

УДК 336.748.12:338.2



Віктор Козюк, завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор

ТАРГЕТЕРИ І НЕ-ТАРГЕТЕРИ ІНФЛЯЦІЇ У БАГАТИХ НА РЕСУРСИ ЕКОНОМІКАХ: ЧИ Є МІЖ НИМИ СТРУКТУРНІ ВІДМІННОСТІ?

Сировинна структура експорту часту розглядається як перешкода для підтримання цінової стабільності. Однак багаті на ресурси країни не є однорідними за багатьма параметрами, зокрема за монетарним режимом. Із 68 обраних для аналізу багатих на ресурси країн у 21 з них здійснюється інфляційне таргетування. Попри те, що частка непромислового експорту перебуває в оберненому зв'язку з індексами економічної складності, фінансової глибини та демократії, за країнами-таргетерами інфляції і не-таргетерами характер зв'язку відрізняється на користь перших. При цьому для обох груп країн не простежується однозначного зв'язку між часткою непромислового експорту і параметрами цінової стабільності. Можна зробити висновок, що сировинне багатство не є визначальним фактором цінової стабільності. Підтримання останньої визначається здатністю країн реалізовувати контр-циклічну політику в рамках наявних структурних та інституціональних характеристик. Україна за своїми характеристиками ближча до таргетерів інфляції, а тому вибір цього монетарного режиму є логічним.

Ключові слова: цінова стабільність, сировинні економіки, структурні характеристики, таргетування інфляції, політичні режими.

Ресурсне багатство розглядається як істотна пересторога щодо здатності країни підтримувати макроекономічну стабільність. Світові ціни на сировину демонструють певну середньострокову волатильність. При цьому, довгострокова поведінка сировинних цін вказує на наявність суперциклів. Якщо у першому випадку проблема макроекономічної стабільності зво-

диться до того, наскільки сировинні ціни уможливають підтримання цінової, курсової та фінансової стабільності з відповідними макроекономічними наслідками, то в другому торкається першого кола питань, пов'язаних зі здатністю структури економіки із чітко вираженим екстрактивним сектором генерувати передумови для економічного розвитку.

Попри песимістичні припущення про негативну роль цін на первинні ресурси у забезпеченні макроекономічної стабільності та значну увагу дослідників до цієї проблеми, ситуація в експортерів сировини далеко не завжди фатальна. Більше того, сировинні економіки демонструють значні відмінності щодо політичних режимів, якості інститутів, фінансової глибини тощо, не кажучи вже про те, що вид експортного ресурсу має значення з позицій різного впливу на процеси внутрішнього споживання та структурні зв'язки в середині економіки (наприклад, експортери енергоресурсів та аграрної сировини). Чи не найбільш цікавим моментом є факт, що багаті на сировину країни також відрізняються характером режимів макроекономічної політики. Наприклад, Норвегія є таргетером інфляції, а Саудівська Аравія підтримує фіксований курс. Подібні відмінності стосуються ролі фондів суверенного багатства в запобіганні вразливості до коливань сировинних цін.

Вибір монетарного режиму в таких країнах є одним з найбільших камейнів спотикання у теоретичних дискусіях. З одного боку, цінова стабільність може бути вразливою до сировинної кон'юнктури через вплив останньої на обмінний курс та сукупний попит. З іншого боку, така вразливість може обумовлюватись відсутністю належної мікс-політики. Так, інфляційне таргетування вважається контр-циклічним монетарним режимом, зорієнтованим на мінімізацію варіації інфляції та ВВП в середньостроковій перспективі. Окремі багаті на ресурси країни є таргетерами інфляції, а інші надають перевагу альтернативним макроекономічним режимам. Це спонукає до припущення, що між такими країнами мають спостерігатись певні структурні відмінності, які уможливають вибір того чи іншого монетарного режиму не тільки в макроекономічному, але і в політико-інституціональному контексті.

Вибір монетарного режиму традиційно аналізується з позиції його здатності протистояти макроекономічним шокам. Сировинні економіки — це особливий тип країн, в яких шоки умов торгівлі виражені найбільш чітко. Висока чутливість до шоків умов торгівлі є передумовою провідної ролі обмінного курсу у пріоритетних реакціях монетарних органів. Але за високої чутливості внутрішніх цін до зміни курсу ефективність гнучкого курсу як каналу адаптації до шоку може знижуватись. Емпірично виявлений феномен схильності сировинних економік до фіксованих курсів¹ часто розгляда-

¹ Agenor P.-R. *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World* / P.-R. Agenor, L. Pereira da Silva // *Banco Central do Brasil Working Papers*. — 2013. — Sept. 324. — P. 1—113; Aliyev I. *Procyclicality in Resource-Rich Countries* / I. Aliyev // *Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper*. — 2013. — № 1/2013. — P. 1—24; Aliyev R. *Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies* / I. Aliyev // *CERGE-EI Working Papers*. — 2012. — № 466. — P. 1—49; Wills S. *Why Do So Many Oil Exporters Peg Their Currency? Foreign Reserves as a De-facto*

ється як сильний аргумент проти інфляційного таргетування. Однак такий аналіз не вказує на причини, чому режим із гнучким курсом може виявитись небажаним зі структурних міркувань, навіть якщо відповідає логіці монетарного аналізу шоків.

Утім, проблема є глибшою і не стосується виключно протиставлення режимів обмінних курсів. Дослідники² продемонстрували, що сильний тиск у бік підвищення реального обмінного курсу витісняє зі структури експорту сектор, який не охоплено бумом, що призводить до появи “голландської хвороби” та сповільнення зростання у довгостроковому періоді. Причому, посилення курсу відбувається безпосередньо через експансію екстрактивного сектора й опосередковано через зростання доходів у секторі послуг. Дослідники роблять висновки, що політика плаваючого курсу може бути шкідливою для макроекономічної стабільності в багатих на ресурси економіках. Кращою альтернативою є нагромадження резервів із подальшою стерилізацією. Фактично валютні резерви мають виконувати контрциклічну роль і компенсувати проциклічність поведінки сировинних цін.

У подальшому теоретична картина уявлень про спосіб досягнення цінової стабільності зазнала змін. Багато в чому це пов’язано із зростанням ролі мобільності капіталів, фінансовою інтеграцією та взаємопідсиленням шоків сировинних цін і шоків потоків капіталу. Одним із напрямів аналізу є доведення ключової ролі фіскальної політики, яка має будуватися на принципах контр-циклічних буферів задля усунення конфлікту між курсовою та ціновою стабільністю. Іншим напрямом є зосередження на контрциклічних вимірах монетарного режиму, однак у контексті розвитку фінансового сектора як такого, що здатен перебирати на себе процес пристосування до шоків.

