



Управление валютой «неприсоединившейся» страны

*Камилла Андерсен беседует
с Бодил Нибо Андерсен,
председателем центрального
банка Дании*

В ЭТИ ДНИ в коридорах Центрального банка Дании, размещающегося в прекрасном здании из мрамора и стекла, спроектированном всемирно известным архитектором Арне Якобсеном, довольно тихо, но такая тишина в нем царила не всегда. Когда в 1995 году Бодил Нибо Андерсен приняла бразды правления центральным банком, она, вероятно, имела весьма отдаленное представление о том, какие задачи ей придется решать. В 1997 году ей пришлось защищать крону (валюту Дании) от цепной реакции, вызванной азиатским финансовым кризисом, а через год — российским кризисом. В 2000 году она должна была «успокаивать» валютные рынки, встревоженные отрицательными итогами голосования датчан, — во второй раз менее чем за десятилетие — по вопросу принятия евро.

Решение воздержаться от вступления в Экономический и валютный союз (ЭВС) в рамках Европейского Союза (ЕС) оставило Данию на периферии зоны евро и лишило ее возможности влиять на формирование экономической политики. Испытав на себе последствия статуса «посторонней» страны, Андерсен хотела бы добиться пересмотра этого решения. «Лично я — за участие в зоне евро, — сказала она в интервью «Ф&Р». — Введение евро расширило бы сферу экономической политики по сравнению проведением политики фиксированного обменного курса. Мы бы получили определенную долю влияния на европейскую денежно-кредитную политику и имели бы больше пространства для маневра в бюджетной политике».

Карьера Андерсен до прихода в центральный банк дала ей ценный опыт адаптации к меняющимся обстоятельствам, а также знание механизмов частных финансов — эти два качества важны для тех, кому доверено управление небольшой валютой в стране, отменившей все меры контроля за операциями с капиталом. До ее назначения на должность председателя она легко перемещалась между академической сферой, частным сектором и сектором государственного управления, что все еще необычно для страны, где, в отличие от Соединенных Штатов, люди, как правило, выбирают одно направление карьеры и в дальнейшем следуют ему. После нескольких лет преподавательской работы в Копенгаген-

ском университете она перешла в частный банковский сектор; эта карьера привела в итоге к ее назначению в 1990 году в правление «Унибанка» — второго по величине банка Дании. Однако менее чем через год она перешла в совет управляющих центрального банка Дании и еще через пять лет возглавила эту организацию. «Может показаться, что это была спланированная карьера, но это не так», — отмечает Андерсен.

В 2004 году *“Børsens Nyhedsmagasin”*, ведущий датский деловой журнал, седьмой год подряд признал Андерсен лицом, наиболее заслуживающим доверия в Дании, и как одна из очень немногих женщин, занимавших высшую должность в центральном банке, в 2000 году она была названа журналом *“Global Finance”* в числе двадцати наиболее влиятельных женщин в финансовой сфере. Исполнительный Совет МВФ, в свою очередь, дал положительную оценку экономике Дании за ее способность «сочетать сильное государство всеобщего благосостояния с высокими показателями занятости и экономического роста». Согласно индексу конкурентоспособности в области экономического роста за 2004 год, составляемому Экономическим форумом, Дания занимает пятое место в мире по уровню конкурентоспособности: безработица составляет всего шесть процентов (несмотря на очень высокую долю экономически активного населения по меркам ЕС — более 75 процентов взрослого населения работает), государственный долг равен 43 процентам ВВП (по сравнению со средним уровнем в зоне евро свыше 70 процентов), имеет место значительный устойчивый бюджетный профицит, а уровень инфляции ниже двух процентов.

