puissance), le New York stock exchange. S'il y arrive, je ne donne pas cher de l'avenir de la Deutsche Börse. On me dit aujourd'hui que ça serait mieux qu'on s'accorde entre européens, je réponds : certes !... mais (comme j'ai quelques vagues références historiques) j'ajoute immédiatement : c'aurait été mieux si, au XV<sup>e</sup> siècle, les Armagnac et les Bourguignons ne s'étaient pas battus les uns contre les autres... Mais ils se sont battus les uns contre les autres et je crois même qu'ils se sont assassinés réciproquement.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

On a quand même fait la France avec les Armagnac et avec les Bourguignons...

JEAN PEYRELEVADE

... avec quelques assassinats On peut essayer d'assassiner la Deutsche Börse !

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Je n'y connais absolument rien mais j'ai été passionné par ce que vient de dire Jean Peyrelevalde.

Néanmoins, du point de vue des transactions financières, du financement de nos économies, que signifie le fait qu'Euronext tombe dans l'orbite du New York stock exchange ? N'est-ce pas la consécration de l'inanité de la zone euro et de tout ce qu'elle représente ?

JEAN PEYRELEVADE

Non. Le capital est fluide, mobile. De toute façon le lien transatlantique aurait été créé un jour ou l'autre parce que le marché du capital est un marché mondial dans lequel il n'y a plus de frontières du tout. Il aurait probablement mieux valu fusionner avec la Deutsche Börse avant de se rapprocher des Américains. Ca se passe dans l'ordre inverse compte tenu de notre propre maladresse mais, honnêtement, je ne pense pas que ça changera quoi que ce soit aux conditions de financement de l'économie européenne.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Et votre anticipation, c'est que le Deutsche Börse finira par passer sous la table...

JEAN PEYRELEVADE

Bien entendu ! ... Quelles que soient les déclarations politiques du très grand Président de la République que nous avons. Il préfère la Deutsche Börse... mais sauf si les Allemands changeaient brusquement et radicalement de position et devenaient particulièrement raisonnables en négociations, aujourd'hui, sur le papier, ils ont perdu. Si demain ils sont seuls, ils vont peu à peu s'étioler parce que le fait qu'on offre aux intervenants une capacité technique mondiale est un facteur extraordinairement important pour attirer les clients. Ils vont s'étioler et finiront un jour par rallier le peloton.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Je vous remercie. Je ne vais pas demander à Madame Bollman si elle pense que les Allemands peuvent changer parce que je crois, pour la connaître un peu, que la réponse est acquise.

S'agissant du 29 mai, je suis beaucoup moins pessimiste que vous. J'ai eu un débat avec Monsieur Balladur, j'ai lu son livre sur l'Europe, j'ai lu aussi le projet du Parti socialiste. Il y est question de géométrie variable, de cercles

concentriques, de coopérations renforcées, d'actions concrètes, de gouvernement économique de la zone euro, de serpent fiscal et social... Ils ne regardent pas forcément dans le sens que j'aurais souhaité, néanmoins, j'observe que l'effet de choc du 29 mai, notamment sur nos élites a déclenché une prise de conscience de la nécessité de se tenir plus près des réalités et de se mettre à l'écoute des citoyens. Je crois que cet impact du « non » est sous-estimé aujourd'hui parce qu'il est couvert par le vacarme des récriminations, de l'immense mécontentement qui a saisi ceux qui monopolisent le pouvoir et la parole, mais un travail souterrain se fait. C'est l'impression que m'inspire la lecture d'un certain nombre de documents. Il serait suicidaire de vouloir soumettre à nouveau une constitution aux peuples français, néerlandais ou à la plupart des autres... Or personne n'a de goût pour le suicide. On peut peut-être aller vers un « petit traité institutionnel » et, surtout, si on veut se saisir des véritables priorités, vers une réforme du gouvernement économique de la zone euro. Ce ne sera peut-être pas facile. Les économistes et les banquiers qui m'entourent le savent mieux que moi mais c'est là qu'est la demande réelle, la demande sociale.

ROLAND HUREAUX
----------------

Je voudrais vous interroger sur le lien entre l'avenir du dollar et le facteur militaire.

J'ai été très frappé par ce qui a été dit sur la question du pétrole, qui est, en effet, fondamentale. Je me demande s'il ne faut pas aller plus loin et se demander jusqu'à quel point l'avenir de l'euro n'est pas lié à la puissance militaire des Etats-Unis, cela pour deux raisons :

La première est que, les hommes étant ce qu'ils sont, ils sont peut-être aussi sensibles au prestige de la force militaire qu'à celui de la force économique ou à l'importance des réseaux bancaires. Cela peut expliquer assez largement la suprématie du dollar au cours des cinquante dernières années.

