

С. В. Науменкова, В. І. Міщенко

ФІНАНСОВІ РЕПРЕСІЇ В МЕХАНІЗМІ ПРИХОВАНОГО ПЕРЕМІЩЕННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ: ФОРМИ ТА ІНСТРУМЕНТИ

У статті розкрито економічний зміст фінансових репресій як комбінації регулятивних заходів центральних банків і урядів, застосування котрих призводить до викривлення механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва, з метою зменшення відносного боргового навантаження та скорочення витрат на обслуговування державного боргу. Розмежовано поняття “фінансове регулювання” й “фінансові репресії”. Визначено передумови та особливості застосування фінансових репресій у різних країнах світу та в Україні. Встановлено, що головною причиною таких репресій є слабкість бюджетно-податкової політики, відсутність компліментарності інструментів і методів управління рівнем інфляції, дефіцитом державного бюджету та стійкістю державного боргу. Охарактеризовано основні форми фінансових репресій та інструменти їх застосування. З’ясовано, що посилене використання таких репресій призводить до формування кептивного ринку державного боргу, тінювих ринків фінансових активів та істотного обмеження джерел формування ресурсної бази банків, а за надмірного фінансового тиску — до збільшення неконтрольованого виведення активів за межі країни. На підставі вивчення практики центральних банків встановлено, що фінансові репресії тягнуть за собою скорочення потенціалу національних заощаджень у більшості європейських країн, а також подальше розбалансування процесів у фінансовій сфері та зниження стабільності фінансової системи загалом. Обґрунтовано, що для уникнення негативних наслідків для економіки механізм фінансових репресій може застосовуватися лише на короткострокових інтервалах.

Ключові слова: державний борг, фінансова репресія, інфляція, реальна процентна ставка, ліквідаційний ефект.

Форм. 1. Рис. 4. Табл. 5. Літ. 28.

С. В. Науменкова, В. И. Мищенко

ФИНАНСОВЫЕ РЕПРЕССИИ В МЕХАНИЗМЕ СКРЫТОГО ПЕРЕМЕЩЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА: ФОРМЫ И ИНСТРУМЕНТЫ

В статье раскрыто экономическое содержание финансовых репрессий как комбинации регулятивных мер центральных банков и правительств, применение которых приводит к искажению механизмов функционирования финансовых рынков и финансового посредничества, в целях уменьшения относительной долговой нагрузки и сокращения затрат на обслуживание государственного долга. Разграничены понятия “финансовое регулирование” и “финансовые репрессии”. Определены предпосылки и особенности применения финансовых репрессий в разных странах мира и в Украине. Установлено, что главной причиной таких репрессий является слабость бюджетно-налоговой политики, отсутствие комплиментарности инструментов и методов управления уровнем инфляции, дефицитом государственного бюджета и устойчивостью государственного долга. Охарактеризованы основные формы финансовых репрессий и инструменты их применения. Выяснено, что усиленное использование таких репрессий приводит к формированию кептивного рынка государственного долга, теневых рынков финансовых активов и существенному ограничению источников формирования ресурсной базы банков, а при чрезмерном финансовом давлении — к увеличению неконтролируемого вывода активов за пределы страны. На основе изучения практики центральных банков установ-

© Науменкова С. В., Міщенко В. І., 2015

лено, что финансовые репрессии влекут за собой сокращение потенциала национальных сбережений в большинстве европейских стран, а также дальнейшее разбалансирование процессов в финансовой сфере и снижение стабильности финансовой системы в целом. Обосновано, что во избежание негативных последствий для экономики механизм финансовых репрессий может применяться лишь на краткосрочных интервалах.

Ключевые слова: государственный долг, финансовая репрессия, инфляция, реальная процентная ставка, ликвидационный эффект.

Svitlana Naumenkova, Volodymyr Mishchenko

THE HIDDEN PUBLIC DEBT TRANSFER THROUGH FINANCIAL REPRESSION: THE FORMS AND TOOLS

This paper provides a rationale for financial repressions as a combination of regulatory measures of central banks and Governments, which leads to the distortion of the mechanisms of the functioning of financial markets and financial intermediation in order to reduce the debt load and reduce the cost of servicing the public debt. The distinction in terms of financial regulation and financial repression are formulated. The assumptions and characteristic of abroad and Ukraine's financial repression are defined. It is shown that the main cause of financial repression is fiscal policy weakness; complementarity deficiency of tools and methods for managing inflation, budget deficits and public debt. The key forms of financial repression and tools for their application are defined in this article. The authors argue that the active use of financial repression will lead to the formation of a government debt captive market, shadow markets financial actives and meaningful constraints of sources of bank resources formation and the uncontrolled withdrawal of assets outside the country will strengthen if the excessive financial pressure occur. Based on central banks' experience, the authors determine that the reducing of the national saving capacity is caused by financial repression. It might be a source of increasing financial imbalances and financial instability. The authors justify the conclusion that the mechanism of financial repression could be used for short intervals without negative consequences for the economy.

Keywords: public debt, financial repression, inflation, real interest rate, the liquidation effect.

JEL classification: E31, E64, G28, H31, H63.

Фінансово-економічна криза в Україні зумовила потребу в обґрунтуванні нових підходів до забезпечення функціонування фінансового сектору та фінансової системи загалом. Разом із тим цей процес відбувається на тлі значних трансформацій у механізмах функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва в глобальному масштабі, проявом яких є запровадження урядами й центральними банками політики так званих фінансових репресій, котрі спричиняють істотні інституційні зміни в усій фінансовій системі, й передусім у грошово-кредитній сфері. В Україні ця проблема набуває особливої актуальності у зв'язку зі збільшенням дефіциту державного бюджету та зростанням державного боргу, що зумовлює необхідність поглибленого дослідження особливостей застосування механізму фінансових репресій у вітчизняних умовах.

Проблеми запровадження центральними банками та урядами окремих країн фінансових репресій знайшли відображення в працях переважно зарубіжних науковців. Вважається, що авторами концепції фінансових репресій є економісти Е. Шоу та Р. МакКіннон [1]. Значну увагу розкриттю економічного змісту, основних ознак і форм прояву фінансових репресій у політиці центральних банків

та урядів приділили Я. Кірхегард, К. Рейнхарт, К. Рогофф, Б. Сбранція [2—4]. Емпіричний взаємозв'язок політики фінансових репресій і податкової політики охарактеризовано А. Джованні та М. Мело [5]; особливості застосування різних форм та інструментів фінансових репресій досліджено Х. Наумером, С. Моїсеевим і С. Пекарським [6—9]; макроекономічні наслідки політики фінансових репресій в умовах транзитивних економік — П. Конвеем, Р. Кравчуком, М. Петті [10—12]. Підходи до визначення кількісного впливу фінансових репресій на економічне зростання запропоновано Ф. Розером, К. Чечеритою, Ванг Вао та С. Фенг Лу [13; 14]. У вітчизняній науковій літературі ця проблема залишається практично не дослідженою. Окремі її аспекти знайшли відображення в колективних монографіях науковців Інституту економіки та прогнозування НАН України за редакцією М. Скрипниченко з проблем макроекономічних дисбалансів в Україні [15], дослідженнях Т. Богдан, І. Луніної, присвячених проблемам боргової стійкості держави [16], останніх працях С. Буковинського [17], Т. Ковальчука [18].

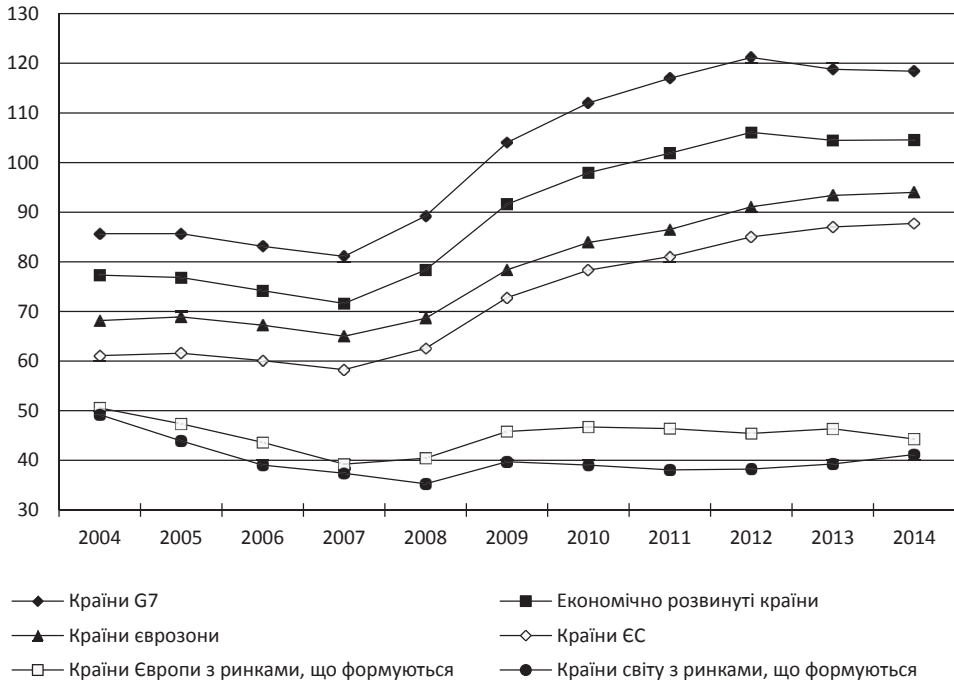
Мета статті полягає у визначенні економічного змісту фінансових репресій, дослідженні форм їх прояву та інструментів застосування в сучасній практиці, з'ясуванні впливу таких репресій на потенціал заощадження населення в Україні та в інших країнах світу.

