

Новый период сдерживания развития финансовой сферы

Правительства вновь находят способы манипулирования рынками для уменьшения стоимости финансирования долга

Кармен М. Рейнхарт,
Якоб Ф. Кьеркегор
и М. Белен Сбрансиа

В УСЛОВИЯХ, когда государственный и частный долг достигает рекордных или почти рекордных уровней, сокращение государственных дефицитов и долга, вероятно, будет оставаться в обозримом будущем в центре обсуждения вопросов политики в большинстве стран с развитой экономикой (Reinhart and Rogoff, 2010). На протяжении истории отношение долга к ВВП снижалось различными способами, в том числе за счет:

- экономического роста;
- значительных бюджетных корректировок (в области расходов и налогообложения), таких как планы жесткой экономии;
- прямого дефолта или реструктуризации частного и/или государственного долга;
- внезапных, неожиданных всплесков инфляции (которые уменьшают реальную стоимость долга); и
- сдерживания развития финансовой сферы — то есть, официальной политики, направленной на использование государством (обычно по ставкам ниже рыночных) средств, которые в противном случае поступали бы другим заемщикам (см. вставку 1).

Поскольку эти механизмы сокращения долга не являются взаимоисключающими, в процессе сокращения долга часто сочетается несколько этих направлений. Сдерживание развития финансовой сферы играло важную роль в снижении отношения долга к ВВП в период после Второй мировой войны, и недавно оно вновь проявилось одновременно со значительным увеличением государственного долга в странах с развитой экономикой.

Сдерживание финансовой сферы наиболее результативно в ликвидации долга, когда оно сопровождается устойчивой инфляцией, и подобно одной инфляции, оно приносит плоды

только когда долги выражены в национальной валюте. Низкие номинальные процентные ставки помогают снизить расходы на обслуживание долга, тогда как высокая распространенность

Вставка 1

Основные черты сдерживания развития финансовой сферы

Сдерживание финансовой сферы происходит, когда правительства принимают меры политики, с тем чтобы направлять себе средства, которые в условиях дерегулирования рынка поступали бы в другие сферы. К этим мерам относится целевое кредитование государства подчиненными внутренними инвесторами (такими, как пенсионные фонды или отечественные банки), явные или неявные верхние пределы процентных ставок, регулирование трансграничного движения капитала, и (как правило) более тесные связи между правительством и банками, либо напрямую, через государственную собственность на некоторые банки, или через мощное «моральное принуждение». Сдерживание развития финансовой сферы также иногда связано с относительно высокими нормативами резервов (или требованиями к ликвидности), налогами на операции с ценными бумагами, запретом на покупки золота или размещением значительных объемов государственного долга, который является необращающимся. В рамках текущей дискуссии по вопросам экономической политики вопросы сдерживания финансовой сферы попадают под общую рубрику «макропруденциального регулирования», которое означает действия правительства по обеспечению прочности всей финансовой системы.

отрицательных реальных процентных ставок ликвидирует или уменьшает реальную стоимость государственного долга. Инфляция необязательно должна быть полным сюрпризом для участников рынка и необязательно должна быть очень высокой (по историческим меркам).

Мы утверждаем, что наличие крупной государственной и частной задолженности в странах с развитой экономикой в сочетании со сложившимся представлением об опасности несбалансированности валютных курсов и укрепления валют в странах с формирующимся рынком, испытывающих всплески притока капитала, приводит к «предпочтению отечественных активов» в сфере финансов и возобновлению сдерживания развития финансовой сферы. Если страны с формирующимся рынком могут все чаще обращаться к мерам финансового регулирования для предотвращения притока международного капитала, то у стран с развитой экономикой есть стимулы удерживать капитал и создавать зависимость у внутренних инвесторов для финансирования имеющегося государственного долга. Будучи обеспокоенными возможным перегревом экономики, усиливающимся инфляционным давлением и связанными с этим проблемами конкурентоспособности, страны с формирующимся рынком меняют свои системы регулирования для защиты от зарубежных инвесторов в их вечном поиске более высокой доходности. Это позволяет странам с развитой экономикой и с формирующимся рынком достичь взаимопонимания относительно усиления регулирования и/или ограничений на международные финансовые потоки, и, в более общем плане, относительно возврата к более строгому регулированию внутренних финансовых систем — другими словами, к сдерживанию развития финансовой сферы. Правительства, конечно, не называют эти действия сдерживанием финансовой сферы, а характеризуют их как часть «макропруденциального регулирования», которое призвано обеспечить общую прочность финансовой системы.