La deuxième raison est le rôle joué par la Péninsule arabique. Paul Fabra expliquait qu'on ne pouvait pas comprendre la position du dollar si on n'intégrait pas que la Péninsule arabique était le cinquante et unième Etat des Etats-Unis. Or, pour qu'elle le reste, il faut évidemment une forte présence militaire américaine au Proche Orient, d'autant plus forte que la situation y est instable. Il faut se souvenir que la première crise du dollar au début des années 1970 était un peu liée à l'enlèvement des Etats-Unis au Vietnam. Je me demande si l'avenir du dollar n'est pas tout simplement lié au devenir de la puissance militaire américaine.



Vaste question ! Je pense que les Etats-Unis sont aujourd'hui l'hyperpuissance militaire, que le complexe militaro-industriel est une réalité - c'est le dernier secteur industriel qui subsiste aux Etats-Unis - et que les Américains ne lâcheront pas là-dessus. Effectivement, le pétrole et la défense sont pour eux deux domaines essentiels. Il est vrai qu'ils veulent contrôler les ressources de la Péninsule arabique, ce que dit Paul Fabra est tout à fait juste. Je pense que c'est dans le domaine militaire que peuvent se produire des frictions avec les Chinois qui ont de vraies ambitions.

Les Européens ont-ils la capacité de conserver à la fois une monnaie qui soit une alternative au dollar et une industrie de défense qui soit une alternative à l'industrie de défense américaine ? Je ne sais pas. Les dirigeants d'EADS, ceux de Thalès, de Finmécánica en ont-ils la volonté ? Je n'en suis pas convaincu, d'autant que leur intérêt est, à un moment donné de « dealer » avec les Américains. Les Américains sont très forts pour faire payer les études par les autres, je pense notamment au JSF, l'avion de combat du futur : les pays qui l'avaient choisi commencent à déchanter. Je ne sais pas si nos populations auront envie de continuer à consacrer des sommes importantes aux budgets de la défense. Il m'a semblé lire dans le programme du Parti socialiste et même dans les propos de François Hollande qu'il faudrait diminuer le budget de la défense et que nous n'avons pas besoin d'un second porte-avion et comme on sait qu'un seul porte-avions ne sert à rien, on peut aussi bien passer celui-là à la trappe... C'est une question de volonté politique.

Je peux proposer une réponse un peu paradoxale.

Je pense que vous avez raison : bien entendu, la puissance militaire est un facteur de soutien et de force du dollar. La sécurité est une des raisons de la détention de dollars par un certain nombre de gouvernements ou de banques centrales dans le monde. Cela n'empêche pas que le mauvais usage du dollar en termes économiques et financiers soit un facteur d'affaiblissement. L'excédent de déficit extérieur, comme l'excédent de déficit budgétaire vont dans le sens de l'affaiblissement et la valeur du dollar résulte de l'ensemble de ces éléments.

J'ai tendance à penser, paradoxalement, que ce sont les gouvernements conservateurs américains qui, probablement parce qu'ils ont surestimé la

puissance des Etats-Unis, ont mis le dollar dans une situation de faiblesse, plus que les démocrates.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Monsieur Reagan avait quand même mis le dollar dans une situation très avantageuse.

JEAN PEYRELEVADE

Ce n'est pas lui, c'est la FED, c'est Monsieur Volker, contre Monsieur Reagan.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Je voudrais ajouter une chose, sur le plan militaire. Il y a un bon usage de la force militaire car celle-ci a une limite. Les Etats-Unis ont, bien sûr, un budget de plus de 400 milliards de dollars, à comparer avec leur déficit extérieur qui est de 700 milliards de dollars. Chaque année, ils dépensent précisément 430 milliards de dollars pour leur défense, arrosent leurs industries de pointe, leurs laboratoires et cela sans parler des frais d'occupation de l'Irak... Au regard, l'Europe doit dépenser - l'essentiel étant le fait de la France, de la Grande-Bretagne et de l'Allemagne - environ 100 à 120 milliards de dollars, ce qui représente le quart de la dépense militaire des Etats-Unis. Mais, à quoi sert d'avoir les moyens de foudroyer l'univers ? A quoi servent les frappes à haute précision ? On a vu ce qu'ont donné la première et la seconde guerre du Golfe. Il arrive un moment où on ne peut plus occuper le terrain, où on ne maîtrise plus les choses au sol. Dans l'affaire iranienne, s'il est vrai que les Etats-Unis peuvent détruire le potentiel nucléaire de l'Iran avec quelques milliers de frappes conventionnelles mais les Iraniens ont des moyens de riposte considérables, en Irak, notamment, mais aussi dans le Golfe d'Ormuz et au Proche-Orient et cela se traduirait par des phénomènes tout à fait incontrôlables, par une nouvelle augmentation du prix du pétrole et surtout par une nouvelle déstabilisation majeure au Moyen Orient.

