ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Денежно-кредитное регулирование

ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОЙ РЕПРЕССИИ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

Ахмед Ахмедович АБУ БАКР ФАРИД

преподаватель кафедры английского языка № 4 МГИМО Университета МИД РФ, Москва, Российская Федерация
Farid.abubakr88@gmail.com

История статьи:
Принята 20.10.2016
Принята в доработанном виде 03.11.2016
Одобрена 17.11.2016

УДК 336.025
JEL: E5

Ключевые слова:
финансовая репрессия, отрицательные процентные ставки, государственный долг

Аннотация

Предмет. Мировой кредитно-финансовый кризис 2007 г. положил начало рецессии структурного характера, центральным элементом которой является чрезмерный уровень государственного долга, прежде всего в развитых странах. В связи с неэффективностью традиционных мер по сокращению госдолга экономические власти стали прибегать к политике финансовой репрессии. Данная концепция, впервые упомянутая в работах Э. Шоу и Р. МакКиннона, отражает меры по привлечению средств в бюджет путем манипулирования государством финансовым рынком. Рассматривается опыт зарубежных стран. Структурированы инструменты финансовой репрессии, выделены три основных объекта применения политики: рынок ЦБ, банковский сектор и государственные финансовые учреждения. Анализируется практический опыт применения того или иного инструмента в зарубежных странах.

Цели. Проанализировать международный опыт проведения политики финансовой репрессии и выявить специфику применения ее инструментов.

Методология. С помощью методов логического научного анализа рассмотрены теоретические аспекты проведения политики финансовой репрессии в развитых и развивающихся странах, а также особенности кризиса, обусловившие ее применение.

Результаты. Описаны основные черты текущего экономического кризиса, обусловившие применение нетрадиционных мер кредитно-денежной политики. Проведена группировка стран в соответствии со структурой финансового рынка. Рассмотрен опыт применения и инструментарий финансовой репрессии в США, Великобритании, континентальных странах ЕС, Китае и Индии.

Выводы. Финансовая репрессия является эффективным инструментом денежно-кредитной политики. При этом в странах с традиционной (банковской) структурой финансового сектора прямое регулирование позволяет достигать результатов по привлечению средств в бюджет быстрее, чем в странах с рыночной структурой.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Введение

Под финансовой репрессией понимают чрезмерно жесткое регулирование финансовой системы, которое, с одной стороны, не позволяет ей функционировать на полную мощность, работать наиболее эффективно, привносит в нее те или иные искажения, но, с другой стороны, позволяет правительству получить дополнительный доход в бюджет или сократить, что не менее важно, издержки по обслуживанию государственного долга.

Термин финансовой репрессии был впервые упомянут в работах Э. Шоу и Р. МакКиннона. Согласно определению Р. МакКиннона, в большинстве развивающихся стран финансовая система подавляется (то есть сдерживается ее развитие) с помощью ряда количественных и административно-правовых инструментов, таких как установление близкой к нулю либо отрицательной процентной ставки, которую отечественные банки могут предложить вкладчикам [1].

В отличие от налога на потребление или на продажу налог финансовой репрессии определяется сочетанием финансового регулирования и инфляции и является гораздо менее заметным инструментом, чем упомянутые меры налогово-бюджетной политики.

Данные направления политики финансовой репрессии осуществляются с помощью следующих инструментов:

1) прямое заимствование правительству либо размещение госдолга в подконтрольных финансовых институтах (так называемые плененные учреждения: госбанки, пенсионные фонды и т.д.;

2) навязывание кредитной политики госбанкам либо оказание давления на частные банки в целях проведения определенной кредитной политики;

3) ужесточение нормативов по обеспеченности ликвидностью, создание более благоприятных нормативных условий для увеличения веса государственных облигаций в портфеле активов банка (например, Базель 3 и SolvencyII);

4) прямое либо косвенное ограничение процентных ставок;

5) чрезмерно жесткие требования по уровню и структуре нормы резервирования;

6) операции центрального банка на открытом рынке в целях сохранения низких процентных ставок по государственным облигациям;

7) установление дифференцированного налога на финансовые операции с более низкой ставкой по гособлигациям;

8) ограничение вывоза капитала в целях стимулирования инвестиций внутри страны [2].

Наступление Великой Депрессии и последовавшей за ней Второй мировой войны положили конец расцвету финансового либерализма. Результатом принятых в послевоенную эпоху Бреттон-Вудских соглашений стало сочетание низких процентных ставок и высокого уровня инфляции. В свою очередь реальные процентные ставки как по государственным облигациям, так и по банковским кредитам и депозитам оставались отрицательными с 1945 г. [3].