У першому випадку очевидно є проблема достатності якості інститутів задля того, щоб політичний режим був сумісний із можливістю створення фіскальних буферів. Наголошується³, що моделі “пошуку ренти” (*rent-seeking*), “хижацького уряду” (*predatory government*) описують високу вірогідність деградації макроекономічної стабільності внаслідок боротьби за ренту. Іншими словами, ресурсна рента дозволяє фінансувати “інвестиції” у захоплення (*capture*) інститутів влади заради її монополізації. Внаслідок цього багаті на ресурси демократії нездатні побудувати надійні інститути макроекономічної стабільності через брак коаліційної дисципліни, а сировинні автократії можуть бути нестабільними з огляду на визискувальний характер репресивної влади. Водночас автократії можуть демонструвати

Sovereign Wealth Fund / S. Wills, R. van der Ploeg // Paper Presented at the joint RES-SPR Conference on “Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries. — Jan. 30–31. — IMF, Wash. DC, 2014.

² Corden M. Exchange Rate Policy and Resource Boom / M. Corden // *Economic Record*. — 1982. — 58. — March. — P. 19–31; Corden M. Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy / M. Corden, P. Neary // *Economic Journal*. — 1982. — № 92. — P. 825–848.

³ Aliyev R. Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies / I. Aliyev // *CERGE-EI Working Papers*. — 2012. — № 466. — P. 1–49; Auty R. The Political Economy of Resource-driven Growth / R. Auty // *European Economic Review*. — 2001. — Vol. 45, iss. 4–6. — P. 839–846; Auty R. *Resource Abundance and Economic Development* / R. Auty. — Oxford : Oxford University Press, 2001.

певну макроекономічну стабільність завдяки тому, що ресурсна рента конвертується в соціальний добробут як компенсація обмежень прав і свобод⁴.

З іншого боку, розвиток фінансових ринків та певна інституціональна зрілість змінюють структурні передумови для адекватності простого варіанта фіксованого курсу. Тим більше, що контр-циклічна функція валютних резервів не є автоматичною в інституціональному плані. Це ж стосується фондів суверенного багатства. Зовнішні активи країни можуть виконувати контр-циклічну функцію тільки тоді, коли базовий принцип міксополітики спирається на контр-циклічні засади і такий принцип базується на інституціоналізованому виборі в рамках актуального політичного режиму. У випадку, коли країна не здатна нагромаджувати зовнішні активи, або ж коли таке нагромадження збільшує соціальні втрати, альтернативний монетарний режим може бути варіантом.

Подібний погляд фокусується на контр-циклічних властивостях інфляційного таргетування⁵. З іншого боку, питання валютного курсу не знімається, а переформулюється. У найбільш загальній версії питання зводиться до того, чи повинен центробанк, що таргетує інфляцію, виокремлювати обмінний курс як складову розширеного правила Тейлора. Є думка⁶ Ball, що у випадку, коли обмінний курс є фактором поведінки ВВП-розриву, розширення правила Тейлора відповідатиме критерію оптимальності. Іншими словами, шоки умов торгівлі будуть адресовані не через реакцію на інфляцію та ВВП-розрив, а напяму, додатково підвищуючи макроекономічну стабільність.

Дискусії щодо феномену *fear of floating* започаткували лінію розмежування між забезпеченням цінової стабільності в розвинутих країнах та країнах з ринками, що формуються. Зокрема, високе значення ефекту перенесення (*pass through*), доларизація, структура експорту, вразливість до балансових ефектів тощо ще досі розглядаються як перестороги щодо можливостей запровадження чистого інфляційного таргетування. У цьому контексті емпіричні розвідки вказують на те, що в більшості країн із середніми доходами функції реакцій демонструють сильну компоненту чутливості процентних ставок до курсових флуктуацій, а останні продовжують визначати периметр оптимальних реакцій центробанку, що забезпечує цінову стабільність⁷.

⁴ Kozluk V. *Independence of Central Banks in Commodity Economies* / V. Kozluk // *Gerald of National Bank of Ukraine*. — 2016. — March. — P. 6—25; Козюк В. Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках / В. Козюк // *Економічна теорія*. — 2016. — № 3. — С. 82—102.

⁵ *Commodity Price Swings and Commodity Exporters* // IMF World Economic Outlook. — October. 2012. — Chapter 4. — P. 125—169; Heenan E. *Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications* / E. Heenan, M. Peter, Sc. Roger // IMF Working Paper. — 2006. — WP/06/278; Roger S. *Inflation Targeting Turns 20* / S. Roger // *Finance and Development*. — 2010. — Vol. 47. — № 1. — P. 46—49.

⁶ Ball L. *Policy Rules for Open Economies* / L. Ball // NBER Working Paper. — 1998. — № 6760; Corden M. *Exchange Rate Policy and Resource Boom* / M. Corden // *Economic Record*. — 1982. — 58. — March. — P. 19—31.

⁷ Schmidt-Hebbel K. *The Past and Future of Inflation Targeting* [El. resource] / K. Schmidt-Hebbel, M. Carrasco. — URL: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_SenAnnual_Metas_n_BCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf; Airaud M. *Inflation Targeting and Exchange Rate*

Більш предметний фокус на країнах, багатих на ресурси, дозволяє виявити низку нюансів. При аналізі пересторог та запобіжників щодо переходу на таргетування інфляції структура експорту не згадується. В основному акцент робиться на значному рівні державного боргу (ризик збереження фіскального домінування), високій та волатильній інфляції (ризик браку довіри до центробанку, що потенційно збільшує втрати від дезінфляції), доларизації (ризик значних балансових ефектів коливання валютного курсу тощо), технічній неготовності центробанку (ризик операційного рівня політики та методології макропрогнозування)⁸. Тобто сировинна спрямованість експорту — це окремий випадок вразливості до шоків умов торгівлі. Аналогічно, у випадку, коли сировина частково експортується, частково споживається в середині країни, шок умов торгівлі набуває ознак шоку на боці пропозиції. Це змінює уявлення про те, якою має бути оптимальна реакція центробанку, беручи до уваги наявність оголошених інфляційних цілей у номінальному вираженні⁹. З міркувань критерію мінімізації варіації інфляції та ВВП у середньостроковому періоді певне відхилення від цілі вгору може бути прийнятним. Утім, якщо позитивний шок пропозиції перетікає у позитивний шок попиту (це звична ситуація у випадку підвищення сировинних цін), затягне відхилення від цілі швидше зумовлюється інституціональною слабкістю центробанку, а не оптимальним макроекономічним вибором.