Il y a donc une limite de la force militaire.

Je crois plus à l'avenir de l'Europe comme grande puissance utile ou *pacifique*. Je ne dis pas *pacifiste* parce que je reste partisan de la dissuasion [à laquelle nous allons consacrer un prochain colloque] car nous avons besoin d'une dissuasion

adaptée et, plus généralement, de pouvoir maîtriser un certain nombre d'équilibres sur le continent ou sur ses approches. Cela passe plus par la diplomatie que par la force militaire. Cela passe, en particulier, par de bonnes relations avec la Russie. Le problème de l'Afrique n'est pas d'abord un problème militaire.

Bien sûr, la puissance militaire est très importante. Les émirats du Golfe, l'Arabie saoudite sont clairement dans la main des Américains pour des raisons militaires. Mais jusqu'où cette protection militaire est-elle suffisante ? Il y a aussi des facteurs internes qu'on ne peut pas contrôler. La puissance militaire américaine permet la maîtrise des airs, de la mer mais pas la maîtrise de la terre. Or le problème stratégique des Etats-Unis, c'est la maîtrise de ce qu'ils appellent l'Eurasie, l'Heartland, c'est-à-dire l'Eurasie, l'énorme bloc continental au cœur duquel ils ont voulu s'implanter. Mais c'est très difficile et, quand on y réfléchit bien, si on peut gagner des guerres aériennes, spatiales, on peut infliger des dommages considérables à l'adversaire, on ne peut pas durablement occuper son territoire contre la volonté de sa population.

N'oublions pas enfin les crises à venir, liées à la prolifération qu'on peut ralentir mais sans doute pas empêcher. L'attitude américaine en Irak était aussi un encouragement à la prolifération et il n'est pas certain que celle-ci sera définitivement enrayée.

GABRIEL ROBIN
---------------

Nous avons entendus, me semble-t-il, des exposés très convergents :

D'une part la situation monétaire internationale n'est pas soutenable. D'autre part, si elle doit cesser, ce sera dans une crise et, finalement ce système est peut-être à l'avantage des Américains qui l'ont monté, des Chinois qui s'en font les complices, sûrement pas à l'avantage des Européens qui perdent apparemment sur tous les tableaux : ils perdent leur industrie et ils ne gagnent pas sur le plan purement monétaire.

Quelle stratégie monétaire proposons-nous pour faire face à ces dangers ?

Peut-on espérer ou attendre de l'Europe qu'elle conçoive une telle stratégie ? (ce dont je doute.)

L'idée même de stratégie monétaire a-t-elle un sens ? Autrement dit, y a-t-il un pilote dans l'avion ou n'est-ce pas une gigantesque série de hasards qui se bousculent ?

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Merci, Monsieur l'ambassadeur.

Jean, je me tourne vers toi : Y a-t-il un pilote dans l'avion ?

JEAN PEYRELEVADE

Non, pas aujourd'hui... ou, en tout cas, ses moyens de commande sont très limités. Je pense que monsieur Aglietta répondra mieux que moi à cette question mais je voudrais juste dire un mot :

La seule chose dont je sois à peu près convaincu, c'est que je ne crois pas aux vertus positives d'une politique monétaire mondiale prédéterminée par un cénacle de décideurs. En revanche, je crois que laisser le type de déséquilibres qui naissent aujourd'hui se développer est une faute parce que tous les déséquilibres trop importants appellent un jour où l'autre leur résorption et, si celle-ci n'est pas organisée, elle se passe de manière douloureuse, brutale. Pour aller jusqu'au bout de ma pensée, je ne comprends pas que la communauté internationale, le G7, le FMI n'intervienne pas beaucoup plus vigoureusement sur la volonté ou le désir de résorption du déficit américain d'un côté et des excédents chinois et japonais de l'autre.

MICHEL AGLIETTA

Je pense, comme on en a fait la suggestion, que la solution n'est pas aux Etats-Unis qui ont plutôt intérêt à ce que la situation persiste. L'évolution viendra du changement de point de vue des pays qui, aujourd'hui, prêtent aux Américains, dès lors que l'inconvénient de leur type de croissance délibérément tournée vers l'exportation crée de profonds déséquilibres à l'intérieur des pays, notamment en Chine. Le 11<sup>ème</sup> plan chinois 2006-2010 a affirmé l'objectif d'un redéploiement du régime de croissance sur la demande intérieure. Du point de vue territorial, le redéploiement de la croissance vers le centre et vers l'ouest du pays constitue un changement de priorités significatif. Dès lors ce pays aura besoin de modifier le système des prix pour pouvoir stimuler sa consommation intérieure. L'appréciation du change deviendra un moyen efficace puisqu'elle leur permettra d'importer à meilleur marché. D'autre part, le gouvernement chinois aura besoin de réguler la demande intérieure, d'orienter la politique monétaire vers des objectifs internes. Donc de rendre le taux de change plus

flexible. Il y aura donc des conséquences en termes de pilotage du taux de change. Il me semble que c'est l'élément crucial.

