



Gérer d'un pays

*Camilla Andersen s'entretient avec
Bodil Nyboe Andersen,
Gouverneur de la banque centrale danoise*

LES COULOIRS de la banque centrale danoise — superbe immeuble de marbre et de verre conçu par l'architecte de réputation mondiale Arne Jacobsen — sont plutôt calmes ces jours-ci, mais cela n'a pas toujours été le cas. Quand Bodil Nyboe Andersen prit les rênes de l'institution, en 1995, elle n'avait probablement pas idée des défis qui l'attendaient. En 1997, il lui a fallu protéger la couronne (la monnaie danoise) de la contagion de la crise asiatique et, un an plus tard, de la crise russe. En 2000, elle a dû apaiser les marchés des changes qui s'inquiétaient du «Non» opposé par les Danois (pour la deuxième fois en moins de dix ans) à l'adoption de l'euro.

Ce refus d'adhérer à l'Union économique et monétaire (UEM) de l'Union européenne (UE) a relégué le Danemark à la marge de la zone euro et lui a fait perdre de son influence sur la politique économique. Connaissant, par expérience, les conséquences de la marginalisation, Andersen voudrait voir le pays revenir sur sa décision. «Personnellement, je suis favorable à la participation à l'euro», déclare-t-elle à *F&D*. «Notre politique économique aurait alors un champ plus large que dans un régime de taux de change fixes. Nous y gagnerions en influence sur la politique monétaire européenne et aurions une marge de manœuvre un peu plus grande en matière de politique budgétaire.»

De sa carrière antérieure, Andersen a tiré des enseignements utiles : elle a appris à s'adapter aux circonstances et acquis une bonne connaissance du fonctionnement de la finance privée — deux qualités essentielles au gestionnaire d'une petite monnaie dans un pays qui a aboli tous les contrôles de capitaux. Avant sa nomination au poste de gouverneur, elle est passée tout naturellement de l'université au secteur privé, puis à la fonction publique — parcours encore inhabituel dans un pays où, contrairement aux États-Unis, la tendance est de choisir un chemin de carrière et de s'y tenir. Après quelques années à l'université de Copenhague, où elle était maître de conférences, elle a rejoint une banque privée, carrière qui atteint son apogée avec sa désignation au conseil de direction d'Unibank, la deuxième banque danoise, en 1990. Mais moins d'un an plus tard, elle siégeait au Conseil des gouverneurs de la banque centrale danoise et, cinq ans

la monnaie «hors zone euro»

après, en prenait la tête. «Contrairement aux apparences, dit-elle, ce n'était pas un parcours prémédité.»

En 2004, pour la septième année consécutive, *Børsens Nyhedsmagasin*, le premier magazine économique danois, lui a décerné le titre de la personnalité la plus crédible du pays. Et, pour être l'une des rares femmes à la tête d'une banque centrale, elle a été citée en 2000 par *Global Finance* parmi les vingt femmes les plus puissantes de la sphère financière. Par ailleurs, l'économie danoise a reçu en 2004 les éloges du Conseil d'administration du FMI pour son aptitude à «conjuguer une protection sociale solide à des taux d'emploi et de croissance élevés». Avec un taux de chômage de 6 % seulement (en dépit d'une très forte participation au marché du travail au regard des normes européennes : plus de 75 % des adultes travaillent), une dette publique de 43 % du PIB (plus de 70 % en moyenne dans la zone euro), un excédent budgétaire substantiel et durable, et une inflation inférieure à 2 %, le Danemark se place au cinquième rang des économies les plus compétitives du monde, selon l'indice de compétitivité de la croissance 2004 du Forum économique mondial.

