

ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

О.А. Норкина

**СОВРЕМЕННАЯ
ФИНАНСОВАЯ РЕПРЕССИЯ
В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ**

Препринт WP12/2014/03

Серия WP12

Научные доклады

Лаборатории макроэкономического анализа

Москва
2014

Редактор серии WP12
«Научные доклады
Лаборатории макроэкономического анализа»
Л.Л. Любимов

Норкина, О. А.

Современная финансовая репрессия в развитых странах [Электронный ресурс] : препринт WP12/2014/03 / О. А. Норкина ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – Электрон. текст. дан. (700 Kb). – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. – (Серия WP12 «Научные доклады Лаборатории макроэкономического анализа»). – 30 с.

В последние годы многие развитые страны столкнулись с проблемой фискального стресса. Правительства этих стран были вынуждены прибегнуть к финансовой репрессии. Несмотря на то, что финансовая репрессия исторически эффективна с точки зрения сокращения внутреннего долга, ее влияние на экономический рост отрицательно. В работе рассматриваются выгоды и потери от финансовой репрессии, обсуждаются примеры современной финансовой репрессии, а также причины, по которым правительства выбирают финансовую реессию, а не де-фолт или сдерживающую фискальную политику.

Ключевые слова: финансовая репрессия, долговой кризис, государственный долг, неявное налогообложение, экономический рост

Классификация JEL: E60, E62, E65, F34

Норкина О.А., Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». Лаборатория макроэкономического анализа, младший научный сотрудник; E-mail: onorkina@hse.ru

Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 г.

**Препринты Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики» размещаются по адресу: <http://www.hse.ru/org/hse/wp>**

© Норкина О. А., 2014

© Оформление. Издательский дом
Высшей школы экономики, 2014

1. Введение

Объемы государственного долга в развитых странах к 2010 г. достигли практически исторического максимума, приблизившись к уровню внутреннего долга после Второй мировой войны [Reinhart, 2011]. По данным OECD, отношение долга к ВВП в США в 1980 г. составляло 27,5%, в 2008 г. – 40,2%, а в 2010 г. достигло уже 61,3%. Похожая динамика – постепенный рост долга к ВВП с последующим резким увеличением в 2007–2008 гг. – характерна и для стран еврозоны (рис. 1). Это можно объяснить возросшими расходами правительства, направленными на спасение финансовых институтов от банкротства, в период мирового финансового кризиса, а также сокращением налоговых поступлений в результате рецессии. Значительное увеличение долга к ВВП означает, что приоритетной целью фискальных властей в развитых странах будет сокращение внутреннего долга до пределов, установленных критериями (60% от ВВП для еврозоны согласно Маастрихтскому договору и установленному Конгрессом США потолку госдолга для Америки соответственно).

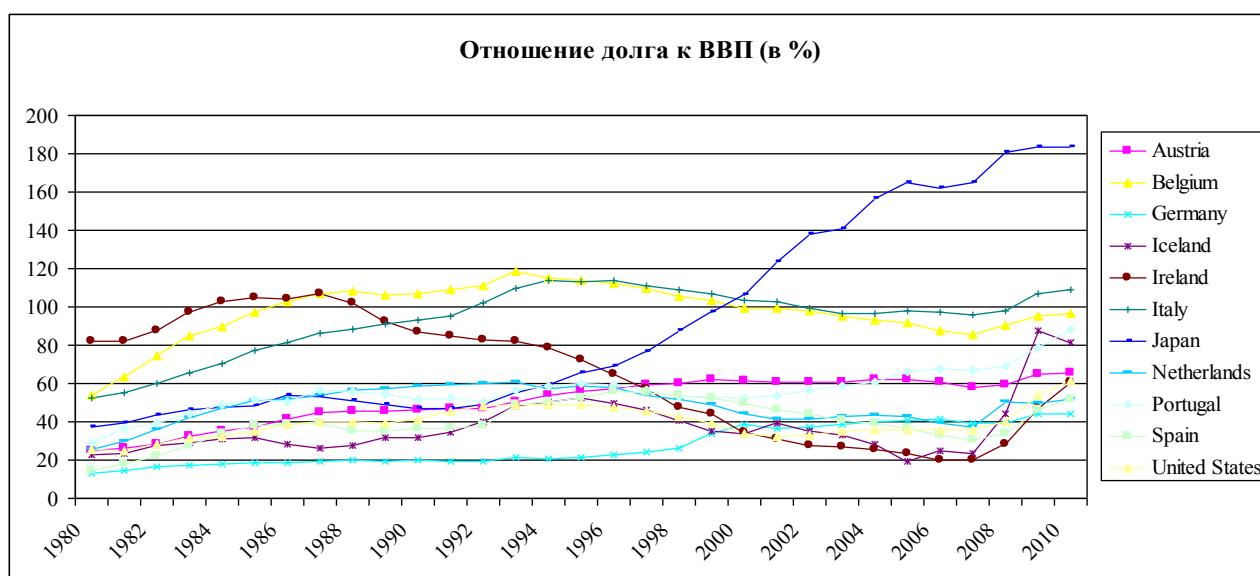


Рис. 1

Источник: OECD.

Если в текущем периоде расходы бюджета превышают доходы, то правительство вынуждено прибегнуть к займу, который в следующем периоде должен быть погашен вместе с процентами при помощи нового займа или с помощью существенного сокращения расходов / увеличения доходов бюджета. Без подстройки в фискальной сфере объем государственного долга будет увеличиваться. Динамика отношения долга к ВВП определяется соотношением темпа экономического роста и реальной ставки процента. Если темп роста экономики превышает реальную ставку процента, то с течением времени

отношение долга к ВВП стабилизируется, в обратном случае отношение долга к ВВП будет экспоненциально расти.

В период долгового кризиса в развитых странах темпы роста их экономик значительно уступали реальным процентным (рис. 2). Так, например, в 2009 г. при реальной доходности по 10-летним облигациям еврозоны¹ в 4,5%, рост экономики составил примерно –2,5%. Фискальные власти оказались перед выбором, какие инструменты фискальной (квазифискальной) политики использовать для сокращения отношения долга к ВВП.