Термін “фінансова репресія” в науковій літературі вживається переважно в контексті реалізації макроекономічних підходів щодо регулювання фінансової системи держави, фінансових ринків і фінансового сектору. Використання фінансових репресій обумовлене насамперед необхідністю зниження рівня боргового навантаження та поліпшення стану державних фінансів.

Слід зауважити: в економічно розвинутих країнах світу та країнах Великої сімки (G7) державний борг уже перевищив ВВП (рис. 1), що створює проблеми з його погашенням та призводить до уповільнення темпів економічного зростання. За оцінками фахівців Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), у багатьох країнах світу державний борг зростатиме й надалі; для скорочення його обсягів традиційних інструментів, пов'язаних із посиленням оподаткування та зменшення державних витрат, уже не достатньо. Отже, уряди цих країн змушені шукати нові рішення, більшість яких ґрунтуються на застосуванні фінансових репресій.

У широкому розумінні фінансові репресії є комбінацією регулятивних заходів центральних банків і урядів, вжиття котрих призводить до викривлення механізмів функціонування фінансових ринків та фінансового посередництва, з метою зменшення відносного боргового навантаження й скорочення витрат на обслуговування державного боргу.

У науковій літературі є різні визначення поняття “фінансова репресія”. Так, С. Пекарський розуміє під нею жорстке регулювання державою фінансової системи, яке, з одного боку, не дає останній функціонувати на повну



Джерело: побудовано за даними Міжнародного валютного фонду станом на 10 травня 2015 р.

Рис. 1. Динаміка валового державного боргу в окремих групах країн протягом 2004—2014 рр., % ВВП

потужність, працювати ефективніше та спричиняє певні неринкові деформації цієї системи, а з другого — допомагає уряду одержати додатковий дохід до бюджету або зменшити витрати на обслуговування державного боргу. На його думку, в широкому розумінні фінансова репресія — це регулювання фінансової системи, котре шляхом заміщення ринкових механізмів визначення процентних ставок дає змогу державі залучати додаткове фінансування (часто неринковими методами) та зменшувати витрати на обслуговування державного боргу [9].

С. Моїсєєв розглядає фінансову репресію як певну сукупність політичних рішень, законів, формальних інструкцій та неофіційних засобів регулювання фінансових ринків, що викривляють фінансові ціни (процентні ставки, валютний курс) та ускладнюють реалізацію механізмів фінансового посередництва. З його точки зору, головним об’єктом фінансової репресії є банківська система, а суб’єктом — уряд або центральний банк [7, с. 607].

На практиці дуже складно провести межу між необхідним фінансовим регулюванням, покликаним забезпечити стабільність функціонування фінансової системи, й таким, котре призводить до деформацій на фінансовому ринку та може негативно відбитися на економічному зростанні. Разом із тим між поняттями “фінансове регулювання” та “фінансові репресії” є відмінності.

Слід підкреслити, що фінансові репресії, як і фінансове регулювання, базуються на державному втручанні у фінансову систему та передбачають адміністрування фінансових ресурсів. Зауважимо, що основною причиною фінансового регулювання є слабкість *фінансових ринків*, які за певних обставин не здатні забезпечити ефективний перерозподіл фінансових ресурсів. У цьому випадку держава стає диригентом фінансових потоків, застосовуючи різноманітні інструменти для скорочення витрат із залучення капіталу, стимулювання фінансування розвитку пріоритетних галузей, здійснення пільгового кредитування та субсидування експорту тощо, а безпосередніми фінансовими агентами уряду є державні банки, чия роль істотно посилюється.

На відміну від фінансового регулювання, основною причиною фінансових репресій є слабкість *бюджетно-податкової політики*. Основним завданням таких репресій є абсолютне чи відносне зменшення обсягів державного боргу на основі адміністративного перерозподілу фінансових ресурсів чи доходів окремих груп суб'єктів господарювання та громадян у інтересах держави, а наслідками — викривлення процесів ціноутворення на фінансові активи, уповільнення заощаджень, проведення квазіфіскальних операцій для сприяння поповнення державного бюджету тощо. Крім того, фінансові репресії реалізуються на основі застосування переважно адміністративних, або прямих, інструментів центрального банку, для здійснення безпосереднього впливу на операційну ціль грошово-кредитної політики, тоді як непрямі (ринкові) інструменти дають змогу чинити цей вплив опосередковано, через зміну ринкової кон'юнктури [8].

Слід зауважити, що рівновага грошового ринку та ринку капіталу може досягатися через механізм ринкових коливань процентних ставок, забезпечуючи трансформацію заощаджень у інвестиції. Така модель відома як традиційна, або стимулююча, з огляду на забезпечення ефективного розміщення монетарних активів, зростання продуктивних інвестицій, що призводить до примноження заощаджень та збільшення кінцевих споживчих витрат населення. На відміну від традиційної моделі, механізм фінансових репресій створює передумови для трансформації та прихованого переміщення боргу й супроводжується обмеженням сфери дохідного розміщення коштів, що призводить до зменшення заощаджень населення.

К. Рейнхарт і Б. Сбранція вважають, що головною ознакою фінансової репресії є наявність від'ємної реальної дохідності в економіці. На їхнє переконання, одне з головних завдань фінансової репресії полягає в підтриманні протягом тривалого часу номінальних процентних ставок на рівні, нижчому за реальну процентну ставку. За таких умов наявність від'ємної реальної процентної ставки дає змогу зменшити витрати держави на сплату процентів за боргом та сприяє його відносному зменшенню [3].

Станом на початок 2015 р. понад 30 % державних облігацій країн Європи на загальну суму близько 2 трлн євро мали від'ємну процентну ставку.

У Німеччині їхня частка становила 70 %, а у Франції — 50 %. Утім, ця ситуація призводить до зниження макроекономічної стабільності, посилює ризики для фінансової стабільності та може спричинити чергову глобальну кризу.

В узагальненому вигляді традиційна, яка передбачає трансформацію заощаджень у інвестиції через ринкове коливання процентних ставок, та стримувальна, що базується на трансформації та прихованому переміщенні державного боргу шляхом адміністрування процентної ставки, моделі розвитку наведені на рис. 2.