Petit pays, vastes conséquences

Andersen a eu un aperçu des turbulences qui allaient marquer les dix premières années de son mandat en juin 1992, quand le gouvernement danois a organisé un référendum de ratification du Traité de Maastricht, qui trace la voie vers l'UEM. Le moment n'aurait guère pu être moins propice. La résistance à l'abandon des pièces et billets nationaux s'intensifiait au sein de l'UE et, par suite d'une faible croissance économique, beaucoup de pays avaient du mal à remplir les conditions préalables à l'adhésion à l'UEM. Alors qu'une baisse des taux d'intérêt aurait été salutaire, les participants au mécanisme de change européen (MCE) ne pouvaient que suivre la politique de la Bundesbank, qui maintenait les taux à un niveau élevé pour tenter de maîtriser l'inflation après la réunification allemande. Le «merci, mais non, merci» du Danemark à une monnaie unique n'a fait qu'ajouter au pessimisme ambiant. L'agitation a gagné les marchés des changes, les pays étant contraints de relever à plusieurs reprises les taux d'intérêt pour défendre la parité dans le cadre du MCE. Ces remous ont dégenéré en une crise touchant toutes les monnaies du MCE, couronne danoise comprise. «La crise a été vraiment terrible», dit Andersen. Un pays, le Royaume-Uni, est sorti définitivement du MCE, et les autres ont décidé de laisser leur monnaie fluctuer à l'intérieur d'une bande plus large. Le Danemark, cependant, «est revenu en quelques années, sans grande difficulté, à la bande étroite précédente (avec l'ancienne parité)».

Bien que le Danemark ait ultérieurement emboîté le pas au Royaume-Uni et obtenu une dérogation à l'adoption de l'euro (voir encadré), le gouvernement a décidé en 2000 d'organiser un autre référendum sur l'adoption de la monnaie unique, mais, en dépit du soutien de tous les grands partis politiques, les Danois ont encore voté «Non». Que signifiait ce nouveau refus pour la politique monétaire? Bien que la période précédant la consultation ait dû mettre ses nerfs à rude épreuve, et que le résultat ait semé la consternation parmi tous ceux qui, à la banque centrale, avaient préparé l'entrée du Danemark dans la zone euro, Andersen répond laconiquement : «Cela signifiait que nous pouvions poursuivre la politique monétaire que nous menions depuis de nombreuses années.» La longue tradition du Danemark, qui est d'utiliser le taux de change comme point d'ancrage nominal, remonte au système original de parités fixes de Bretton Woods, aboli en 1973. Selon Andersen, cette politique a été fructueuse à certaines périodes, moins à d'autres. «Mais, depuis le début des années 80, un régime de taux de change stables est la clé de voûte de la politique économique danoise.»

Une démarche à contre-courant

L'ancrage au deutsche mark et, à compter de 1999, à l'euro, ne faisait cependant pas l'unanimité. Suite aux crises financières au Mexique, en Asie, en Russie, au Brésil et en Turquie, qui ont causé l'abandon d'un arrimage monétaire après l'autre, le FMI a adopté progressivement ce qui est désormais connu sous le nom de «théorie bipolaire». Seuls les ancrages rigides ou le flottement libre promettaient d'être viables dans les pays ouverts aux mouvements des capitaux, et les premiers ne pouvaient être maintenus que s'ils étaient soutenus par des politiques satisfaisant à des critères rigoureux. Les régimes intermédiaires étaient jugés prédisposés aux crises, tout au moins pour les économies ouvertes aux flux de capitaux.

Cette théorie a influencé les dialogues entre le FMI et le Danemark durant les consultations semestrielles. Selon Andersen, les missions arrivaient à Copenhague empreintes de scepticisme quant à la politique d'ancrage de la banque centrale et arguaient en faveur d'une plus grande souplesse ou d'une adhésion totale à l'UEM. À chaque fois, ses services et elle-même leur assuraient qu'ils étaient «disposés à suivre la règle du jeu et à faire les sacrifices nécessaires». À l'issue de discussions parfois laborieuses, une entente s'est dégagée et, dans les années 90, les rapports du FMI concluaient tous que le degré d'ancrage était viable tant que le gouvernement danois maintenait en place les politiques d'accompagnement nécessaires.

Aujourd'hui, rappelle Andersen, la situation est différente. Le FMI a une perception plus nuancée des ancrages, et la réussite des politiques économique et monétaire da-

Les relations spéciales du Danemark avec l'UE

Le vote du Danemark contre le Traité de Maastricht en 1992 a failli torpiller l'application de celui-ci dans l'ensemble de l'UE puisque tout changement au cadre constitutionnel de l'UE doit être approuvé à l'unanimité des États membres. Soucieux de rallier les eurosceptiques danois, le gouvernement a rapidement organisé un autre référendum — en promettant cette fois quatre dérogations au Traité :