Небольшая страна, серьезные последствия

Андерсен получила некоторое представление о потрясениях, которыми будут отмечены первые десять лет ее работы в центральном банке, в июне 1992 года, когда правительство Дании созвало референдум для ратификации Маастрихтского договора, содержавшего план создания ЭВС. Едва ли можно было выбрать менее подходящие сроки проведения референдума. Идея отказа от национальных денежных знаков вызывала растущее сопротивление по всему ЕС, а слабый экономический рост затруднял для многих стран выполнение предварительных условий вступления в ЭВС. В этой ситуации было бы целесообразно снизить процентные ставки, но участники Механизма валютных курсов (МВК) были вынуждены следовать политике Бундесбанка, который поддерживал высокие ставки, стремясь сдержать инфляцию в период после объединения Германии. «Вежливый отказ» Дании от единой валюты усилил ощущение надвигающихся проблем. Валютные рынки охватили волнения, и странам пришлось неоднократно повышать процентные ставки для защиты паритета их валюты в МВК. Эти волнения переросли в полномасштабный кризис, который охватил большинство валют в МВК, включая датскую крону. «Кризис 1993 года был действительно ужасен», — говорит Андерсен. Одна страна (Соединенное Королевство) навсегда вышла из МВК, другие страны согласились допустить колебание курсов их валют в более широком коридоре. Дания же «через несколько лет без особых проблем вернулась к прежнему более узкому коридору со старым паритетом».

Хотя Дания позднее последовала за Соединенным Королевством и получила право отказа от введения евро (см. вставку), в 2000 году правительство решило провести еще один референдум о том, следует ли стране присоединиться к

зоне евро. Но несмотря на поддержку всех основных политических партий, датчане вновь проголосовали против. Что означал этот новый отказ от евро для денежно-кредитной политики? Надо полагать, что период, предшествовавший референдуму, был очень напряженным, и хотя его итог стал глубоким разочарованием для всех сотрудников центрального банка, которые помогли готовить вступление Дании в зону евро, ответ Андерсен лаконичен: «Этот результат означал, что мы могли продолжать денежно-кредитную политику, которую мы проводили многие годы». Существовавшая в Дании давняя традиция использования валютного курса в качестве номинального якоря берет начало в исходной Бреттонвудской системе фиксированных паритетов, которая была ликвидирована в 1973 году. По словам Андерсен, эта политика в некоторые периоды была более, а в другие — менее успешной. «Однако с начала 1980-х годов режим стабильного валютного курса является краеугольным камнем датской экономической политики».

Вопреки тенденции

Поддержание привязки к немецкой марке — а с 1999 года к евро — рассматривалось как оптимальный вариант не всеми. После финансовых кризисов в Мексике, Азии, России, Бразилии и Турции, подрывавших одну валютную привязку за другой, позиция МВФ изменилась в сторону подхода, получившего название «биполярный подход». Предполагалось, что только очень жесткие привязки или свободно плавающие валютные курсы могут быть устойчивыми в странах, открытых для потоков капитала, а жесткую привязку можно сохранять только при поддержке мер политики, отвечающих строгим требованиям. Промежуточные режимы считались подверженными кризисам, по крайней мере в странах, открытых для потоков капитала.

Эта точка зрения сказалась на диалоге между МВФ и Данией в ходе проводимых раз в два года консультаций. По словам Андерсен, миссии, приезжавшие в Копенгаген, скептически относились к использованию центральным банком режима привязки и выясняли возможность более гибкой позиции или полного членства в ЭВС. Вместе с тем каждый раз она и ее сотрудники четко заявляли о своей «готовности следовать правилам игры и идти на необходимые жертвы». После обсуждений, иногда продолжительных, стороны приходили к взаимопониманию, и все доклады МВФ в 1990-е годы содержали вывод о том, что уровень привязки экономически обоснован, при условии, что правительство Дании будет продолжать меры политики, поддерживающие такую привязку.

Сегодня, подчеркивает Андерсен, ситуация изменилась. МВФ придерживается более дифференцированной точки зрения относительно привязок курсов, а успех экономической и денежно-кредитной политики Дании говорит сам за себя. Крона остается стабильной относительно евро со времени введения общей валюты в 1999 году, и ее курс на валютных торгах колеблется в чрезвычайно узком коридоре в рамках МВК-2 — механизма валютных курсов, пришедшего на смену МВК с введением евро. В своей последней оценке экономики Дании МВФ положительно отметил роль фиксированного валютного курса как центрального элемента стратегии поддержания макроэкономической стабильности и указал на то, что низкие уровни спредов процентных ставок относительно зоны евро свидетельствуют о доверии к режиму привязки. По словам Андерсен, «рынки считают нашу валюту столь же стабильной, что и евро».