Щодо структурних відмінностей між сировинними економіками, то в контексті аналізу монетарної політики здебільшого робиться акцент на типі експортного ресурсу¹⁰. Наприклад, для енергоекспортерів виявлено, що коливання світових цін призводить до більш волатильної поведінки ВВП-розриву з відповідними наслідками для функції реакцій центробанку. На противагу цьому, експортери аграрної продукції стикаються з проблемою більш волатильної поведінки не-базової компоненти індексу споживчих цін, що підвищує їхню вразливість до шоків пропозиції. Чутливість інфляції до шоків сировинних цін здебільшого визначається інституціональними факторами, як-то рівень незалежності центробанку та ефек-

Management in Less Developed Countries / M. Airaudo, E. Buffie, L.-F. Zanna // IMF Working Paper. — 2016. — WP/16/55. — P. 1—32 ma in.

⁸ *Ismailov S. Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence / S. Ismailov, M. Kakinaka, H. Miyamoto. — Koch University of Technology, 2016. — SDES-2016-2. — P. 1—34; Schmidt-Hebbel K. The Past and Future of Inflation Targeting [El. resource] / K. Schmidt-Hebbel, M. Carrasco. — URL: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_SenAnual_Metas_inBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf.*

⁹ *Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation / J. Gregorio // Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, April 2012. — 2012. — P. 1—36; Agenor P.-R. Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World / P.-R. Agenor, L. Pereira da Silva // Banco Central do Brasil Working Papers. — 2013. — Sept. 324. — P. 1—113.*

¹⁰ *Commodity Price Swings and Commodity Exporters // IMF World Economic Outlook. — October. 2012. — 2012. — Chapter 4. — P. 125—169; Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation / J. Gregorio // Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, April 2012. — 2012. — P. 1—36.*

тивність врядування¹¹. При цьому рівень торговельної відкритості, долари-зація та рівень фінансового розвитку не є настільки принциповими.

У цій статті питання структурних детермінант вибору монетарного режиму ставиться у дещо інший спосіб, беручи до уваги, що багаті на ресурси країни вже диференційовані з міркувань інфляційних таргетерів і не-таргетерів інфляції, а серед детермінант вибору (чи не-вибору) таргетування інфляції сировинне багатство як окремий випадок не розглядається¹². Відповідно, висувається гіпотеза, що якщо подібні з міркувань вразливості до шоку сировинних цін країни обирають відмінні монетарні режими, то між ними мають бути більш глибокі структурні відмінності. Такі відмінності мають стосуватись як резистентності до шоків умов торгівлі, так і політико-інституціональних факторів, у рамках яких уможливорюється той чи інший варіант перекладання тягаря пристосування до шоків на ті чи інші соціальні групи. Відповідно, у статті виконується порівняльний аналіз за двома групами країн характеру зв'язку між рівнем сировинного багатства та індикаторами: цінової стабільності, фінансової глибини, рівня диференціації економіки, рівня незалежності центробанків, характеру політичного режиму. На основі такого підходу виявляються відмінності між двома групами країн, що є важливим для інтерпретації оптимального вибору того чи іншого монетарного режиму.

Структурні відмінності і чому вони важливі. Неоднорідність сировинних економік має декілька вимірів. Багато з них перебувають на різних стадіях економічного розвитку, а тому, беручи до уваги рівень ВВП на одну особу, будуть мати достатньо відмінні структури споживання та інвестицій, факторні передумови для економічного зростання і, що не менш важливо, відмінності у тому, як соціальний добробут кореспондує з політичними та економічними правами.

Характер сировинного багатства важливий не тільки у плані типу сировини, що є предметом спеціалізації країни. Важливо також, яка частина продукту екстрактивних секторів призначена для експорту, а яка для внутрішнього споживання. Це визначатиме вторинні наслідки шоків умов торгівлі. Чи перетворюються вони на шок пропозиції/попиту і чи посилюватимуть вони проциклічність фінансової системи.

Важливий рівень фінансового розвитку, і сировинні економіки можуть суттєво відрізнитись за цим критерієм. У тих з них, де сировинна рента конвертується в соціальний добробут, доступність фінансування для різних соціальних верств буде вищою. Інколи вона може компенсувати брак фінансової глибини, пов'язаний із тим, що екстрактивні сектори потребують масштабних обсягів запозичень, які доступні на глобальних ринках. З іншого боку, брак захисту прав власності / прав кредиторів може свідчити про загальний

¹¹ Gelos G. *Inflation Responses to Commodity Price Shocks — How and Why Do Countries Differ?* / G. Gelos, Y. Ustyugova // *IMF Working Paper*. — 2012.

¹² Schmidt-Hebbel K. *The Past and Future of Inflation Targeting* [El. resource] / K. Schmidt-Hebbel, M. Carrasco. — URL: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_SenAnnual_MetaslnBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf.

рівень якості інститутів, які перебувають у зоні ризику щодо деструктивного впливу гонитви за монополізацією сировинної ренти. За таких обставин фінансовий сектор буде слабкий, а фінансування доступне для вузького прошарку інсайдерів, асоційованих із “правлячими елітами”. У свою чергу важливість фінансового розвитку випливає з того, що саме від нього багато в чому залежить здатність фінансового сектора виступати каналом адаптації до шоків. Це знижує навантаження на обмінний курс, гнучкість якого вже не буде настільки несумісною із фінансовою та макроекономічною стабільністю порівняно з випадком слабо розвинутого фінансового сектора.

Попри те, що домінування екстрактивних секторів теоретично розглядається як перешкода для диференціації економіки (сировинна рента є фактором алокації ресурсів), можливі й інші варіанти. Наприклад, при належному розподілі сировинна рента може слугувати джерелом політики розвитку. В умовах розбудованих сильних контр-циклічних інститутів макropolітики (незалежний центробанк, фонди суверенного багатства тощо) вплив коливань сировинних цін на економіку послаблюється не тільки через контр-циклічну політику, а радше завдяки тому, що такі інститути обмежують гонитву за рентою на макроекономічному рівні. А це відкриває додаткові можливості для розвитку не-екстрактивних секторів.