Quelles pourraient en être les effets internationaux? La Chine aurait intérêt à rendre sa devise convertible (si les Chinois continuent à recevoir des investissements directs, ils auront intérêt à ce qu'ils soient dans leur propre monnaie). Si la croissance chinoise se maintient au rythme actuel, la rentabilité y sera forte et, dès lors qu'elle aura développé des institutions suffisamment fiables pour émettre des actions et des obligations en yuans, l'attraction de la Chine pour les investisseurs étrangers augmentera les avoirs étrangers en yuans et en fera donc une monnaie internationale. Les leviers d'un changement profond du système monétaire international sont donc en Asie.

Il faut aussi voir le long terme. Il ne faut pas oublier que la Chine était la première économie mondiale en 1820. Elle représentait 25% du PIB mondial, d'après les travaux de long terme qui ont été faits à l'OCDE par Maddison qui a passé sa vie à essayer de construire des données quantitatives sur très longues périodes. Elle est ensuite passée à côté de la révolution industrielle et a atteint son point bas en 1949, avec seulement 5% du PIB mondial. Aujourd'hui se produit une remontée systématique de la croissance chinoise qui la mène, au rythme actuel de 8% par an vers la place de première puissance mondiale en 2025.

Tous les problèmes seront alors modifiés, notamment les questions militaires... car tout dépend de la puissance économique qui supporte la stratégie militaire. Voyez la Russie qui a essayé de tenir un équilibre stratégique et militaire avec les Etats-Unis, avec une économie qui n'en était pas capable. Elle s'est totalement épuisée et s'est effondrée. Dès lors qu'un pays a la puissance économique et émerge comme tel, il est clair que les rapports politiques internationaux sont transformés.

Au plan monétaire, on peut éventuellement revenir à des blocs régionaux avec des monnaies dominantes dans chaque zone du monde comme on en a connu à certaines périodes.

Ces blocs seront-ils alors conflictuels ou coopératifs ?

Pour qu'ils soient coopératifs, il faut quelque chose comme une concertation internationale, un éventuel système de gouvernance internationale. Il faudrait, dans ce cas, repenser le rôle du Fonds monétaire comme un lieu de concertation. Car un système de monnaies d'importances voisines, en ce qui concerne les espaces économiques dans lesquels elles sont émises, doit absolument être géré au niveau multilatéral sous peine de très forte instabilité.

C'est comme cela, me semble-t-il, qu'il faut penser l'avenir à long terme, à l'échéance de vingt ans, compte tenu du problème de la croissance chinoise.

JEAN-PIERRE CHEVENEMENT

Un mot pour répondre à Monsieur l'ambassadeur Gabriel Robin.

Je ne crois pas qu'il y ait, à quelque niveau que ce soit, une stratégie destinée à pousser l'euro comme monnaie de réserve, ni au niveau de la Banque centrale, ni au niveau des autorités politiques (gouvernements, Conseil européen...). Je n'ai jamais vu un texte émanant des autorités européennes préconisant que l'euro prenne une place plus grande dans les réserves monétaires. J'ai entendu des déclarations en sens contraire comme si l'Europe pouvait s'en tenir elle aussi *au «benign neglect»*, mais rien de cela. Si je me trompe, vous me corrigerez.

Toutefois, ça se réalise quand même tout doucement, comme l'ont montré les tableaux produits par Michel Aglietta.

DOMINIQUE GARABOL

Je voudrais revenir sur les possibilités de crise à court terme. J'ai été surpris que vous n'évoquiez pas la politique récente de la FED qui paraît plus agressive que la précédente et mène les taux d'intérêt et surtout de change à des niveaux qui taquinent ceux que vous avez évoqués. J'aimerais avoir votre éclairage là-dessus. Cela ne signifie-t-il pas que la FED veuille tester les Chinois ou les autres pour savoir si le scénario que Jean Peyrelevade envisageait à court terme n'est pas en train de se préparer ? N'anticipe-t-elle pas la crise pour garder la main plutôt que d'être à la remorque d'un mouvement de panique ?

Ceci m'amène à ma deuxième question sur l'ajustement à plus long terme, le changement de régime de croissance. Pour moi, le véritable problème, c'est l'armée de réserve de la main d'œuvre. Les Chinois en revendiquent près de trois cent millions, les Indiens aussi. Comment voyez-vous un changement de régime de croissance possible, même à moyen terme, avec six cent millions de ruraux prêts à venir travailler en ville pour des clopinettes ?