Эффективность финансовой репрессии была обусловлена высоким уровнем экономического роста и тем, что долг был в большей степени внутренним и выражен в национальной валюте. Фактически средний показатель процентной ставки был отрицательным. Установление «потолка» подталкивало вкладчиков инвестировать свои сбережения в государственные долговые инструменты. При этом жесткие ограничения на вывоз капитала за рубеж предотвращали любые утечки инвестиций в иностранные активы с большей доходностью [4].

Традиционные методы финансовой репрессии действовали в большинстве стран Европы до середины 1970-х – начала 1980-х гг., когда началась либерализация, носившая последовательный характер. В развивающихся странах волатильность экономики и нестабильность политического курса часто приводила к возобновлению репрессивных мер по отношению к финансовому сектору и после 1970-х гг.

Мировой финансово-экономический кризис 2007 г. стал первым со времен Второй мировой войны, в центре которого оказались развитые страны. США, ЕС и Япония вновь встали перед проблемой сокращения чрезмерно высокого суверенного долга, ситуацией, которая, как считалось, уже никогда так остро не встанет перед странами развитого мира.

Политика финансовых репрессий сегодня обусловлена кредитной рецессией (balancesheetrecession), вызванной чрезмерным перегревом фондового рынка и высоким уровнем финансового рычага [5]. Чтобы вернуть ситуацию к устойчивому уровню, компании и домашние хозяйства вынуждены увеличивать сбережения и минимизировать долги. Этот процесс приводит к сокращению агрегированного спроса и погружает страну в долговую рецессию.

В результате инъекции ликвидности центральных банков не приводят к увеличению предложения кредитов реальному сектору, и денежно-кредитная политика становится неэффективной. Государство старается создать такие условия на финансовом рынке, чтобы инвесторы делали межвременной выбор в пользу текущего потребления против сбережений. Поэтому долгосрочная политика финансовой репрессии, направленная на сохранение отрицательных процентных ставок по депозитам и гособлигациям, должна побуждать к увеличению расходов.

Как уже было отмечено, финансовая репрессия свойственна как развивающимся, так и развитым странам. Специфика каждой из двух групп стран заключается в том, что для развивающихся экономик больше свойственно установление ограничений на движение капитала и установление фиксированного обменного курса. Это также связано с тем, что экономика большинства развивающихся стран во многом зависела от экспорта сырьевых ресурсов, доходы от которых в силу неразвитости финансовой системы инвестировались за рубеж.

В данной статье рассматривается финансовая репрессия на примере стран с разной степенью развитости и разными типом финансового сектора. Различия в применении политики финансовой репрессии также обусловлены структурой финансовой системы. Для финансовых систем традиционного типа свойственно опираться на банковский сектор. То есть основная часть активов и обязательств в финансовой системе представляет собой депозиты и кредиты. Для англосаксонских стран свойственна финансовая система с опорой на фондовый рынок. Ценные бумаги, торгуемые на фондовом рынке, являются основой такой системы. С точки зрения эффективности инструментов финансовой репрессии традиционная финансовая архитектура оказывается более предпочтительной, поскольку у государства существует больше рычагов прямого воздействия на банки [6]. Далее в статье мы увидим, как данный факт обусловливает действия финансовых регуляторов в разных странах. В частности, будет рассмотрен опыт применения финансовой репрессии в США, Великобритании, странах Евросоюза и Китае.

Финансовая репрессия в США

В 1933 г. в США, как часть Закона Гласса-Стигала под названием RegulationQ, был впервые введен запрет на выплаты процентов по депозитам до востребования. Закон также устанавливал ограничения по депозитным ставкам. Правительство вместе с ФРС на протяжении нескольких десятилетий сохраняло отрицательные реальные процентные ставки и доходность по облигациям ниже темпа роста ВВП. Во многом благодаря этой мере соотношение госдолга США к ВВП сократилось со 120% до 35% [7].

Вплоть до начала 1980-х годов правительство устанавливало предельные значения процентных ставок по депозитным ставкам применительно к сберегательным финансовым учреждениям и коммерческим банкам. В 1980 г. был принят закон о дерегулировании депозитарных институтов и монетарном контроле, который вступил в силу в 1986 г. [8].