- **Union économique et monétaire.** Le Danemark n'est pas tenu d'adopter l'euro. Le seul autre pays bénéficiant de cette dérogation est le Royaume-Uni, qui a négocié son statut spécial en 1991, avant le premier référendum danois.
- **Citoyenneté européenne.** Une dérogation dans ce domaine est devenue caduque.
- **Défense commune.** Le Danemark n'est pas obligé de participer à des interventions ayant des implications pour la défense, y compris les missions de maintien de la paix de l'UE.
- **Justice et affaires intérieures.** Le Danemark ne participe pas à certains volets de la coopération judiciaire européenne, notamment aux décisions relatives aux politiques d'immigration et d'asile.

noises parle d'elle-même. La couronne est restée stable vis-à-vis de l'euro depuis l'institution de la monnaie commune en 1999 et se négocie à l'intérieur d'une bande extrêmement étroite du MCE2 — le mécanisme de change qui a remplacé le MCE lors du lancement de l'euro. Dans sa dernière évaluation de l'économie danoise, le FMI salue la parité fixe comme étant la pierre angulaire de la stratégie de stabilisation macroéconomique et déclare que la faible marge des taux d'intérêt par rapport à la zone euro atteste de la crédibilité de l'ancrage. Comme le dit Andersen, «les marchés jugent notre monnaie aussi stable que l'euro».

Andersen attribue-t-elle au moins en partie cette réussite à la confiance des marchés et du public dans ses déclarations? Après tout, la crédibilité est une qualité essentielle pour un gouverneur de banque centrale. Andersen ne le nie pas, mais réfute l'idée que la stabilité de la couronne est en quelque sorte imputable à ses talents de communicatrice. «Nous devons notre crédibilité non pas à ma présence au poste de gouverneur, mais au fait que la banque centrale et le gouvernement tiennent leurs promesses. Tenir sans faute ses promesses année après année, voilà ce qui crée la crédibilité.»

Ce principe est étayé par la grande transparence du régime de parités fixes, qui ne réclame guère d'explications une fois la crédibilité établie. Et, contrairement au ciblage de la masse monétaire précédemment en vogue, l'utilisation du taux de change comme point d'ancrage nominal est une politique dont le succès ou l'échec est facile à constater : il suffit aux marchés de se reporter au taux de change quotidien entre la couronne et l'euro. Par contre, le ciblage de l'inflation requiert beaucoup plus de communications extérieures, car il repose sur des projections de l'inflation. Comme l'explique Andersen, une politique fondée sur le taux de change «est très facile à maintenir une fois la crédibilité établie, car, lorsque les marchés s'attendent à des fluctuations, ils pratiquent ce que l'on appelle la «spéculation stabilisante» à la place de la banque centrale».

Maintenir l'ordre dans les finances publiques

Quand un pays renonce à une politique monétaire et de change souple, comme l'a fait le Danemark — toute modification du taux par la Banque centrale européenne (BCE) est suivie, quelques heures après, d'un ajustement analogue au Danemark —, il ne peut que mener une politique budgétaire très responsable, faute de quoi les marchés perdront confiance dans l'aptitude de la banque centrale à maintenir inchangé le cours de la monnaie.

Le Danemark ne fait pas exception à la règle. La stabilité de la couronne repose sur une politique budgétaire saine, et le pays enregistre un excédent budgétaire depuis 1997. Les autorités ont ainsi pu ramener la dette de son niveau record de 1993, soit près de 80 % du PIB, au creux actuel de 43 %. Andersen attribue ce souci de prudence budgétaire à la crise des finances publiques de la fin des années 70 qui a vu «le Danemark aller droit à l'abîme, mais en première classe». De cette crise s'est dégagé un ferme consensus politique en faveur d'un assainissement des finances publiques. En 1997, l'UE a adopté le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), qui impose aux membres de l'UEM de limiter leur déficit budgétaire annuel à 3 % du PIB et d'arriver à un équilibre budgétaire à moyen terme, et prévoit des sanctions en cas de manquement à ces obligations. Si seuls les membres de l'UEM peuvent être sanctionnés, tous les pays de l'UE sont tenus de respecter les objectifs énoncés dans le PSC. Aujourd'hui, alors que pas moins de la moitié des membres de l'UEM sont en infraction au PSC, le Danemark affiche un excédent budgétaire confortable de 1 à 2 % — niveau largement conforme aux critères du Pacte — qui lui permet de se préparer au vieillissement de la population et à la contraction de la population active.