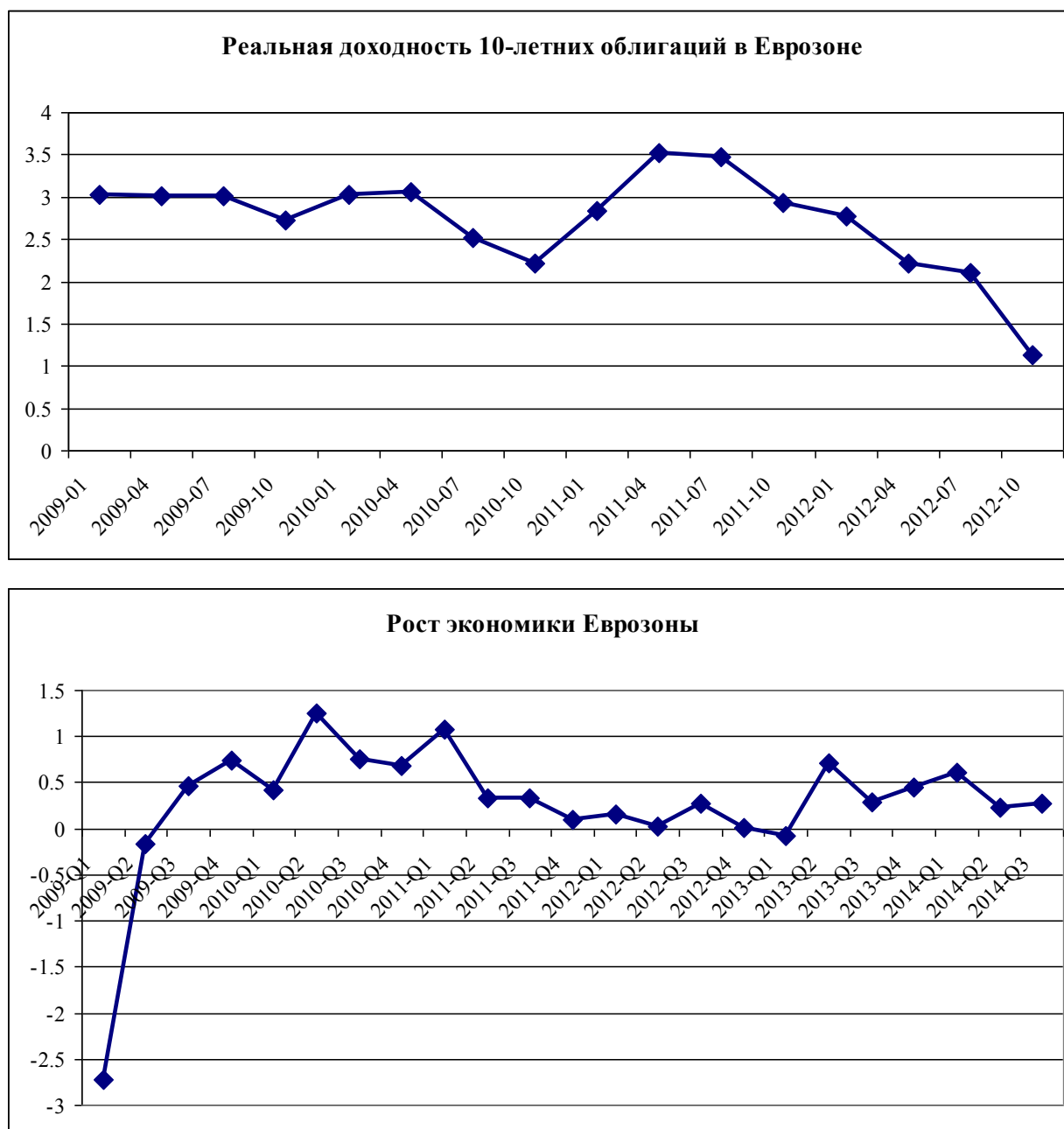


Рис. 2

Источник: ECB data base, расчеты автора.

¹ Среднее значение по странам, входящим в еврозону. Рассчитывается ЕЦБ.

Отношение долга к ВВП можно сократить, не накапливая долг и при этом увеличивая выпуск в экономике. Для этого необходимо поддерживать, по крайней мере, сбалансированный бюджет и одновременно увеличивать выпуск, что обычно труднодостижимо в условиях долгового кризиса. Существование долгового навеса обычно приводит к замедлению роста экономики [Reinhart, Rogoff, 2012; Herndon, Ash, Pollin, 2013]. Правительства также могут перейти от дефицита бюджета к профициту и при помощи излишка выплачивать долги. Однако и здесь есть ограничение – фискальная консолидация сокращает выпуск, поэтому отношение долга к ВВП может увеличиваться. Более того, в странах с большой системой социального обеспечения может быть политически сложно принять решение о значительном сокращении расходов и повышении налогов. Также можно пойти по пути Греции и реструктурировать долг, т.е. прибегнуть к техническому дефолту. Однако и этот инструмент политики вряд ли может быть использован по двум причинам: первая – это возможность реализации «эффекта домино», когда вслед за одной страной банкротами станут и другие страны и их банковские системы, а вторая – это сложности с займами в будущем в случае дефолта, так как у страны надолго останется репутация плохого заемщика.

Как отмечалось выше, при невозможности подстройки в фискальной сфере решающую роль в определении динамики долга к ВВП будет иметь соотношение темпа роста экономики и номинальной ставки процента по долгу. Сократить разницу между номинальной ставкой процента по государственному долгу и темпом экономического роста можно при помощи стимулирующей монетарной политики, снизив процентную ставку. Другими словами, можно прибегнуть к монетизации долга. Однако то, что хорошо работало в развивающихся странах в 70-е годы, трудно реализовать в современных условиях, когда центральные банки таргетируют уровень инфляции и являются, по сути, независимыми экономическими институтами. Как отмечают Reinhart, Sbrancia [2011], остается еще один действенный инструмент фискальной политики – финансовая репрессия – мера, наиболее популярная в развивающихся и даже в развитых странах в период после Второй мировой войны вплоть до финансовой либерализации 80-х годов.

В разделе 2 мы дадим определение финансовой репрессии и обсудим механизм ее действия, а в разделе 3 приведем примеры финансовой репрессии в XXI в. в развитых и развивающихся странах. Раздел 4 посвящен обсуждению доходов от финансовой репрессии, получаемых правительством. В разделе 5 мы проанализируем потери от финансовой репрессии в терминах роста экономики и деятельности финансовых посредников. В разделе 6 обсудим связь финансовой репрессии и уклонения от уплаты налогов, а также значимость качества институтов. Раздел 7 – Заключение.

2. Финансовая репрессия и ее механизм

Финансовая репрессия – это политика регулирования финансового сектора экономики, которая позволяет правительству извлекать из него средства для финансирования государственного долга, которые в конкурентной среде были бы направлены в другие активы. Согласно более широкому определению, финансовая репрессия – это политика государственного регулирования, законодательства и различных ограничений, которые не позволяют финансовым посредникам функционировать на полную мощность, т.е. наиболее эффективно. Следовательно, политика финансовой репрессии является уходом от *laissez-faire* финансового рынка. Часто финансовую репрессию определяют как политику правительства, направленную на создание отрицательных реальных ставок процента, что позволяет сокращать стоимость обслуживания долга и его объем, хотя это лишь разновидность финансовой репрессии. Следует отметить, что единого принятого определения финансовой репрессии не существует, что иногда приводит к неоднозначной трактовке той или иной политики правительства как финансовой репрессии.

Политика финансовой репрессии включает прямое одалживание средств правительству подконтрольными финансовыми институтами (такими как пенсионные фонды и национальные банки), явные или неявные ограничения сверху на ставки по депозитам коммерческих банков, ограничения потоков иностранного капитала, высокую норму обязательных резервов (или ужесточение требований к капиталу коммерческих банков и пенсионных фондов), запрет на покупку золота [Reinhart, 2011, 2012]. Все эти меры направлены на получение правительством контроля над финансовыми ресурсами, которые могут быть использованы в целях сокращения внутреннего долга, субсидирования приоритетных отраслей экономики и т.д. По своей сути финансовая репрессия является неявным налогом на деятельность финансовых посредников.

Следует также различать инфляционный налог и финансовую репрессию. Базой инфляционного налога являются реальные денежные остатки, тогда как финансовая репрессия влияет на структуру портфеля индивидов. С другой стороны, финансовая репрессия может увеличивать базу инфляционного налога, сокращая доступность финансовых инструментов (так как реальные ставки процента становятся отрицательными). Поэтому между инфляционным налогом и финансовой репрессией существует комплементарность. В развивающихся странах финансовая репрессия и инфляционный налог применяются совместно.

В период с конца Второй мировой войны и вплоть до начала финансовой либерализации 1980-х годов наиболее широко используемым инструментом финансовой репрессии в развивающихся странах было увеличение минимальной нормы обязательных резервов. Данная мера сокращает прибыль коммерческого банка и одновременно увеличивает спрэд между ставкой по кредитам и депозитам. Депозиты становятся менее привлекательными, что увеличивает спрос на реальные денежные остатки. С ростом базы инфляционного налога растут и поступления от него. Центральный банк получает сеньораж, который становится доходом бюджета (ЦБ России, например, перечисляет 50% прибыли в бюджет, а с 2016 г. эта цифра увеличится до 75%). Если же политику высоких резервных требований соединить с ограничениями на ставки по депозитам, то основными «налогоплательщиками» становятся уже не коммерческие банки, а сберегатели, т.е. домашние хозяйства. В рассмотренном механизме минимальные резервные требования являются инструментом финансовой репрессии, но получаемый правительством доход – сеньоражем, что свидетельствует о сложности разделения финансовой репрессии и инфляционного налога в некоторых случаях.

