

## ФОРМЫ ФИНАНСОВЫХ РЕПРЕССИЙ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

Сахно А.О.

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва,  
Россия

Email: [annasakhno14@gmail.com](mailto:annasakhno14@gmail.com)

В данной статье детально рассмотрен феномен финансовых репрессий, то есть нерыночных механизмов государственного регулирования финансового сектора, который все чаще стал наблюдаться в некоторых развивающихся странах после завершения эпохи глобального дерегулирования финансовых рынков. Несмотря на то, что понятие финансовых репрессий – собирательное название для ряда мер, предпринимаемых правительством для оказания влияния на финансовый сектор экономики, важно различать их формы и региональные особенности. В работе автор выдвигает гипотезу, полагающую, что форма финансовых репрессий и цель правительства в той или иной стране носит региональный характер ввиду экономической взаимозависимости стран, входящих в единый региональный блок. Анализируются особенности финансовых репрессий и их последствия в шести развивающихся странах мира - Китае, Индии, Южной Корее, Венесуэле, России и Белоруссии. В результате анализа удалось опровергнуть ранее выдвинутую гипотезу и составить целостную картину распространения феномена финансовых репрессий среди развивающихся стран.

Ключевые слова: финансовые репрессии; развивающиеся страны; финансовое регулирование.

## THE FORMS OF FINANCIAL REPRESSION IN DEVELOPING COUNTRIES

Sakhno A.O.

National research university “Higher school of economics”, Moscow, Russia

Email: [annasakhno14@gmail.com](mailto:annasakhno14@gmail.com)

This article deals with the phenomenon of financial repression, a non-market mechanisms of the government regulation of the financial sector, that can be seen nowadays in some developing countries after the end of the era of the global deregulation of the financial markets. Despite the fact that the concept of financial repression is the the collective name for a series of measures undertaken by the government to influence the financial sector, it is important to distinguish its

forms and regional features. In this paper, the author proposes the hypothesis. It supposes that the form of financial repression and the purpose of government in a given country depends on the region because of the economic interdependence of neighboring countries. The features of financial repression and its consequences in six developing countries - China, India, South Korea, Venezuela, Russia and Belarus – are carefully analyzed. The author rejects the hypothesis and provides an overview on the spread of financial repression across some developing countries.

Key words: financial repression; developing countries; financial regulation.

## **Введение**

Понятие «финансовые репрессии» все чаще стали появляться в заголовках экономических журналов. Финансовая репрессия определяется как совокупность нерыночных ограничений для финансового сектора экономики со стороны государства, не позволяющие ему функционировать в полной мере<sup>1</sup>. Несмотря на то, что данный механизм активно применялся в развитых экономиках мира ещё с момента активного развития финансовых рынков, на сегодняшний день финансовые репрессии все чаще наблюдаются в странах с формирующимся рынком, где существует ряд причин, по которым государство может себе позволить интервенции в финансовую систему страны для своей выгоды.

Актуальность данной работы заключается в том, что в ней рассмотрены результаты исследований за последнее десятилетие, а также проводится анализ закономерностей и особенностей форм финансовых репрессий в различных развивающихся странах мира.

Целью данной работы является анализ эмпирических и теоретических исследований, посвящённых различным формам финансовых репрессий в странах мира. В работе будут рассмотрены результаты последних исследований как отечественных, так и зарубежных авторов. Основной идеей данного анализа является выявление влияния и последствий финансовых репрессий на экономику стран с формирующимся рынком, так как именно в них несовершенства развития рыночной системы становятся причиной для особого регулирования финансового рынка со стороны правительства в собственных целях. Дифференцирование форм финансовых репрессий по регионам позволит более целостно представить сложившуюся в мировой экономике картину.

---

<sup>1</sup> Ito, H. (2008). Financial repression. In K. Reinert & R. Rajan (Eds.), *The Princeton encyclopedia of the world economy*. P. 430.