Удержание ставок на низком уровне

Одна из основных целей сдерживания развития финансовой сферы заключается в удержании номинальных процентных ставок на более низком уровне, чем они были бы в условиях более высокой конкуренции на рынках. При прочих равных условиях это

приводит к уменьшению процентных расходов государства при данном объеме долга и содействует снижению дефицита. Однако когда сдерживание финансовой сферы приводит к отрицательным реальным процентным ставкам (номинальные ставки ниже темпов инфляции), оно уменьшает или ликвидирует существующий долг и становится эквивалентом налога — трансфертом от кредиторов (вкладчиков) заемщикам, в том числе государству (Reinhart and Sbrancia, 2011).

Но этот налог в виде сдерживания финансовой сферы отличается от налогов, облагающих доходы, потребление или продажи. Его ставка определяется финансовым регулированием и показателями инфляции, которые являются непрозрачными по сравнению с более заметными и часто весьма политизированными фискальными мерами. Ввиду того, что снижение дефицита обычно связано с очень непопулярными сокращениями расходов/или повышениями налогов, власти, стремящиеся сократить долг, могут прийти к выводу, что менее заметный налог в виде сдерживания финансовой сферы будет более политически удобоваримым.

Либеральные нормы для рынка капитала и мобильность международного капитала переживали расцвет при золотом стандарте до Первой мировой войны. Но они стали угасать после Первой мировой войны, а Великая депрессия и Вторая мировая война ознаменовали конец невмешательства государства в банковскую деятельность. После Второй мировой войны была создана Бреттонвудская система фиксированных обменных курсов и жестко контролируемых внутренних и международных рынков капитала. В результате возникло сочетание очень низких номинальных процентных ставок и всплесков инфляции различной интенсивности среди стран с развитой экономикой (которые здесь включают Австралию, Бельгию, Германию, Грецию, Ирландию, Италию, Канаду, Новую Зеландию, Соединенные Штаты, Соединенное Королевство, Финляндию, Францию, Швецию и Японию). Реальные процентные ставки как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком были заметно отрицательными — будь то ставки по казначейским векселям (см. рис 1), учетные ставки центральных банков, ставки по депозитам или ссудам — и оставались последовательно низкими (в среднем отрицательными)

Рисунок 1

Реальные ставки

В течение трех с половиной десятилетий после Второй мировой войны и трех лет после мирового кризиса реальные ставки, как показывает пример ставок по казначейским векселям стран с развитой экономикой, в среднем были отрицательными.

(Доля наблюдений, в процентах)



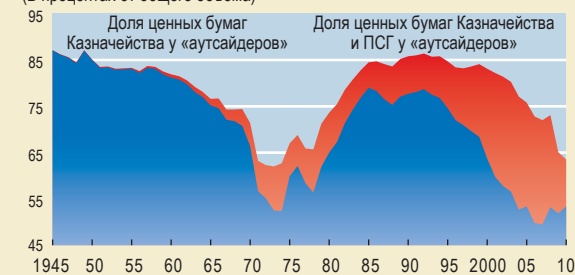
Источники: Reinhart and Sbrancia (2011); МБФ, «Международная финансовая статистика»; расчеты авторов.

Примечание. Представлены следующие страны: Австралия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Канада, Новая Зеландия, Швеция, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Финляндия, Франция и Япония. Процентные ставки за 2011 год отражают месячные наблюдения по февраль включительно.

Рисунок 2

Отступление частных игроков

Официальные игроки, в основном ФРС США и иностранные центральные банки, покупают все большую долю обращающихся ценных бумаг Казначейства США, а также бумаг, выпущенных предприятиями, спонсируемыми государством (ПСГ), такими как Fannie Mae и Freddie Mac. (В процентах от общего объема)



Источники: Federal Reserve, Flow of Funds; расчеты авторов.

Примечание. Объем выпущенных ценных бумаг Казначейства США и PSG охватывает инструменты кредитного рынка Казначейства (векселя, среднесрочные и долгосрочные облигации) плюс выпуски PSG и ипотечные пулы с поддержкой PSG минус сберегательные облигации и ценные бумаги бюджетных ведомств. Обращающиеся ценные бумаги у аутсайдеров представляют собой перечисленные выше бумаги минус авуары остального мира и ФРС.

в последующие три с половиной десятилетия. Обязательные верхние пределы на процентные ставки по депозитам (которые удерживали реальные ставки по депозитам на уровне, который был даже ниже отрицательных реальных ставок по казначейским векселям) заставляли внутренних вкладчиков держать государственные облигации. Такая ситуация возникала в то время практически везде и помогала задержать утечку средств инвесторов, стремившихся к более высокой доходности.