Правительства также часто прибегают к администрированию процентных ставок. При введении потолка процентной ставки по депозитам так, чтобы процент оставался ниже инфляции, стимулы сберегать у домашних хозяйств сокращаются, что увеличивает спрос на реальные денежные остатки, а следовательно, базу инфляционного налога. В этом случае правительство получает большой сеньораж. Такой инструмент наиболее эффективен в развивающихся странах с высоким уровнем инфляции.

Ужесточение требований к капиталу (в сторону большей доли облигаций правительства на балансе) или же «принудительное» размещение долга на балансе подконтрольных финансовых институтов искусственно увеличивает спрос на государственные облигации и, соответственно, цену на них, что сокращает номинальную ставку процента по долгу, а значит, и стоимость его обслуживания. Финансовые посредники получают меньшую доходность по вложениям, чем могли бы в отсутствие финансовой репрессии. Со стороны правительства такая разновидность финансовой репрессии мотивируется как «оздоровление» банковской системы, так как вложения в облигации правительства считаются безрисковыми по отношению к другим активам. Если же в результате финансовой репрессии реальные ставки процента становятся отрицательными (уровень инфляции превышает номинальный процент по облигациям правительства), то сокращается уже существующий объем государственного долга. В этом случае финансовая репрессия действует как неявный налог: происходит перераспределение средств от кредиторов (потребителей) к заемщикам (государству).

Часто правительство ограничивает потоки иностранного капитала, чтобы население не держало иностранные активы, а банки не занимали за рубежом (т.е. пассивы были бы преимущественно в национальной валюте). Так же стоит отметить, что исторически финансовая репрессия ассоциируется с популизмом, так как накопленный государственный долг может быть следствием популистской политики правительства. Финансовая репрессия также может быть следствием нежелания популистского правительства прибегнуть к фискальному ужесточению, когда сама репрессия является неявным и поэтому «незаметным» налогом.

3. Финансовая репрессия в XXI в.

В этом разделе мы обсуждаем финансовую репрессию в развитых и развивающихся странах в XXI в. Стоит отметить, что из-за отсутствия единого определения финансовой репрессии некоторые пункты могут быть спорными с точки зрения отнесения их именно к финансовой репрессии, а не к традиционной монетарной политике.

Администрирование процентных ставок

В 2010 г. Министерство финансов Испании обязало финансовые институты установить потолок процентной ставки по депозитам [Reinhart, 2011]. Эта мера должна была сократить стимулы агентов сберегать, что должно было увеличить спрос на реальные денежные остатки и доход от инфляционного налога.

Ужесточение требований к капиталу коммерческих банков

В Великобритании в 2009 г. The Financial Service Authority потребовал от коммерческих, инвестиционных банков и филиалов иностранных банков в Великобритании увеличить долю государственных облигаций на их балансе на 20% минимум на один год. Переход к новым международным стандартам в сфере банковского регулирования с Базеля II на Базель III также является примером финансовой репрессии, так как *настоятельно* рекомендует банкам увеличить долю облигаций правительства на балансе. В Европе в целом имело место резкое увеличение государственного долга на балансе коммерческих банков, что показано в исследовании [Becker, Ivashina, 2014]. Но возникает вопрос – чем это было вызвано: финансовой репрессией или желанием самих банков увеличить долю безрисковых активов.

Национализация средств пенсионных фондов

Правительство Ирландии в 2010 г. использовало средства Национального пенсионного резервного фонда для рекапитализации банков. Пенсионный фонд инвестировал 15,5 млрд евро в государственные облигации Ирландии. Более того, правительство установило налог 0,5% на частные пенсионные фонды.

В 2010 г. правительство Португалии вернуло под государственный контроль частный пенсионный фонд Portugal Telecom, что позволило получить 2,8 млрд евро в активах [Reinhart, 2011].

Аналогичная мера была принята в 2010 г. правительством Японии в отношении Japan Post – одного из самых больших сберегательных учреждений с активами в 330 трлн иен. При этом Japan Post держит более 75% активов в облигациях правительства, поэтому для расширения возможности размещения долга был увеличен верхний предел суммы сбережений до 20 млн иен для домашних хозяйств.

Некоторым странам Восточной Европы также пришлось прибегнуть к финансовой репрессии, национализировав обязательную накопительную часть пенсионного богатства. Правительство Венгрии предоставило достаточно жесткий выбор своим гражданам: навсегда вернуться к распределительной государственной системе из частной или же, тоже навсегда, перейти к частной накопительной (однако все равно необходимо выплачивать пенсионный налог в бюджет). При помощи национализации пенсионных накоплений граждан правительство Венгрии получило 11 млрд евро и направило их на погашение государственного долга. Эти меры позволили сократить объем долга с 81 до 77% ВВП.

В Польше была национализирована только та часть пенсионных накоплений, которые были вложены в суверенный долг, т.е. примерно половина сбережений граждан. Правительство Польши сначала продало свои обязательства пенсионным фондам, а затем национализировало накопления, что существенно сократило государственный долг. Перед гражданами Польши тоже встал вопрос о переходе в государственный пенсионный фонд, при этом граждане, не сделавшие выбор в течение трех месяцев, автоматически переходят к государственной системе пенсионного обеспечения.

Некоторые другие государства Восточной Европы просто поменяли пропорцию между государственными и частными пенсионными накоплениями так, что накопительная часть стала абсолютно невыгодна. В Латвии это соотношение составило 18% к 2% (распределительная часть – накопительная часть) в пользу правительства, в Словакии – 14% к 4%, в Эстонии в пользу правительства отчислялось в 2010 г. 20%, а в 2011 г. в накопительную систему стало уходить всего 2%. Пенсионная реформа, принятая в России в 2014 г., также может рассматриваться как политика финансовой репрессии. Пенсионные накопления граждан будут национализированы (т.е. пенсионная система станет распределительной), исключением станут те, кто успеет написать заявление о сохранении накопительной части пенсии в размере 6%. Участие в накопительной системе станет для россиян добровольным.

Об увеличении доли облигаций правительства в пенсионных фондах в странах, попавших в долговой кризис, свидетельствуют и данные OECD. Из табл. 1 мы можем видеть, что практически для всех выбранных стран доля инвестиций пенсионных фондов в государственные облигации увеличилась, а для многих пенсионных фондов в принципе выросла доля инвестиций в долговые бумаги как частного, так и государственного секторов.

Таблица 1. Доля инвестиций пенсионных фондов в государственный долг

Некоторые страны OECD	2007 г.	2011 г.
Австрия	29,44	1,50
Бельгия	4,16	7,42
Болгария	24,99	32,48
Венгрия	60,65	59,20
Германия	1,52	2,34
Греция	37,20	43,44
Дания	24,08	47,42
Израиль	63,81	65,70
Исландия	24,26	45,12
Испания	25,81	34,68
Италия	30,36	35,78
Нидерланды	14,88	16,45
Норвегия	11,70	20,80
Польша	59,29	59,09
Португалия	17,06	24,58
Румыния	21,08	67,40
Словакия	18,62	41,49
Словения	28,94	23,63
США	9,48	12,50
Чехия	61,96	70,64

Источник: OECD Pensions statistics, расчеты автора.

Выкуп государственного долга центральными банками

Во время финансовой репрессии центральные банки становятся большими игроками на рынке государственного долга. Так, например, в период с мая 2010 г. по март 2011 г. ЕЦБ выкупил облигации правительств Греции, Португалии и Ирландии на сумму 100 млрд евро, что составляет примерно 12% от ВВП трех стран. Программа количественного смягчения Банка Англии и ФРС также является примером финансовой репрессии, так как значительно сокращает роль частных финансовых институтов на рынке суверенного долга. Данный

пример финансовой репрессии является спорным. Выкуп государственного долга центральными банками мы можем назвать финансовой репрессией, так как это был вынужденный шаг (нужно было сократить номинальный процент по долгу, увеличив спрос на облигации правительства, что было сделано при помощи ЦБ). Мы исходим из того, что в отсутствие долговых проблем не было бы программ выкупа государственного долга.