Так, гипотеза, имеющая место в данном исследовании, может звучать следующим образом. Виды и формы финансовых репрессий носят региональный характер в связи с экономической взаимозависимостью стран, входящих в единый региональный блок

### **Понятие финансовых репрессий и их формы в некоторых развивающихся странах мира**

Понятие «финансовая репрессия» впервые упоминается в работах Э. Шоу и Р. Маккиннона (1973) для описания периода особо жёсткого финансового регулирования в некоторых развивающихся странах и обоснования их низких темпов экономического развития. Более подробно формы финансовых репрессий описаны в работе К. Рейнхарт и Б. Сбранция (2011). Основная идея данного механизма состоит в том, что государство с помощью нерыночных методов может оказывать влияние на общие процентные ставки в стране. Это делается, например, для того, чтобы государству было более выгодно обслуживать государственный долг, искусственно создавая высокий спрос на государственные облигации. Благодаря инфляции и низкой доходности реальная доходность по государственным облигациям становится отрицательной, а значит, государство может перекладывать инфляционный риск на инвесторов. Существует множество методов, с помощью которых государство осуществляет политику финансового регулирования, однако важно также различать региональные особенности природы финансовых репрессий.

Так, в исследовании Г. Кзю и Б. Гуй (2013) анализируются причины экономического роста в Китае – экономике с явными признаками наличия финансовых репрессий. Несмотря на быстрое развитие финансового сектора, в Китае по-прежнему оказывается влияние на процентные ставки и размещение капитала со стороны правительства. С одной стороны, финансовые репрессии, выраженные в искусственно низких процентных ставках, должны стимулировать инвестиции и потребление, что несомненно выгодно для экономики. С другой стороны, регулируемый финансовый сектор снижает экономическую эффективность в нём и препятствует свободному созданию рабочих мест. Высокие темпы экономического роста повлекли за собой приток иностранных инвестиций в экономику. Однако такая модель экономического роста привела к кризису экономик Юго-Восточной Азии в 1997-1998 гг. Авторы утверждают, что высокий уровень инвестиционной привлекательности страны при высоких темпах экономического роста – очень нестабильное положение, так как любое замедление экономической активности может привести к резкому оттоку капитала. Также в работе предлагается вариант постепенного перехода Китая на рыночно ориентированную финансовую систему с поочерёдным устранением финансовых ограничений. Одной из ключевых идей реформирования

финансового сектора в Китае авторы называют полную перестройку институтов правительственного регулирования. В первую очередь это касается устранения коррумпированных группировок и изменения стандартов ведения финансовой отчётности.

Институциональные проблемы Китая также представлены в статье Дж. Дорна (2006). Так, правовая система КНР не была реформирована с момента активного развития финансового сектора. В частности, это касается инвесторов-резидентов, так как именно они столкнулись со значительными ограничениями на финансовые транзакции. Благодаря некоторым «провалам» правовой системы в области финансовых отношений агентов, государство имеет возможность принуждать инвесторов распределять инвестиционный портфель согласно интересам именно государства, покрывая за их счёт несовершенные механизмы действия рынка и государственный долг.

Продолжая изучать механизмы финансовых репрессий в Китае, следует также обратить внимание на работу Й. Ву (2015). В ней рассматривается трилемма денежно-кредитной политики, согласно которой в открытой экономике невозможно достичь одновременно фиксированного обменного курса, независимой монетарной политики и свободного движения капитала. Однако в Китае правительство стремится проводить активные интервенции в формирование валютного курса, при этом оставляя открытыми финансовые границы (то есть позволяя свободное движение капитала) и проводя независимую денежно-кредитную политику. ЦБ Китая сегодня направляет свои усилия на предотвращение удорожания юаня, управляя курсом. Однако свободное перемещение капитала сделало процентные ставки в Китае очень чувствительными к изменениям на мировом рынке. Выходом из проблемной ситуации могут стать ограничения на движение капитала, однако в таком случае крупные китайские корпорации столкнутся с проблемами финансирования своего производства: инвестиции из стран Азии и Тихоокеанского региона являются для них источниками «горячих денег». За последние десять лет правительство Китая проводит политики «стерилизации», то есть вывода излишней ликвидности, появившейся в результате притока капитала, из экономики (*monetary-cum-exchange rate policy*), при этом не накладывая ограничения на движение капитала, и обособить собственную денежную базу. По мнению автора, такой механизм является примером финансовых репрессий. Однако, согласно результатам анализа автора, выведенная излишняя ликвидность за счёт эффекта мультипликатора оказывает ещё большее влияние на валютный курс, после чего следует новая волна инвестиций с экономикой страны (в долгосрочном периоде). Таким образом, в статье утверждается, что Китаю не удастся преодолеть трилемму денежно-кредитной политики в будущем, а эффект, который наблюдается в экономике сейчас,

является непостоянным. Автор предлагает разумный и обоснованный вариант выхода из ситуации: позволить национальной валюте Китая перейти в плавающий режим.