Політичні режими є не менш значущим фактором макроекономічної стабільності з огляду на вплив сировинної ренти на політичні інститути. Природа макростабільності й макроекономічної нестабільності буде відрізнятися для демократій та автократій. У перших макростабільність визначатиметься зваженими рішеннями політичних акторів, що у тенденції здебільшого й діють згідно із соціальними інтересами. Макроекономічна нестабільність у демократіях часто є проявом популізму та змагальності в боротьбі за ренту. Ті чи інші макроекономічні рішення розглядаються як спосіб приваблення виборців та встановлення політичного контролю за рентою. Оскільки такій системі властива електоральна циклічність, то й інтенсивність боротьби за ренту, й макropolітика підпадатимуть під обмеження політичного бізнес-циклу. Автократії демонструють іншу ситуацію: макростабільність може забезпечуватись усуненням витрат на коаліційні переговори. Не випадково саме сировинні автократії володіють фондами суверенного багатства, тоді як серед демократій їх мають лише Норвегія, Чилі та Тринідад і Тобаго. Макроекономічна нестабільність в автократіях є наслідком циклічної силової зміни одних визискуючих еліт іншими. Такі країни нездатні створити довгострокові інститути, які б забезпечили сильну контр-циклічну орієнтацію мікс-політики.

На прикладі 68 країн (52 країни з ринками, що формуються, МВФ за рахунок до багатих на сировину (IMF (2015)) + 16 розвинутих та інших країн, в яких є значний непромисловий експорт), багатих на ресурси, можна виокремити ряд емпіричних паттернів, що підтверджують такі твердження (рис. 1—5). Для емпіричного аналізу були використані такі змінні:

- непромисловий експорт, що характеризує сировинне багатство країни (World Bank's World Development Indicators). Ця змінна дозволяє врахувати

В. Козюк. Таргетери і не-таргетери інфляції у багатих на ресурси економіках: чи є між ними структурні відмінності?

значення аграрної продукції у структурі зовнішньої торгівлі країни, а не тільки т. зв. мінеральний експорт. Також ця змінна дозволяє опосередковано врахувати зв'язки між продовольчими цінами, істотною часткою споживання продуктів харчування в країнах із середніми та низькими доходами;

- індекс фінансової глибини¹³; цей показник відображає масштаб фінансового сектора та доступність фінансування для широкого набору економічних агентів. Припускається, що економіка, вразлива до шоків умов торгівлі, буде здатна пристосовуватись по каналу фінансового сектора, що уможливорює більш гнучкий курс та дозволяє уникати інфляційних стимулів з боку центробанку. Іншими словами, низький рівень фінансового розвитку, потенційно властивий сировинним економікам, обмежує їх здатність до підтримання макроекономічної стабільності;

- індекс економічної складності (*economic complexity index*), що обраховується МІТ¹⁴. Для потреб цього дослідження обраховано середнє значення індексу за 1999—2016 рр. Можна припустити, що домінування екстрактивних секторів обмежує розвиток інших секторів економіки, знижуючи її загальний рівень диференціації і, відповідно, підвищуючи вразливість до шоків. Тобто, чим менш диверсифікованою буде економіка (нижче значення цього індексу), тим більш інфляційними мали б бути наслідки циклу цін на сировину;

- індекс демократії (*democracy index*). Значення індексу < 4 означає наявність автократичного режиму, значення > 4 вказує на демократичний політичний режим.

Результати графічних регресійних залежностей між цими показниками для 68 країн представлені на рис. 1—5.

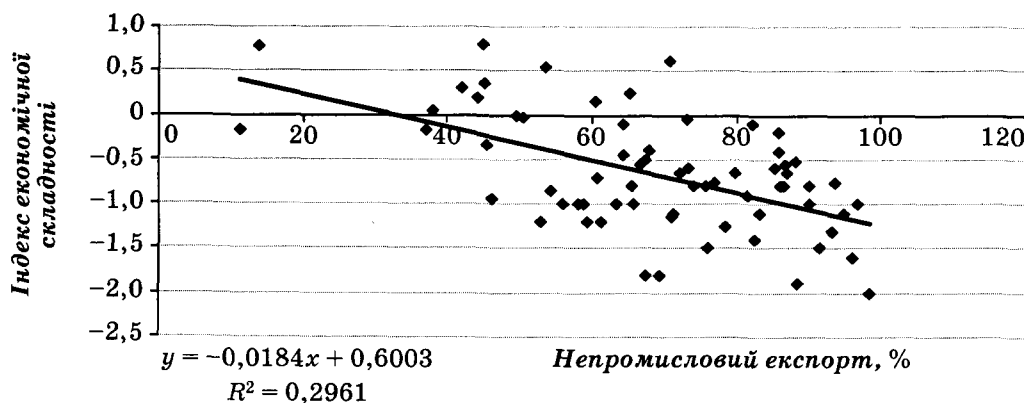


Рис. 1. Сировинне багатство та економічна складність у багатих на ресурси країнах

¹³ Sviryzdenka K. *Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development* // K. Sviryzdenka // IMF Working Paper. — 2016. — WP/16/5. — P. 1—42

¹⁴ *Economic Complexity Rankings (ECI)* [El. resource]. — URL: <https://atlas.media.mit.edu/en/rankings/country/eci/>.