MICHEL AGLIETTA

La FED est actuellement dans une situation difficile mais pour des raisons de politique interne. N'oublions pas qu'aux Etats-Unis, la Réserve fédérale n'a aucun pouvoir sur le change qui dépend du Trésor. Le change n'est pas la variable qui les intéresse. Ce qui les intéresse, en revanche, c'est d'essayer

d'éviter les effets internes de l'instabilité financière. Greenspan a fait du « risk management ».

Comme toutes les autres, la Banque centrale américaine veut éviter une inflation qui inquiète les agents privés mais d'une manière beaucoup plus souple qu'en Europe. La priorité des Etats-Unis, du point de vue monétaire, c'est maintenir le plein emploi. C'est l'*alpha* et l'*omega* de la politique américaine. Si on veut comprendre le rôle de la FED, c'est de poursuivre cet objectif. Une économie libérale à l'américaine ne fonctionne que si le marché du travail est au voisinage du plein emploi, ce qui permet aux employeurs et aux salariés de contracter avec des forces égales : au voisinage du plein emploi, même au niveau individuel, les salariés ont un pouvoir d'arbitrage entre les entreprises qui s'arrachent l'emploi. Le maintien du plein emploi est le cœur de la cohésion de l'économie américaine.

Si les Américains ne peuvent éviter toutes les récessions, généralement celles-ci sont extrêmement courtes. A l'heure actuelle les dirigeants de la banque centrale essaient de piloter les taux d'intérêt de sorte que le déficit américain se réduise de la seule manière possible : un ralentissement de la demande maîtrisé par le mouvement des taux d'intérêt. Ils cherchent le taux neutre, le taux d'intérêt qui permettrait, aujourd'hui, d'éviter l'emballement de la croissance (tel qu'il s'est produit à partir de 2004).

La croissance est toujours à 3% ou 4% et le taux de chômage est extrêmement bas, ils sont donc en suremplei. Ils tentent de maintenir l'économie au voisinage du plein emploi en évitant la crise du dollar qui serait la conséquence d'un excès de croissance. La variable essentielle est donc bien le taux d'intérêt et non le cours de change.

Ce problème est assez difficile à gérer aujourd'hui du fait de la conjonction des risques dont j'ai parlé. Ils commencent à s'apercevoir que l'histoire du « *benign neglect* » n'est plus vraie. La globalisation financière fait que leur taux d'intérêt ne dépend plus seulement d'eux. Le taux court dépend d'eux mais, comme on l'a vu, pendant les deux dernières années où ils ont monté le taux court, le taux long ne bougeait pas à cause du recyclage massif des réserves par les banques centrales étrangères. Ils s'aperçoivent qu'il devient très difficile de gérer la politique monétaire. Or, ils en ont besoin pour cet objectif de plein emploi, d'où le tâtonnement actuel de la Réserve fédérale qui est vraiment lié à des raisons strictement intérieures.

Vous avez tout à fait raison : si on considère l'économie mondiale comme un tout - et il faut maintenant commencer, au niveau macroéconomique, à la penser comme un tout - on vit dans une économie de sous-emploi, mondialement.

Dans une économie de sous-emploi il existe une force majeure qui évite le dérapage inflationniste. L'indice des prix à la consommation dit « sous-jacent », l'indice obtenu en enlevant les prix des matières premières, du pétrole et les prix agricoles, et l'indice des prix à la production, étaient étroitement corrélés jusque vers le début des années 2000. La mesure de l'inflation pouvait donc être donnée par n'importe quel indice. Depuis 2002, les différentes mesures de l'inflation divergent. Aujourd'hui, il y a une certaine inflation non négligeable, si on introduit le prix du pétrole, ceux des matières premières et des produits agricoles, sur les prix à la consommation. Si on introduit, au contraire, ce qu'on appelle l'inflation sous-jacente, mais aussi le déflateur du PIB, c'est-à-dire l'inflation qui est produite à l'intérieur de l'économie nationale, elle est en dessous de 2%. C'est une difficulté pour la Banque centrale : Quel type de mesure de l'inflation doit-elle prendre en compte pour mener sa politique monétaire ?

Cela indique que dans les produits manufacturés, dans l'industrie, une pression déflationniste permanente découle du fait que les salaires directs dans l'économie mondiale sont fixés dans les pays émergents et non plus chez nous. D'autre part, les entreprises n'ont plus de pouvoir sur la formation des prix dans toute l'industrie, elles font donc pression sur la productivité pour maintenir les profits et la conséquence de tout cela est qu'il n'y a pas de force inflationniste prépondérante... et ça va durer !

