

В. І. Міщенко

доктор економічних наук, професор,
директор Центру наукових досліджень Національного банку України

С. В. Науменкова

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри банківської справи
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

ПОЛІТИКА ФІНАНСОВИХ РЕПРЕСІЙ: СВІТОВИЙ ДОСВІД І ПРАКТИКА УКРАЇНИ

Досліджено сутність фінансових репресій як економічного явища, визначено передумови та інструменти їх застосування, розкрито форми та особливості застосування фінансових репресій у різних країнах світу та в Україні.

Ключові слова: регулювання фінансового ринку, фінансова система, фінансова репресія, державний борг, реальна процентна ставка.

Mishchenko V., Naumenkova S. THE POLICY OF FINANCIAL REPRESSION: THE INTERNATIONAL EXPERIENCE AND PRACTICE IN UKRAINE

It was explored the essence of financial repression as an economic phenomenon, defined features, forms and tools, the main global trends for strengthening regulation of the financial sector and the directions of using financial repression in Ukraine.

Key words: the regulation of the financial market, financial system, financial repression, public debt, the real interest rate.

Постановка проблеми. Фінансово-економічна криза в Україні зумовила потребу в обґрунтуванні нових підходів до забезпечення функціонування фінансового сектору та фінансової системи в цілому. Разом з тим слід відмітити, що цей процес відбувається на фоні суттєвих трансформацій у механізмах функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва у глобальному масштабі, проявом яких є запровадження урядами та центральними банками політики так званих фінансових репресій, які призводять до суттєвих інституційних змін у всій фінансовій системі і, перш за все, у грошово-кредитній сфері. Для сучасних умов України ця проблема набуває особливої актуальності у зв'язку зі збільшенням дефіциту державного бюджету та зростанням державного боргу країни.

Аналіз останніх публікацій і досліджень. Зарубіжні науковці, зокрема Р. Дасс, Т. Гордон, Я. Кірхгард, П. Конвей, С. Моїсєєв, С. Пекарський, К. Рейнхарт, К. Рогофф, Б. Сбранція, А. Чандаваркар та інші, вже давно досліджують питання запровадження центральними банками та урядами фінансових репресій. У вітчизняній науковій літературі ця проблема практично ще залишається недослідженою. Лише в окремих роботах В. М. Гейця, А. А. Гриценка, М. І. Діби, О. В. Дзюблюка, В. В. Коваленко, А. Я. Кузнєцової, С. В. Міщенко, Т. С. Смолженко висвітлено деякі її аспекти, що обумовлює необхідність проведення додаткових досліджень.

Мета дослідження полягає у розкритті економічного змісту фінансових репресій, форм прояву, передумов їх запровадження та інструментів застосування у сучасній практиці, імплементації зарубіжного досвіду щодо посилення регулювання фінансового сектору шляхом використання фінансових репресій в Україні.

Виклад основного матеріалу. Термін «фінансова репресія» у науковій літературі відомий достатньо давно і вживається, переважно, в контексті реалізації макроекономічних підходів щодо регулювання фінансової системи держави, фінансових ринків і фінансового сектору. На практиці фінансові репресії розглядають як систему адміністративних заходів з боку регуляторів чи державних органів, які обмежують свободу дій фінансово-кредитних установ і змушують або стиmulюють їх здійснювати свою діяльність в умовах, що відрізняються від ринкових.

Використання фінансових репресій як методу державного регулювання фінансової системи та фінансового сектору обумовлено, перш за все, недосконалістю фінансових ринків, а також необхідністю розв'язання проблем фінансування дефіциту бюджету та погашення державного боргу. За звичайних умов у разі виникнення таких проблем уряд може зменшити державні витрати, підвищити податки тощо. Крім того, значна частина таких дефіцитів, зазвичай, може бути покрита так званим «інфляційним податком». Однак в умовах, коли виникає потреба в суттєвому збільшенні надходжень до бюджету, таких заходів виявляється недостатньо. Особливої актуальності ця проблема набуває в умовах, коли уряди багатьох країн світу накопичили значні обсяги внутрішнього і зовнішнього державного боргу.