Законодательные решения 1980-х годов также запрещали банкам хранить средства на счетах до востребования в конце каждого дня. В связи с этим банкам каждый день приходилось переводить средства на счет в банковском филиале за пределами США или инвестировать деньги на ночь в гособлигации США на условиях РЕПО [9, 10].

На современном этапе политика финансовой репрессии в США проявляется, прежде всего, в установлении ФРС отрицательной реальной процентной ставки и операциях регулятора на открытом рынке в целях сохранения отрицательной реальной доходности государственных облигаций.

Стоит отметить, что инструмент установления отрицательных процентных ставок в США не имеет такого же сильного эффекта, как это было в предыдущие кризисы. Для сравнения, Федеральный комитет по открытому рынку (FOMC) понизил краткосрочную учетную ставку на 6,8% в 1990 г., на 5,5% в 2001 г. и на 5,1% в 2008 г. С 2008 по 2014 г. реальная краткосрочная учетная ставка была представлена отрицательной величиной. При этом в разгар кризиса финансовым властям приходилось опускать номинальную ставку до отрицательных значений.

Одним из ключевых факторов реформирования финансового сектора США в посткризисный период стал закон Додд-Франка, который прежде всего нацелен на устранение рисков, связанных с операциями с производными финансовыми инструментами. Однако акт также вводит ряд мер, подпадающих под определение финансовой репрессии.

У банков появилась возможность выбирать, на каких условиях принимать депозиты до востребования. Если процент по депозиту до востребования не начисляется, то сумма депозита не ограничивается, вклад полностью подлежит страхованию. Если же по депозиту начисляется процент, то сумма вклада не может превышать 250 000 долл. США. Федеральная корпорация по страхованию депозитов требует от банков публикации информации о возможности использования депозитов без начисления процентов на условиях страхования вкладов любого размера. То есть де юре закон не ограничивает уровень доходности депозитов, но де факто коммерческим банкам становится невыгодно предлагать процентный доход вкладчикам. Однако большинство филиалов иностранных банков не обязано это делать, что ставит банки США в невыгодные положение[1].

Банкам приходится решать, продолжать ли перевод средств с депозитов до востребования в конце каждого рабочего дня. С одной стороны, выполнение этой операции освобождает от необходимости резервировать 10% от вкладов. С другой стороны, страховые выплаты по депозитам любого размера в случае банкротства банка происходят лишь тогда, когда средства хранятся на счете этого банка.

Что касается бонусов, ранее они были запрещены, чтобы ограничить конкуренцию банков с инвестиционными фондами за привлекаемые средства. Теперь, когда банки имеют возможность принимать депозиты на условиях выплаты процентов, первоначальная цель становится неактуальной. Однако ограничение по-прежнему остается, чтобы избежать попыток банков одновременно пользоваться страхованием депозитов любых размеров и выплачивать вкладчикам доход от вложений.

До принятия закона Додд-Франка банкам было невыгодно предоставлять гарантии по вкладам в их зарубежных филиалах, так как это увеличивало размер отчислений для Федеральной корпорации по страхованию депозитов. Однако теперь, когда размер отчислений зависит не от объема депозитов, а от величины совокупных активов, банки получают возможность гарантировать выплаты по депозитам в иностранных филиалах в случае банкротства.

Таким образом, законодательно поощряется выбор банков в пользу более низкой ставки по депозитам в обмен на финансовую помощь от Агентства по страхованию вкладов США. Закон также требует резервирования средств в случае, если они лежат на депозитах в ночное время. Это фактически стимулирует банковский сектор инвестировать в инструменты РЕПО, создавая дополнительный спрос на государственные облигации несмотря на их отрицательную доходность.

Финансовая репрессия ФРС на рынке РЕПО

После глобального финансового кризиса 2007 г. ставки по РЕПО стали периодически опускаться до отрицательных значений, хотя и на небольшие промежутки времени. С 2014 г. отрицательные ставки стали сохраняться на более длительный срок, что вызвало уход частных инвесторов с рынка РЕПО [11].

До кризиса РЕПО был единственным финансовым инструментом, по которому процентная ставка могла быть отрицательной даже при нормальных условиях рынка. Отрицательная ставка РЕПО может устанавливаться в случае, например, необычно высокого спроса на определенный актив при ограниченном его предложении. Чтобы заполучить такой залоговый актив, инвесторы готовы привлечь владельца актива «дешевыми» деньгами. «Дешевые» деньги – это ставка РЕПО ниже ставки по обычному залогу (General Collateral). Когда ставка РЕПО по определенному актив упадает ниже ставки общего залога, про такой актив говорят, что он идет по специальной ставке [12].