Особые отношения Дании с ЕС

Когда Дания проголосовала против Маастрихтского договора в 1992 году, это едва не сорвало введение этого договора в силу по всему ЕС, поскольку любые изменения в конституционных основах ЕС должны быть утверждены всеми государствами-членами. Стремясь привлечь на свою сторону датчан, скептически настроенных по отношению к евро, правительство вскоре провело новый референдум, на этот раз обещая четыре возможности освобождения от требований Маастрихтского договора, а именно:

- **Экономический и валютный союз.** Дания не обязана вводить евро. Из других стран такое право отказа предоставлено только Соединенному Королевству, которое договорилось об особом статусе в 1991 году, до проведения первого датского референдума.
- **Гражданство в Союзе.** Право отказа в этой области потеряло актуальность.
- **Совместная оборона.** Дания не обязана участвовать в действиях военного характера, включая операции ЕС по поддержанию мира.
- **Юстиция и внутренние дела.** Дания не участвует в некоторых областях сотрудничества в судебной сфере в рамках ЕС, включая решения, связанные с политикой в отношении иммиграции и предоставления убежища.

Объясняет ли Андерсен этот успех, по крайней мере отчасти, тем, что рынки и общественность верят ее заявлениям? Ведь доверие к председателю центрального банка считается важнейшим требованием для его работы. Андерсен не отрицает этого, но она отвергает идею о том, что стабильность кроны каким-то образом обусловлена ее навыками общения. «Мы добились доверия не потому, что я занимаю пост председателя, а потому что центральный банк и правительство держат свое слово. Выполнение обещаний из года в год и неуклонное следование намеченному курсу — вот что создает доверие».

Эта философия подкрепляется тем фактом, что курсовой режим, основанный на жесткой привязке, очень прозрачен и не требует существенных разъяснений при наличии доверия, и в отличие от ранее модной политики установления целевых показателей денежной массы использование валютного курса как номинального якоря означает, что успех или неудача вполне очевидны: участникам рынков достаточно лишь узнать дневной обменный курс кроны по отношению к евро. Напротив, таргетирование инфляции требует значительно большего внешнего обмена информацией, поскольку оно опирается на прогнозы будущей инфляции. Как поясняет Андерсен, политику на основе валютного курса «очень легко проводить в жизнь, если вы заручились доверием, поскольку если рынки предвидят возможные изменения, они проводят так называемую «стабилизирующую спекуляцию» вместо центрального банка».

Упорядоченная бюджетная политика

Когда страна отказывается от возможности маневра в денежно-кредитной и курсовой политике, что сделала Дания, за каждым изменением ставок Европейским центральным банком (ЕЦБ) уже через несколько часов следует аналогичный шаг в Дании: она вынуждена проводить очень ответственную бюджетную политику, чтобы рынки не утратили уверенность в способности центрального банка поддерживать существующий валютный курс.

Дания — не исключение из этого правила. Обоснованная бюджетная политика является ключевым звеном в поддержа-

нии стабильности кроны, и с 1997 года страна имеет бюджетный профицит. Это позволило правительству уменьшить государственный долг с максимального уровня, составлявшего почти 80 процентов ВВП в 1993 году, до всего 43 процентов в настоящее время. Андерсен объясняет эту приверженность осмотрительной бюджетной политике опытом бюджетного кризиса в конце 1970-х годов, во время которого «Дания катилась к пропасти, хотя и в первом классе». В результате этого кризиса сформировался политический консенсус в пользу бюджетной консолидации. В 1997 году ЕС принял Пакт о стабильности и росте (ПСР), который обязывает членов ЭВС ограничивать свои годовые бюджетные дефициты тремя процентами ВВП и стремиться сбалансировать бюджет в среднесрочной перспективе, а также устанавливает санкции за невыполнение этих требований. Санкции распространяются только на членов ЭВС, однако все страны-члены ЕС должны придерживаться целей, изложенных в ПСР. Сегодня, хотя половина стран-членов ЭВС не соблюдает требования ПСР, Дания имеет достаточный профицит государственных финансов (1–2 процента), тем самым более чем выполняя требования пакта, что помогает ей готовиться к решению проблем старения общества и сокращения трудовых ресурсов.