Cela dit, le processus sur le long terme, c'est que, à 10% par an, on absorbe pas mal de main d'œuvre. La Chine a besoin à tout prix, non pas d'orienter le flux de main d'œuvre vers les villes de l'Est - poursuivant ce développement déséquilibré - mais de la fixer dans des pôles de développement au centre de la Chine, Chongqing par exemple. Cette stratégie renvoie à ce que j'ai dit tout à l'heure : la nécessité de redéployer le dynamisme de la croissance vers l'intérieur, c'est quasiment vital pour la société chinoise.

Sur une longue période, probablement deux décennies, nous vivrons dans un monde où des pressions très fortes s'opposeront à la hausse des prix.

JEAN PEYRELEVADE
------------------

Je vais ajouter deux très brèves observations à ce qui vient d'être dit, avec quoi je suis entièrement d'accord.

Je ne sais pas quelle est la position de fond du nouveau président de la Réserve fédérale mais je peux vous dire que les derniers discours d'Alan Greenspan, avant son départ, insistaient tous sur le caractère insoutenable des déficits américains. D'une certaine manière, il rejoignait notre point de vue.



Deuxième observation, en m'excusant de la faire de manière un peu provocatrice :

S'il y a du sous-emploi au niveau mondial, je ne vois pas pourquoi on y réagit autrement qu'on ne le ferait à l'intérieur de nos frontières. Il n'y a qu'une façon de régler le problème, c'est de réduire le sous-emploi. Et quand le sous-emploi se réduit en Chine et en Inde, on devrait, à terme, s'en féliciter et non pas s'en lamenter.

EDOUARD HUSSON
----------------

Je voudrais poser une question que m'inspirent naturellement vos propos.

Vous imaginez des scénarios de moyen et de long terme. Nous évitons tous de penser à un scénario sur le court terme.

Quand on lit la presse économique, quand on écoute les déclarations, on apprend qu'on s'efforce, au niveau international, de manière concertée, d'accompagner la baisse du dollar sans qu'il y ait trop de contrecoups... mais l'histoire nous apprend que ces choses-là peuvent déraiper très vite.

Je rejoins ce que disait Roland Hureaux : nous sommes peut-être arrivés à un tournant qui serait la crise iranienne :

Soit les Etats-Unis basculent dans la fuite en avant, on ne peut pas l'exclure totalement ; soit ils doivent révéler au monde que malgré leur énorme arsenal militaire, ils ne sont pas si puissants que ça dans tous les secteurs. On peut avoir l'impression que « le roi est nu ». Dès lors se pose la question du prestige du dollar qui conditionne aussi sa valeur.

Je vous pose donc la question d'un scénario catastrophe.

Je suis convaincu, à observer les dirigeants américains, que ce n'est pas forcément le scénario où les Etats-Unis se trouveraient dans la plus mauvaise position. Monsieur Quatrepoint a donné trois exemples qui démontrent de manière flagrante qu'ils ont la volonté de réaction qui semble manquer aux Européens.

L'enjeu entre les Etats-Unis et l'Europe ne serait-il pas la désignation de celui qui un jour forcera les Chinois à développer leur marché intérieur ?

Ce pourrait être pour les Etats-Unis, une manière de sortir de la crise, surtout dans un scénario catastrophe. D'une certaine manière, ils « tiennent » les Chinois : 850 milliards de dollars de réserve, si le dollar s'effondre, c'est du papier...

Au-delà du scénario catastrophe, l'enjeu n'est-il pas l'ouverture, à moyen terme, du marché chinois, aux produits importés ? Les Chinois auront besoin de

développer leur marché pour un certain nombre de raisons, les Etats-Unis ne seront-ils pas alors, malheureusement, beaucoup mieux placés que l'Europe ?

JEAN- MICHEL QUATREPOINT

Je ne crois pas à l'ouverture de la Chine aux produits occidentaux s'il s'agit de produits de consommation, ni même, à terme, de produits d'équipement.

Pourquoi ?

Les Chinois expliquent eux-mêmes qu'ils ont vocation à tout produire, y compris les produits agricoles et même le vin. Ils se mettent à produire du vin qui va être d'excellente qualité. Ils acquièrent aujourd'hui des savoir-faire ; les marchandises qu'ils importent sont des machines-outils, essentiellement des biens d'équipement, d'où les excédents considérables de l'Allemagne et du Japon, d'où les déficits du reste du monde. Nous, Français, avons abandonné la machine-outil, nous n'exportons donc pas vers la Chine. Ils vont donc progressivement, sinon copier, du moins récupérer le savoir-faire sur les biens d'équipement. Ils produisent déjà tous les produits de consommation : le textile, les chaussures... Je ne vois pas ce qu'ils pourront importer Ils importent du luxe mais ils se mettront aussi, progressivement, à produire du semi luxe. L'Oréal qui est implantée en Chine, commence à produire pour le marché chinois. Il ne faut pas se leurrer sur les exportations que nous pourrions réaliser dans les cinq ou dix ans qui viennent vers la Chine.