Другие формы финансовой репрессии

В 2011 г. в Великобритании также была приватизирована Royal Mail, что позволило получить 23,5 млрд фунтов в активах. Приватизация должна была способствовать сокращению бюджетного дефицита страны.

В 2014 г. планировалось сократить налог на торговлю облигациями правительств в 11 странах еврозоны, тогда как налоги на торговлю другими активами не должны были измениться. Это должно способствовать росту привлекательности торговли государственными облигациями по сравнению с частными финансовыми инструментами [Reit van, 2013].

Не только развитые страны были вынуждены прибегнуть к политике финансовой репрессии, развивающиеся страны не стали исключением. Рассмотрим несколько примеров, касающихся развивающихся рынков (практически все они направлены на контроль за потоками капитала). Так, в Бразилии в 2008 г. был введен налог на фиксированный доход иностранцев в размере 1,5%, который к 2011 г. вырос до 6%. В 2009 г. в Перу была запрещена покупка иностранцами облигаций центрального банка, а также была увеличена норма минимальных обязательных резервов. В Южной Корее в 2010 г. был введен налог на доход по государственным облигациям для иностранцев в размере 14%. Более подробную информацию по финансовой репрессии в развивающихся странах можно найти в работах Reinhart [2011], van Reit [2013], Becker, Ivashina [2014].

Основной довод в пользу финансовой репрессии с точки зрения неоклассической теории базируется на предпосылке, что капитал и деньги являются субститутами. Если взять за основу модель Тобина [Tobin, 1965], то увеличение отдачи по капиталу по сравнению с отдачей от денег должно привести к увеличению инвестиций в производственный капитал (изменение структуры портфеля домашних хозяйств), что увеличит, в свою очередь, капиталовооруженность труда и в конечном счете экономический рост. То есть сокращая отдачу от держания денег на депозитах путем введения потолка процентных ставок и роста инфляции, можно получить более высокие темпы роста экономики. Однако ученые из Стэнфордского университета МакКиннон и Шоу в исследованиях 1973 г. опровергли эти доводы в пользу политики финансовой репрессии в отношении развивающихся стран,

предположив, что производственный капитал и деньги являются комплементами в портфеле инвестора. То есть при увеличении стимулов к держанию денег на депозитах возникают также и стимулы инвестировать в капитал. Тогда развитая система финансового посредничества увеличивает возможности сбережений и займов, что, в свою очередь, улучшает качество и количество инвестиций. Если же правительство применяет политику финансовой репрессии (например, в форме потолка по ставке по депозитам), то более низкая отдача от сбережений ведет к сокращению предложения финансовых средств в экономике. Это означает, что искажения, возникающие на финансовом рынке из-за политики финансовой репрессии, будут вытеснять доходные инвестиции, сокращать стимулы к сбережениям, и, таким образом, это приведет к снижению экономического роста.

Далее рассмотрим подробнее различные аргументы «за» и «против» политики финансовой репрессии.

4. Доходы от финансовой репрессии

В литературе рассматривается несколько причин использования финансовой репрессии: первая причина – это высокие издержки в администрировании множества явных налогов и их сборе в развивающихся странах [Gordon, Levinsohn, 1989]. Вторая причина – «невидимость» финансовой репрессии для налогоплательщиков, что может быть удобным для правительств по политическим причинам. Третья причина – перераспределение финансовых ресурсов от капиталистов (фирм и банков) к работникам (домашним хозяйствам), что может также быть выгодно по политическим мотивам (популизм). И наконец, четвертая причина – субсидирование приоритетных отраслей экономики с точки зрения правительства. Однако наиболее часто рассматриваемым в литературе мотивом использования финансовой репрессии считается получение правительством финансовых ресурсов для сокращения внутреннего государственного долга.

Многие развивающиеся страны использовали политику финансовой репрессии в послевоенный период (наиболее часто используемыми инструментами репрессии были контроль за потоками капитала и потолки процентных ставок), что не позволило их финансовым рынкам догнать в развитии развитые страны. Финансовая либерализация в таких странах должна была способствовать развитию финансовых рынков, но это бы сократило возможности для правительства извлекать доход из финансового сектора, что могло негативно отразиться на дефиците бюджета. Giovannini, de Melo [1991] эмпирически оценивают величину государственных расходов, которая может быть профинансирована с помощью финансовой репрессии, рассматривая ее как неявное налогообложение финансовых посредников. Другими словами, они оценивают эффект первого порядка от

финансовой либерализации. Это позволяет понять, какие налоговые реформы и изменения в государственных расходах следует предпринять правительству после либерализации финансовых рынков для того, чтобы сократить дефицит бюджета. Авторы проанализировали данные по государственному бюджету на выборке из 38 развивающихся стран за период с 1972 г. по 1987 г. Доход правительства от финансовой репрессии они измеряли как разность между иностранной и внутренней ставкой процента, умноженной на величину государственного долга, за исключением долга, находящегося в ЦБ. Усреднение данных позволяет учесть выигрыш правительства от неожиданной девальвации. Результаты показывают, что доход правительства от финансовой репрессии варьируется от нуля в Индонезии (где весь долг держит центральный банк Индонезии) до 6% от ВВП в Мексике и Зимбабве. При этом финансовая репрессия как доля от совокупных доходов бюджета составляет 40% в Мексике и 20% в Индии, Пакистане, Португалии, Шри-Ланке и Зимбабве. В этих странах доход от финансовой репрессии сопоставим с доходом от сеньоража. Полученные результаты означают, что финансовая либерализация приводит к значительным потерям в доходе бюджета, а значит, требуются бюджетные реформы.

Reinhart, Sbrancia [2012] рассчитывают выгоды от финансовой репрессии в развитых странах, полученные правительствами, в виде сокращения государственного долга. На протяжении трех с половиной десятилетий после окончания Второй мировой войны реальные ставки процента по облигациям правительства в этих странах в среднем были отрицательными, что способствовало не только сокращению стоимости обслуживания долга, но и снижению его реального уровня. Для определения объемов внутреннего долга, которые были сокращены при помощи финансовой репрессии, авторы строят долговой профиль для каждой страны, так как долг правительства различается по срокам погашения, купонам, доходностям и структуре (рыночный и нерыночный долги). Период ликвидации существующего долга – это период, в течение которого реальная доходность по долгу была отрицательной. По подсчетам авторов период ликвидации составил примерно 9 лет для США. Для других стран он был еще длиннее. В качестве налоговой базы Reinhart, Sbrancia [2012] используют отношение номинального долга к ВВП. Таким образом, доход правительства от политики финансовой репрессии – это реальная ставка процента, умноженная на налоговую базу. В результате они получают, что для США и Великобритании эффект ликвидации государственного долга составил около 3–4% от ВВП ежегодно, для Италии и Австралии – более 5% от ВВП ежегодно. Результаты свидетельствуют о том, что доход от финансовой репрессии в развитых странах составляет значительную часть всех доходов бюджета. В отличие от развивающихся стран, развитые

страны сумели перейти к свободным финансовым рынкам, несмотря на финансовую репрессию.