Суть финансовой репрессии на рынке РЕПО заключается в том, что центральный банк посредством политики количественного смягчения создает искусственную ситуацию, при которой предложение денег – в изобилии, а предложение качественных (с низким уровнем риска) активов ограничено.

[1] Dodd-Frank, Section 343. “Dodd-Frank Wall Street reform and Consumer Protection Act”.
URL: https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf

Механизм репрессии в данном случае выглядит следующим образом. Сначала ФРС проводит политику количественного смягчения в виде программы покупки гособлигаций на открытом рынке. Это приводит к росту предложения ликвидности на рынке РЕПО. Таким образом, банки, выступающие контрагентами в сделках с ЦБ, больше не нуждаются в частном предложении ликвидности со стороны инвесторов. Эффект вытеснения дополняется тем, что ставка РЕПО падает, поскольку сделка с ЦБ является безрисковой. При этом предложение ликвидных активов на рынке настолько низкое вследствие их скупки центральным банком, что игроки готовы размещать средства на депозитах ЦБ даже при отрицательной ставке. При этом также растет дисконт по предоставляемым в залог облигациям в операциях с центральным банком.

Финансовая репрессия в Великобритании

Великобритания, равно как и другие страны Европы, начала политику финансовой репрессии в послевоенный период. Большинство инструментов, применявшихся в тот период, были упразднены к началу 1970-х гг. Тем не менее они не теряют свою актуальность и в настоящее время.

Внутренняя финансовая политика во время Второй мировой войны и непосредственно после ее окончания заключалась в агрессивном привлечении денег, в первую очередь посредством выпуска казначейских депозитарных расписок (ЦБ со сроком погашения 90 дней), ссуд на покупку облигационных инструментов прошлых выпусков (taploans) и соглашений между правительством и страховыми компаниями о том, что последние будут инвестировать средства в гособлигации [13].

В начале войны был установлен минимальный порог цен на гособлигации, который служил якорем для дальнейших заимствований, что позволяло правительству эмитировать долг по сниженной ставке. После Второй мировой войны порог был несколько снижен.

Начиная с 1951 г. устанавливались рекомендации и требования по нормам резервирования. При этом ликвидными активами, учитываемыми при расчете нормы, являлись депозиты на счетах Банка Англии, государственные ценные бумаги, корпоративные облигации, принимаемые к учету Банком Англии. До 1971 г. регулятор контролировал предложение кредита в экономике через ставку по межбанковскому кредиту с помощью учетной ставки. После реформы 1971 г. учетная ставка была заменена на минимальную ставку по займам, на ½% превыщающую ставку купона казначейских векселей. Также в начале войны, а далее в 1946–1947 гг. применялись ограничения на ввоз-вывоз капитала, вводились запреты на хранение иностранной валюты на депозитах [14].

В отличие от послевоенного периода финансовая репрессия после кризиса 2008 г. характеризуется в странах англосаксонского мира большим акцентом на операции на открытом рынке.

В условиях нестабильности фондового рынка и дефицита доверия инвесторов к частному акционерному капиталу государство может навязывать собственные условия при размещении госдолга, являясь кредитором последней инстанции.

С того момента как правительством Великобритании была начата политика количественного смягчения, процентные ставки по депозитам снизились до отрицательных реальных значений. В сентябре 2013 г. правительство Соединенного Королевства выпустило индексируемые векселя со сроком погашения в 55 лет и купоном всего в 0,125%. На аукционе было продано облигаций на 5 млрд фунтов, при этом реальная доходность векселя составляла всего 0,137%, спустя месяц бумаги стали торговаться по отрицательной ставке[2].

С точки зрения экономической теории гособлигации можно определить, как «товар Гиффена», на который спрос растет при росте цены. Можно провести прямую параллель, представив облигации как картофель, а прочие

[2] United Kingdom Debt Management Office, “Annual Report and Accounts 2013–2014”. URL: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/387410/DMO___DMA_Annual_Report___Accounts_2013-2014_Print_ready.pdf

активы на фондовым рынке – как другие продукты питания[3].

Финансовая репрессия в странах Европы

Традиционные методы финансовой репрессии действовали в большинстве стран Европы, таких как Германия, Финляндия, Франция, Великобритания, Швеция, до середины 1970-х – начала 1980-х гг., а либерализация имела последовательный характер [15].