На вопрос о том, обусловлена ли бюджетная консолидация требованием поддержания стабильного обменного курса по отношению к евро, Андерсен ответила, что трудно определить, что является первичным. «Нельзя просто сказать, что политика валютного курса способствовала укреплению бюджетной дисциплины. Бюджетная дисциплина создала возможности для проведения нынешней курсовой политики. Эти мероприятия и другие смелые инициативы в области политики, предпринятые в 1980-е годы, были частью комплекса мер, преобразившего основные макроэкономические показатели Дании», — говорит Андерсен.

Учитывая достигнутые Данией успехи в бюджетной стабилизации и их ключевую роль в поддержании стабильного валютного курса, возможно, неудивительно, что центральный банк Дании занимает весьма жесткую позицию в нынешних дискуссиях о целесообразности ослабления требований ПСР. Андерсен и ее коллеги в центральном банке многократно подчеркивали, что они против изменений, которые привели бы к смягчению бюджетных ограничений. «Дело не в том, что правила плохи, — говорит она, — а в соблюдении правил, которые оставляют желать лучшего».

Могут ли датчане преподать другим странам ЕС, в особенности десяти новым государствам-членам, какие-либо уроки макроэкономического управления? Некоторые из этих новых членов ЕС, в том числе две небольшие балтийские республики — Эстония и Латвия, — с которыми Дания поддерживает тесные связи, уже присоединились к МВК-2 и намерены принять евро, после того как они продемонстрируют способность поддерживать стабильный курс своих валют в течение как минимум двух лет. Другие страны (в том числе Латвия, третья балтийская республика) планируют вскоре присоединиться к этому механизму.

Несмотря на успехи, достигнутые Данией, Андерсен не готова безоговорочно рекомендовать свою страну другим в качестве примера для подражания. Она отмечает многочисленные различия между Данией и новыми государствами-членами, включая тот факт, что курс кроны колеблется в значительно более узком коридоре, чем валюты новых членов МВК-2. Вместе с тем, по ее словам, новые государства-члены могут успешно следовать примеру Дании в части использова-

ния бюджетной политики для поддержки курсового режима. «Они не могут применять режим, опирающийся на денежно-кредитную политику и таргетирование инфляции, для стабилизации экономики и использовать бюджетную политику для решения других задач — это невозможно», — предупреждает она. «В этом весь смысл МВК-2: прежде чем полностью отказываться от суверенитета в денежно-кредитной политике в результате введения общей валюты, они должны показать, что другие составляющие их экономической политики могут оставаться стабильными».

Стратегия, не свободная от риска

Что может произойти, если новые участники МВК-2 не прислушаются к этим советам, и их действия повлекут за собой кризис? Будет ли привязка кроны подорвана силами цепной реакции, как это случилось в 1993 году? В недавней работе главный экономист Европейского банка реконструкции и развития Виллем Буйтер высказывает предположение о том, что любая попытка государства-члена использовать МВК-2 для компенсации слабой внутренней политики чревата риском кризиса нескольких валют, подобного тому, который имел место в начале 1990-х годов. По его мнению, без новых правил членства в системе евро страна, которая присоединяется к МВК-2, но не готова к введению евро, может причинить ущерб другим странам ЕС.

«Выполнение обещаний из года в год и неуклонное следование намеченному курсу — вот что создает доверие».

Андерсен, конечно, не исключает риска кризиса и цепной реакции. «Никогда не зарекайся, — говорит она, добавляя, — я не думаю, что для нас это серьезная проблема». Она отмечает наличие крупных резервов у центрального банка и отличие структуры МВК-2 от МВК, который увязывал все валюты в единую сеть. Новый «узловой» подход означает, что валюты непосредственно привязаны уже не друг к другу, а только к евро, что снижает вероятность цепной реакции. Есть ли у нее план на непредвиденный случай? Андерсен отвечает просто: «Всегда нужно быть осторожным».