Хотя другая эпоха более свободного движения капитала началась примерно в 1980 году, недавно разразившийся финансовый кризис вновь привел к тому, что реальные процентные ставки в странах с развитой экономикой стали приобретать все большее отрицательное значение. В течение прошлых четырех лет реальные ставки в 21 стране с развитой экономикой были отрицательными примерно половину времени и ниже 1 процента приблизительно в 82 процентах случаев. Этот общий переход к более низким реальным процентным ставкам происходил, несмотря на высокие ставки, которые требовали инвесторы для ценных бумаг в некоторых странах, находившихся на грани дефолта или реструктуризации. С 2007 года реальные учетные ставки центральных банков и ставки по банковским вкладам также были заметно ниже.

Нерыночные силы

Безусловно, одним из важнейших факторов, объяснявших высокую распространенность отрицательных реальных процентных ставок, была агрессивная, ориентированная на рост денежно-кредитная политика (и в более общем плане, официальные меры вмешательства центральных банков) во многих в странах с развитой экономикой и с формирующимся рынком во время кризиса. Это вызывает общий вопрос о том, в какой степени текущие процентные ставки отражают курс крупных официальных игроков на финансовых рынках, а не рыночные условия. Значительная роль нерыночных сил в установлении процентных ставок представляет собой одну из важнейших особенностей сдерживания финансовой сферы.

В случае рынка казначейских обязательств США растущая роль официальных игроков на финансовых рынках, а именно банка США или иностранного центрального банка, (или, наоборот, уменьшающаяся роль частных или игроков-аутсайдеров) наглядно показана на рис. 2. На рисунке видна динамика доли обращающихся казначейских ценных бумаг плюс ценных бумаг предприятий, спонсируемых государством (ПСГ), таких как

Fannie Mae и Freddie Mac, у аутсайдеров в период с 1945 по 2010 год. Ценные бумаги у аутсайдеров по существу представляют собой бумаги, которые не хранятся другими правительствами или Федеральной резервной системой США (ФРС). Сочетание покупок ценных бумаг ФРС и, что более важно, рекордное приобретение ценных бумаг Казначейства США и ПСГ иностранными центральными банками (особенно Китаем, а также странами Азии и другими странами с формирующимся рынком) привело к тому, что доля обращающихся казначейских ценных бумаг у аутсайдеров составляла на 2010 год почти

Недавно разразившийся финансовый кризис вновь привел к тому, что реальные процентные ставки в странах с развитой экономикой стали приобретать все большее отрицательное значение.

50 процентов от общего объема эмитированных бумаг без ПСГ, и 65 процентов, когда включаются ПСГ. Это — самая низкая доля после периода ориентированной на рост денежно-кредитной политики США во время распада Бреттонвудской системы в начале 1970-х годов. Эпоха после Бреттонвудской системы (подобно текущему периоду) характеризовалась растущими ценами на нефть, золото и биржевые товары, отрицательными реальными процентными ставками, валютными потрясениями и в конечном итоге, более высоким уровнем инфляции.

Аналогичная ситуация существует в Соединенном Королевстве. Политика количественного смягчения Банка Англии, проводившаяся после кризиса (в рамках которой центральный банк покупал государственные долговые обязательства Соединенного Королевства, а также другие финансовые активы), в сочетании с требованием от октября 2009 года о том, что коммерческие банки должны хранить большую долю ценных бумаг Великобритании для выполнения более строгих нормативов ликвидности, привела к тому, что доля государственных ценных бумаг

Ликвидация долга

Сдерживание развития финансовой сферы может уничтожить большие объемы государственного долга, что называется эффектом ликвидации. Оказываемое при этом воздействие эквивалентно повышению государственных доходов, оно использовалось странами с формирующимся рынком и с развитой экономикой.

		Доходы от эффекта ликвидации в процентах	
Страна	Период	ВВП	налоговых доходов
Аргентина	1944–74	3,2	19,3
Австралия	1945–68, 1971, 1978	5,1	20,3
Бельгия	1945–74	2,5	18,6
Индия	1949–80	1,5	27,2
Ирландия	1965–90	2,0	10,3
Италия	1945–70	5,3	127,5
Южная Африка	1945–74	1,2	8,9
Швеция	1945–65, 1984–90	0,9	6,5
Соединенное Королевство	1945–80	3,6	26,0
Соединенные Штаты	1945–90	3,2	18,9

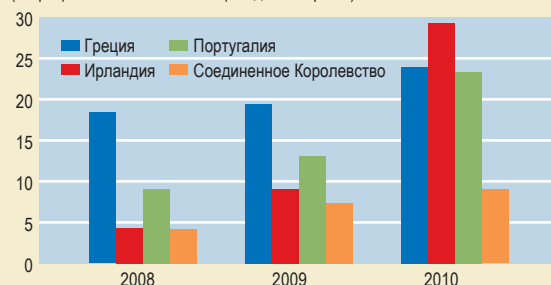
Источник: Reinhart and Sbrancia (2011).

Рисунок 3

Приобретение отечественной продукции

Под давлением государства банки Греции, Ирландии, Португалии и Соединенного Королевства резко увеличили свои авуары внутреннего государственного долга.

(В процентах от валового общего долга страны)



Источник: Kirkegaard and Reinhart (2011); МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Примечание. Авуары включают как кредиты, так и ценные бумаги сектора государственного управления. Общие суммы не отражают покупки Европейским центральным банком облигаций Греции, Ирландии и Португалии, которые по март 2011 года включительно составляли примерно 12 процентов от совокупного долга сектора государственного управления этих трех стран. Общие суммы не охватывают авуары государственных долговых обязательств у пенсионных фондов.

Подчиненные рынки

Правительства в странах с развитой экономикой предприняли в последние годы многочисленные меры для создания или расширения спроса на государственный долг или получения прямого доступа к частным сбережениям. К их числу относятся следующие действия.

Франция, 2010 год. Превращение пенсионного резервного фонда в подчиненного покупателя официального долга Франции. Правительство Франции ликвидировало Пенсионный резервный фонд (ПРФ), предназначенный для оказания долгосрочной финансовой поддержки пенсионной системе, и перевело 37 млрд евро в Кассу погашения государственного долга (государственный орган), которая выплачивает ежегодно 2,1 млрд евро с 2011 по 2024 году. В 2024 году все оставшиеся в ПРФ активы будут переведены в Кассу. Это означает радикальный переход в распределении активов от долгосрочных к краткосрочным, и на протяжении срока службы ПРФ сделало его подчиненным крупным покупателем французских государственных облигаций.

Ирландия, 2010 год. Использование национального пенсионного резерва для рекапитализации банков. В результате банковского кризиса Национальный пенсионный резервный фонд Ирландии (НПРФ), возможно, был вынужден внести до 17,5 млрд евро для рекапитализации банков Ирландии. НПРФ был учрежден в 2001 году для финансирования долгосрочных расходов Ирландии на социальные пенсии и пенсии государственным служащим после 2025 года. Однако закон 2010 года предписывал НПРФ вкладывать средства в ирландские государственные ценные бумаги и наделял правительство Ирландии юридическими полномочиями для финансирования из НПРФ капитальных расходов в 2011–2013 годах. Правительство Ирландии также предложило финансировать программы создания рабочих мест за счет сбора в размере 0,5 процента с частных пенсионных фондов.

Япония, 2010 год. Отмена приватизации Почты Японии и повышение лимитов на депозиты. Новое правительство отменило план 2007 года по приватизации Почты Японии, почтовой службы страны, которая также управляет такой крупной сберегательной системой, что она является крупнейшим в мире финансовым конгломератом, имеющим свыше 300 трлн иен активов. Новый закон также увеличил вдвое сумму, которую вкладчики могут держать в Почтовом банке Японии, до 20 млн иен, и повысил лимит покрытия страхования жизни в Почтовой страховой компании Японии с 13 до 25 млн иен. Поскольку Почта Японии традиционно вкладывает примерно 75 процентов своих активов в государственные облигации Японии, и поскольку потребители, скорее всего, переведут депозиты в компанию, очевидно пользующуюся гарантией государства, отмена приватизации Почты Японии увеличивает

потенциал подчиненных покупателей государственного долга Японии.

Португалия, 2010 год. Возврат ранее приватизированной пенсионной системы португальской телекоммуникационной компании Portugal Telecom правительству Португалии. Правительство смогло немедленно учесть 2,8 млрд евро дополнительных доходов, примерно 1,6 процента ВВП. В результате правительство Португалии уменьшило дефицит своего бюджета на 2010 год в достаточной степени, с тем чтобы он выглядел соответствующим годовым целевым показателем сокращения дефицита Европейского союза.

Испания, 2010 год. Верхние пределы на процентные ставки по депозитам. Министерство финансов потребовало от организаций, предлагающих ставки по депозитам, которые, как считает министерство, превышают рыночные, удвоить свои отчисления в Фонд гарантирования депозитов.

Соединенное Королевство, 2009 год. Повышение обязательных авуаров государственных облигаций. Управление по финансовым услугам потребовало от банков, инвестиционных банков и дочерних предприятий или отделений иностранных организаций хранить больше государственных ценных бумаг высокого качества и сократить свою зависимость от краткосрочного финансирования на 20 процентов только в течение первого года. **2011.** Приватизация Королевской почты. По прогнозам, Министерство финансов получит перед приватизацией 23,5 млрд ф. ст. активов и 29,5 млрд ф. ст. обязательств.

С 2008 года многие страны с формирующимся рынком приняли одно или несколько действий для ограничения притока иностранного капитала в свою экономику, в том числе следующие.

- Бразилия: 2008, 2009 и 2010 годы.
- Чешская Республика: 2008 год.
- Венгрия: 2011 год.
- Индонезия: 2010 год.
- Корея: 2009, 2010 годы.
- Перу: 2009, 2010 годы.
- Филиппины: 2010 год.
- Польша: 2011 год.
- Россия: 2010, 2011 годы.
- Южная Африка: 2010 год.
- Таиланд: 2010 год.
- Турция: 2010 год.

Источники: Kirkegaard and Reinhart (2011); u Magud, Reinhart, and Rogoff (2011).

у аутсайдеров упала примерно до 70 процентов от общего объема этих бумаг в обращении. Если добавить иностранные официальные авуары (центральных банков), то доля государственных ценных бумаг Соединенного Королевства у аутсайдеров была бы значительно ниже и приближалась бы к их доле на рынке казначейских бумаг США.

Приобретение облигаций Европейским центральным банком (ЕЦБ), выпущенных Грецией, Ирландией и Португалией, за период с мая 2010 по март 2011 превысило 100 млрд долл. и составило примерно 12 процентов совокупного долга сектора государственного управления этих трех суверенных заемщиков, переживающих трудности.

Значение центральных банков как покупателей государственных долговых обязательств стало как никогда более важным — такая ситуация может продолжаться неопределенно долго. Опасение, что их валюты укрепятся (с соответствующими пагубными последствиями для международной конкурентоспособности) заставляет центральные банки во многих

странах с формирующимся рынком приобретать государственные облигации США в крупных масштабах. Иными словами, на рынках государственных облигаций становится все больше нерыночных игроков, ставя под сомнение информацию, содержащуюся в ценах облигаций, в сравнении с параметрами их базового риска, что является общей чертой систем, финансовое развитие которых сдерживается.

Эффект ликвидации

Мы количественно определили масштабы исчезновения после Второй мировой войны огромного объема государственного долга в странах с развитой экономикой путем измерения так называемого *эффекта ликвидации*, объема сокращения государственного долга, вызванного сдерживанием развития финансовой сферы (Reinhart and Sbrancia, 2011).

Для определения суммы долга, ликвидированного в результате сдерживания финансовой сферы, требуется реконструировать профиль государственного долга на протяжении времени. Такая

реконструкция необходима в силу сложной структуры государственного долга, которая характеризуется огромными различиями между разными странами и периодами времени. Общая стоимость финансирования долга для правительства определяется различиями в купонных ставках, сроках и распределении обращающихся и необращающихся долговых обязательств, и секьюритизированного долга в сравнении с займами от финансовых организаций.

Реконструированный долговой портфель должен отражать фактические доли долга по ряду сроков погашения, а также доли обращающихся и необращающихся долговых обязательств. Он должен также включать расчет агрегированных номинальной процентной ставки и реальной процентной ставки (скорректированной по индексу потребительских цен).

Годом, когда происходит ликвидация, является год, когда реальная процентная ставка по портфелю является отрицательной. Это определение является консервативным. Более полное определение включало бы периоды, когда реальные процентные ставки по государственному долгу были ниже реальной рыночной ставки.

Это определение отражает экономию, получаемую государством от отрицательной реальной ставки по государственному долгу. Эту экономию можно рассматривать как эквивалент доходов для государства, который, как обычные бюджетные доходы, может быть выражен в процентах ВВП или в процентах от зарегистрированных налоговых поступлений, с тем чтобы получить стандартный показатель эффекта ликвидации для разных стран или разных периодов времени. Экономия (или доходы) для государства от эффекта ликвидации равны реальной (отрицательной) процентной ставке, умноженной на налоговую базу. В этом случае налоговой базой является объем непогашенного внутреннего государственного долга.