В некоторых странах Европы государственный долг размещается в так называемых плененных финансовых учреждениях (таких как госбанки и пенсионные фонды).

Например, в 2010 г. французское правительство приняло решение, по которому Пенсионный фонд Франции должен ежегодно выплачивать 2,1 млрд евро в кассу амортизации социального долга и оставшиеся средства класть на счета кассы в форме паушального платежа. Такой трансфер из пенсионного фонда в кассу означал радикальный переход от инвестиций в долгосрочные сравнительно более рисковые активы к инвестициям в менее рискованные облигации, где доминирующую долю занимают французские гособлигации. Впоследствии Резервный пенсионный фонд превратился в «плененного» покупателя французских гособлигаций.

В Ирландии Национальный резервный пенсионный фонд был использован для рекапитализациии банков. Закон 2010 г. направил инвестиционную политику Пенсионного фнда на приобретение гособлигаций и предоставил правительству законное право финансировать обслуживание госдолга из средств фонда. В апреле 2011 г. правительство также предложило ввести специальный налог в 0,5% на частные пенсионные фонды.

Возвращает свою актуальность введение максимального предела по банковским депозитам. Так, в Испании с апреля 2010 г. Министерство финансов обязывает все банки, предлагающие ставку выше лимита, установленного министерством, платить налог в двойном размере в фонд гарантии вкладов[4].

В 2013 г. на Кипре произошла прямая экспроприация депозитов. В 2012 г. Кипр обратился к Евросоюзу с просьбой предоставить средства на рекапитализацию банков. Обязательным условием предоставления суммы в размере 10 млрд евро было согласие Кипра провести единоразовый сбор с депозитов. Депозиты размером больше 100 000 евро были обложены налогом в 9,9%, меньшие суммы – по ставке 6,75% [16].

Экономика Кипра характеризуется высоким уровнем зависимости от банковского сектора и, в частности, от депозитов, расположенных в банках страны. Об этом свидетельствует коэффициент корреляции между общим объемом депозитов в кипрских банках и ВВП Кипра, который составляет 0,95. Объем депозитов в банках Кипра в 2013 г. сократился более чем на 10 млрд евро по сравнению с предыдущим годом (табл. 1). ВВП страны отреагировало снижением на 6,7% за год.

Именно ввиду высокого уровня развитости банковского сектора на Кипре ЕЦБ удалось принять меры финансовой репрессии в короткие сроки и с эффективным результатом, осуществив рекапитализацию банковского сектора и восстановив доверие к финансовой системе страны.

Финансовая репрессия в Китае

Финансовая репрессия в Китае проявляется прежде всего в области банковского регулирования процентных ставок по депозитам и кредитам [17]. При этом субъектом финансовой репрессии чаще всего были домашние хозяйства. В 2002–2007 гг. при предельном значении ставки по депозитам в 0,72% инфляция выросла с –0,8% до 8%, создавая эффект конфискации сбережений вкладчиков. От проведения такой политики выигрывают корпорации: большая часть кредитов в Китае приходится на корпоративный сектор, а не на домашние хозяйства. В 2002 г. реальная ставка по кредиту составила 7,6%, а в 2008 г. уже

[3] *Kaminska I.* When a government bond becomes a Giffen good. FinancialTimes.
URL: http://ftalphaville.ft.com/2011/08/11/650656/when-a-government-bond-becomes-a-giffen-good/

[4] Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.
URL: http://www.fgd.es/es/legislacion.html

–0,5%. Чистая сумма кредитного долга компаний равнялась всего 2,8 трлн юаней, поэтому скрытая субсидия, полученная банками от финансовой репрессии в первом квартале 2008 г., составила 55 млрд юаней, что соответствует 1% ВВП страны или одной пятой части от скрытого налога, уплаченного домашними хозяйствами в тот же период. Таким образом происходит перераспределение доходов от домашних хозяйств в пользу корпоративных заемщиков и в большей степени государства и государственных банков [18].

В условиях повышенной волатильности китайского фондового рынка и неразвитого сектора паевых инвестфондов (ПИФов), у вкладчиков не остается никакого другого выхода, кроме как хранить деньги на депозитах. Особенность финансовой репрессии в Китае заключается в эффекте Гиффена: при снижении доходности депозитов работникам приходится сберегать больше наличных средств, чтобы компенсировать потерю доходности.