В той мере, в которой Дания имеет какую-либо стратегию отказа от режима привязки, она заключается в принятии евро. Однако для этого необходимо будет провести третий референдум. Андерсен считает, что введение евро не только придаст большую гибкость экономической политике, но и позволит Дании принимать участие в принятии решений в штаб-квартире ЕЦБ во Франкфурте.

Издержки статуса «неприсоединившейся» страны

Разумеется, решение Дании не участвовать в ЭВС в своей основе сопряжено с парадоксом. Те, кто проголосовали против, сделали это потому, что не хотели уступать еще больше суверенитета Брюсселю. При этом в результате Дания теперь практически может только следовать за каждым шагом ЕЦБ, не имея возможности каким-либо образом повлиять на него. Андерсен и ее коллеги используют личные контакты, чтобы не оставаться в стороне от важных событий в области политики или по крайней мере получать о них информацию. «К счастью, на руководящих постах в центральном банке есть люди,

проработавшие здесь уже много лет, так что у нас широкая сеть контактов», — говорит она.

Для людей из небольшой страны контакты играют решающую роль не только на европейском уровне, но и в международном масштабе. В связи с этим Андерсен применяет те же принципы к сотрудничеству с МВФ, где она входит в Совет управляющих — высший директивный орган МВФ. «Мы хорошо понимаем, что мы — маленькая страна, а это международная организация, поэтому наше влияние ограничено», — говорит она. Дания является членом группы стран Северной Европы и Балтии, в которую входят Исландия, Норвегия, Финляндия и Швеция, а также Латвия, Литва и Эстония, и ее общее число голосов составляет всего 3,52 процента.

К счастью, решения МВФ, как правило, формируются в ходе дискуссий в Исполнительном совете и посредством неформального установления консенсуса между странами, а не путем официального голосования, и страны Северной Европы обладают определенным моральным авторитетом. Четыре из шести наиболее конкурентоспособных экономик мира находятся в Скандинавии; кроме того, страны Северной Европы в относительном выражении являются наиболее щедрыми в мире донорами помощи на цели развития. По словам Андерсен, обсуждения в группе проходят свободно (иногда в горячих дебатах), а решения о том, какую позицию займет Исполнительный директор по данному вопросу, принимаются совместно в столицах стран. «Наша группа отличается от некоторых других, где доминирует одна страна».

Успехи без сенсации

Андерсен всегда приветствовала перемены, и ее успех как экономиста отчасти, по-видимому, обусловлен ее способностью адаптироваться к новым условиям. «Нужно учиться всю жизнь», — говорит она. Когда она уйдет на пенсию в октябре этого года в возрасте 65 лет, она намерена уделять по крайней мере некоторое время своим прежним профессиональным интересам: недавно она была назначена председателем Совета Копенгагенского университета, где она начала свою карьеру в начале 1970-х годов. «Но прежде всего, — говорит она, — я надеюсь, что у меня будет больше времени для себя и внуков».

Пока Андерсен готовится к выходу на пенсию, другие будут заниматься поиском ее преемника. Заменить ее будет нелегко. В период своей работы Андерсен спокойно добивалась успеха в обеспечении стабильности кроны в трудные времена. Под ее руководством прошло десятилетие беспрецедентного экономического благополучия и стабильности в Дании. Бюджетная политика и структурные реформы, несомненно, играли очень важную роль, но центральный банк внес значительный вклад в эти достижения. Кроме того, путем укрепления доверия к режиму привязки Андерсен утвердила статус центрального банка Дании как авторитетного участника Европейской системы центральных банков, благодаря чему он сохранил свою значимость, хотя и оставался на периферии зоны евро. Разумеется, те, кому поручено найти преемника Андерсен, должны учитывать, что мир не стоит на месте. Исходя из этого, они будут искать человека, не уступающего Андерсен в сочетании решительности и интеллектуальной способности адаптироваться к новым задачам. ■

Камилла Андерсен — сотрудник редакции журнала «Финансы & развитие». Она не состоит в родстве с Бодил Нибо Андерсен.