У багатьох країнах світу рівень державного боргу вже перевищує 90% від ВВП, що створює проблеми з його погашенням і призводить до уповільнення темпів економічного зростання (*рис. 1*).

За оцінками фахівців ОЕСР, державний борг у багатьох країнах світу буде зростати й надалі, а для того, щоб зменшити його обсяги, вже недостатньо

традиційних інструментів, пов'язаних з посиленням оподаткування і скороченням державних витрат [5]. Уряди змушені шукати нові рішення, більшість із яких за своїм змістом є «фінансовими репресіями».

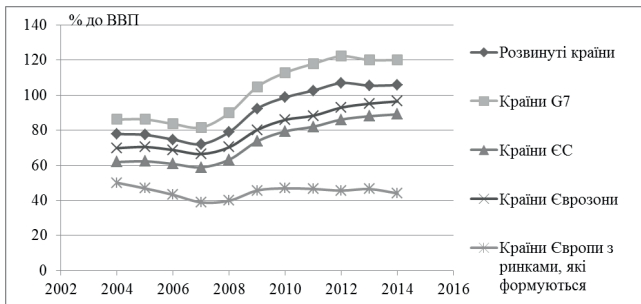


Рис. 1. Валовий борг уряду в окремих групах країн у 2004–2014 рр., % до ВВП

Примітка. Побудовано авторами за даними МВФ.

Переваги використання фінансових репресій полягають у тому, що вони відбуваються непомітно і стають політично привабливими і практично зручними механізмами для урядів і центральних банків багатьох країн, оскільки від них, як і від «інфляційного податку», складно ухилитися.

Реалізація таких підходів пояснюється недостатньою ефективністю фінансових інститутів, що є головною перепоною на шляху до лібералізації фінансових ринків. А тому в умовах недостатньої дієвості фінансових інститутів пропонуємо пряме державне втручання у фінансову систему і в механізми функціонування фінансових ринків та інститутів. До останнього часу фінансові репресії використовували переважно уряди та центральні банки країн, що розвиваються, з метою вирішення проблем державного боргу, обґрунтовуючи свою позицію необхідністю підтримки стабільності фінансової системи або потребою у стимулюванні економіки шляхом підтримки певних галузей чи сфер економіки.

У науковій літературі існують різні визначення поняття фінансової репресії. Так, С. Р. Моїсєєв розглядає фінансову репресію як певну сукупність політичних рішень, законів, формальних інструкцій та неофіційних засобів регулювання фінансових ринків, які викривляють фінансові ціни (процентні ставки, валютний курс) та ускладнюють реалізацію механізмів фінансового посередництва [2, с. 607].

С. Е. Пекарський вважає, що в широкому розумінні фінансова репресія – це регулювання фінансової системи, яке шляхом заміщення ринкових механізмів визначення процентних ставок дозволяє державі залучати додаткове фінансування (часто неринковими методами) і зменшувати витрати на обслуговування державного боргу [4].

К. Рейнхарт і Б. Сбранція вважають, що головною ознакою фінансової репресії є наявність від'ємної реальної доходності в економіці. На їхнє переконання, одне з головних завдань фінансової репресії полягає в тому, щоб тривалий час підтримувати номінальні процентні ставки на рівні, нижчому за реальну процентну ставку. За таких умов наявність від'ємної реальної

процентної ставки дозволяє зменшити витрати держави на сплату процентів за боргом і сприяє відносному зменшенню існуючого боргу [7].

До світової фінансової кризи 2008–2009 рр. у науковій літературі існувала точка зору, що окремі фінансові репресії запроваджують лише країни, що розвиваються, і країни зі слабким фінансовим сектором і недосконалим інституційним механізмом фінансового посередництва. Однак практика засвідчила, що сьогодні навіть розвинуті країни почали широко використовувати механізми фінансових репресій спочатку з метою подолання наслідків світової фінансової кризи, а пізніше – з метою подолання наслідків бюджетної кризи Єврозони, спровокованої кризою фінансової системи Греції. Власне політику кількісного та кредитного пом'якшення, яку проводили США, Великобританія, Японія, ЄЦБ, можна сміло вважати однією із форм фінансових репресій.