В целях поддержания фиксированного номинального обменного курса к доллару начиная с августа 2007 г. НБК потребовал от некоторых банков увеличить свои депозиты в валюте. НБК также осуществил продажу векселей центрального банка и повысил норму резервирования с 6% в 2002 г. до 17,5%. Фактически оба типа стерилизации представляют собой налог на банковский сектор, поскольку номинальная процентная ставка, которую банки получают как по депозитам в НБК, так и по векселям центрального банка ниже, чем процент по кредитам частным лицам и корпорациям [19].

Особенность текущей ситуации заключается в том, что правительство приняло решение в октябре 2015 г. снять ограничения на ставки по депозитам на ряду со снижением учетной ставки.

Финансовая репрессия в Индии

Финансовая система в Индии была относительно слабо регулируемой до 1960-х гг., когда правительство начало субсидировать кредиты для развивающихся отраслей. Были установлены предельные значения по депозитным и кредитным ставкам. Норма резервирования коммерческих банков тоже повышалась в течение десятилетия. Правительство также учредило госбанки и национализировало крупнейшие коммерческие банки (в 1969 г.). Это дало ему больший контроль за предоставлением кредитов целевым секторам промышленности [20]. В течение 1970-х и начала 1980-х гг. целевые кредиты стали преобладающим явлением на национальном кредитном рынке. Субсидии на кредиты определенным секторам также стали общей практикой. Количественный анализ индекса финансовой репрессии в Индии, основанный на количественных ограничениях финансового посредничества выявил тренд увеличивающейся финансовой репрессии с 1969 по 1984 г. и тренд ее снижения с 1988 г.

Важным инструментом для увеличения доходов в бюджет была норма резервирования для коммерческих банков. В рамках политики резервирования в Индии было разработано два механизма: норма по резервированию наличности (Cash Reserve Ratio – CRR) и законодательно установленная норма ликвидности (Statutory Liquidity Ratio). Первая требует от банков хранить в резерве наличные средства пропорционально их пассивам. Вторая норма устанавливала меньшую процентную ставку по гособлигациям на балансе коммерческих банков. Процент по гособлигациям был ниже среднерыночной ставки. Оба инструмента используются правительством с разной степенью интенсивности в разные периоды как часть денежно-кредитной политики [20].

Выводы

В статье был рассмотрен международный опыт применения инструментов финансовой репрессии. Отметим, что эффективность мер денежно-кредитной политики зависит от структуры финансового сектора стран. Для стран с англосаксонской системой (США, Великобритания) характерны операции на открытом рынке, где государство имеет лишь косвенные рычаги влияния.

Оценив прошлый опыт и текущую практику применения политики финансовой репрессии в странах с моделью финансового сектора, основанной на рыночных операциях (market-based system), можно сделать вывод о том, что такой подход, очевидно, является менее эффективным с точки зрения пропорциональности затрат и выгод для государства. В условиях близкой к нулю номинальной ставки рефинансирования и пресыщения дешевой ликвидностью у финансовых регуляторов остается ограниченное поле для маневра для дальнейшего извлечения выгод из механизмов финансовой репрессии.

Отметим, что инструменты прямого регулирования, такие как установление предельных значений по депозитным и кредитным ставкам, также использовались регуляторами США и Великобритании в послевоенный период, однако в настоящее время преобладающее значение имеют операции на открытом рынке.

Для стран континентальной Европы, Японии и развивающихся стран Индии и Китая характерно регулирование банковского сектора. В странах ЕС широко применяется метод так называемой плененной аудитории, при котором государственные пенсионные фонды и коммерческие банки выступают в роли покупателей государственных облигаций. Наиболее ярким примером прямого вмешательства государства в банковский сектор является частичная экспроприация вкладов частных лиц в 2013 г. на Кипре.

В Китае же исторически сложилась практика экспроприации государством части сбережений частных вкладчиков. В условиях текущего кризиса правительство Китая делает больший акцент на меры по получению доходов в казну от регулирования банковского сектора, эффективность которых обусловливается высоким уровнем зависимости крупных государственных банков от государства.

В то же время низкая доля иностранных инвестиций в финансовом секторе Китая делает его чрезмерно зависимым от показателей экономического роста и в текущей ситуации создает риск дефицита ликвидности на национальном рынке.

Основным методом финансовой репрессии в Индии является регулирование нормы резервирования и ликвидности в банковском секторе. Оба инструмента выполняют функцию сбора дополнительных средств в бюджет за счет отрицательной реальной ставки и более благоприятных условий хранения банковских активов в форме государственных облигаций.