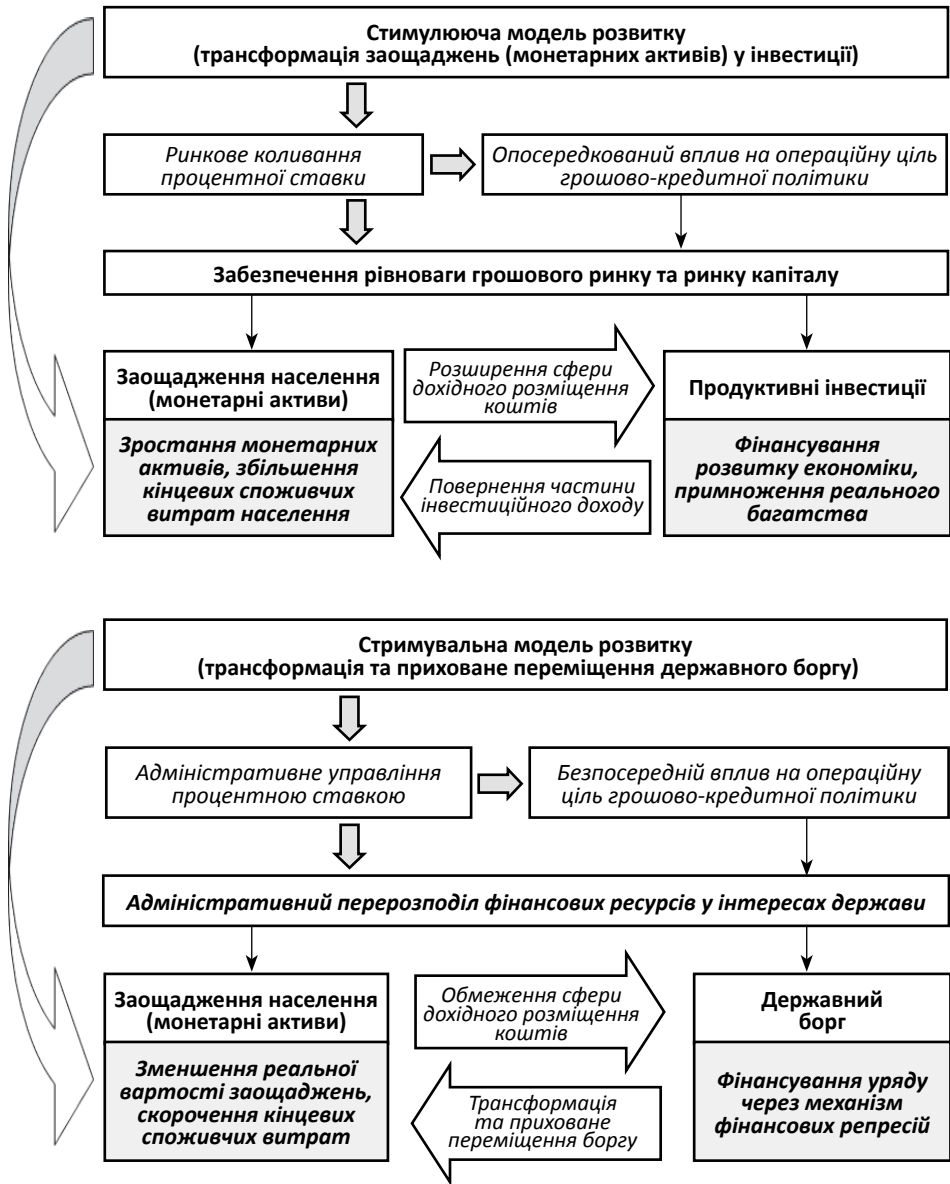
Варто зауважити, що в умовах підвищення фінансових ризиків населення віддає перевагу інвестиціям у більш надійні та менш ризиковані фінансові активи. За даними експертів, зниження ризиковості інвестування є основним мотивом для 61 % міноритарних інвесторів. Наприклад, у Німеччині монетарні активи громадян оцінюються в 4,715 трлн євро, з яких майже 50 % розміщено в низькоризикові активи (ощадні сертифікати, державні цінні папери, строкові депозити). Щорічні втрати громадян цієї країни через від'ємну реальну дохідність фінансових активів унаслідок фінансових репресій сягають близько 40 млрд євро.

Ось як цю ситуацію подають аналітики відомого видання “The Economist”: “Упродовж 1945—1980 рр. реальна від'ємна процентна ставка діяла по державних боргових зобов'язаннях. Заощаджувальники розміщували кошти на банківських депозитах; банки, у свою чергу, позичали їх урядам за процентною ставкою, значно нижчою від інфляції. Потім уряди повертали борги заощаджувальникам знеціненими інфляцією грошима. Заощаджувальники зазнавали реальних збитків, водночас стан рахунків за державними борговими зобов'язаннями поліпшувався. Залишається загадкою, чому заощаджувальники протягом тривалого часу мирилися з такими жалюгідними доходами?” [19].

Згідно із зарубіжною банківською статистикою, в період 1945—1980 рр., котрий дістав назву “ера фінансових репресій”, середньозважені реальні процентні ставки, а саме: за короткостроковими державними запозиченнями (казначейськими вексями), ключова та за депозитами, мали від'ємне значення як у розвинутих країнах, так і в країнах із економіками, що розвиваються (рис. 3). Це вказує на активне застосування фінансових репресій у період відбудови економіки в умовах посилення її державного регулювання після Другої світової війни.

Упродовж 1980—1990 рр. у багатьох країнах світу фактично відбувся перехід від ери фінансових репресій до періоду лібералізації, про що свідчать дані табл. 1, де наведено значення середньозважених реальних процентних ставок у різних країнах світу.

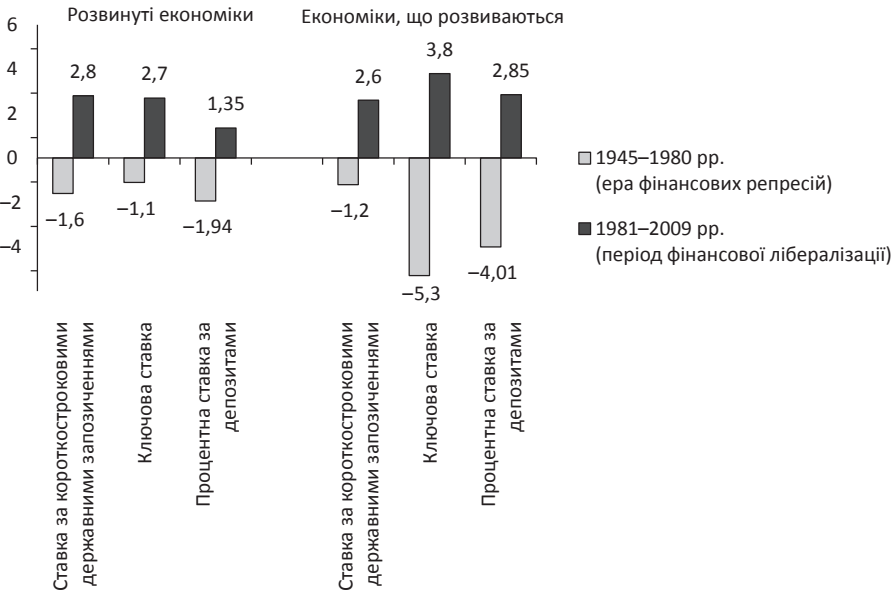
Слід наголосити, що період фінансових репресій майже в усіх країнах, наведених у табл. 1, характеризувався від'ємним значенням реальних



Джерело: побудовано авторами.

Рис. 2. Використання процентної ставки в стимулюючій (традиційній) і стримувальній моделях економічного розвитку

процентних ставок за казначейськими векселями — короткостроковими фінансовими векселями уряду, які традиційно використовуються для регулювання ліквідності грошового ринку та є загальновизнаним орієнтиром для процентних ставок за кредитами й іншими фінансовими інструментами.



Джерело: побудовано за: Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, B. Sbrancia // BIS Working Papers. — 2011. — No 363. — P. 15–17 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work363.pdf>.

Рис. 3. Значення середньозважених реальних ставок у зарубіжних країнах у окремі періоди

Не заглиблюючись у підходи до оцінювання ефекту “ліквідації боргу”, висвітлені в працях Я. Кірхегарда, К. Рейнхарт та Б. Сбранції, К. Рогоффа на цю тему [2–4], зауважимо, що на думку зарубіжних авторів, щорічна “ліквідація державного боргу” шляхом підтримання від’ємних реальних процентних ставок у США становить близько 3,2 % ВВП; у Великобританії — 3,6 % ВВП; у Австралії та Італії, де рівень інфляції був вищим, щорічний “ліквідаційний” ефект становив відповідно 5,1 і 5,3 % ВВП [2, с. 24].

Після ери фінансових репресій розпочався період фінансової лібералізації (1981–2009 рр.).

До світової фінансової кризи 2008–2009 рр. у науковому середовищі існувала точка зору, що окремі фінансові репресії запроваджують лише країни, що розвиваються, та країни зі слабким фінансовим сектором і недосконалим інституційним механізмом фінансового посередництва з метою розв’язання проблем державного боргу, обґрунтовуючи свою позицію необхідністю підтримки стабільності фінансової системи або стимулювання економіки шляхом підтримки її певних галузей чи сфер. Після 2009 р. розвинуті країни стали активно використовувати механізми фінансових репресій: спочатку задля подолання наслідків світової фінансової кризи, а згодом — бюджетної

Таблиця 1. Середньозважені реальні процентні ставки упродовж періодів фінансових репресій і лібералізації в різних країнах світу, %