С другой стороны, в исследовании Л. Юэй (2012) анализируется более узкое влияние последствий финансовых репрессий на развитие предпринимательства в Китае. Фактор наличия финансовых репрессий, осуществляемых со стороны правительства, сдерживает создание новых предприятий. Гипотеза исследования звучит следующим образом: частные предприятия испытывают трудности на рынке кредита, так как значительная часть кредитов приходится на государственные предприятия, а кредитование осуществляется через национальные банковские институты. Таким образом, финансовые репрессии, выраженные в диспропорциональной аллокации капитала, являются фактором, сдерживающим развитие частного предпринимательства в Китае. Автор строит эконометрическую модель с целью выявления степени влияния финансовых репрессий, а также слабого развития финансовых и правовых институтов на развитие предпринимательства в стране. Согласно результатам анализа, финансовые репрессии не являются сдерживающим фактором, а различные несовершенства рыночной экономики Китая не являются значительным препятствием для создания собственного бизнеса. Кроме того, автор отмечает, что среди предпринимателей в крупных городах значительную часть составляют нерезиденты страны, в то время как в сельской местности – граждане Китая.

Влияние финансовых репрессий на корейский рынок недвижимости и строительства рассмотрено в работе Дж. Кима (2013). Чонсэй (chonsei) – это долгосрочный контракт аренды жилого помещения, ставший популярным на рынке жилья в Корее за последние десятилетия. В отличие от ежемесячной платы за аренду, чонсэй заключается на долгосрочной основе. Съёмщик выплачивает владельцу жилья значительную сумму с момента своего заселения, которая рассчитывается согласно рыночной цене на жилье и составляет от 40% до 70% от стоимости, а в течение контракта арендодатель постепенно выплачивает внесённый съёмщиком депозит, вычитая из него некоторую сумму. Арендаторы значительно экономят, заключая такой контракт, так как ежемесячная аренда жилья на тот же срок обошлась бы в более крупную сумму. Таким образом, система аренды жилья чонсэй приносит выгоду как съёмщикам, так и арендодателям. В работе анализируются причины распространённости такой системы съёма жилья, так как она является неформальной. Среди них – очень высокие процентные ставки на ипотеки и кредит на строительство жилья как результат непропорциональной аллокации капитала, предназначенного для кредитования. Также в Корее существуют значительные ограничения на транзакции на рынке недвижимости, а потому это явление можно назвать

формой финансовой репрессии. Производственные кредиты в Корее можно получить под очень низкую процентную ставку, в то время как ипотеку или кредит на постройку недвижимости может себе позволить не каждое физическое или юридическое лицо. Таким образом, владельцы жилья, получая от съёмщиков депозиты при их заселении, получают дополнительные средства, которые превращаются в инвестиции для строительства нового жилья. В своей модели автор оценивает эффективность системы чонсэй по сравнению с традиционным кредитованием и делает вывод, что популярность системы чонсэй заключается в том, что позволяет владельцам жилья (представленных как физическими, так и юридическими лицами) получать более дешёвую ликвидность для строительства новой недвижимости. Автор также утверждает, что именно жёсткие ограничения, а также политика «тяжёлых денег» на рынке недвижимости со стороны правительства сделали систему чонсэй настолько распространённой на территории Кореи. Таким образом, благодаря дешёвому производственному кредиту правительству Кореи удалось достичь высоких темпов экономического роста, однако за счёт изменений в процессе кредитования в других сферах экономики.

Среди Азиатских стран, в экономике которых можно наблюдать признаки финансовых репрессий, есть также Индия. Р. Жонг (2014) в своей статье на Wall Street Journal, ссылаясь на агентство Moody's, утверждает, что значительная часть облигаций, составляющих государственный долг Индии, - долгосрочные, а лишь 10% держателей долга – нерезиденты. Автор ставит под сомнение случайность такого распределения, так как Индия – привлекательна для иностранных инвесторов. Кроме того, четверть всех депозитов коммерческих банков Индии сейчас сложены в государственные облигации, и это обязательство закреплено законодательством. Таким образом Индия ограничила себя от внезапных оттоков иностранных инвестиций из страны в случае экономической нестабильности, а правительство облегчило себе задачу финансирования государственного долга, так как все выплаты резидентам производятся в национальной валюте, а значит инфляционные риски таким образом будут перераспределены.