L'obligation de maintenir un taux de change stable par rapport à l'euro a-t-elle motivé l'assainissement budgétaire? Andersen répond qu'il est difficile de déterminer quelle mesure a précédé l'autre. «On ne peut dire simplement que la politique de change a favorisé la discipline budgétaire. Cette discipline a rendu la politique de change possible. Ces politiques, ainsi que d'autres initiatives audacieuses prises dans les années 80, s'inscrivaient dans le contexte d'une démarche qui a transformé le cadre macroéconomique danois», dit-elle.

Étant donné les bons résultats de la stabilisation budgétaire et le rôle déterminant qu'elle a joué dans le maintien d'un taux de change stable, il n'est guère surprenant que la banque centrale danoise ait adopté une position offensive dans le débat actuel sur l'éventuel assouplissement des critères du PSC. Andersen et ses collaborateurs ont, à maintes reprises, souligné qu'ils s'opposaient à un relâchement des contraintes budgétaires. «Ce ne sont pas les règles qui sont mauvaises», dit-elle, «c'est leur application qui n'a pas été parfaite.»

Les Danois peuvent-ils donner aux autres pays de l'UE — aux dix nouveaux membres notamment — des leçons en gestion macroéconomique? Certains de ces nouveaux venus — dont deux petites républiques baltes, l'Estonie et la Lituanie, avec lesquelles le Danemark entretient des liens étroits — ont déjà adhéré au MCE2, dans l'intention d'adopter l'euro une fois qu'elles auront prouvé qu'elles peuvent assurer la stabilité de leur monnaie pendant deux ans au moins. D'autres pays (dont la Lettonie, la troisième république balte) envisagent d'y adhérer prochainement.

En dépit des bonnes performances du Danemark, Andersen se garde bien de citer son pays en exemple. Elle souligne les

nombreuses différences entre le Danemark et les nouveaux États membres, notamment le fait que la couronne fluctue dans une bande beaucoup plus étroite que les nouvelles monnaies du MCE2. Mais ces pays, dit-elle, peuvent marcher sur les traces du Danemark en veillant à ce que la politique budgétaire soutienne le régime de change. «Ils ne peuvent appliquer un régime dans lequel la stabilisation de l'économie est le fait de la politique monétaire et du ciblage de l'inflation, et le reste est laissé à la politique budgétaire», prévient-elle. «C'est là le concept fondamental du MCE2 : avant de renoncer à toute souveraineté monétaire par l'adoption d'une monnaie commune, ils doivent démontrer que les autres volets de leur politique économique peuvent être stables.»

Une stratégie non dénuée de risques

Que pourrait-il arriver si les nouveaux membres du MCE2 ne tiennent pas compte de ce conseil et précipitent une crise? Sous l'effet de la contagion, faudra-t-il abandonner l'ancrage de la couronne, comme en 1993? Dans un rapport récent, Willem Buiters, économiste en chef à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, indique que toute tentative d'un État membre de se servir du MCE2 pour couvrir des politiques intérieures déficientes risque d'entraîner l'effondrement de plusieurs monnaies, comme cela s'est produit au début des années 90. Faute de nouvelles règles d'adhésion à l'euro, sou-

«Tenir sans faute ses promesses année après année, voilà ce qui crée la crédibilité.»

tient-il, un pays qui n'est pas prêt pour l'euro mais adhère au MCE2 pourrait nuire aux autres pays de l'UE.

Andersen n'exclut certes pas le risque de crise et de contagion. «Il ne faut jamais dire jamais», mais, ajoute-t-elle, «je ne pense pas que ce risque soit sérieux pour nous». Elle évoque les énormes réserves de la banque centrale et le fait que l'architecture du MCE2 est différente de celle du MCE, dans laquelle toutes les monnaies étaient reliées entre elles pour former une grille. Dans la nouvelle structure «en étoile», les monnaies ne sont plus directement liées entre elles, mais seulement à l'euro, ce qui atténue les risques de contagion. A-t-elle cependant un plan de secours en réserve? «Il ne faut jamais se laisser prendre de court», répond-elle simplement.