В развитых странах финансовая репрессия в большинстве случаев проявляется в нерыночной реальной ставке процента (правительство влияет на номинальную ставку процента и уровень инфляции, используя репрессию). Аналитики Allianz Global Investors рассчитали количество лет для Германии, которое ей потребуется, чтобы достигнуть отношения долга к ВВП в соответствии с критериями Пакта о стабилизации и росте, если правительство будет использовать финансовую репрессию. В качестве инструмента финансовой репрессии рассматривается давление на реальную процентную ставку. Предполагается, что ЕЦБ проводит стимулирующую монетарную политику, изменяя уровень инфляции, что сокращает реальную ставку процента (номинальный процент по государственному долгу задан в интервале от 2 до 4%). Бюджет также предполагается сбалансированным, а темп роста экономики составляет 1,5%. Диапазон изменения уровня инфляции составляет от 2 до 6% (верхняя граница является нереалистичным сценарием для Европейского монетарного союза). В результате было получено, что при наиболее реалистичных предпосылках Германия сократит отношение долга к ВВП до 60% в 2033 г. при номинальной доходности 2% и таком же уровне инфляции. Если же доходность по внутреннему долгу увеличится до 4%, то отношение долга к ВВП продолжит расти. При наиболее нереалистичном сценарии с уровнем инфляции в 6% и номинальной доходностью в 2% долг Германии уже к 2018 г. будет соответствовать установленным критериям. Если же ослабить предпосылку о сбалансированном бюджете (рассмотреть дефицит бюджета от 0 до 2%), но предположить фиксированную номинальную доходность равную 2%, то результаты изменятся. При уровне инфляции в 2% и таком же первичном дефиците отношение долга к ВВП продолжит увеличиваться. Если же увеличить уровень инфляции до 4 и 6%, то отношение долга к ВВП достигнет отметки 60% к 2083 и 2024 г. соответственно. Allianz Global Investors строят такие же прогнозы и для США. Если предположить сбалансированный бюджет, то при номинальном проценте по долгу в 4% и уровне инфляции в 2% отношение долга к ВВП будет оставаться неизменным, а увеличив инфляцию до 4%, правительство США сократит долг до 60% от ВВП к 2042 г.

Как отмечалось ранее, правительства развивающихся стран получают значительный доход, используя финансовую репрессию совместно с контролем потоков иностранного капитала, так как это позволяет увеличить разрыв между ставками процента за рубежом и внутри страны, что сокращает стоимость обслуживания внутреннего долга. Однако с начала финансовой либерализации этот доход бюджета стал стремительно сокращаться. Например, в Аргентине издержки обслуживания долга сильно выросли в период с 1991 до 2002 г., что

привело к увеличению внутреннего долга правительства. Открытость финансовой системы увеличивает мобильность ресурсов, поэтому снижается разница между внутренней и зарубежной ставками процента. В результате для правительства сокращается возможность занимать под искусственно низкие ставки процента.

Jinjarak [2013] оценивает взаимосвязь между либерализацией торговли, открытостью финансовой системы и финансовой репрессией. Тестируется следующая гипотеза: повлияла ли экономическая интеграция на сглаживание доходов от финансовой репрессии. Исследование охватывает период с 1990 по 2000 г. для 62 стран (также автор строит ограниченную выборку для 24 стран и периода с 1980 по 2000 г.). Jinjarak [2013] использует ограниченную выборку, так как данные по долгу в начале периода исследования однородны (база данных World Bank), а в конце периода неоднородны: данные по объему долга для разных стран взяты из разных баз данных и рассчитываются по различной методологии. Доход от финансовой репрессии основан на дифференциале ставок процента внутри страны и за рубежом. Автор оценивает несбалансированную панель, учитывая фиксированный и временной эффекты. Зависимая переменная в модели – это доход от финансовой репрессии как доля от ВВП, контрольные переменные – открытость торговли, ВВП на душу населения и качество институтов. Все переменные взяты в логарифмах для учета возможной нелинейности. Модель также оценивается для двух групп: стран с высокой и низкой мобильностью капитала. Для оценки устойчивости результатов автор изменяет состав и длину выборки (до 44 стран и по 2009 г. соответственно), а также оценивает модель для двух групп стран – с хорошим и плохим государственным управлением (чтобы контролировать важность качества институтов). В результате Jinjarak [2013] получает, что либерализация торговли значимо негативно коррелирует с доходом от финансовой репрессии, то же верно для уровня развития экономики. Для стран с низкой мобильностью капитала отрицательное влияние либерализации торговли на доход от финансовой репрессии выше. Качество институтов, отрицательно влияя на доход от финансовой репрессии, в модели незначимо. Гипотеза, что правительства с низким качеством институтов в большей степени эксплуатируют политику финансовой репрессии, неверна.

5. Потери от финансовой репрессии

Как отмечалось выше, влияние финансовой репрессии на экономический рост является отрицательным, несмотря на значительный доход правительства от репрессии [McKinnon, 1973; Shaw, 1973]. Так как темп накопления капитала важен с точки зрения долгосрочного роста, то и развитость финансового сектора определяет долгосрочный экономический рост. Опыт стран Латинской Америки дает повод для размышления, так как

межстрановые исследования, проведенные Barro [1991], не дают ответа на вопрос, почему страны Латинской Америки росли медленнее других, а дамми-переменная для региона значима и отрицательна. Sala-i-Martin, Roubini [1992] предполагают, что слабый рост в странах Латинской Америки объясняется репрессивной политикой правительств в отношении финансового сектора, которые стремятся получить дополнительный доход в бюджет. Правительствами этих стран финансовая репрессия рассматривается как политика, направленная на улучшение работы финансовой системы и контроль за добросовестностью финансовых посредников. Sala-i-Martin, Roubini [1992] строят теоретическую модель экономического роста с финансовой репрессией и деньгами. В работе предполагается, что агенты получают полезность от потребления и от запаса реальных денежных остатков. Также предполагается, что предельная полезность от реальных денежных остатков убывает с уровнем финансовой развитости, т.е., например, чем больше банкоматов, тем меньше полезность от хранения реальных денежных остатков на руках. При этом агенты держат как деньги, так и финансовые активы. Правительство выплачивает домашним хозяйствам трансферт и облагает налогом трудовой доход. Из решения задачи агента авторы получают, что спрос на реальные денежные остатки положительно зависит от потребления и отрицательно от номинальной ставки процента и уровня финансовой развитости. Производственная функция в модели предполагается линейной по капиталу, а уровень выпуска положительно зависит от уровня финансовой развитости (сбережения более быстро становятся инвестициями за счет более совершенной технологии). Фирма максимизирует приведенный поток прибыли в отсутствие издержек приспособления. Таким образом, максимум прибыли достигается при равенстве предельного продукта капитала ставке процента за вычетом нормы амортизации. Правительство финансирует государственные расходы при помощи налога на труд и сеньоража. Долговое финансирование не рассматривается, чтобы отразить, что правительства в развивающихся странах имеют ограниченный доступ на рынок государственного долга. Государственные закупки устанавливаются как некая фиксированная доля от потребления (эта доля является параметром фискальной политики). Сеньораж в модели зависит от уровня финансовой развитости следующим образом: с ростом уровня финансовой развитости сокращается спрос на наличные деньги; при этом растут реальные ставки процента, следовательно, спрос на наличность падает; с ростом финансовой развитости увеличивается темп роста экономики, что ведет к снижению уровня инфляции, следовательно, сеньораж сокращается. Перед правительством возникает компромиссный выбор между инфляционным налогом и налогом на труд: уровень финансовой развитости положительно влияет на доход и увеличивает налоговую базу, но, с другой стороны, сокращает спрос на наличность и уменьшает

налоговую базу инфляционного налога. Анализ дохода правительства в зависимости от уровня финансовой развитости в стационарном состоянии дает следующие результаты: близорукие правительства будут выбирать меньший уровень финансовой развитости (т.е. большую финансовую репрессию, чтобы получить доход). То есть для увеличения дохода от сеньоража близорукие правительства будут репрессировать финансовый сектор, чтобы увеличить спрос на наличность и, следовательно, базу инфляционного налога. В этом случае финансовая репрессия будет сокращать объем услуг финансового сектора и выпуск. В свою очередь, это отрицательно повлияет на темп накопления капитала и экономический рост в долгосрочной перспективе. Теоретические результаты также подкреплены эмпирически: авторы показывают, что для стран Латинской Америки репрессия финансового сектора является значимой объясняющей низкого роста в регионе с учетом стандартных контрольных переменных, влияющих на рост.