Работа К. Рейнхарт и М. Сантоса (2015) посвящена применению механизму финансовых репрессий в Венесуэле. В течение 2006-2013 гг., несмотря на высокие цены на нефть и экспортные преимущества Венесуэлы, внешний долг продолжал стремительно накапливаться. Для выплаты долга правительство приняло решение наложить ограничение на обменный курс, а также восполнить недостающий объём ликвидности с помощью печатного станка, создавая таким образом инфляцию. Темпы инфляции значительно превышали размер процентной ставки по государственным облигациям, обесценивая таким

образом доходность держателей облигаций. Это привело к значительному оттоку капитала из страны, так как инвесторы предпочли разместить капитал на более выгодных условиях. Таким образом, авторам удалось выявить взаимосвязь между высоким уровнем внешнего долга, финансируемого за счёт высокой инфляции, и дефицитом платёжного баланса, вызванного значительным оттоком капитала из страны.

Признаки финансовых репрессий можно наблюдать также в странах постсоветского пространства. Например, в работе Ю. Коростелевой и К. Лоусена (2010) рассматривается экономическое развитие Республики Беларусь в период жёсткого регулирования финансового сектора со стороны правительства в 1996-2002 гг. Так же, как и в случае Китая, для достижения высоких темпов экономического роста правительство применило политику монетарного стимулирования, делая капитал в стране более доступным. Большинство банков было национализировано, а норма резервирования значительно увеличена. Темпы экономического роста в тот период составили около 7% ежегодно, однако это не принесло желаемого результата для экономического развития страны. Жёсткие условия привели к образованию альтернативной банковской системы (shadow banking) с нетрадиционным механизмом депозитно-кредитных операций. Высокие темпы экономического роста не привели к экономическому развитию. Авторы выделяют несколько причин для объяснения данного феномена. Во-первых, значительная часть ликвидности, поступившей в экономику, была направлена на развитие слабоэффективных государственных предприятий агрокультурного сектора, что не привело к наращиванию технологического потенциала. Новые инвестиции не были направлены на поддержку новых отраслей, а, скорее, были выведены за рубеж. Ситуация стала неблагоприятной для частного предпринимательства и послужила причиной для слабого развития частного сектора в стране.

Наличие финансовых репрессий можно также отметить в Российской Федерации. В работе Б.И. Алёхина (2013) рассматривается проблема государственных управляющих компаний (ГУК), манипулирующих средствами, которые участники накопительной пенсионной системы (НПС) доверили этому институту для сохранности будущих пенсионных накоплений. Так, большая часть средств ГУК были принудительно использованы для покупки государственных ценных бумаг, которые не индексируются на уровень инфляции. Государство, с целью облегчения обслуживания государственного долга, занижало доходность по этим ценным бумагам, а в сочетании с темпами инфляции реальная доходность по ценным бумагам вовсе становилась отрицательной. Авторы делают выводы, что участники НПС, опасаясь вложить средства в частную управляющую компанию (ЧУК) и негосударственный пенсионный фонд (НПФ), потеряли больше, чем могли, если бы

предпочли эти институты, даже учитывая инфляцию. Также автор обращает внимание на процесс размещения облигаций федерального займа (ОФЗ) Министерством финансов РФ. Так, если бы все государственные облигации, выставленные на аукционе, были распроданы, то их реальная доходность, как правило, была бы выше инфляции. В России правительство стремится покрыть издержки инфляции за счёт понижения реальных доходностей ОФЗ, таким образом автоматически устраняя эффект инфляции для государственного долга. Автор приводит для сравнения процесс размещения казначейских облигаций в США, который на сегодняшний день автоматизирован, а правительство не вмешивается в ценообразование и формирование доходности своих ценных бумаг. В результате такого рода финансовых репрессий, правительство РФ имеет возможность сократить внешний долг, а ГУК, в свою очередь, выплатит вкладчикам средства в номинальном расчёте, то есть без учёта последствий инфляции.

## Заключение

Финансовые репрессии в последнее время стали частыми спутниками правительственных регулирующих органов в последние десятилетия. Несмотря на то, что эпоха финансового регулирования успешно завершилась в развитых странах ещё в конце XX века, после чего настал период активной финансовой либерализации, в развивающихся странах, а также в странах с переходной экономикой и развивающимся финансовым рынком, можно наблюдать все более изощрённые и нестандартные инструменты воздействия на функционирование финансового сектора экономики.