Країна / рік переходу від фінансових репресій до лібералізації	До та після переходу від фінансових репресій до лібералізації	Реальні процентні ставки				
		за депозитами	ключова	міжбанківська	за кредитами	за короткостроковими державними запозиченнями
Аргентина 1991	до після	23,99 0,97	-28,12 -2,55	н/д н/д	н/д н/д	н/д н/д
Австралія 1980	до після	-2,83 2,61	-0,64 3,86	-1,80 3,83	-0,04 6,98	-2,66 3,46
Бельгія 1980	до після	-0,50 1,75	1,29 4,14	-0,38 3,68	3,21 6,94	2,12 2,96
Бразилія 1989	до після	18,69 46,41	0,58 145,46	-3,61 76,97	н/д н/д	-0,21 -21,87
Великобританія 1981	до після	-2,41 3,20	-0,14 3,68	-6,22 3,88	-2,00 4,54	-1,23 3,64
Греція 1980	до після	0,52 0,19	0,57 2,88	н/д н/д	3,36 6,19	-1,88 0,93
Єгипет 1991	до після	-5,65 0,99	-0,40 3,78	н/д н/д	-1,43 6,00	н/д н/д
Індія 1992	до після	н/д н/д	0,26 1,11	0,38 1,45	6,77 5,86	н/д н/д
Італія 1983	до після	-3,30 0,94	-2,97 4,70	-1,44 3,59	1,47 6,22	-2,66 3,32
Канада 1967	до після	2,07 1,04	-0,11 2,47	н/д н/д	3,83 3,71	-0,67 2,15
Колумбія 1980	до після	-5,37 6,14	-3,64 7,72	н/д н/д	-0,79 11,04	н/д н/д
Корея 1991	до після	3,71 2,79	-1,71 -0,56	5,19 3,75	3,38 3,93	7,94 4,08
Малайзія 1987	до після	1,86 1,90	1,05 1,87	-0,32 1,72	6,96 5,35	0,82 1,57
Німеччина 1980	до після	0,94 2,32	0,69 1,98	1,11 2,60	3,92 7,92	0,60 2,41
США 1982	до після	2,04 1,43	-0,12 1,61	1,00 2,19	2,09 4,72	-0,31 1,77
Таїланд 1989	до після	4,03 2,39	4,31 3,10	4,82 2,22	7,08 5,83	1,61 -0,16
Туреччина 1987	до після	-10,77 2,06	-3,68 -0,84	н/д н/д	н/д н/д	4,69 3,99
Фінляндія 1982	до після	-2,68 1,46	-2,83 2,94	1,43 4,00	-1,12 4,51	н/д н/д
Франція 1984	до після	-3,09 1,33	-3,28 4,92	0,21 4,58	-0,46 5,70	-3,22 3,20
Чилі 1984	до після	12,88 3,35	-12,49 5,61	н/д н/д	28,39 8,22	н/д н/д
Швеція 1980	до після	-0,55 1,28	-0,51 1,19	-0,29 3,88	1,23 5,12	-0,61 2,97
Японія 1979	до після	-2,13 0,52	-7,18 1,11	0,53 1,77	1,60 2,97	-1,61 1,31

Джерело: Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, B. Sbrancia // BIS Working Papers. — 2011. — No 363. — P. 35, 36 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work363.pdf>.

кризи єврозони, спровокованої кризою фінансової системи Греції. Власне, політику кількісного й кредитного пом'якшення, котру проводили США, Великобританія, Японія, ЄЦБ, можна сміливо вважати однією з форм фінансових репресій.

Якщо в 1980—1990-х роках ліберальна економічна доктрина характеризувала фінансову репресію як негативну практику, то сьогодні ставлення до неї істотно змінилося. Її сприймають як елемент макропруденційного регулювання, спрямованого на забезпечення фінансової стабільності.

На думку фахівців, використання гарвардської/кейнсіанської економічної моделі не дає змоги повною мірою забезпечити зростаючі потреби державних бюджетів, а тому відбувається заміщення ринкових механізмів фінансовими репресіями, головним інструментом котрих є від'ємні реальні процентні ставки [2—4; 6].

Найімовірніше, ми маємо справу з певною формою прояву циклічного розвитку економіки, коли фінансова лібералізація розвивається до тієї межі, на якій ще зберігається самоорганізація й самоконтроль суб'єктами ринку механізмів ринкового розвитку. На певному етапі внаслідок непередбачуваних внутрішніх і зовнішніх шоків фінансовий ринок втрачає керованість, а тому постає потреба в його коригуванні та збалансуванні шляхом посилення державного регулювання всієї фінансової системи. На наступному етапі цього регулятивного циклу, коли адміністративні важелі стануть стримувати розвиток ринків, може розпочатися наступний етап лібералізації фінансових ринків.

Використання фінансових репресій промислово розвинутими країнами, на наш погляд, обумовлене тим, що в умовах фінансово-економічних криз уряди й центральні банки вимушені стримувати процеси подальшої лібералізації фінансових ринків шляхом посилення державного регулювання. Зазначене пояснюється недостатньою ефективністю фінансових інститутів, що спричиняє “легалізацію” прямого державного втручання у фінансову систему та в механізми функціонування фінансових ринків. Фінансові репресії є комбінацією різних регулятивних заходів центральних банків і урядів, які призводять до істотної зміни механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва. Наслідками такого втручання є подальше розбалансування фінансових процесів, про що свідчить також від'ємне значення показника чистої вартості фінансових активів сектору державного управління (the financial net worth of the general government sector), котрий розраховується як різниця між сумарною вартістю його фінансових активів і непогашених зобов'язань та виражається у відсотках до ВВП країни [20]. Слід зауважити, що зміна чистої вартості активів сектору державного управління є рекомендованим МВФ кількісним показником для оцінки стійкості діяльності в бюджетно-податковій сфері [21, с. 44].

Заходи державної політики не можуть вважатися стійкими в довгостроковій перспективі, якщо вони призводять до надмірного зниження чистої вартості фінансових активів сектору державного управління. За даними ОЕСР, від'ємне значення цього показника в багатьох економічно розвинутих країнах свідчить про істотне перевищення вартості фінансових зобов'язань цього сектору над вартістю його фінансових активів, яке спостерігалось в 1995—2013 рр., а в Японії, США, Італії, Греції цей розрив уже перевищив обсяги ВВП (табл. 2).

У світовій практиці накопичено чималий досвід використання регулятивних заходів прямої й непрямой дії, котрі можуть бути охарактеризовані як фінансові репресії. У сучасних умовах останні стають політично привабливими й практично зручними механізмами для урядів і центральних банків багатьох країн та передбачають активне використання інструментів трансформації й прихованого переміщення державного боргу. Основні форми фінансових репресій та інструменти їх застосування узагальнено в табл. 3.

Основними формами здійснення фінансових репресій є: адміністрування процентних ставок, раціонування джерел кредитування уряду, селективна кредитна політика, контроль руху капіталу. Інструменти застосування фінансових репресій обираються залежно від повноважень суб'єкта (центрального банку країни, уряду, регуляторів відповідних ринків) та специфіки їх застосування (див. табл. 3).

Останнім часом найбільш широко використовуються такі інструменти, як директивні обмеження на рівень процентних ставок, тобто зниження офіційних процентних ставок до рівня, значно нижчого від рівня інфляції (наприклад, базова ставка ЄЦБ становить 0,05 %), придбання фінансово-кредитними установами державних боргових зобов'язань із фіксованою дохідністю; нормування структури фінансових портфелів (стимулювання недержавних пенсійних фондів до придбання державних облігацій (Франція, Ірландія, Великобританія, Португалія) тощо.

Так, починаючи з 2011 р. банки Греції, Іспанії, Італії, Португалії на вимогу уряду помітно збільшили обсяги кредитування держави. У 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, велику частину яких було націоналізовано (приміром, у Польщі). У країнах із ринками, що розвиваються, істотно посилюється адміністрування фінансових ресурсів через систему державних банків із метою контролю перерозподілу фінансових ресурсів.

Для збільшення доходів МВФ рекомендував урядам встановлювати податки на всі види заощаджень, цінні папери й нерухомість. Так, у 2014 р.