Використання фінансових репресій промислово розвинутими країнами, на наш погляд, обумовлено тим, що в умовах фінансово-економічних криз уряди та центральні банки вимушені стримувати процеси подальшої лібералізації фінансових ринків шляхом посилення державного регулювання. Скоріше за все, ми маємо справу з однією із форм прояву циклічного розвитку економіки. Це знаходить своє відображення в тому, що фінансова лібералізація розвивається до тієї межі, на якій ще зберігається самоорганізація і самоконтроль суб'єктами ринку механізмів ринкового розвитку. На певному етапі внаслідок непередбачуваних внутрішніх і зовнішніх шоків фінансовий ринок втрачає керованість, а тому виникає потреба в його коригуванні та збалансуванні шляхом посилення державного регулювання всієї фінансової системи. На наступному етапі цього регулятивного циклу, коли адміністративні важелі почнуть стримувати розвиток ринків, може розпочатися наступний етап лібералізації фінансових ринків.

На думку аналітиків банку Saxo Bank, це обумовлено тим, що використання гарвардської кейнсіанської економічної моделі, яка ґрунтується на інфляції як головному інструменті запобігання високим боргам, не дозволяє повною мірою забезпечити зростаючі потреби державних бюджетів, а тому відбувається заміщення ринкових механізмів фінансовими репресіями, головним інструментом яких стають від'ємні реальні процентні ставки [1].

Разом з тим, як зазначає С. Р. Моїсєєв, на практиці дуже складно провести межу між необхідним фінансовим регулюванням, яке покликане забезпечити стабільність функціонування фінансової системи, і регулюванням, яке призводить до деформацій на фінансовому ринку та може негативно відбитися на економічному зростанні [3]. Якщо в 1980–1990-х роках ліберальна економічна доктрина характеризувала фінансову репресію як негативну практику, то сьогодні ставлення до неї суттєво змінилось. Її сприймають як елемент макропруденційного регулювання, спрямованого на забезпечення фінансової стабільності.

Таким чином, фінансові репресії слід розглядати як комбінацію різних регулятивних заходів з боку урядів і центральних банків, що призводять до суттєвої зміни

механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва.

Основними завданнями фінансової репресії є збільшення надходжень до державного бюджету та абсолютне чи відносне зменшення обсягів державного боргу шляхом адміністративного перерозподілу фінансових ресурсів чи доходів окремих груп суб'єктів господарювання та громадян в інтересах держави.

Так, починаючи з 2011 р., банки Греції, Іспанії, Італії, Португалії на вимогу уряду суттєво збільшили обсяги кредитування держави. В багатьох країнах зросли обсяги викупу центральними банками на вторинному ринку державних облігацій, що можна характеризувати як квазіфіскальні операції на користь урядів, тобто монетарне фінансування бюджетних дефіцитів. Після фінансової кризи 2008–2009 рр. уряди багатьох країн посилили вимоги до недержавних пенсійних фондів, багато із яких було націоналізовано (наприклад, у Польщі). У країнах із ринками, що розвиваються, суттєво посилюється адміністрування фінансових ресурсів через систему державних банків з метою контролю над перерозподілом фінансових ресурсів.

З метою збільшення доходів МВФ рекомендував урядам установлювати податки на всі види заощаджень, цінні папери та нерухомість. У 2014 р. Італія ввела податок на переміщення капіталу в обсязі понад 20%. Бундесбанк розпочав обговорення питання щодо запровадження одноразового оподаткування багатства громадян Німеччини тощо [5]. Крім того, як вважає С. Е. Пекарський, останнім часом з'явилися глобальні форми фінансових репресій, до яких, на його думку, належить нове банківське регулювання, відоме як Базельські угоди про капітал (зокрема, Базель III) [4].

Останнім часом перелік інструментів, що використовуються для проведення фінансових репресій, суттєво розширився. До нових інструментів можна віднести різноманітні види додаткових податків і комісій на фінансові трансакції, податок на майно, обмеження на валютні операції та міжнародні потоки капіталу, обмеження нецінового характеру (пряма заборона, лімітування, процедури офіційного погодження), що суттєво впливають на зміну попиту і пропозиції на фінансові послуги та операції, штучне заниження доходності фінансових активів тощо.