Таким образом, специфика текущего кредитного кризиса, низких темпов роста мировой экономики и большого объема государственного и частного долга делают политику финансовой репрессии актуальным и эффективным инструментом как для развитых, так и для развивающихся стран.

Таблица 1

Объемы депозитов в банках Кипра и ВВП Кипра в 2007–2015 гг., млн евро

Table 1

The volume of deposits in Cyprus banks and Cyprus GDP in 2007–2015, million euro

Год	Общий объем депозитов	ВВП в текущих ценах
2007	49 489,8	17 327,8
2008	55 339,6	18 768,8
2009	55 589,4	18 423,1
2010	66 699,9	19 062,9
2011	70 716,7	19 486,7
2012	70 088	19 411,1
2013	49 384,8	18 118,9
2014	46 208,9	17 506,3
2015	45 772,9	17 420,6

Источник: Central Bank of Cyprus, The World Bank

Source: Central Bank of Cyprus, the World Bank

Список литературы

1. *Agénor P.-R., Montiel P.J.* Development Macroeconomics. Third Edition, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008. 792 p.

2. *Norkina A., Pekarski S.* Optimal Financial Repression. URL: https://www.hse.ru/data/2014/12/10/1104821232/81EC2014.pdf.

3. *Reinhart C.M.* The return of financial repression. URL: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-04.pdf.

4. *Roubini N., Sala-i-Martin X.* Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 1992, vol. 39, iss. 1, pp. 5–30.

5. *Koo R.* The world in balance sheet recession: causes, cure and politics. *Real-World Economics Review*, 2011, no. 58. URL: http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf.

6. *Vitols S.* The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan and the US. *Discussion Paper. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung*, 2001. URL: https://wzb.eu/sites/default/files/u13/vitols_dp_i01-302.pdf.

7. *Taggart R.A.* Deregulation of Deposit Rate Ceilings in the United States: Prospects and Consequences. In: Verheirstraeten A. Competition and Regulation in Financial Markets, Palgrave Macmillan UK, 1981, pp. 35–54.

8. *Gorton G.B., Metrick A.* Securitized Banking and the Run on Repo. *Yale ICF Working Paper*, 2009, no. 09-14. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440752.

9. *Alesina A., Summers L.* Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993, vol. 25, no. 2, pp. 151–162.

10. *Carpenter D.H., Murphy E.V., Murphy M.M.* The Glass-Steagall Act: A Legal and Policy Analysis. URL: https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R44349.pdf.

11. *Fforde J.* The Bank of England and Public Policy, 1941–1958. Cambridge: Cambridge University Press, 1992, 861 p.

12. *Gorton G., Metrick A.* Haircuts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2010, vol. 92(6), pp. 507–520. URL: https://research.stlouisfed.org/publications/review/10/11/Gorton.pdf.

13. *Reinhart C.M., Sbrancia M.B.* The liquidation of government debt. *NBER Working Paper Series*, 2011, no. 16893. URL: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf.

14. *Wyplosz C.* Financial restraints and liberalization in postwar Europe. *CEPR Discussion Papers*, 1999, no. 2253.

15. *Zenios S.A.* Fairness and reflexivity in the Cyprus bail-in. URL: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/14/14-04.pdf.

16. *Maswana J.-C.* China's Financial Development and Economic Growth: Exploring the Contradictions. *International Research Journal of Financeand Economics*, 2008, no. 19, pp. 89–101.

17. *Johansson A.C.* Financial repression and China's Economic imbalances. *CERC Working Paper*, 2012, no. 22. URL: http://swopec.hhs.se/hacerc/papers/hacerc2012-022.pdf.

18. *Lardy N.R.* Financial Repression in China. URL: https://www.ciaonet.org/attachments/1910/uploads.

19. *Singh A., Sharma A.K.* An empirical analysis of macroeconomic and bank-specific factors affecting liquidity of Indian banks. *Future Business Journal*, 2016, vol. 2, iss. 1, pp. 40–53.

20. *Kletzer K., Kohli R.* Financial Repression and Exchange Rate Management in Developing Countries: Theory and Empirical Evidence for India. *IMF Working Paper*, 2001, no. WP/01/103. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01103.pdf.