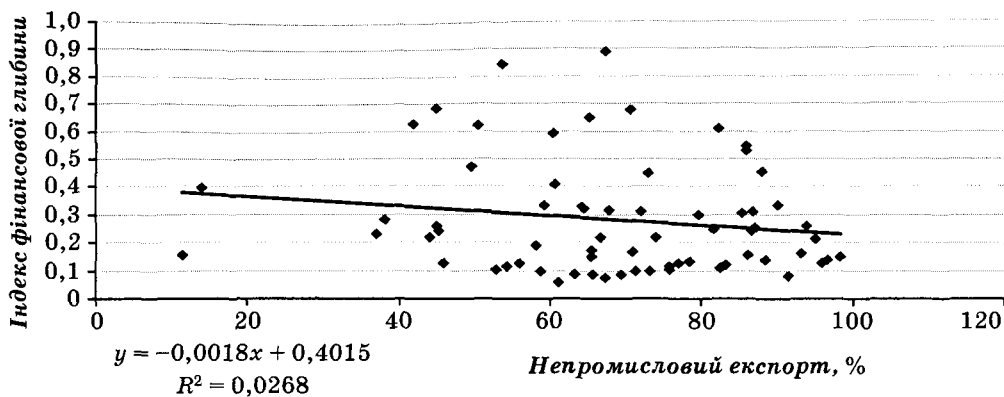


Рис. 2. Сировинне багатство та фінансовий розвиток у багатих на ресурси країнах

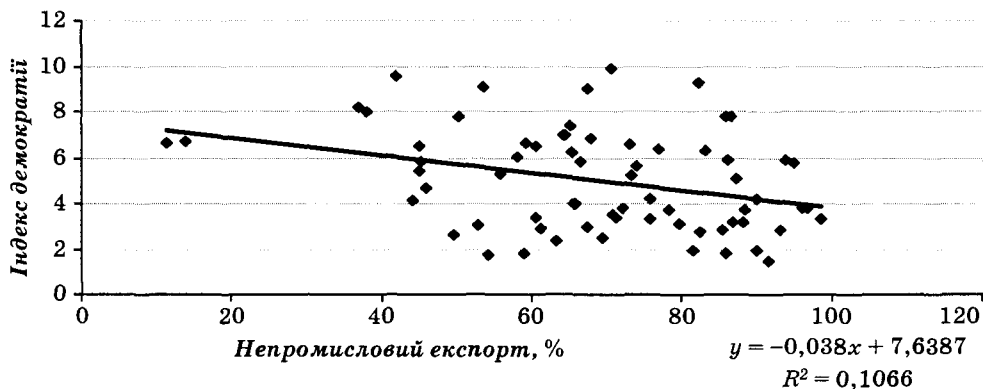


Рис. 3. Сировинне багатство та рівень демократії у багатих на ресурси країнах

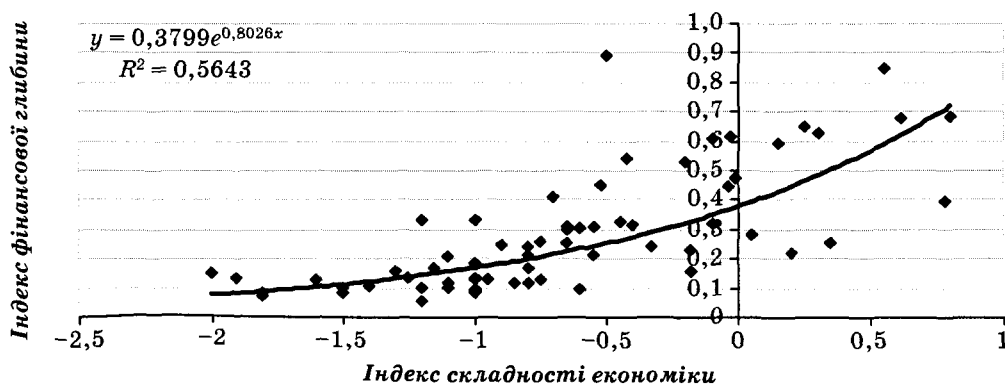


Рис. 4. Економічна складність та фінансова глибина у багатих на ресурси країнах

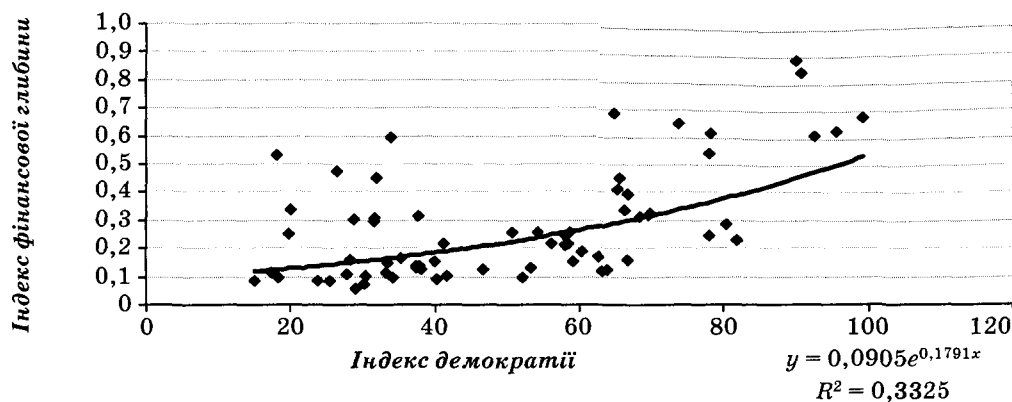


Рис. 5. Політичні режими та фінансова глибина у багатих на ресурси країнах

Так, з рис. 1 видно, що сировинне багатство, виражене часткою непромислового експорту, достатньо переконливо обернено кореспондує з рівнем економічної складності, вказуючи на потенційні загрози від екстрактивних секторів для поглиблення диференціації економіки. Так само узгоджується з припущенням обернений зв'язок між часткою непромислового експорту та рівнем фінансового розвитку (рис. 2). Проте у цьому випадку зв'язок менш однозначний порівняно з даними рис. 1. Це вказує на те, що в сировинних економіках фінансовий розвиток не завжди пригнічується домінуванням екстрактивного сектора.

Як і передбачалось, багатші на сировину країни більш вірогідно виявляються авторитаріями (рис. 3). Попри те, що більшість країн, багатих на ресурси, кваліфікується як демократії, все ж у маргінальних випадках сировинного багатства домінують авторитарії. Попри те, що сировинне багатство перебуває у відмінному за щільністю оберненому зв'язку з індексом економічної складності та індексом фінансової глибини (рис. 1—2), останні два показники перебувають між собою у залежності іншого типу. Як видно з рис. 4, більш диверсифікована економіка передбачає вищий рівень фінансового розвитку. Зв'язок є експоненціальним та щільним.

Така сама картина спостерігається й у випадку зв'язку між індексом демократії та індексом фінансової глибини (рис. 5). За окремими винятками багатих на ресурси авторитарій, які досягли прогресу у розвитку фінансової системи, спостерігається чітка експоненціальна залежність, яка вказує на те, що більш демократичний політичний режим є сприятливим фактором фінансового розвитку. Основна причина полягає в тому, що в рамках такого політичного режиму забезпечується формування якісних інститутів, які однаково важливі і для захисту прав інвесторів/кредиторів, і для макроекономічної стабільності, без яких довгостроковий фінансовий розвиток не виглядає можливим¹⁵.

¹⁵ Докладніше див.: Козюк В. Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках / В. Козюк // Економічна теорія. — 2016. — № 3. — С. 82—102.