Pour les Danois, la stratégie de sortie, dans la mesure où ils en ont une, c'est l'adoption de l'euro. Mais avant que cela ne puisse se produire, un troisième référendum doit avoir lieu. Andersen estime que l'adhésion à l'euro se traduira par une plus grande souplesse de la politique économique et donnera aussi au Danemark la possibilité de se faire entendre lorsque les décisions sont prises au siège de la BCE à Francfort.

Le prix à payer pour rester hors de la zone euro

Il y a certes un paradoxe inhérent à la décision du Danemark de rester en dehors de l'UEM. Ceux qui ont voté contre l'ont fait parce qu'ils ne voulaient pas perdre davantage de leur souveraineté en faveur de Bruxelles. Or, il en résulte que le Danemark n'a désormais guère d'autre choix que de suivre la BCE dans chaque décision qu'elle prend — sans pouvoir l'influencer en

aucune manière. Andersen et ses collaborateurs mettent à profit leurs contacts personnels pour continuer de participer aux décisions importantes, ou au moins pour en être informés. «Heureusement, plusieurs cadres de direction de la banque centrale sont en fonctions depuis de nombreuses années, et nous disposons donc d'un vaste réseau», dit-elle.

Pour les petits pays, il est indispensable d'établir un réseau de relations à l'échelle européenne, mais aussi au niveau international. C'est pourquoi Andersen applique les mêmes principes à la coopération avec le FMI, où elle est membre du Conseil des gouverneurs, organe de décision suprême de l'institution. «Nous sommes très conscients du fait que le Danemark est un petit pays et que le FMI est une organisation internationale; notre influence ne peut donc être que limitée», dit-elle. Le Danemark est membre du groupe des pays nordiques et baltes, qui comprend la Finlande, l'Islande, la Norvège, la Suède, ainsi que l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie, et n'a que 3,52 % des voix.

Heureusement, les décisions du FMI sont en général le résultat des débats du Conseil d'administration et d'une recherche informelle d'un consensus entre les pays plutôt que d'un vote en bonne et due forme, et les pays nordiques jouissent d'une certaine autorité morale. En effet, non seulement quatre des six économies les plus compétitives du monde sont scandinaves, mais aussi les pays nordiques sont les bailleurs les plus généreux d'APD en termes relatifs. Les débats sont libres, voire vifs, au sein du groupe, dit Andersen, et la position de l'Administrateur est le résultat d'une décision commune des capitales. «Rien à voir avec les groupes où un seul pays domine.»

Une réussite tranquille

Andersen a toujours accueilli favorablement le changement, et la réussite de sa carrière d'économiste semble due en partie à sa faculté d'adaptation. «On apprend tout au long de la vie», dit-elle. Une fois à la retraite, qu'elle prendra en octobre à l'âge de 65 ans, elle entend passer au moins une partie de son temps à cultiver ses intérêts professionnels antérieurs : elle a récemment été nommée présidente du conseil de l'université de Copenhague, où elle a entamé sa carrière au début des années 70. Mais, surtout, dit-elle, «j'ai hâte de pouvoir consacrer davantage de temps à mes petits-enfants et à moi-même».

Pendant qu'elle prépare son départ à la retraite, d'autres s'emploient à lui choisir un successeur. Il sera difficile de l'égaliser. Durant son mandat, Andersen a tranquillement réussi à assurer la stabilité de la couronne dans une période houleuse et a présidé à plus de dix ans de croissance et de stabilité économiques sans précédent au Danemark. Si la politique budgétaire et les réformes structurelles ont sans aucun doute joué un rôle fondamental à cet égard, l'apport de la banque centrale a été considérable. En rehaussant la crédibilité de l'ancrage, Andersen a aussi fermement établi celle de la banque centrale danoise au sein du Système européen de banques centrales, et lui a ainsi permis de conserver son utilité malgré sa position en marge de la zone euro. Bien entendu, ceux qui sont chargés de lui trouver un successeur devront se souvenir que le monde évolue. Ils devront donc rechercher une personnalité capable, comme Andersen, d'allier détermination et aptitude intellectuelle à s'adapter aux nouveaux enjeux. ■

Camilla Andersen fait partie de la rédaction pour l'édition anglaise de Finances & Développement. Elle n'a aucun lien de parenté avec Bodil Nyboe Andersen.