Таблиця 2. Динаміка чистої вартості фінансових активів сектору державного управління в окремих країнах світу протягом 1995—2013 рр., % ВВП

Країна	1995	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Австрія	-38,4	-35,8	-33,9	-34,6	-36,1	-35,2	-37,0	-36,7	-32,9	-30,4	-33,8	-39,1	-41,9	-43,4	-47,9	н/д
Велико-Британія	-24,6	-30,4	-23,1	-19,9	-20,7	-20,8	-22,8	-23,7	-24,1	-25,2	-29,9	-41,1	-50,1	-63,2	-62,2	-61,6
Греція	-76,1	-67,2	-84,6	-88,9	-90,8	-83,7	-83,4	-82,2	-86,8	-82,1	-90,5	-101,3	-92,6	-72,9	-101,4	-118,1
Іспанія	-49,5	-52,7	-43,3	-40,5	-39,1	-35,9	-33,5	-28,5	-22,0	-17,4	-22,1	-33,1	-38,6	-46,9	-58,1	н/д
Італія	-95,7	-103,2	-92,3	-93,1	-92,7	-89,7	-89,4	-90,9	-90,9	-87,6	-90,3	-101,2	-99,9	-94,3	-109,8	н/д
Канада	-94,6	-90,5	-67,8	-64,7	-65,0	-59,1	-54,2	-48,9	-44,1	-40,9	-42,6	-49,3	-51,7	-56,0	-56,9	-53,0
Німеччина	-28,0	-34,7	-32,9	-35,0	-39,1	-42,1	-45,8	-48,1	-46,4	-41,3	-43,0	-47,4	-47,8	-48,7	-49,0	н/д
Нідерланди	-51,0	-45,0	-32,6	-31,1	-32,9	-34,2	-35,4	-33,2	-29,8	-26,2	-25,2	-27,5	-32,1	-36,2	-39,5	н/д
Польща	14,7	-6,3	-15,4	-18,5	-22,0	-26,0	-22,7	-22,8	-21,3	-15,4	-18,2	-21,1	-27,7	-32,0	-33,2	н/д
Португалія	-24,0	-34,0	-32,4	-34,4	-38,7	-41,1	-46,3	-49,2	-48,4	-48,0	-52,1	-62,5	-61,8	-53,0	-76,9	-84,6
Словаччина	30,1	3,9	-13,4	-10,9	-1,4	-1,8	-5,1	-3,1	-7,6	-7,1	-9,1	-15,9	-21,8	-26,0	-25,1	н/д
США	-66,7	-52,3	-43,0	-44,7	-51,5	-52,6	-60,5	-59,5	-56,7	-56,2	-69,4	-80,9	-90,1	-97,8	-100,7	-98,9
Угорщина	-25,0	-32,2	-32,8	-32,1	-36,4	-37,4	-41,5	-45,8	-51,3	-52,8	-50,9	-58,5	-60,8	-52,5	-60,1	-61,4
Фінляндія	7,12	14,1	30,2	30,5	30,3	36,9	44,8	56,1	66,7	69,9	50,1	59,8	62,6	52,0	53,4	н/д
Франція	-37,0	-42,5	-36,3	-38,4	-43,0	-45,2	-45,9	-44,0	-38,1	-34,6	-44,4	-50,8	-55,7	-60,6	-68,4	н/д
Швеція	-25,1	-21,6	-4,2	2,8	-4,1	-0,4	2,0	7,0	17,4	21,3	14,1	21,2	22,8	19,8	22,8	26,03
Японія	-21,1	-44,7	-58,3	-64,3	-72,6	-77,2	-81,3	-78,6	-77,7	-82,4	-92,0	-103,4	-110,1	-124,1	-126,0	-123,15

Джерело: складено за даними ОЕСР станом на 12 липня 2015 р.

Таблиця 3. Основні форми фінансових репресій та інструменти їх застосування

Форма репресій	Інструмент застосування	Суб'єкт застосування	Особливості застосування відповідного інструменту
Адміністрування процентних ставок	Директивні обмеження на рівень процентних ставок	Центральний банк	Адміністративне підтримання від'ємних значень реальних процентних ставок: 1) встановлення ключових ставок центральних банків на рівні, нижчому за рівень інфляції; 2) регулювання верхньої або нижньої межі та амплітуди коливання процентних ставок: — застосування нижньої межі процентних ставок за депозитами та безпроцентної ставки за поточними рахунками чи депозитами до запитання; — застосування верхньої межі процентних ставок за банківськими кредитами, які призначені для субсидування уряду
Раціонування джерел кредитування уряду	Нормування структури фінансових портфелів	Уряд, регулятор ринку цінних паперів	Посилення нормативних вимог до частки державних цінних паперів у структурі інвестиційних портфелів фінансових посередників, у т. ч. пенсійних та інвестиційних фондів
	Управління резервними вимогами	Центральний банк	Підвищена норма резервування для фінансових організацій за обсягами залучених ресурсів. Встановлення безпроцентної або нижчої за ринкову ставки за обов'язковими резервами
Селективна кредитна політика	Регулювання режиму розміщення державних цінних паперів	Уряд, центральний банк	Запровадження обов'язкових вимог щодо викупу державних цінних паперів при їх розміщенні. Розміщення державних цінних паперів шляхом проведення аукціонів із застосуванням особливих методів формування ціни: — дискримінаційних заявок (задовольняються, починаючи з найвищої ціни); — заявок із встановленням ціни відсікання (до досягнення ціною мінімального встановленого значення)
	Пряме кредитування окремих галузей	Центральний банк	Цільова фінансова підтримка галузей і окремих підприємств (переважно державних) через інструменти пільгового кредитування, такі як: — зниження процентних ставок за рахунок субсидій; — диференційовані дисконтні ставки; — надання державних гарантій
	Раціонування кредитів	Центральний банк	Обмеження кредитування шляхом застосування нецінових методів: — обмеження на обсяги виданих кредитів; — кредитні ліміти за кредитними операціями банків; — встановлення кредитних квот залежно від обсягів капіталу, залучених ресурсів; — обмеження обсягів і структури кредитного портфеля

Закінчення табл. 3

Форма репресій	Інструмент застосування	Суб'єкт застосування	Особливості застосування відповідного інструменту
Контроль руху капіталу	Валютний контроль	Центральний банк	Встановлення альтернативного валютного курсу. Регулювання операцій резидентів і нерезидентів із валютою чи валютними цінностями. Обмеження на валютні операції
Оподаткування	Додаткові податки й комісії на фінансові трансакції	Уряд	Запровадження різноманітних додаткових податків і комісій на фінансові трансакції, податків на майно
Обмеження нецінового характеру	Пряма заборона, лімітування, процедури офіційного погодження	Уряд, центральний банк	Обмеження нецінового характеру, що істотно змінюють попит і пропозицію на фінансові послуги та фінансові операції. Штучне заниження дохідності фінансових активів тощо

Джерело: складено за: Reinhart C. Financial repression redux / C. Reinhart, J. Kirkegaard, B. Sbrancia // Finance and Development. — 2011. — Vol. 48. — No 2, June. — P. 22–26 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Reinhart.htm>; Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, B. Sbrancia // BIS Working Papers. — 2011. — No 363. — 53 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work363.pdf>; Reinhart C. Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. S. Rogoff // American Economic Review. — 2010. — Vol. 100 (2), May. — P. 573–578 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100/2/573>; Моисеев С. Р. Политэкономия финансовой репрессии / С. Р. Моисеев // Вопросы экономики. — 2002. — № 2. — С. 36–50; Кравчук Р. Політика фінансових обмежень: приклад України, 1992–2000 / Р. Кравчук // Міжнародна економічна політика. — 2005. — № 1 (2). — С. 69–99 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://journals.urau.ua/jper/article/view/27428>.

Італія запровадила податок на переміщення капіталу в обсязі понад 20 %. Бундесбанк розпочав обговорення питання щодо введення одноразового оподаткування багатства громадян Німеччини [9].

На сьогодні перелік інструментів, що використовуються для проведення фінансових репресій, істотно розширився. До нових інструментів можна віднести різноманітні додаткові податки й комісії на фінансові трансакції, податок на майно, обмеження на валютні операції та міжнародні потоки капіталу, обмеження нецінового характеру (пряма заборона, лімітування, процедури офіційного погодження), котрі помітно впливають на попит і пропозицію на фінансові послуги та операції, штучно занижують дохідність фінансових активів тощо.

Крім того, виникли глобальні форми фінансових репресій, до яких належать специфічні форми банківського регулювання, що ґрунтуються на посиленні регуляторних вимог до забезпечення достатності капіталу та підтримання ліквідності банківських установ, передусім системно важливих банків [22; 23]. У науковій літературі з'явилися пропозиції щодо виокремлення явної та прихованої форм репресії. Явна фінансова репресія ґрунтується на використанні офіційно визнаних інструментів регулювання, а прихована — на маніпулюванні ринковою кон'юнктурою [7, с. 616—618].

У сучасних дослідженнях механізм фінансових репресій розглядається доволі широко, в контексті різних аспектів грошово-кредитної й фіскальної політик, збалансованості фінансового ринку, макроекономічного зростання. При цьому однозначної позитивної чи негативної оцінки результатів фінансових репресій немає. Прибічники концепції активного втручання держави в економіку та посилення регулювання фінансового сектору переконані, що фінансові репресії завдяки їхній ролі в зменшенні дефіциту бюджету та державного боргу є засобом підвищення загального добробуту суспільства, оскільки держава може забезпечити ефективніший перерозподіл фінансових ресурсів виходячи із загальнонаціональних пріоритетів. Основними ознаками успішного проведення фінансової репресії, на їхню думку, є збільшення внутрішніх заощаджень та поступове розширення кредитування економіки. Разом із тим важко не погодитися з висновком, що фінансова репресія деформує ринкові механізми фінансового посередництва, звужуючи сферу ефективного розміщення коштів населення для заощаджень та інвестицій.

На наш погляд, дослідження впливу політики фінансових репресій на потенціал національних заощаджень заслуговує особливої уваги з огляду на те, що заощадження населення традиційно є важливим джерелом фінансування розвитку економіки. Так, унаслідок запровадження урядами й центральними банками низки країн інструментів фінансових репресій та підтримання від'ємної реальної дохідності за гарантованими урядом цінними паперами знизилася ефективність розміщення коштів, що призвело до уповільнення

темпів зростання заощаджень населення в багатьох країнах світу. Нами проаналізовано перевищення загальної суми державного боргу над валовими національними заощадженнями в окремих групах країн у 2004—2014 рр. та встановлено, що впродовж 2004—2014 рр. найбільший розрив між зазначеними показниками спостерігався в країнах G7, де перевищення зросло з 4,2 до 6,1 разу; в розвинутих країнах (з 3,6 до майже 5 разів) та в країнах ЄС (з 2,8 до 4,2 разу). Для порівняння: в країнах світу та Європи з ринками, що формуються, перевищення сумарного державного боргу над валовими національними заощадженнями уповільнилося з 1,66 до 1,28 та з 2,99 до 2,56 разів відповідно (табл. 4).

Таблиця 4. Перевищення сумарного державного боргу над валовими національними заощадженнями в окремих групах країн у 2004—2014 рр., разів

Групи країн	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Країни G7	4,20	4,19	3,91	3,89	4,57	5,94	6,10	6,20	6,29	6,12	6,11
Розвинуті країни	3,56	3,54	3,29	3,22	3,73	4,83	4,90	4,96	5,08	4,96	4,96
Країни єврозони	2,94	3,03	2,84	2,69	2,99	3,77	3,91	3,90	4,11	4,23	4,19
Країни ЄС	2,77	2,83	2,68	2,56	2,87	3,69	3,82	3,81	4,08	4,16	4,17
Країни Європи з ринками, що формуються	2,99	2,84	2,55	2,36	2,33	2,86	2,94	2,78	2,76	2,78	2,56
Країни світу з ринками, що формуються	1,66	1,43	1,20	1,14	1,05	1,25	1,20	1,14	1,16	1,21	1,28

Джерело: розраховано за даними МВФ станом на 10 травня 2015 р.

Крім того, активне використання фінансових репресій призводить до формування *кептивного ринку державного боргу*, обслуговування якого потребує дедалі більшої суми коштів. Банківський сектор втрачає ресурсну базу, виникають диспропорції в ціноутворенні на фінансові активи, що спричиняє зниження стабільності фінансової системи загалом.

На наш погляд, на окрему увагу заслуговує дослідження впливу політики фінансових репресій на потенціал внутрішніх заощаджень, оскільки останні традиційно вважаються важливим джерелом фондування банків і фінансування економічного зростання в розрізі довгострокової динаміки. Через обмеженість інформації аналіз фінансів домашніх господарств є доволі складним завданням. Навіть у таких країнах із розвинутими економіками, як Канада, Австрія, Фінляндія й Кіпр, банківська статистика не містить інформації про обсяги строкових депозитів та непогашені кредити домогосподарств. З огляду на це нами запропоновано використання показника нетто-фондування банків за рахунок коштів домашніх господарств (NF_{hh}) у різних за рівнем економічного розвитку країн:

$$NF_{hh} = \frac{\Delta \text{депозити домогосподарств} - \text{непогашені кредити домогосподарств}}{\text{ВВП, \%}}$$

Розрахунки проведено на основі статистичних даних МВФ за період 2004—2014 рр.¹ про щорічні обсяги депозитів і непогашених кредитів домашніх господарств відносно ВВП країни, що дає змогу врахувати можливий вплив кредитно-ощадної активності населення в періоди економічного поживалення.

У багатьох країнах домашні господарства є активними “донорами” як для банків, так і для економіки загалом, якщо $NF_{hh} > 0$, тобто за умов, коли сумарний обсяг довгострокових коштів населення, акумульованих банками, перевищує загальну суму непогашених кредитів домогосподарств. Якщо $NF_{hh} < 0$, це означає, що розмір коштів, котрі банки спрямовують на задоволення фінансових потреб домогосподарств, перевищує обсяги акумульованих заощаджень, наслідком чого є викривлення механізму фінансового посередництва та обмеження можливостей фінансування економіки за рахунок внутрішніх джерел.

Наведені в табл. 5 результати аналізу дають підстави припустити, що після кризи 2008—2009 рр. в умовах запровадження політики фінансових репресій у більшості країн єврозони потенціал заощаджень населення, як стабільного джерела фондування банків та фінансування економічного зростання в розрізі довгострокової динаміки, майже вичерпаний. Окрім того, в більшості економічно розвинутих країн посилюється конкуренція на ринку фінансових послуг між банківськими й небанківськими фінансовими посередниками, котрі пропонують велику кількість різноманітних фінансових інструментів, зокрема іпотечні й забезпечені цінні папери, різноманітні комбіновані та структуровані фінансові активи для використання в країнах із розвинутими фондовими ринками, що, безумовно, впливає на можливість довгострокового акумулювання банками коштів населення.

В Україні фондування банків за рахунок коштів домогосподарств зазнає впливу багатьох чинників, таких як макроекономічна ситуація, рівень доходів населення, кредитна активність домогосподарств, доступність базових фінансових послуг для дорослого населення, рівень довіри населення до фінансових посередників, можливості ефективного розміщення коштів у іншому, крім банківського, сегменті.

За оцінками С. Моїсеєва, зробленими на основі вивчення досвіду В'єтнаму, Індії, Киргизії, Непалу, Пакистану, Філіппін та інших країн, селективна кредитна політика, раціонування кредитів, директивні кредити (як і директивне регулювання процентних ставок, встановлення неринкових регулятивних обмежень) призводять до зниження стійкості й конкурентоспроможності

¹ Розраховано за показниками статистики МВФ: Outstanding household deposits with commercial banks / GDP, %; Outstanding household loans from commercial banks / GDP, %.

Таблиця 5. Динаміка показника нетто-фондування банків за рахунок коштів домогосподарств у окремих країнах світу протягом 2004—2013 рр., % ВВП

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Країни ЄС (NF _{нб} < 0)										
Великобританія	-12,30	-11,38	-9,33	-7,24	0,25	-6,04	-12,13	-10,08	-7,07	-5,12
Ірландія	-22,42	-30,76	-33,79	-36,99	-32,91	-28,85	-26,60	-15,97	-15,92	-14,95
Іспанія	-4,73	-14,15	-18,24	-20,61	-17,07	-15,13	-13,19	-11,16	-7,36	-1,26
Естонія	-2,73	-8,94	-17,07	-22,20	-24,09	-26,08	-21,95	-15,95	-12,40	-10,60
Латвія	-0,36	2,92	-14,17	-19,35	-21,22	-24,38	-21,75	-16,43	-10,59	-5,57
Нідерланди	-25,21	-26,96	-25,98	-22,28	-17,63	-15,35	-11,14	-9,49	-9,61	-8,34
Німеччина	-2,84	-2,21	-1,89	-0,23	1,79	2,71	3,23	4,11	5,55	6,10
Польща	9,42	7,33	3,87	-0,52	-4,19	-3,62	-5,40	-5,36	-3,08	-2,99
Португалія	-3,64	-8,84	-16,21	-18,38	-12,90	-15,60	-15,65	-8,02	-5,06	-0,51
Фінляндія	-1,49	-3,19	-5,75	-5,16	-4,00	-6,17	-6,50	-4,37	-8,00	-9,03
Швейцарія	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	-38,56	-23,54	-19,49	-20,26
Швеція	-31,00	-34,41	-35,71	-34,69	-36,81	-42,67	-42,49	-41,68	-41,24	-42,92
Інші країни ЄС (NF _{нб} > 0)										
Бельгія	28,98	28,06	25,86	23,16	20,82	25,42	26,51	25,66	28,71	32,01
Болгарія	11,65	10,60	10,76	8,46	5,59	7,68	11,87	16,06	20,45	24,62
Боснія та Герцеговина	-0,87	-1,54	-1,34	-2,30	-6,02	-2,68	0,65	1,35	3,35	5,06
Греція	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	16,61	7,59	7,08	9,66
Італія	11,53	9,86	9,36	18,20	21,61	23,31	16,76	15,00	19,25	20,82
Литва	8,22	6,69	3,26	-1,55	-4,87	-3,61	-0,22	0,50	2,66	3,85
Люксембург	14,89	12,15	8,83	12,39	14,19	10,22	9,15	7,26	6,84	7,98
Румунія	6,24	4,52	1,47	-0,99	-3,15	-0,57	0,39	1,47	3,03	4,51
Сербія	4,51	4,83	4,68	5,33	1,69	6,35	8,05	8,35	10,55	11,73
Словаччина	3,75	4,53	4,82	6,55	2,96	5,53	8,30	6,36	8,10	7,48
Словенія	71,62	73,20	72,02	68,85	67,46	69,73	65,26	66,14	67,72	67,65
Франція	1,11	0,52	2,96	1,84	0,36	3,28	1,89	2,30	3,10	3,72

Закінчення табл. 5

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Хорватія	9,61	7,99	6,04	3,87	3,93	6,94	9,08	10,72	13,47	16,32
Чехія	25,53	22,57	20,31	16,89	16,11	16,60	16,65	17,07	17,60	17,46
Інші країни світу										
Україна	7,87	9,05	5,12	1,16	-6,42	-2,78	6,26	8,57	13,10	17,89
США	11,06	11,09	12,23	13,13	15,66	18,38	16,99	21,26	22,90	24,79
Австралія	-34,93	-37,34	-38,67	-40,60	-39,69	-44,36	-47,25	-45,28	-44,19	-44,36
Індія	24,01	20,79	17,42	14,17	16,61	20,34	18,11	16,89	14,67	10,65
Китай (Макао)	98,80	92,90	98,25	75,28	56,27	62,44	47,12	41,89	48,37	50,28
Казахстан	2,28	-1,18	-5,23	-9,19	-5,80	-2,58	-0,19	0,90	1,19	0,41
Білорусь	3,92	3,44	2,92	2,57	0,42	1,52	0,09	5,59	7,07	9,05
РФ	8,46	7,89	7,17	6,59	4,46	9,89	12,19	11,11	10,16	10,86
Таїланд	39,63	34,49	32,85	27,41	27,48	25,70	21,10	19,51	22,04	20,90
Туреччина	н/д	15,73	15,62	14,62	16,53	17,86	15,46	13,49	12,38	13,55
Японія	46,41	46,24	46,04	46,57	49,83	54,38	54,12	56,65	58,11	59,31

Джерело: розраховано за даними МВФ.

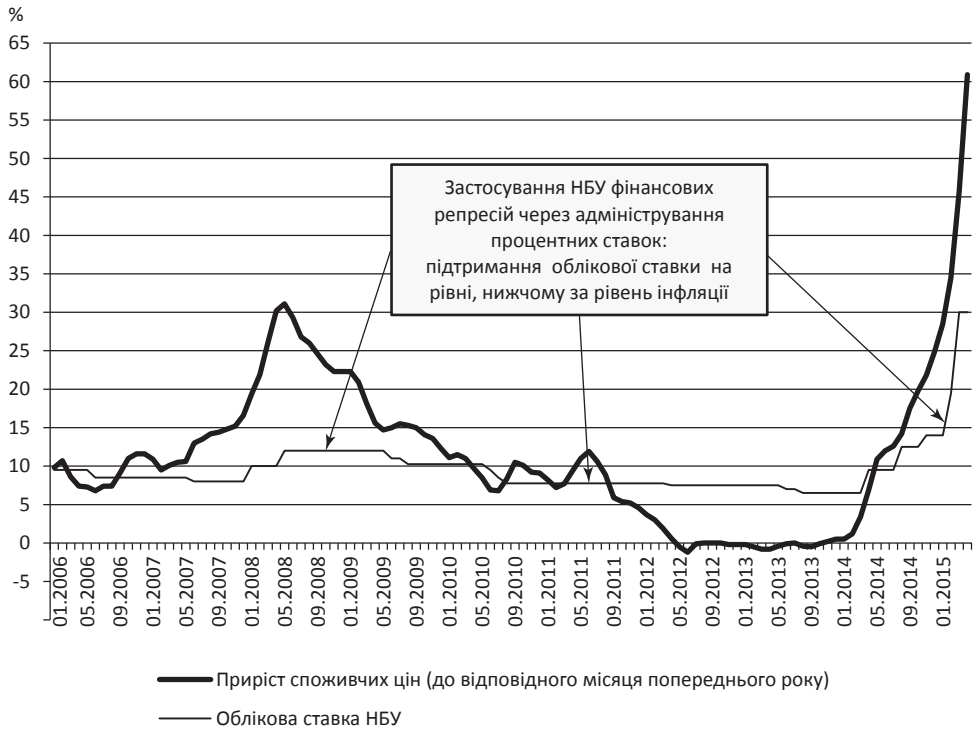
банківської системи. З огляду на зазначене висувається припущення, що фінансові репресії можуть позитивно впливати на економіку лише впродовж нетривалого періоду часу, а в довгостроковій перспективі вони спричиняють розбалансування фінансового сектору та порушення принципів фінансового посередництва [8].

Незважаючи на неоднозначність оцінок результатів фінансових репресій, слід зауважити, що за певних умов їх використання стає невідворотним і безальтернативним. Так, К. Рейнхарт і Б. Сбранція вважають, що під час кризи альтернативою фінансовим репресіям може бути дефолт, стагфляція, різке зменшення видатків бюджету або дефляційна депресія. Проте й вони рекомендують підходити до таких репресій дуже обережно, оскільки їх широке застосування може призвести до фінансово-економічної кризи [2; 3]. На думку С. Моїсеева, фінансова репресія може бути ефективною лише в разі проведення жорсткої грошово-кредитної політики, коли використання монетарних інструментів зменшує попит на гроші [8].

Імовірним наслідком тривалих фінансових репресій є формування кептивного ринку державного боргу, тіньових ринків фінансових активів, наприклад ринку валюти; поширення тіньового банкінгу (shadow banking); знецінення заощаджень та істотне обмеження джерел фондування банків, а за надмірного фінансового тиску — посилення неконтрольованого виведення активів за межі країни. Отже, щоб уникнути негативних наслідків для економіки, політику фінансових репресій варто проводити лише на короткострокових інтервалах.

Результати дослідження вказують на те, що в Україні механізми фінансових репресій у тій чи іншій формі та з різною інтенсивністю використовуються з часів здобуття незалежності. Що складнішою була економічна ситуація, то глибшими були фінансові репресії. Особливо вони посилилися у 2008—2009 рр. та 2014—2015 рр.

Найпоширенішими інструментами фінансових репресій в Україні є: адміністрування процентних ставок, нормування структури фінансових портфельів, управління резервними вимогами, валютний контроль, регулювання режиму розміщення державних цінних паперів та інші, які безпосередньо чи опосередковано використовуються Національним банком України або урядом. Підтримання облікової ставки НБУ на рівні, нижчому за рівень інфляції, є одним із прикладів опосередкованого застосування фінансових репресій у окремі періоди, а саме у 2007—2010 рр., 2011 і 2014—2015 рр. (рис. 4). Так, у квітні 2015 р. приріст споживчих цін до відповідного місяця попереднього року дорівнював 60,9 %, облікова ставка НБУ з 4 березня 2015 р. — 30 %, а дохідність облігацій внутрішньої державної позики, котрі перебували в обігу станом на 5 березня 2015 р., коливається в межах 12,5—17,6 % [24; 25].



Джерело: побудовано за даними Національного банку України, Державної служби статистики України.

Рис. 4. Застосування Національним банком України фінансових репресій на основі адміністрування облікової ставки протягом 2006—2015 рр.

Отже, застосування таких інструментів фінансових репресій, як адміністрування процентних ставок і регулювання режиму розміщення державних цінних паперів із метою отримання так званого ефекту ліквідації державного боргу, лише посилює розбалансованість у фінансовій сфері України, фінансова система якої є ослабленою внаслідок потужних геополітичних викликів, девальваційних ефектів, спаду виробництва та поглиблення структурних дисбалансів. До того ж посилюється вплив несприятливих чинників, до котрих нами віднесено такі [26]:

- відсутність компліментарності інструментів і методів управління рівнем інфляції, дефіцитом державного бюджету та стійкістю державного боргу;
- недостатній рівень операційної незалежності НБУ;
- нерозвиненість внутрішнього фінансового ринку, здатного поглинути додаткові обсяги державних цінних паперів;
- неможливість цілковитої відмови від принципу фіскального домінування за умов збільшення урядових запозичень;

— поширення такого явища, як квазімонетизація, та активізація квазіфінансових операцій уряду;

— зростання зовнішнього боргу України на тлі скорочення обсягу золотовалютних резервів, зумовлене специфікою сучасної грошово-кредитної політики НБУ, спрямованої на утримання де-факто фіксованого курсу національної валюти впродовж останніх років;

— непрозорість вітчизняного фінансового ринку, котрий не досить ефективно виконує функції перерозподілу фінансових ресурсів у економіці.

Складність ситуації, на думку С. Буковинського, пояснюється нелінійністю макроекономічних процесів, коли на один і той самий регуляторний захід система може дати абсолютно непропорційну, несподівану реакцію залежно від моменту часу й дисбалансів [17].

Прикладів використання фінансових репресій в українській економіці чимало. Зокрема, протягом 2011—2012 рр. НБУ застосував механізм рефінансування для підтримки банків, що здійснювали фінансування підприємств, пов'язаних із забезпеченням чемпіонату Європи з футболу “Євро-2012”. Згодом було запроваджено обмеження на вітчизняному валютному ринку, які, постійно модифікуючись, залишилися до сьогодні. Починаючи з другої половини 2014 р. ставка дохідності за державними зобов'язаннями є значно нижчою за рівень інфляції, що фактично дає змогу уряду одержувати “інфляційний податок”. Підтримку Фонду гарантування вкладів фізичних осіб урядом і НБУ впродовж 2014—2015 рр. також можна розглядати як різновид фінансової репресії, націленої на стабілізацію банківської системи, результати котрої безпосередньо впливають на обсяг емісії грошей.

Серед принципово нових форм фінансових репресій — пропозиція, що знайшла відображення в постанові Кабінету Міністрів України “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, стосовно можливості проведення одноразового декларування фізичними особами коштів, майна та валютних цінностей із метою подальшого контролю доходів і витрат громадян [27]. Відповідно до цієї постанови, таке декларування буде добровільним, а громадяни, котрі 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 в разі їх декларування вони 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 й оподаткування здійснюються одноразово. Тому можуть змінитися

методи та інструменти заощаджень населення, структура багатства, а також стимули до його накопичення. Цілком імовірно доволі складні соціально-економічні наслідки застосування подібної фінансової репресії, що зумовлює потребу в ретельному вивченні та всебічному обґрунтуванні цього заходу.

Ще одним прикладом використання фінансових репресій на основі нормування структури фінансових портфелів є зміни щодо диверсифікації активів недержавних пенсійних фондів на початку їхньої діяльності (до досягнення фондом обсягу активів у розмірі 500 тис. грн), котрі не забороняють придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, до 80 % загальної вартості пенсійних активів [28].

Проведене дослідження дає підстави для висновку, що в багатьох країнах світу фінансові репресії стали важливою складовою сучасної державної політики у фінансовій сфері. Низький рівень управління державним боргом на тлі рецесії та економічного спаду негативно позначається на умовах фінансування як урядів, так і банків, що знижує ефективність монетарної політики центральних банків, порушує паритет між цілями й функціями грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик, призводить до уповільнення темпів заощадження населення, а також до істотних викривлень механізму функціонування фінансового посередництва й фінансового ринку.

У перспективі відбуватиметься подальша трансформація механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва завдяки використанню урядами та центральними банками фінансових репресій, котрі спричиняють значні інституційні зміни в усій фінансовій системі за посилення державного регулювання діяльності фінансових інститутів.

Характерною рисою застосування фінансових репресій в умовах сьогодення є їх реалізація в межах механізмів макропруденційного регулювання й нагляду. При цьому до запровадження фінансових репресій треба підходити виважено, враховуючи як позитивні, так і негативні соціально-економічні наслідки їх використання.

У зв'язку із загостренням конкуренції на ринку фінансових послуг між банківськими й небанківськими фінансовими посередниками та урізноманітненням фінансових інструментів, запровадженням фінансових репресій у більшості економічно розвинутих країн із метою зменшення боргового навантаження уряду, потенціал заощаджень населення як стабільного джерела фондування банків і фінансування економічного зростання майже вичерпаний.

Активне використання фінансових репресій призводить до формування кептивного ринку державного боргу, обслуговування котрого потребує дедалі більшої суми коштів. Застосування таких інструментів фінансових репресій, як адміністрування процентних ставок та регулювання режиму розміщення

державних цінних паперів для отримання так званого ефекту ліквідації державного боргу, посилює розбалансованість процесів у фінансовій сфері України.

Непродумане проведення фінансових репресій призводить до викривлення механізмів функціонування фінансового сектору через порушення принципів фінансового посередництва, що посилює знецінення заощаджень, скорочення джерел фондування банків та може уповільнити темпи економічного зростання.

Список використаних джерел

1. *McKinnon R. I.* Money and Capital in Economic Development / R. I. McKinnon. — Washington, D. C. : The Brookings Institution, 1973. — 184 p.
2. *Reinhart C.* Financial repression redux / C. Reinhart, J. Kirkegaard, B. Sbrancia // Finance and Development. — 2011. — Vol. 48. — No 2, June. — P. 22—26 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Reinhart.htm>.
3. *Reinhart C.* The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, B. Sbrancia // BIS Working Papers. — 2011. — No 363. — 53 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work363.pdf>.
4. *Reinhart C.* Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. S. Rogoff // American Economic Review. — 2010. — Vol. 100 (2), May. — P. 573—578 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100/2/573>.
5. *Giovannini A.* Government Revenue from Financial Repression / A. Giovannini, M. Melo // The American Economic Review. — 1993. — Vol. 83. — No 4. — P. 953—963 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.jstor.org/stable/2117587>.
6. *Naumer H.-J.* Financial Repression: Shrinking Mountains of Debt / H.-J. Naumer [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://us.allianzgi.com/MarketingPrograms/External%20Documents/Shrinking_Mountain_of_Debt.pdf.
7. *Моисеев С. Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособ. / С. Р. Моисеев ; Моск. фин.-пром. акад. — М., 2011. — 784 с.
8. *Моисеев С. Р.* Политэкономия финансовой репрессии / С. Р. Моисеев // Вопросы экономики. — 2002. — № 2. — С. 36—50.
9. *Пекарский С.* Финансовая репрессия / С. Пекарский [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://postnauka.ru/video/31684>.
10. *Conway P.* Financial Repression in Transition: Evidence from Ukraine / P. Conway [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.unc.edu/pconway/dload/finrepress.pdf>.
11. *Кравчук Р.* Політика фінансових обмежень: приклад України, 1992—2000 / Р. Кравчук // Міжнародна економічна політика. — 2005. — № 1 (2). — С. 69—99 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://journals.urau.ua/jjep/article/view/27428>.
12. *Pettis M.* Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring / M. Pettis ; Carnegie Endowment for International Piece, N. W. — Washington, 2013. — 172 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/data.htm>.
13. *Checherita C.* The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the Euro Area / C. Checherita, Ph. Rother ; European Central Bank // Working Paper Series. — 2010. — No 1237 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>.
14. *Feng Lu S.* The effectiveness of law, financial development, and economic growth in an economy of financial repression: evidence from China / S. Feng Lu, Yang Yao // World

Development. — 2009. — Vol. 37. — No 4. — P. 763—777 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X08003434>.

15. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні : кол. моногр. / за ред. М. І. Скрипниченко ; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. — К., 2015. — 544 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://ief.org.ua/docs/mg/Monogr_Modeli%20identyfikacii%20macroeconomicnyh%20dysbalanciv_2015.pdf.

16. Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації : кол. моногр. / І. О. Луніна, О. О. Булана, Н. Б. Фролова та ін. ; за ред. І. О. Луніної ; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. — К., 2014. — 296 с.

17. Буковинський С. Забезпечення цінової стабільності і мінімізація системних фінансових ризиків / С. Буковинський // Вісник НБУ. — 2014. — № 11. — С. 5—13.

18. Ковальчук Т. Т. SOS — в Україні неоколоніальна модель валютної політики / Т. Т. Ковальчук // Економіка України. — 2014. — № 10. — С. 4—13.

19. Repress, then inflate // The Economist. — 2011. — No 7 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/07/americas-debt>.

20. General government financial wealth (indicator) / OECD. — 2015 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://data.oecd.org/gga/general-government-financial-wealth.htm>.

21. Manual on government finance statistics / International Monetary Fund. — 2001. — 199 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/pdf/all.pdf>.

22. Global systemically important banks: updated assessment methodology and the Higher loss absorbency requirement. July 2013 / Basel Committee on Banking Supervision, 2013. — 20 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs255.pdf>.

23. Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. September 2008 / Basel Committee on Banking Supervision, 2008. — 38 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bulentsenver.com/BS_ReadingMaterials/PrinciplesForSound_LiquidityMng_bcb144.pdf.

24. Індекси споживчих цін (індекси інфляції) / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

25. Облікова ставка Національного банку України / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580.

26. Naumenkova S. Transition to Inflation Targeting in Ukraine: New Tools for Monetary Policy / S. Naumenkova, O. Malyutin, S. Mishchenko // Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Series: Economics. — 2015. — Vol. 1 (166). — P. 31—39.

27. 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 : постанова Кабінету Міністрів України від 11.03.2015 № 99 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/99-2015-p>.

28. Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють : затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.04.2012 № 582 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12>.