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

FINANCIAL REPRESSION POLICY: EXPERIENCE OF FOREIGN COUNTRIES

Akhmed A. ABU BAKR FAREED

Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs (MGIMO University), Moscow, Russian Federation
Farid.abubakr88@gmail.com

Article history:
Received 20 October 2016
Received in revised form
3 November 2016
Accepted 17 November 2016

JEL classification: E5

Keywords: financial repression, negative interest rates, sovereign debt

Abstract

Importance The 2007 international credit crisis triggered a long term recession with developed countries at its core. Facing the problem of inefficient conventional debt reduction tools, official economic authorities turned to financial repression policy. The concept, introduced by E. Show and R. McKinnon, involves measures of raising government income by manipulating the financial sector. The article provides a cross-country policy analysis. It gives both a historic and modern perspective on the phenomenon. The originality of this work is achieved by covering three most important policy implementation spheres: securities market, banking sector and government owned financial entities. The article analyzes the use of a certain instrument in foreign countries.

Objectives The purpose is to analyze financial repression policy implementation and to identify country specific measures applied.

Methods Through logical scientific methods, I reveal theoretical framework for financial repression implementation in both developing and developed countries, taking a comprehensive look at peculiar features of the crisis that prompted it.

Results The article describes current crisis characteristics that required unconventional monetary policy measures. For further analytical purposes, countries have been grouped based on financial sector structure. The research focuses on financial repression practices and country specific tool box applied in countries like the U.S., the UK, continental EU, China and India.

Conclusions and Relevance Financial repression is an efficient and widely implemented monetary policy tool. However, in countries with traditional (bank-based) financial sector direct State interference allows to raise government income substantially faster than in market-based nations.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Agénor P.-R., Montiel P.J. Development Macroeconomics. Third Edition. Princeton, NJ, Princeton University Press, 2008, 792 p.
2. Norkina O.A., Pekarski S.E. Optimal Financial Repression. Available at: https://www.hse.ru/data/2014/12/10/1104821232/81EC2014.pdf.
3. Reinhart C.M. The return of financial repression. Available at: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-04.pdf.
4. Roubini N., Sala-i-Martin X. Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 1992, vol. 39, iss. 1, pp. 5–30.
5. Koo R. The world in balance sheet recession: Causes, cure and politics. *Real-World Economics Review*, 2011, no. 58. Available at: http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf.
6. Vitols S. The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan and the United States. Discussion Paper. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 2001. Available at: https://wzb.eu/sites/default/files/u13/vitols_dp_i01-302.pdf.

7. Taggart R.A. Deregulation of Deposit Rate Ceilings in the United States: Prospects and Consequences. In: Verheirstraeten A. Competition and Regulation in Financial Markets. Palgrave Macmillan UK, 1981, pp. 35–54.

8. Gorton G.B., Metrick A. Securitized Banking and the Run on Repo. *Yale ICF Working Paper*, 2009, no. 09-14. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440752.

9. Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993, vol. 25, no. 2, pp. 151–162.

10. Carpenter D.H., Murphy E.V., Murphy M.M. The Glass-Steagall Act: A Legal and Policy Analysis. Available at: https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R44349.pdf.

11. Fforde J. The Bank of England and Public Policy, 1941–1958. Cambridge, Cambridge University Press, 1992, 861 p.

12. Gorton G., Metrick A. Haircuts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2010, vol. 92(6), pp. 507–520. Available at: https://research.stlouisfed.org/publications/review/10/11/Gorton.pdf.

13. Reinhart C.M., Sbrancia M.B. The liquidation of government debt. *NBER Working Paper Series*, 2011, no. 16893. Available at: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf.

14. Wyplosz C. Financial restraints and liberalization in postwar Europe. *CEPR Discussion Papers*, 1999, no. 2253.

15. Zenios S.A. Fairness and reflexivity in the Cyprus bail-in. Available at: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/14/14-04.pdf.

16. Maswana J.-C. China's Financial Development and Economic Growth: Exploring the Contradictions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2008, no. 19, pp. 89–101.

17. Johansson A.C. Financial repression and China's Economic imbalances. *CERC Working Paper*, 2012, no. 22. Available at: http://swopec.hhs.se/hacerc/papers/hacerc2012-022.pdf.

18. Lardy N.R. Financial Repression in China. Available at: https://www.ciaonet.org/attachments/1910/uploads.

19. Singh A., Sharma A.K. An empirical analysis of macroeconomic and bank-specific factors affecting liquidity of Indian banks. *Future Business Journal*, 2016, vol. 2, iss. 1, pp. 40–53.

20. Kletzer K., Kohli R. Financial Repression and Exchange Rate Management in Developing Countries: Theory and Empirical Evidence for India. *IMF Working Paper*, 2001, no. WP/01/103. Available at: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01103.pdf.