За период с 1945 по 1980 год эффект ликвидации имел место, по крайней мере, в четверти лет в США и значительно чаще — в других странах (см. таблицу). Масштабы экономии для государства часто были значительными и никогда не были тривиальными.

Для США и Великобритании годовой эффект ликвидации составлял в среднем от 3 до 4 процентов ВВП в год. Ежегодное сокращение дефицита на такую величину в течение десятилетия быстро накапливалось (даже без каких-либо сложных процентов). Для Австралии и Италии, где отмечались более высокие темпы инфляции, эффект ликвидации был больше (примерно 5 процентов в год). Эти оценки, которые являются осторожными, подчеркивают важную роль, которую сдерживание развития финансовой сферы играло в сокращении долга в течение десятилетий после Второй мировой войны.

Сдерживание развития финансовой сферы сегодня

Если что и имеется в изобилии сегодня в странах с развитой экономикой, так это государственный долг. В связи с этим в экономической политике возникает трудная задача — найти потенциальных покупателей для таких обязательств. Как отмечалось, массовые покупки государственных долговых обязательств центральными банками во всем мире поддерживали номинальные и реальные процентные ставки на низком уровне. Кроме того, новейшие международные банковские нормативы (Базель-III) поощряют банки к хранению государственных долговых обязательств, устанавливая для этих обязательств преференциальный режим в плане выполнения требований к собственному капиталу.

Другие методы формирования или расширения спроса на государственные облигации могут быть более прямыми (см. вставку 2). Например, в разгар финансового кризиса от банков Великобритании требовалось держать большую долю государственных облигаций в своем портфеле. Банки Греции, Ирландии и Португалии уже ликвидировали значительную часть своих иностранных активов и использовали эти

поступления для приобретения внутреннего государственного долга (см. рис. 3). Итак, процесс, с помощью которого долговые обязательства размещаются по процентным ставкам ниже рыночных в пенсионных фондах и других, более подчиненных внутренних финансовых организациях, уже происходит в ряде европейских стран. Испания недавно ввела верхние пределы (де-факто) ставок по банковским вкладам. Аналогичные тенденции развиваются в Восточной Европе.

Кроме того, использование ограничений на операции с капиталом странами с формирующимся рынком, которые надеются предотвратить дестабилизирующие притоки (спекулятивный капитал), возможный перегрев экономики, усиливающееся инфляционное давление и связанные с этим проблемы для конкурентоспособности, находит гораздо большее понимание в международном сообществе, чем в любое время в распада Бреттонвудской системы. Более того, многие страны с формирующимся рынком уже стали применять такие меры политики.

Оценка относительных преимуществ этих весьма разнообразных мер политики выходит за рамки настоящей статьи, но, несомненно, заслуживает дальнейшего изучения.

Что будет завтра

Сдерживание развития финансовой сферы содействовало быстрому сокращению долга после Второй мировой войны. В настоящее время государственный долг во многих странах с развитой экономикой находится на своем самом высоком уровне со времен этого периода. Некоторые правительства сталкиваются с перспективой реструктуризации долга. Государственное и частное *внешнее заимствование* (которое является относительно волатильным источником финансирования) находится на рекордно высоком уровне. Возникла вероятность того, что директивные органы в течение некоторого времени будут озабочены сокращением долга, управлением долгом и действиями по удержанию расходов на обслуживание долга на разумном уровне. В этих условиях сдерживание развития финансовой сферы, имеющее двоякую цель сохранять процентные ставки на низком уровне и создавать или поддерживать зависимость внутренних инвесторов, будет по-прежнему пользоваться новой благосклонностью, а меры и события, которые мы охарактеризовали и проанализировали, скорее всего, будут лишь вершиной очень крупного айсберга. ■

Кармен М. Рейнхарт и Якоб Ф. Кьеркегор — научные сотрудники Института международной экономики им. Питерсона, а М. Белен Сбранциа — аспирант в Мэрилендском университете.

Литература:

Kirkegaard, Jacob F., and Carmen M. Reinhart, 2011, "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession," forthcoming Peterson Institute Working Paper (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics).

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2011, "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach," Peterson Institute Working Paper 11-7 (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics, February).

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2010, "From Financial Crash to Debt Crisis," NBER Working Paper 15795 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research); forthcoming in American Economic Review.

Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt," NBER Working Paper 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, March).