У науковій літературі не існує однозначної позитивної чи негативної оцінки результатів фінансових репресій. Прибічники концепції активного втручання держави в економіку та посилення регулювання фінансового сектору переконані, що фінансові репресії завдяки їх ролі у зменшенні дефіциту бюджету та державного боргу є засобом підвищення загального добробуту суспільства, оскільки держава може забезпечити достатньо ефективний перерозподіл фінансових ресурсів, виходячи із загальнонаціональних пріоритетів. При цьому головними ознаками успішного проведення фінансової репресії вони вважають зростання внутрішніх заощаджень і поступове розширення кредитування економіки.

Прибічники іншої точки зору вважають, що фінансова репресія призводить до суттєвих викривлень механізму фінансового посередництва та функціону-

вання фінансового ринку, звужує стимули для заощаджень і накопичень. Крім того, як свідчить зарубіжний досвід, країни з жорстким регулюванням фінансових ринків, зазвичай, мають низькі темпи економічного розвитку, недостатні обсяги інвестицій та низьку ділову активність.

Попри неоднозначність оцінок результатів фінансових репресій, слід відмітити, що за певних умов їх використання стає невідворотним і безальтернативним. Так, К. Рейнхарт і Б. Сбранція вважають, що у кризових умовах альтернативою фінансовим репресіям можуть бути дефолт, стагфляція, різке зменшення видатків бюджету або дефляційна депресія. Однак і ці автори рекомендують підходити до використання фінансових репресій дуже обережно, оскільки їх широке використання може призвести до фінансово-економічної кризи [7]. На думку С. Р. Моїсєєва, фінансова репресія може бути ефективною лише в умовах проведення жорсткої грошово-кредитної політики, коли використання монетарних інструментів підвищує попит на гроші [3].

Наслідком тривалих фінансових репресій, на думку аналітиків Saxo Bank, може бути розроблення методів ухилення від них, зокрема, формування тіньових ринків фінансових активів (наприклад, ринку валюти), використання більш дохідних фінансових інструментів (наприклад, акцій) тощо, а в разі надмірного фінансового тиску активи можуть бути трансформовані або виведені за межі країни [1].

Проведений аналіз дає підстави стверджувати, що в Україні механізми фінансових репресій в тій чи іншій формі та з різною мірою інтенсивності використовуються з часів незалежності. Що складнішою була економічна ситуація, то глибшими були фінансові репресії. Особливо вони посилювались у 2008–2009 рр. і в 2014 р.

Прикладів використання фінансових репресій в економіці України можна навести достатньо багато. Так, упродовж 2011–2012 рр. Національний банк України використовував механізм рефінансування для підтримки банків, що здійснювали фінансування підприємств, пов'язаних із забезпеченням Чемпіонату Європи з футболу Євро-2012. Пізніше було запроваджено обмеження на вітчизняному валютному ринку, які, постійно модифікуючись, залишились і на нинішній день. Починаючи з другої половини 2014 р. ставка доходності за державними зобов'язаннями є значно нижчою за рівень інфляції, що фактично дозволяє уряду одержувати «інфляційний податок».

Підтримку Фонду гарантування вкладів фізичних осіб урядом і центральним банком упродовж 2014–2015 рр. також можна розглядати як різновид фінансової репресії, спрямованої на стабілізацію банківської системи, результати якої безпосередньо впливають на обсяг емісії грошей.

Серед принципово нових форм фінансових репресій можна назвати пропозицію Кабінету Міністрів України (постанова «Про затвердження Плану заходів на 2015 рік із запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» від 11.03.2015 № 99) щодо можли-

вості проведення одноразового декларування фізичними особами коштів, майна та валютних цінностей з метою подальшого контролю доходів і витрат громадян. Цією постановою передбачено, що таке декларування буде добровільним, а громадяни, які не подали відповідні декларації, автоматично вважатимуться власниками активів на суму 200 тис. грн. Якщо розмір активів (у першу чергу, банківського депозиту чи готівки) перевищує 200 тис. грн, то ці активи в разі їх декларування підлягають оподаткуванню за ставкою 3%.

У науковій літературі підходи до оподаткування майна (багатства) громадян за такою схемою оцінюються неоднозначно. Це пов'язано з тим, що багатство громадян формувалось упродовж тривалого періоду, а його декларування та оподаткування здійснюється одноразово. У результаті може відбутися зміна методів та інструментів заощаджень населення, структури багатства, а також жовуть бути деформовані стимули для його накопичення. Проведення такої фінансової репресії може мати достатньо складні соціально-економічні наслідки, а тому потребує ретельного вивчення та всебічного обґрунтування.

Висновки і перспективи дальших досліджень. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що фінансові репресії в багатьох країнах світу стали важливою складовою сучасної державної політики у

фінансовій сфері. Аналіз свідчить, що в перспективі буде відбуватися подальша трансформація механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва шляхом використання урядами та центральними банками фінансових репресій, які призводять до суттєвих інституційних змін у всій фінансовій системі на основі посилення державного регулювання діяльності фінансових інститутів.

Характерною рисою сучасних процесів використання фінансових репресій є їх реалізація в межах механізмів макропруденційного регулювання і нагляду, що дозволяють підтримувати загальну фінансову стабільність. При цьому до запровадження фінансових репресій необхідно підходити виважено, враховуючи як позитивні, так і негативні соціально-економічні наслідки їх використання. Непродумане проведення фінансових репресій може призвести до розбалансування ринкових механізмів функціонування фінансового сектору через порушення принципів фінансового посередництва, спровокувати скорочення споживчого попиту, заощаджень, інвестицій та уповільнити або знизити темпи економічного зростання. Тому ключовою умовою ефективного проведення фінансових репресій є високий рівень довіри суб'єктів господарювання і населення до уряду, центрального банку та до національної грошової одиниці.

Список використаних джерел

1. Время финансовых репрессий. Мнение аналитиков банка Saxo Bank [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://forexaw.com/NEWS/WorldEconomy>.
2. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. – М. : Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
3. Моисеев С. Р. Политэкономия финансовой репрессии / С. Р. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – № 2. – С. 36–50.
4. Пекарский С. Финансовая репрессия [Электронный ресурс] / С. Пекарский. – Режим доступа : <http://postnauka.ru/video/31684>.
5. Финансовые репрессии ФРС США [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://newinspire.ru/novosti-ekonomiki/finansovie-repressii-frs-ssha-1353>.
6. Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // American Economic Review. – 2010. – May. – № 100 (2). – P. 573–578. – Available from : <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100/2/573>.
7. Reinhart C. Financial repression redux [Electronic resource] / Reinhart, Carmen and Kirkegaard, Jacob and Sbrancia, Belen // Finance and Development. – 2011. – June. – Vol. 48. – № 2. – P. 22–26. – Available from : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Reinhart.htm>.

References

1. Financial Repression's Time [electronic resource]. – Access mode: <http://forexaw.com/NEWS/WorldEconomy>.
2. Moiseev S. R. Monetary Policy: Theory and Practice / S. R. Moiseev – M : Moscow University for Industry and Finance, 2011. – 784 p.
3. Moiseev S. R. Political Economy of Financial Repression / S. R. Moiseev // Voprosy Ekonomiki. – 2002. – № 2. – P. 36–50.
4. Pekariskij S. Financial Repression [electronic resource] / S. Pekariskij. – Access mode: <http://postnauka.ru/video/31684>.
5. FRS USA's Financial Repressions [electronic resource]. – Access mode: <http://newinspire.ru/novosti-ekonomiki/finansovie-repressii-frs-ssha-1353>.
6. Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // American Economic Review. – 2010. – May. – № 100 (2). – P. 573–578. – Available from : <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100/2/573>.
7. Reinhart C. Financial repression redux [Electronic resource] / Reinhart, Carmen and Kirkegaard, Jacob and Sbrancia, Belen // Finance and Development. – 2011. – June. – Vol. 48. – № 2. – P. 22–26. – Available from : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Reinhart.htm>.