EDOUARD HUSSON

En est-il de même pour les Américains ?

JEAN- MICHEL QUATREPOINT

C'est encore pis pour les Américains car ils n'ont plus d'industrie. De plus, ils ne sont pas compétitifs. Ils peuvent exporter des Boeing, mais les Chinois, on le voit pour Airbus et pour Boeing, veulent récupérer progressivement le savoir-faire. Dans dix ans, ils produiront des avions et seront nos concurrents.

Je ne vois pas très bien quelles gammes de produits existant aujourd'hui pourraient être exportées par les occidentaux vers la Chine.

SYLVIE RACHET

Ma question s'adresse à Monsieur Junca.

Nous avons vu l'influence du dollar sur une entreprise. J'aurais voulu savoir quelle puissance peuvent avoir les multinationales à l'époque de la mondialisation sur les monnaies. On parle toujours de rivalité entre puissance des multinationales et puissance des Etats. A l'inverse, les entreprises peuvent-elles avoir un certain pouvoir, peut-être pas sur les monnaies, mais sur les politiques ?

FRANÇOIS JUNCA

Je n'ai pas d'éléments de réponse à vos questions relatives au poids des multinationales sur les monnaies et au poids des entreprises sur les politiques. Je peux dire qu'en tant qu'industriel, à la tête d'une entreprise de près de 4000 salariés répartis dans le monde, je n'ai aucune action sur la pérennité des monnaies. Je subis l'impact du dollar faible et depuis quelques instants je suis plus triste qu'à mon arrivée dans cette salle parce que je n'ai pas entendu d'autre scénario, que celui d'une crise du dollar qui se traduit par la prévision d'une glissade continue de cette monnaie.

A l'issue de ce colloque, je vais m'interroger sur l'éventualité de produire encore plus que prévu dans les pays à coût bas pour faire face à la situation que cette parité euro-dollar nous impose dans le secteur aéronautique.

PIERRE HILLARD

Le 23 mars 2006, l'indice M3 a cessé d'être publié. J'aimerais connaître les raisons qui ont poussé les autorités américaines à cesser de le rendre public et les conséquences.

MICHEL AGLIETTA

Ils ont bien fait de ne plus le publier parce qu'ils ne s'en servaient plus depuis très longtemps. Les Américains ont compris très tôt, à la fin des années 1980, que le développement du marché de capitaux provoquait des arbitrages, c'est-à-dire des transactions massives entre les titres, les bons du Trésor, les obligations... et les dépôts (ce qui fait la monnaie), de telle manière qu'il n'y

avait plus aucun rapport entre la monnaie et la croissance, et encore moins de rapports entre la monnaie et l'inflation. Or, pendant la période de la grande inflation, dans les années 1970, s'était développé le monétarisme, parce qu'à cette époque on voyait un lien entre la quantité de monnaie et l'inflation. A partir du moment où les sources de création monétaire privées sont devenues énormes et où les détenteurs de monnaie l'acquièrent en grande partie pour des raisons purement financières, il n'y a plus de relations entre l'économie et la monnaie (en termes de quantité, non en termes de prix de la monnaie).

Puisqu'ils ne s'en servaient plus depuis quinze ans, ils ont décidé d'arrêter de le publier. Ce fut l'acte de décès, *a posteriori*, du monétarisme. [Le monétarisme est le fait de fixer la quantité de monnaie pour piloter l'inflation future]. On ne le fait plus du tout parce que ça ne sert à rien.

AMIR LAFARGE
--------------

Ma question s'adresse à Monsieur Chevènement. Elle concerne le monopole du dollar sur le marché du pétrole. Pour avoir des dollars, il faut vendre des marchandises, si on n'a pas de dollars, on emprunte à la Banque mondiale... Avec ce système, les Américains ont mis la main sur le marché mondial. Pour acheter un Boeing, il faut payer en dollars et, sans dollars, pas de pétrole.

Il y a une volonté, au Moyen Orient, de casser ce monopole. A l'époque de Saddam Hussein, déjà, l'Irak avait déclaré vouloir substituer l'euro au dollar. Au-delà de la nature du régime, il y avait une volonté de casser ce monopole américain. On en a vu la conséquence : l'Irak a été brisé.

L'Iran, aujourd'hui, pour des raisons analogues, est la cible des Américains.

Il y a une volonté européenne, il y a une volonté de l'Inde, de la Chine, de casser ce monopole américain mais ces volontés sont entravées par la puissance militaire américaine.

Juste après la chute de Bagdad, dans un article du 7 avril 2003, intitulé : « *Un nouveau monde va naître* », vous aviez prévu un enlèvement américain en Irak, que nous voyons aujourd'hui.