Структурні відмінності за країнами двох груп. У контексті проблеми цінової стабільності виникає питання, наскільки простежуватимуться структурні відмінності в розрізі сировинних економік. Іншими словами, чи відрізняється характер зв'язку між сировинним багатством та показниками, що відображають структурні особливості, релевантні проблемі цінової стабільності. Для ідентифікації таких зв'язків розширено набір описаних вище змінних. Змінними цінової стабільності обрано: середню інфляцію (ІСЦ) за 1999—2017 рр. та її стандартне відхилення за аналогічний період. Важливо зазначити, що цей період охоплює кілька циклічних зламів поведінки сировинних цін. Результати аналізу (див. рис. А1—А10 додатка) демонструють достатньо значні відмінності для аналізованих груп країн.

Так, з табл. А1—А2 видно, що в цілому для таргетерів інфляції спостерігаються відносно нижчі рівні інфляції, ніж для іншої групи країн. Збереження в останній групі країн гіперінфляційних Венесуели та Анголи ще більше би викривили ситуацію на користь перших. Це саме стосується варіації інфляції (рис. А3—А4). Однак у цьому випадку стандартне відхилення інфляції в країнах, центробанки яких не таргетують інфляцію, значно вище (знову таки, без Венесуели та Анголи), ніж у першому випадку. У першому наближенні це означає, що монетарний режим більш виражено релевантний не стільки рівню інфляції, скільки її варіації. Щодо зв'язку параметрів цінової стабільності зі змінною сировинного багатства, то простежується неоднозначна ситуація. Така змінна не кореспондує достатньо переконливо з параметрами цінової стабільності в обох групах країн (рис. А1—А4).

Проте спостерігаються певні відмінності. Для країн, центробанки яких таргетують інфляцію, середнє значення останньої практично не демонструє зв'язку з непромисловим експортом, але варіація інфляції перебуває у чіткому оберненому зв'язку. Тоді як для інших країн характерний чіткіше виражений непередбачувано обернений зв'язок між змінною сировинного багатства та інфляцією, але прямий — з її варіацією. Беручи до уваги слабкий та часто теоретично непередбачуваний зв'язок між параметрами цінової стабільності та непромисловим експортом, можна зробити висновок, що сировинне багатство саме по собі не є пересторогою для підтримання інфляції на низькому рівні. Різностямований напрям зв'язку по середній інфляції та стандартному відхиленню для країн обох груп засвідчує важливість інших факторів, які впливають на поведінку ІСЦ і не впливають на пряму зі структури експорту. Тобто “країнні” фактори видаються важливішими, ніж така спільна структурна риса, як сировинне багатство.

З іншого боку, для таргетерів інфляції параметри зв'язку між змінними цінової стабільності та сировинного багатства виглядають більш привабливими: фактична нейтральність структури експорту у випадку середньої інфляції (рис. А1) та чіткий, хоч і слабкий обернений зв'язок між варіацією інфляції та сировинною змінною (рис. А3). Більш чіткий, хоч і слабкий обернений зв'язок між непромисловим експортом та середньою інфляцією

для не-таргетерів інфляції можна пояснити хіба що тим, що до цієї групи входять країни з автократичними режимами, окремі з яких можуть мінімізувати витрати на коаліційні переговори і, відповідно, усунути фінансові загрози інфляції. Але цей аргумент не пояснює прямий зв'язок між непромисловим експортом та варіацією інфляції. У цьому випадку виглядає, що інфляційна нестабільність більшою мірою кореспондує з політичною нестабільністю в окремих країнах з автократичним режимом. Цей парадокс не варто недооцінювати з огляду на те, що ця група країн є значно менш гомогенною щодо політичних режимів, ніж група таргетерів інфляції (про що додатково буде сказано нижче).

Фінансова глибина перебуває у різноспрямованому зв'язку із непромисловим експортом для двох груп країн (рис. А5—А6). У випадку таргетерів інфляції зв'язок є прямий, а у інших країн — обернений. З огляду на те, що у першому випадку частка сировинного багатства є нижчою, це можна кваліфікувати однозначно. У випадку достатнього рівня зрілості, властивого інфляційним таргетерам, сировинний фактор може не генерувати процесів, які пригнічують фінансовий розвиток. І, навпаки, сировинне багатство може бути перешкодою для фінансового розвитку там, де спостерігається недостатня інституціональна зрілість, коли екстрактивний сектор слабо пов'язаний із внутрішніми джерелами фінансування, а розподіл ренти і політичні процеси, що його супроводжують, не толерують розвитку фінансової системи.

У випадку економічної складності ситуація більш однозначна. Непромисловий експорт перебуває в однозначному достатньо щільному оберненому зв'язку з індексом економічної складності в обох групах країн (рис. А7—А8). У першій групі цей зв'язок є щільнішим, але значення самого індексу економічної складності значно вище. З одного боку, такий характер зв'язку підтверджує факт, що домінування екстрактивних секторів звужує можливості для поглиблення диференціації економіки. З іншого боку, важливим є те, чи це наслідок “ресурсного прокляття” (боротьба за ренту витісняє з поля зору інвестиційної привабливості не-екстрактивні сектори). Утім, найбільш важливим є те, наскільки країни можуть поєднувати екстрактивні й не-екстрактивні сектори. Це також важливо для розуміння природи шоків. Як уже зазначалось, у випадку, коли сировина експортується і споживається всередині країни, шок умов торгівлі уподібнюється до шоку пропозиції. За одночасних відмінностей рівнів сировинного багатства та вразливості до шоків умов торгівлі потенційно оптимальний набір інструментів мікс-політики також може відрізнятись. Не випадково таргетери інфляції, підтримуючи більш гнучкий обмінний курс, демонструють нижчий рівень сировинної залежності, вищий рівень диференціації економіки, не використовують фінансові буфери (крім Норвегії, Чилі та Тринідад і Тобаго) і, як показують дані рис. А9—А10, є розвинутими демократіями. Таргетери інфляції мають високий індекс демократії, а сировинне багатство не перешкоджає кращому його значенню. Натомість у другій групі країн зв'язок є обернений. Більше сировинне багатство співіснує з сильнішими ознаками автократичного режиму

(рис. А9—А10). З урахуванням щільного зв'язку між характером політичного режиму та рівнем фінансової глибини, можна упевнено говорити, що можливості виходу за межі сировинної залежності перебувають в інституціональній площині, зважаючи на позитивний вплив доступності фінансування на економічний розвиток.

З наведених даних випливає, що саме по собі сировинне багатство не є пересторогою для підтримання цінової стабільності, але при цьому таргетери і не-таргетери інфляції відрізняються між собою залежно від політичного режиму, ступеня фінансового розвитку, складності економіки. Не можна відкидати тезу, що вищий рівень фінансового розвитку та глибша диференціація економіки є кращими передумовами для запровадження інфляційного таргетування. Однак, досвід України показує іншу картину (табл. 1). Попри значно кращі показники частки непромислового експорту, індексу економічної складності, ніж у середньому по всій вибірці та для двох груп країн, і не набагато гірше значення показника фінансової глибини, рівень середньої інфляції виявляється значно вищим. Це ще раз підтверджує базову гіпотезу статті про те, що сировинний фактор не може бути виключним драйвером інфляції безвідносно до того інституціонального середовища, яке генерує принципи, на яких побудована мікс-політика. Іншими словами, слабкість інститутів спотворює принципи, на які має спиратися оптимальна макроекономічна політика в умовах істотного значення сировинного багатства, а також така слабкість призводить до перманентного тиску непрогнозованих фіскальних рішень на інфляцію. Більше того, вона не затребує появу принципу контр-циклічної мікс-політики, в рамках якої економіка би виявлялась менш вразливою до шоку сировинних цін.

Таблиця 1. Інфляція та структурні показники у багатих на ресурси країнах: Україна та групові порівняння

Країни	Інфляція сер., 1999—2017	Стандартне відхилення інфляції, 1999—2017	Індекс фінансової глибини	Індекс економічної складності	Непромисловий експорт, %	Індекс демократії
Україна	13,1	10,68	0,257	0,35	45,10	5,42
68 країн загалом	8,89	10,10	0,28	-0,67	68,86	5,02
З них: 21 країна з інфляційним таргетуванням	6,17	3,76	0,44	-0,11	59,26	6,81
47 країн без інфляційного таргетування	6,87	5,75	0,21	-0,92	72,28	4,22

За даними табл. 1 Україна за своїми структурними характеристиками не просто ближча до країн, що таргетують інфляцію, а за індексом економічної складності суттєво випереджає відповідне середнє групове значення. За відчутно гірших результатів цінової стабільності, браку фінансової глибини та відносно низького значення індексу демократії можна стверджувати, що основні подальші макроекономічні реформи повинні мати контр-циклічне спрямування, передбачати посилення акцентів монетарної політики на ціновій стабільності, що в сукупності з інституціональними реформами має закласти фундамент для нарощування фінансової глибини і, в підсумку, зниження вразливості до шоків сировинних цін.

Висновки. Багаті на ресурси країни не демонструють, що цінова стабільність є однозначною жертвою вразливості до шоків умов торгівлі. При цьому частка непромислового експорту обумовлює низку структурних показників, а саме рівень економічної складності, рівень фінансової глибини та рівень розвитку демократії (по-суті, характер політичного режиму), але не перебуває у значущому зв'язку з інфляцією. Групування 68 багатих на ресурси країн за критерієм реалізації інфляційного таргетування продемонструвало, що для обох груп країн роль структури експорту як драйвера інфляції не може вважатись визначальною. При цьому дві групи істотно відрізняються між собою за характером зв'язку між часткою непромислового експорту та параметрами цінової стабільності, ступенем диференціації економіки, фінансовою глибиною та рівнем розвитку демократії. Таргетери інфляції демонструють нижчий рівень сировинної залежності, вищий рівень фінансового розвитку, істотнішу економічну складність та здебільшого є розвинутими демократіями. Порівняння характеру зв'язку між часткою непромислового експорту та зазначеними показниками для двох груп також вказує на перевагу за інфляційними таргетерами. Отже, параметри цінової стабільності в багатих на ресурси економіках визначаються тим, наскільки країни можуть побудувати ефективні інститути контр-циклічної макроекономічної політики, з урахуванням їхніх структурних та інституціональних характеристик. Роль політичних режимів є принциповою, оскільки від них залежатиме те, як інститути контр-циклічної політики будуть позиціоновані в координатах розподілу сировинної ренти. Україна за своїми характеристиками є значно ближчою до інфляційних таргетерів, а тому вибір цього монетарного режиму є цілком логічним.

ДОДАТОК

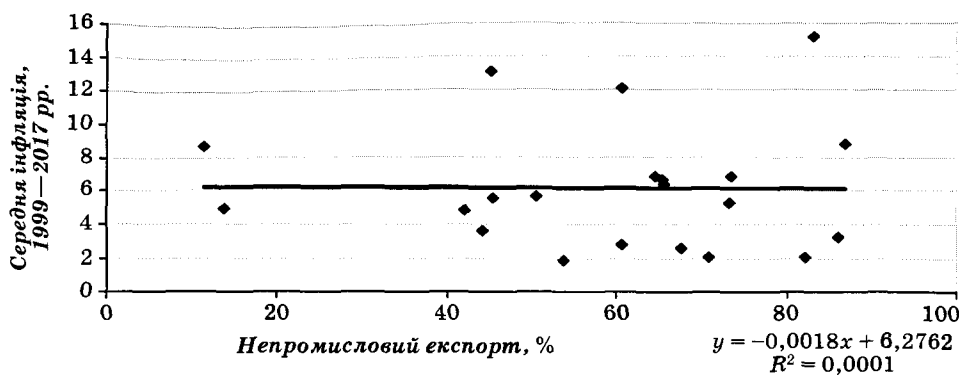


Рис. А1. Інфляція і сировинне багатство в країнах з інфляційним таргетуванням

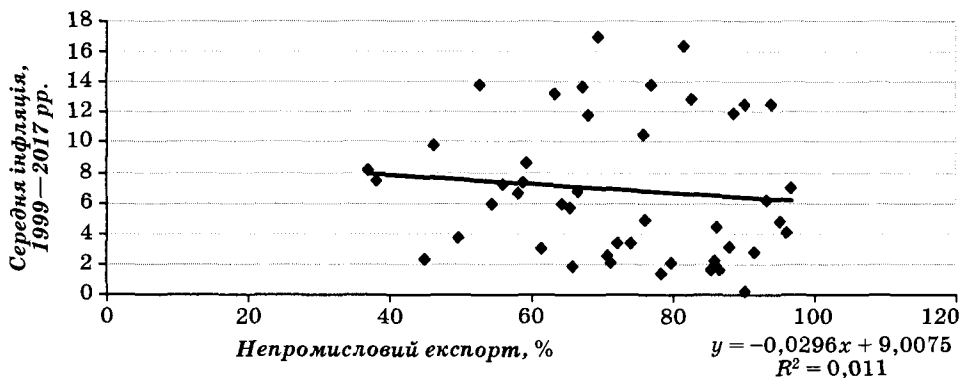


Рис. А2. Сировинне багатство та інфляція в країнах, які не таргетують інфляцію

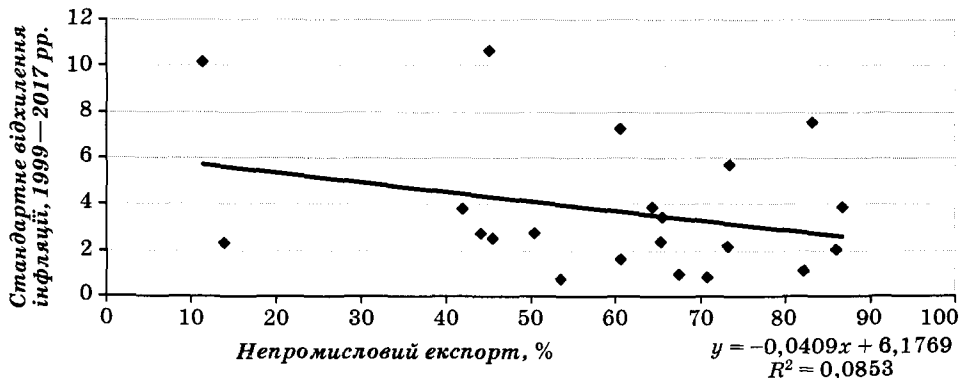


Рис. А3. Сировинне багатство та варіація інфляції в країнах, що таргетують інфляцію, 1999—2017 роки

В. Козюк. Таргетери і не-таргетери інфляції у багатих на ресурси економіках: чи є між ними структурні відмінності?



Рис. А4. Сировинне багатство та варіація інфляції в країнах, які не таргетують інфляцію (без Венесуели та Анголи)

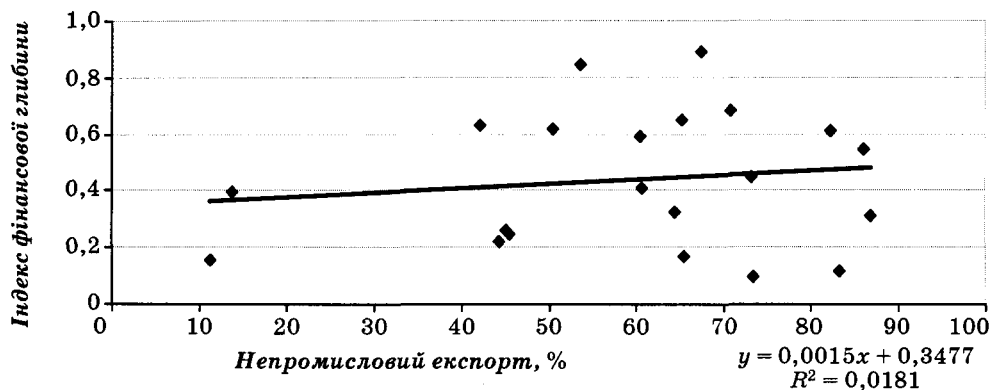


Рис. А5. Сировинне багатство та фінансова глибина в країнах, що таргетують інфляцію



Рис. А6. Сировинне багатство та фінансова глибина в країнах, що не таргетують інфляцію



Рис. А7. Сировинне багатство та економічна складність в країнах, що таргетують інфляцію



Рис. А8. Сировинне багатство та економічна складність в країнах, що не таргетують інфляцію

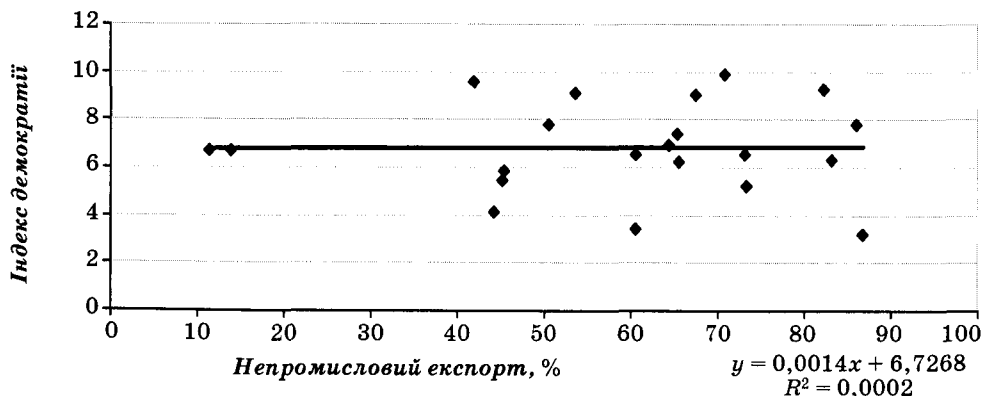


Рис. А9. Сировинне багатство та характер політичного режиму в країнах, що таргетують інфляцію

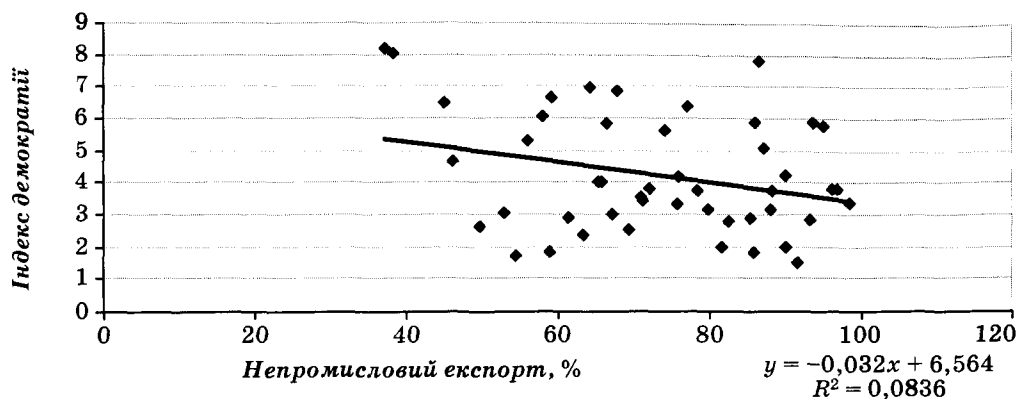


Рис. А10. Сировинне багатство та характер політичного режиму в країнах, що не таргетують інфляцію

Список використаних джерел:

1. Гайдучий П. НеЗабуті реформи в Україні / Павло Гайдучий. — К. : ДКС-центр, 2017. — 852 с.
2. Ковальчук Т. Міжнародний валютний фонд: фінансовий розпорядник чи політико-економічний поневолювач? / Трохим Ковальчук // