

ÉDITORIAL

PAR PASCAL AUBERT

Yaourt ou viaduc ?

Les Français sont connus pour entretenir des rapports empreints de circonspection voire de méfiance avec l'économie de marché. Les sentiments qu'ils nourrissent à l'égard de leurs entreprises ne sont pas moins complexes à décrypter. Comment comprendre, par exemple, l'apparente indifférence de l'opinion et de l'ensemble des décideurs de ce pays – candidats à l'élection présidentielle inclus – face à la bataille que mène depuis des mois Eiffage contre des actionnaires de fraîche date et aux visées confuses ? La cause du groupe de construction et de concession ne semble soulever aucune émotion particulière du côté des grandes consciences si promptes à s'enflammer au moindre soupçon de menace contre un fleuron de l'industrie française. Tout le monde a encore en mémoire la mystérieuse rumeur Pepsi-Cola qui avait mis la moitié du pays en transes au cœur de l'été 2005 et mobilisé la fine fleur du patriotisme économique national pour défendre notre producteur de yaourt préféré. La rumeur avait disparu comme elle était venue, laissant les voix de l'éco-nationalisme prêcher contre un péril inexistant. Rien de tout cela aujourd'hui autour d'Eiffage. Faut-il en conclure que la France éprouve moins de fierté devant son viaduc de Millau que d'orgueil devant ses yaourts ? En quoi les prouesses technologiques et un savoir-faire mondialement reconnu en matière d'ouvrages d'art seraient-ils moins dignes d'attentions et d'égards que des produits lactés et des eaux minérales ? Car dans cette affaire, l'indépendance d'Eiffage paraît plus menacée que celle de Danone ne l'a jamais été. Que le PDG d'Eiffage rejette sans discussion la demande de ses nouveaux actionnaires de siéger au conseil peut apparaître contraire aux règles de la bonne gouvernance. Sauf si cette anomalie est elle-même une réponse à un comportement de leur part qui prête à équivoque. Eiffage a-t-il vraiment tort de vouloir empêcher le loup d'entrer dans la bergerie ?

paubert@latribune.fr

DU LUNDI AU VENDREDI À 7 H 35
LA CHRONIQUE DE FRANÇOIS-XAVIER PIETRI
 SUR RADIO CLASSIQUE

La Tribune

Édité par : La Tribune SAS
 51, rue Vivienne - 75095 Paris Cedex 02
 Standard : 01 44 82 16 16
 Adresse Internet : <http://www.latribune.fr>
 Président, Directeur de la publication :
 Alain Metternich.

Directeur de la rédaction : François-Xavier Pietri. Directeur adjoint : Pascal Aubert. Rédaction en chef centrale : Philippe Mabilbe (Economie, Tribunes) ; Martine Orange (Entreprises) ; Olivier Provost (La Tribune.fr) ; Bruno Segre (Marchés & Finance). Rédacteurs en chef : Jean-Louis Alcaide (PME-Régions) ; Anne Debray (Édition) ; Patrick de Jacquolot (La Tribune.fr) ; Estelle Leroy (Rendez-vous perso) ; Dominique Mariette (Marchés & Finance) ; Franck Pauly (Vos finances) ; Jérôme Stern (Hors-Séries, Mensuels) ; Daniel Vigneron (Economie, International). Adjoint : Akram Belkaid (Economie, International) ; Eric Benhamou (Forum) ; Pascale Besses-Boumard (Valeurs) ; Jean-Pierre Bourcier (Art de vivre) ; Béatrice d'Erceville (Entreprises) ; Jean-Christophe Féraud (Enquêtes) ; Delphine Girard (Economie France) ; Pascal

Hénisse (Tribunes) ; Yan de Kerougen (Rendez-vous perso) ; Christophe Bazire, Jean-Pierre Geoffroy, Patricia Jézéquel, Nicolas Oudin (Édition) ; Jean-Baptiste Jacquin (Entreprises) ; Christophe Tricaud (Les Places) ; Nicole Triouleyre (La Tribune.fr).
 Directeur général-éditeur : François Dieulesaint. Directeur de la diffusion et de la promotion : Benoît Waucamp (01 40 13 18 47). Directrice de la communication : Sandra Tricot (01 44 88 47 90). Directeur du développement et du marketing : Fabrice Février. Directeur multimédia : Pascal Laroche.
 Publicité : DI Régie (01 44 88 42 60). Président : Jean-Jacques Schardner. Directeur général opérationnel : Hervé Noiret. Directrice publicité commerciale : Nathalie Catholand. Directeur publicité financière : Pierre Gisclard. Directeur publicité internationale : Alice Suric. Directeur publicité régionale : Charles d'Augustin.

Impression : CIPP, 72-74, rue Ambroise-Croizat, 93200 Saint-Denis ; Méditerranée-Offset-Press, Vitrolles ; Rhône Offset-Press, Ligny ; Imprimerie Midifax, Toulouse ; Loirefax, Saint-Herblain.

Service abonnement
 Numéro vert : 0 800 13 23 33 (appel gratuit)
 Fax abonnement : 01 44 82 17 92
 Abonnement 1 an (France métr.) : 395 € TTC

IMPRIMÉ EN FRANCE
 PRINTED IN FRANCE

Reproduction intégrale ou partielle interdite sans l'accord de l'éditeur - Art. L122-4 du Code de la propriété intellectuelle

La Tribune est une publication de DI Group. Principal associé : Ufipar (LVMH). Président-directeur général : Alain Metternich. Directeur général : Jean-Jacques Schardner. Directeur général adjoint : Nicolas Desbois. Directeur délégué : Bernard Villeneuve.

LA CHRONIQUE D'ÉCONOMIE INTERNATIONALE

L'indépendance de la BCE, un débat bien français

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ
ET LIONEL FONTAGNÉ (*)

Les déclarations de deux candidats bien en vue pour l'élection présidentielle au sujet de la Banque centrale européenne (BCE) et de l'euro s'inscrivent dans une tradition très française : femmes et hommes politiques français ont toujours été fascinés par la monnaie. Selon cette tradition, le taux de change est un sujet bien trop important pour être laissé à des technocrates européens. Il est donc naturel que les candidats aux suffrages des Français choisissent leur camp.

Vu de l'isolement, l'euro fort étrangle les entreprises ; obsédée par l'indice des prix, la BCE en oublie de soutenir la croissance. À l'image des États-Unis ou du Japon, il conviendrait de retrouver des marges de manœuvre pour dopper des exportations en berne. Il est vrai que la BCE a pour objectif principal la stabilité des prix et non le soutien de la croissance. Il est également vrai que l'euro s'est apprécié par rapport au dollar de près de 60 % par rapport à son point bas de juillet 2001. Enfin, il est exact que l'impact de ce niveau élevé diffère selon les secteurs et leur pouvoir de marché.

L'euro est-il trop cher ? Mais comment expliquer qu'avec la même monnaie, l'Allemagne ait gagné des parts de marché à l'exportation ? Qu'avec la même monnaie, l'Espagne et l'Italie aient réussi à abaisser de 4 points leurs taux de chômage, alors que la France ne réduisait le sien que de 1,7 point ? Quant à la supposée politique de change des États-Unis, il reste à démontrer que la faiblesse du dollar



en matière de commerce extérieur et de chômage est un peu rapide. Ceci n'empêche pas de s'interroger sur le rôle de la BCE dans la gestion du cycle d'activité pour la zone euro. En se focalisant sur l'inflation, n'a-t-elle pas contribué à accentuer le ralentissement économique de la zone euro de 2002 à 2005 ? Il est utile d'observer l'évolution du taux d'intérêt réel (différence entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation), qui reflète le coût réel de l'endettement pour les entreprises et les ménages. Le taux d'intérêt réel à trois mois a augmenté en 1999-2000, lorsque l'activité accélérât, et a diminué lors du ralentissement de 2002-2005. Ainsi, la BCE a contribué à stabiliser la conjoncture en ralentissant la demande dans la première phase et en la soutenant dans la seconde. Les objectifs de stabilité des prix et d'amortissement des cycles d'activité semblent avoir coïncidé de façon heureuse.

Dans le même temps, la Fed procédait aux mêmes ajustements, mais de manière plus marquée. Elle a en moyenne été deux fois plus réactive aux fluctuations de l'activité que la BCE depuis 1999. Cette différence a contribué à faire évoluer l'euro dans un sens défavorable aux besoins de la zone, avec une dépréciation lorsque le boom d'activité aurait justifié une appréciation (1999-2000), et réciproquement (2002-2005). Toutefois, les gouvernements des grands pays européens – France en tête – sont mal placés pour jeter la pierre à la BCE, étant loin d'avoir donné le bon exemple durant cette période. Allégeant les impôts et augmentant les dépenses lorsque la croissance était forte

(certes, à l'aune des scores européens), les gouvernements ont resserré les boulons lors du ralentissement ! Cette politique procyclique est en partie le résultat d'une application à courte vue du Pacte de stabilité. Ce n'est donc pas tant l'indépendance de la BCE ni son objectif de faible inflation qui sont en cause, que l'architecture de la régulation macroéconomique de la zone euro.

Responsabilité partielle. Au total, la BCE n'a peut-être pas été assez réactive pour que l'euro évolue dans le sens souhaité. Mais sa responsabilité n'est que partielle. La baisse de l'euro durant les années 1999 et 2000 a coïncidé avec une vague d'investissements massifs des multinationales européennes aux États-Unis, attirées par le boom des nouvelles technologies de l'information. À l'inverse, la force actuelle de l'euro est largement due à la faiblesse structurelle du dollar, liée au creusement continu du déficit extérieur de ce pays. Par ailleurs, le taux de change de l'euro est moins important pour la France que ne l'était naguère celui du franc, puisque nous réalisons plus de la moitié de nos échanges avec des partenaires de la zone euro. À l'inverse, le niveau des taux d'intérêt réels est devenu plus important avec la libéralisation financière. Ces taux ont été historiquement bas en zone euro depuis 1999 et ont évolué dans un sens qui a atténué les fluctuations de l'activité. Le bilan des politiques budgétaires est nettement moins brillant.

(*) Du Centre d'études de prospectives et d'informations internationales (Cepii).