Cela peut-il être le début d'un nouveau monde avec la défaite américaine et un dollar supplanté par d'autres monnaies ?

Il paraît que l'Iran a l'intention de rompre avec le dollar.

Effectivement, j'ai lu quelque part que l'Iran avait manifesté l'intention d'utiliser l'euro pour la facturation du pétrole. Je pense que c'est sans doute beaucoup plus complexe parce que l'Iran vend une grande partie de son pétrole à la Chine et au Japon.

Il y a des négociations entre l'Iran et les Etats-Unis. Elles sont un peu souterraines et à un niveau encore relativement subalterne, elles sont menées par l'ambassadeur américain à Bagdad, Monsieur Khalilzad. Le désir du gouvernement iranien, exprimé à plusieurs reprises, a été de nouer un dialogue direct avec les Etats-Unis. Je ne sais pas s'ils y parviendront. Je ne sais pas si les Etats-Unis souhaitent ce dialogue. J'ai l'impression qu'ils « ferment les portes ». Je ne veux pas m'avancer, ne sachant pas ce que les Etats-Unis vont faire vis-à-vis de l'Iran.

Les Etats-Unis sont dans une très mauvaise situation parce qu'il n'y a plus de bonne solution pour eux en Irak. S'ils continuent dans la voie de l'escalade militaire, leur situation sera encore plus mauvaise qu'elle ne l'est aujourd'hui. La voie dans laquelle ils se sont engagés leur fait connaître ce qu'un historien américain, Paul Kennedy, avait appelé « *le problème de la surextension impériale* ». Peut-être certains d'entre vous ont-ils lu cet ouvrage d'histoire : « *Montée et déclin des grandes puissances* » où Paul Kennedy montre que toujours, dans la vie des empires, il y a un moment où l'ambition excède ce que permet la base matérielle. Pour moi, le problème que nous examinons ce soir, est lié à ce « *problème de la surextension impériale* ».

Il va falloir amener les Etats-Unis à être ce qu'ils sont, c'est-à-dire, incontestablement, une très grande nation mais probablement pas un empire à l'échelle mondiale. Il faudra aller vers des systèmes de régulation y compris dans l'ordre monétaire.

Je reprends ce que disait Gabriel Robin tout à l'heure : je regrette qu'il n'y ait pas un pilote dans l'avion, pas de volonté de faire de la zone euro quelque chose qui tienne la route et qui soit, en effet un élément de rééquilibrage au plan monétaire, comme il est nécessaire de conduire d'autres rééquilibrages. Le rééquilibrage ne se fera pas seulement à partir de l'Europe mais aussi à partir de l'Inde, de la Chine, dont je ne suis pas sûr qu'aujourd'hui elles aient décidé de rompre à court ou moyen terme avec l'hégémonie du dollar. On peut le regretter. Il y a eu un rapprochement de l'Inde et des Etats-Unis et le *deal* américano-chinois est encore loin d'être rompu.

Malheureusement, l'histoire a son rythme. Je comprends la souffrance du peuple irakien. Je pense que ce qui se passe au cœur du Moyen Orient est, en effet, un facteur décisif de transformation du monde et de passage d'un état à un autre. Nous ne sommes plus du tout dans la situation du début des années 2000. La puissance américaine est profondément enlisée. Ce qui se passe en Afghanistan est un échec total pour le gouvernement Karzaï et pour les Américains. Il y a là quelque chose qui nous oblige à repenser complètement le problème de la relation avec le monde musulman, avec les différents courants qui s'y expriment. La politique américaine menée à l'égard du monde musulman m'a toujours paru une profonde aberration. Elle a conduit le monde à une situation extrêmement grave pour des raisons pétrolières, géostratégiques et a mené au développement des courants les plus obscurantistes dans le monde musulman. Nous en sommes là pour le moment.

S'il n'y a plus d'autres demandes d'interventions, nous pouvons considérer, non pas que nous avons fait le tour du sujet mais que nous nous sommes interrogés sur une problématique extrêmement complexe. Je crois qu'il y a un accord général pour dire que nous ne parviendrons pas à aller plus loin aujourd'hui dans l'exploration de la complexité.

Je veux remercier très sincèrement nos intervenants dont les exposés de grande qualité nous ont permis de reculer les frontières de l'obscurité.

Achévé  
d'imprimer  
en juillet 2006

*Ont participé au colloque du Lundi 12 juin 2006*


Michel Aglietta, François Junca,  
Jean-Michel Quatrepoint,  
Jean Peyrelevade,  
et Jean-Pierre Chevènement

---

FONDATION RES PUBLICA

52, rue de Bourgogne

75007 Paris

 01.45.50.39.50

@ [res-publica@wanadoo.fr](mailto:res-publica@wanadoo.fr)

Site internet : [fondation-res-publica.org](http://fondation-res-publica.org)