Fry [1980] эмпирически оценивает потери в экономическом росте от финансовой репрессии в развивающихся странах. Инструментом финансовой репрессии является потолок процентной ставки по депозитам (процентная ставка в репрессированной экономике ниже своего равновесного уровня при отсутствии институциональных ограничений). Для эмпирической оценки влияния финансовой репрессии на экономический рост Fry [1980] строит модель, где зависимой переменной является темп роста ВВП, а объясняющей переменной – дифференциал процентных ставок (так как рассматривается неравновесие на рынке капитала в результате финансовой репрессии). Оцениваемая модель включает, помимо темпа роста экономики, еще и норму сбережений текущего и прошлого периодов. Однако двусторонняя связь «рост – сбережения – инвестиции – рост» может приводить к эндогенности при оценке модели. Эта проблема решается при помощи инструментальных переменных. При оценке функции сбережений используются внутренний выпуск и зарубежная норма сбережений, так как это субститут для внутренних сбережений. Процентная ставка также является существенной объясняющей переменной динамики сбережений. Для оценки реальной процентной ставки автор использует разницу между ставкой процента по 12-месячным депозитам и ожидаемой инфляцией (взвешенное среднее между текущей инфляцией и инфляцией прошлого периода). После оценки коэффициентов модели автор рассчитывает изменение в долгосрочном экономическом росте в зависимости от изменения реальной процентной ставки на один процентный пункт. Рассчитав частную производную как функцию от оцененных коэффициентов, Fry [1980] показывает, что отклонение реальной процентной ставки по депозитам от своего равновесного уровня на 1 п.п. вызывает потерю в экономическом росте на 0,5 п.п. Таким образом, как и доходы от

репрессии, потери также являются достаточно существенными с точки зрения долгосрочного роста экономики.

Финансовая репрессия оказывает влияние на экономический рост через финансовых посредников, так как их деятельность подлежит неявному налогообложению со стороны правительства (неявный налог может быть переложен финансовыми посредниками на сберегателей). Koo et al. [1992] исследуют взаимосвязь между темпом роста экономики, уровнем финансовой развитости и финансовой репрессией, а именно, существует ли устойчивая взаимосвязь между политикой финансовой репрессии и экономическим ростом, с одной стороны, и между финансовой репрессией и уровнем развитости финансовой системы, с другой. Инструментом политики финансовой репрессии является норма обязательных резервов (наиболее характерна для развивающихся стран до 1980-х годов). Для оценки нормы резервирования авторы использовали отношение среднегодовых резервов банка к среднегодовому количеству депозитов, по данным IFS. Авторы также называют инструментом финансовой репрессии инфляцию, хотя она им не является, а «помогает» собрать больший инфляционный налог при увеличении спроса на реальные деньги вследствие увеличения нормы обязательных резервов. В этом случае сложно разделить финансовую реессию и инфляционный налог. В качестве переменных финансовой развитости использовались меры, предложенные в работе King, Levine [1993]. Временной период исследования составляет 30 лет – с 1960 по 1989 г. Анализ простых корреляций между финансовой репрессией и ростом экономики показывает следующее: обе меры репрессии (инфляция и норма обязательных резервов) коррелируют с экономическим ростом; показатели финансовой развитости также отрицательно коррелируют с уровнем инфляции и нормой обязательных резервов, корреляция по абсолютному значению выше для нормы резервирования. Взаимосвязь между инфляцией и нормой резервирования положительная, так как они комплементы: увеличение нормы резервирования расширяет базу для инфляционного налога, что уже отмечалось выше. Для эмпирической оценки рассматриваемых взаимосвязей Koo et al. (1992) использовали регрессионный анализ, в рамках которого также исследовалась проблема возможных нелинейных связей. В результате авторы получили, что взаимосвязь между инфляцией и ростом экономики меньше, чем между экономическим ростом и нормой резервирования по абсолютному значению. Страны с более высокой нормой резервирования в среднем растут медленнее, чем страны с низкой нормой резервирования. Нельзя сказать, что страны с высокой инфляцией в среднем растут медленнее, чем с низкой инфляцией. Полученные результаты устойчивы к включению в регрессию меры уровня финансовой развитости. Анализ финансовой развитости и финансовой репрессии показывает, что страны с более высокой нормой

резервирования имеют менее развитые финансовые рынки. Взаимосвязь между уровнем инфляции и уровнем финансовой развитости нелинейна: анализ показывает, что страны с высокой инфляцией имеют неразвитую финансовую систему, однако статистическая отрицательная зависимость для выборки стран с высокой инфляцией исчезает. Также остается вопрос о причинно-следственной связи уровня инфляции и уровня финансовой развитости. Оценка финансовой репрессии, финансовой развитости и роста экономики позволила понять, почему при включении в модель в качестве объясняющих переменных мер финансовой репрессии и уровня финансовой развитости по крайней мере одна из них незначима.

Becker, Ivashina [2014] оценивают потери для банковского сектора ЕС от политики финансовой репрессии, применяющейся правительствами еврозоны. В среднем между 2007 и 2012 г. доля государственных облигаций на балансе внутренних банков увеличилась с 26 до 39% от ВВП. Это наиболее выражено для стран с большим отношением долга к ВВП. Одновременно этот период характеризовался сокращением в выпуске банковских кредитов для корпоративного сектора. Эпизодом финансовой репрессии авторы считают резкое увеличение доли облигаций правительства на балансах банков. Однако понять, было это увеличение следствием финансовой репрессии или добровольного желания банков держать больше безрисковых активов, затруднительно. Becker, Ivashina [2014] классифицируют все эпизоды роста облигаций правительства на балансах банков как финансовую реессию. В этом случае банковский сектор вынужден абсорбировать выпускаемый правительством долг, который не может быть размещен на рынке (в условиях отсутствия на него спроса). Если банк не может инвестировать в государственный долг за счет дополнительных средств, ему приходится делать это за счет других инвестиций, например, в развитие бизнеса. Таким образом, может наблюдаться вытеснение банковских кредитов фирмам государственным долгом. Авторы оценивают, насколько сократилось предложение банками кредитов большим корпорациям при увеличении доли облигаций правительства на балансах национальных банков. Becker, Ivashina [2014] показывают, что сокращение предложения кредитов связано с политикой финансовой репрессии, а не с сокращением спроса на банковский кредит со стороны фирм, наращиванием активов более высокого качества или ослаблением условий покупки государственных облигаций. Исследование проводится для крупных фирм, однако обсуждается, что для малого бизнеса этот эффект должен быть сильнее, т.е. авторы находят нижний предел. Авторы показывают, что увеличение на 10 п.п. отношения долга к ВВП приведет к сокращению на 3,5 п.п. вероятности получения кредита фирмой в кризисный период. Эффект вытеснения наиболее значителен для стран с уровнем долга, превышающим 90% ВВП. При этом сдвиг в сторону инвестиций в государственные облигации для банков

характеризовался переходом к долговому финансированию. Профиль рисковости государственного долга также может влиять на предложение банками кредитов, сокращая его. Becker, Ivashina [2014] показывают, что изменение в одно стандартное отклонение в спреде CDS приводит к сокращению вероятности получения кредита фирмой на 2,2 п.п.

6. Финансовая репрессия, налогообложение и институты

Как уже было отмечено, одна из причин использования правительством финансовой репрессии – это издержки в администрировании и сборе множества явных налогов. Если в стране высокий уровень уклонения от уплаты налогов, то правительство может восполнить потерянный доход бюджета с помощью финансовой репрессии. Gupta [2008] анализирует взаимосвязь между уклонением от уплаты налогов и финансовой репрессией в странах с неэффективной налоговой системой. Предыдущие эмпирические исследования [Sala-i-Martin, Roubini, 1995; Gupta, 2005, 2006] показывают, что уклонение от уплаты налогов не может объяснить тот факт, что правительства используют политику финансовой репрессии. Уклонение от уплаты налогов в более ранних моделях задавалось экзогенно, хотя является решением агентов, на которое могут влиять не только структурные характеристики экономики, но и выбор правительством финансовой репрессии. С одной стороны, уклонение от уплаты налогов вынуждает правительство использовать финансовую репрессию, но, с другой стороны, финансовая репрессия сокращает благосостояние агентов, порождая еще большее уклонение от уплаты налогов. Взаимосвязь финансовая репрессия – уклонение от уплаты налогов ранее не оценивалась, поэтому Gupta [2008] рассматривает уклонение от уплаты налогов как эндогенную величину (часть налога на доход не выплачивается). В работе строится модель перекрывающихся поколений с экзогенным предложением труда. Агенты потребляют только во втором периоде жизни, в первом периоде они работают в производственном секторе и часть налога на доход, подлежащего к уплате в бюджет, не выплачивают. Остальная часть заработной платы размещается на депозите в банке. Агенты также несут транзакционные издержки от уплаты налогов (аналог издержек стоптанных башмаков). Потребитель делает выбор, какую часть налога он не будет выплачивать в бюджет. Полученные депозиты за вычетом обязательных резервов банки выдают в кредит производителям (которые производят одно благо и выплачивают проценты по кредиту, возвращают депозит с процентами в конце первого периода). Финансовые посредники максимизируют прибыль. Норма обязательных резервов составляет клин между ставкой по кредиту и ставкой по депозиту. Фирмы максимизируют дисконтированный поток прибыли. Они ограничены предложением заемных средств. Правительство финансирует государственные расходы, собирая налог с заработной платы и штрафуя за неуплату налогов,

а также за счет сеньоража. Агент, уклоняющийся от уплаты налогов, может быть пойман. Вероятность быть пойманным определяется эндогенно, как функция от степени уклонения от уплаты налогов. Финансовая репрессия моделируется как высокая норма обязательных резервов. Модель калибруется для четырех стран: Греции, Италии, Испании и Португалии в период с 1980 по 1998 г. Gupta [2008] получает следующие результаты: при увеличении штрафов за неуплату налогов степень уклонения сокращается, однако при увеличении ставки налога на доход – неуплата растет. Из-за невысоких штрафов увеличивается степень уклонения от уплаты налогов в бюджет, что ведет к увеличению степени финансовой репрессии (т.е. к выбору более высокой нормы обязательных резервов). С другой стороны, высокий уровень уклонения от уплаты налогов из-за низкой ставки подоходного налога ведет к более низкой степени финансовой репрессии. При этом темп роста денежной массы (инфляция) выше, если уклонение от налогов небольшое из-за высоких штрафов, и ниже, если неуплата меньше из-за низкой ставки подоходного налога. Таким образом, существует некая асимметрия в действиях центрального банка при различных источниках уклонения от уплаты налогов в бюджет. Финансовая репрессия и степень уклонения от уплаты налогов положительно коррелированы только при условии, что в стране низкие штрафы за неуплату (это может быть следствием высокого уровня коррупции).

Bai et al. [2001] также рассматривают финансовую реессию как субститут налога на труд. Финансовая репрессия остается часто используемой политикой в таких странах, как Китай, Япония, Чили, Тайвань и Южная Корея. При этом в Китае треть доходов бюджета составляют доходы от сеньоража и финансовой репрессии, а экономический рост остается стабильным. Это может быть следствием того, что реальные процентные ставки положительны, но ниже мировых, а финансовая репрессия может рассматриваться как субститут налога на труд, который неоднороден, что характерно для развивающихся стран. Неоднородность налога на труд может быть обусловлена невозможностью для правительства верно оценить доходы всех индивидов, а также коррупцией при сборе налогов. В отличие от налога на труд финансовая репрессия как неявный налог может быть равномерно распространена на всех сберегателей, которые держат богатство в национальных активах. Bai et al. [2001] сравнивают благосостояние агентов, когда правительство использует реессию или неоднородный налог на труд. Авторы строят двухпериодную модель, где агенты производят только в первом периоде, а потребляют в обоих периодах некоторое благо и получают полезность от досуга. Правительство собирает подоходный налог и налог на капитальный доход. Предполагается, что некоторая доля домашних хозяйств налог на доход не платит, а остальные домашние хозяйства платят более высокий подоходный налог, что происходит с экзогенно заданной вероятностью (так учитывается неоднородность налога на

труд). В рамках модели рассматриваются потери благосостояния как от финансовой репрессии и подоходного налога, так и от их совместного применения правительством. Авторы получают, что если оба налога однородны, то потери в благосостоянии домашних хозяйств выше при финансовой репрессии, чем при налоге на труд. Это связано с тем, что налогообложение трудового дохода не искажает внутривременной выбор домохозяйств. Если налог на труд неоднороден, то результат меняется: потери в благосостоянии агентов при финансовой репрессии меньше, чем при налогообложении дохода. Если правительство использует и налог на труд, и финансовую репрессию, то при неоднородном налоге на труд оптимальными с точки зрения благосостояния домашнего хозяйства будут оба налога. Финансовая репрессия перестает быть оптимальной, если налог на труд становится однородным.

Взаимосвязь между финансовой репрессией и уклонением от уплаты явных налогов говорит нам о важности качества институтов. Финансовая репрессия оправдана при существовании неэффективных институтов, если исправляет провалы финансового рынка. Качество институтов, таким образом, может влиять на выбор правительством финансовой репрессии. В мировой экономике есть примеры, когда страны с большой долей присутствия государства в финансовом секторе преуспевали в экономическом развитии: это пример Восточной Азии (Япония, Южная Корея, Тайвань). С другой стороны, финансовая репрессия является политическим выбором, который продиктован определенными ограничениями и стимулами, с которыми сталкивается каждое правительство. Например, стандартный подход к анализу финансовой репрессии со стороны государственных финансов определяет положительную взаимосвязь между степенью финансовой репрессии и уровнем дефицита бюджета (хотя причинно-следственная связь точно не определена). Также этот подход предполагает, что дефицит бюджета предопределяет степень финансовой репрессии, а значит, потоки финансовых средств из бюджета в частный сектор полностью контролируются правительством (т.е. нет коррупции). Это может быть неверно, например, для стран бывшего СССР. В этих странах финансовая репрессия могла быть использована как средство построения правительством «мягкой» банковской системы, которая бы поглощала потери предприятий за счет нового кредитования². Таким образом, финансовая репрессия может быть объяснена с политэкономической точки зрения.

Desai et al. [1998] анализируют финансовую репрессию в политэкономическом контексте применительно к странам постсоветского пространства. Авторы рассматривают финансовые реформы (либерализация) как продукт разделения власти внутри правительства.

² В случае финансовых затруднений предприятия могли получить кредит от банков, контролируемых правительством.

Цель их работы – понять, как влияет политическая структура власти на финансовую политику правительства. Рассматривается влияние стабильности власти (длительность нахождения у власти, редкая смена режимов), поляризации во власти и оппозиции на выбор политики финансовой репрессии. Это позволяет понять, каким правительствам более свойственно использовать финансовую репрессию, а каким – нет. Финансовая репрессия в работе измеряется тремя разными переменными: прямой кредит правительства приоритетным отраслям (бинарная переменная – более 25% от общего кредита – это 1, менее – это 0), реальная ставка рефинансирования, уровень финансовой развитости (как эффект на экономику от политики финансовой репрессии, если она была; отношение денежного предложения к ВВП или монетизация экономики). Desai et al. [1998] оценивают панель для каждой из трех переменных финансовой репрессии в качестве зависимой переменной. Объясняющие переменные в модели – это доля мест в парламенте, занимаемых коммунистами (чем выше, тем более низкий уровень государственного управления³), индекс фракционализации Рае (измеряет вероятность того, что два произвольных политика принадлежат разным партиям), доля мест, занимаемых текущими политиками, в общем числе мест в парламенте (измеряет поддержку текущей власти, ее стабильность). Все политические переменные рассматриваются с лагом, так как выборы в разных странах происходят в разные периоды времени, поэтому существует временной лаг. В модель включены несколько контрольных переменных, а именно: логарифм ВВП на душу населения (в более богатых странах финансовой репрессии меньше), баланс бюджета к ВВП (рост дефицита может привести к увеличению степени финансовой репрессии), дамми-переменная о принадлежности к бывшим республикам СССР. Модель оценивается для двух групп: Восточная Европа и страны бывшего СССР. Для всех переменных финансовой репрессии авторы получают, что правительства с большой долей коммунистов в парламенте, с низкой партийной конкуренцией и небольшой оппозицией более склонны к репрессированию финансового сектора. Наибольшую прогнозную силу имеют поляризация в правительстве и доля коммунистов в парламенте. Как и ожидалось, коммунисты являются противниками либерализации финансового рынка, а более разрозненное правительство склонно к открытию финансового рынка (либерализация – субпродукт борьбы в парламенте). Стабильность власти положительно коррелирована с финансовой репрессией. Полученные авторами результаты подтверждают гипотезу, согласно которой реформы будут происходить чаще при сменяющейся власти (верно и обратное). То есть финансовая репрессия может быть использована правительством не только для финансирования дефицита бюджета, но и ради поддержания отсутствия конкуренции во власти. В этом случае элиты могут «закреплять»

³ Считается, что коммунисты неэффективно управляют экономикой.

систему неявных субсидий для некоторых заемщиков (например, селектирование кредита).

Bencivenga, Smith [1992] исследуют вопрос об оптимальности финансовой репрессии в случае, если правительство сталкивается с большим дефицитом бюджета, который нужно монетизировать. Рассматриваются последствия финансовой либерализации, когда в экономике присутствует теневой финансовый сектор в рамках модели перекрывающихся поколений с тремя периодами. Конечный продукт производится с помощью труда и капитала (полная амортизация за период), где владельцами капитала и производителями одновременно являются пожилые агенты, т.е. отсутствует рынок капитала. В экономике существует два актива: капитал и наличность, выпущенная правительством. Отсутствие рынка заемного капитала, а также займа между поколениями тоже имеет объяснение: их наличие может ограничивать возможности правительства для расширения базы инфляционного налога, так как деньги могут быть инвестированы в другие активы. Это аналогично ограничению на потоки капитала. Правительство собирает налоги с трудового дохода, расходует доходы на государственные закупки, а получившийся дефицит монетизирует. Агенты распределяют свой доход между тремя активами: наличностью, капиталом и депозитом в банке. Полученный депозит банк распределяет между наличностью и капиталом. Агент может забрать депозит во втором или третьем периоде. Авторы получают, что, с одной стороны, высокая норма обязательных резервов сокращает рост экономики, но, с другой – увеличивает базу инфляционного налога. Чем выше расходы правительства, тем больше выгоды от расширения спроса на деньги оно получает. Страны с высоким бюджетным дефицитом не получают большой выгоды от финансовой либерализации, финансовая репрессия для них оптимальна. Bencivenga, Smith [1992] проанализировали, принесет ли выгоду открытие финансового рынка в случае, если существует теневой финансовый сектор. Авторы получают, что либерализация приведет к перетоку средств из неформального в формальный финансовый сектор, но не увеличит запас капитала на выпуск.

7. Заключение

Финансовая репрессия широко использовалась не только правительствами развивающихся стран в прошлом, но и продолжает быть важным инструментом сокращения государственного долга в развитых странах в XXI в., находящихся в долговом кризисе. Это подтверждают примеры стран еврозоны. Иногда финансовая репрессия может использоваться как альтернатива явному налогообложению по причине уклонения от уплаты налогов, однако это более характерно для развивающихся стран. Финансовая репрессия

может использоваться не как средство получения дополнительного дохода, а в форме селекционирования кредита или субсидирования приоритетных для правительства отраслей экономики. Наиболее часто финансовая репрессия используется для сокращения внутреннего долга правительства и стоимости его обслуживания. Популярность репрессии в этом случае обусловлена ее эффективностью и «незаметностью» налогоплательщиками и избирателями. Финансовую реессию склонны выбирать правительства, которые характеризуются партийной однородностью и стабильностью. Так как финансовая репрессия позволяет правительству получить значительный доход, то отказ от нее и переход к открытым финансовым рынкам должен сопровождаться реформами в бюджетной сфере. Несмотря на эффективность, финансовая репрессия отрицательно влияет на рост экономики через сокращение предложения кредитов со стороны финансовых посредников и негативное воздействие на стимулы к сбережениям. Поэтому перед каждым правительством стоит выбор, что предпочесть: выгоды от доходов бюджета или же потери в росте экономики и размере финансового рынка. В результате такого компромиссного выбора возникает оптимальная финансовая репрессия для каждого правительства. Оптимальный выбор финансовой репрессии может зависеть не только от экономических факторов (эффективность в сокращении долга, потери в экономическом росте), но и от политических (влияние на разные группы избирателей и общая «незаметность» репрессии для избирателей). В продолжение этой работы будет исследовано, какие факторы определяют оптимальную финансовую реессию.

Литература

Bai C.-E., Li D.D., Qian Y., Wang Y. (2001) Financial Repression and Optimal Taxation // Economics Letters. No. 70. P. 245–251.

Becker B., Ivashina V. (2014) Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis // Harvard University and NBER working paper. April 25.

Bencivenga V.R., Smith B.D. (1992) Deficits, Inflation, and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression // Oxford Economic Papers. No. 44 (4). P. 767–790.

Denizer C., Desai R.M., Gueroruiev N. (1998) The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies. World Bank.

Fry M.J. (1988) Money, Interest and Banking in Economic Development. John Hopkins University Press: Baltimore, MD.

Jinjarak Y. (2013) Economic integration and government revenue from financial repression // Economic Systems. Vol. 37 (2). P. 271–283.

- Giovannini A., de Melo M.* (1993) Government Revenue from Financial Repression // American Economic Review. No. 83 (4). P. 953–963.
- Gupta R.* (2008) Tax Evasion and Financial Repression // Journal of Economics and Business. No. 60. P. 517–535.
- Gupta R., Ziramba E.* (2008) Costly Tax Enforcement and Financial Repression // Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena. No. 37 (2). P. 141–154.
- Gupta R., Ziramba E.* (2010) Costly Tax Enforcement and Financial Repression: A Reconsideration Using an Endogenous Growth Model // International Business and Economic Research Journal. No. 9 (1). P. 129–139.
- Haslag J.H., Koo J.* (1999) Financial Repression, Financial Development, and Economic Growth // Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department Working Paper № 9902.
- King R., Levine R.* (1993) Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. No. 108. P. 717–738.
- McKinnon R.I.* (1973) Money and Capital in Economic Development. Brooking Institution, Washington D.C.
- McKinnon R.I.* (1982) The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. No. 17. P. 159–86.
- Reinhart C.M.* (2012) The Return of Financial Repression // Banque de France Financial Stability Review. No. 16. P. 37–48.
- Reinhart C.M., Sbrancia M.B.* (2011) The Liquidation of Government debt // NBER Working Paper № 16983.
- Roubini N., Sala-i-Martin X.* (1992) Financial Repression and Economic Growth // Journal of Development Economics. No. 39. P. 5–30.
- Roubini N., Sala-i-Martin X.* (1995) A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression // Journal of Monetary Economics. No. 35. P. 275–301.
- Shaw E.S.* (1973) Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, N.Y.
- Reit A. van* (2014) Managing High Public debt in Euro Area Countries: Financial Repression as a Fiscal Insurance?. Mimeo.

Norkina, O. A.

Financial repression in advanced economies: a review : Working paper WP12/2014/03 [Electronic resource] / O. A. Norkina ; National Research University Higher School of Economics. – Electronic text data (700 Kb). – Moscow : Higher School of Economics Publ. House, 2014. – 30 p.

In recent years, many developed economies run into the fiscal stress. In the environment of low growth rates and political difficulty to implement fiscal austerity, governments have to resort to the financial repression policy. While financial repression is historically effective in the debt reduction, it's influence on economic growth is negative. In this paper we review losses and benefits from financial repression policy and causes, why policy makers adopt it.

Key words: financial repression, fiscal stress, government debt, indirect taxation, economic growth

JEL Classification: E60, E62, E65, F34

This Working Paper is an output of a research project implemented within NRU HSE's Annual Thematic Plan for Basic and Applied Research. Any opinions or claims contained in this Working Paper do not necessarily reflect the views of HSE.

Препринт WP12/2014/03
Серия WP12
Научные доклады
Лаборатории макроэкономического анализа

Норкина Ольга Алексеевна

Современная финансовая репрессия в развитых странах