В данной работе особое внимание уделялось не столько в целом механизмам финансовых репрессий, а сколько их практическим применениям в различных странах. Так, особое внимание было уделено Китаю, так как именно эта страна находится под пристальным взглядом мирового сообщества. Будучи державой с одной из самых крупных экономик мира, правительство Китая не стремится отпустить экономическое регулирование в свободное плавание. Во многом причины кроются в значительных недостатках правовой системы. Институтам Китая требуется немедленное реформирование, так как во многом именно неэффективная работа государственных институтов приводит к неэффективному функционированию финансового сектора, создавая преграды инвесторам. Например, несовершенство правовой базы ограничивает возможности участия резидентов страны в финансовом рынке. С другой стороны, неразумная аллокация капитала, как можно предположить, должна оказывать негативное влияние на развитие малого и среднего



бизнеса в Китае. Однако исследования показывают, что такой статистически значимой связи обнаружено не было.

Соседнее государство – Индия – также имеет некоторые особенности. Здесь держателями государственного долга являются резиденты страны, а для иностранных инвесторов существует ряд ограничений на покупку государственных облигаций, несмотря на их относительную стабильность и хорошую доходность. Таким образом правительство страхуется от неожиданных оттоков капитала, а также снимает с себя инфляционные риски и перераспределяет среди населения.

Интересным является также опыт Южной Кореи, где финансовые репрессии привели к искажению механизма инвестирования в жилищное строительство, а точнее к его полному перевоплощению. Строительство кредитуется за счёт долгосрочных арендных взносов агентов – системы чонсэй, так как правительство по каким-то причинам сделало ипотечным кредит и кредит на постройку жилья компаниями слишком дорогими.

На постсоветском пространстве наличие финансовых репрессий исследователи констатируют в России и Беларуси. Их характер и направленность действий в двух странах несколько отличается. Так, в России происходит перенесение инфляционного бремя с государственного долга на участников государственных пенсионных программ за счёт перенаправления их средств в государственные облигации, которые в результате оказываются с отрицательной реальной доходностью. Это одна из форм финансовых репрессий – принуждённое вкладывание средств государственных пенсионных фондов в ценные бумаги правительств, но также в России наблюдается ряд других механизмов, косвенно оказывающих влияние на процентную ставку в стране. В Беларуси же основной проблемой на изучаемый период времени являлась неразумная аллокация капитала, что стало причиной затормаживания научно-технического прогресса и затухания высокотехнологических отраслей.

В целом, можно сделать вывод, что финансовые репрессии приобретают разнообразные формы и не носят региональный характер. Цели правительств также во многом отличаются, однако можно сделать однозначное заявление, которое будет актуальным для все рассматриваемых стран: любые финансовые репрессии со стороны государства нарушают те или иные экономические механизмы в стране и снижают эффективность экономики в целом. Именно поэтому международные организации (МВФ, БМР) разрабатывают ряд рекомендаций для таких государств с целью оздоровления экономической ситуации.

## Список использованной литературы

1. Алёхин, Б.И. Финансовые репрессии в современной России / Б.И. Алёхин // Журнал «Наука и практика», выпуск 1, том 29, 2013. С. 46-64.
2. Reinhart C., Sbrancia M. The Liquidation of Government Debt. BIS Working Papers №363, 2011.
3. Dorn J. Ending Financial Repression in China. CATO Institute, Economic development bulletin №5, January 2006.
4. Ito H. Financial repression. The Princeton encyclopedia of the world economy, 2008. pp. 430–433.
5. Kim J. Financial repression and housing investment: An analysis of the Korean chonseil. Journal of Housing Economics, 2013.
6. Korosteleva J., Lawson C. The Belarusian case of transition: whither financial repression? Post-Communist Economies, №1(22), 2010.pp. 33-53.
7. Reinhart C., Santos M. From Financial Repression to External Distress: The Case of Venezuela. CID Working Paper No. 293, April 2015.
8. Wu Y. The Open-Economy Trilemma in China: Monetary and Exchange-Rate Policy Interaction under Financial Repression. International Finance, №1(18), 2015. pp. 1–23.
9. Xu G., Gui B. The Connection between Financial Repression and Economic Growth: The Case of China. Journal of Comparative Asian Development, №3(12), 2013. pp. 385-410.
10. Yueh L. Legal Development, Financial Repression, and Entrepreneurship in a Marketizing Economy. The Chinese Economy, №4(45), 2012. pp. 39-82.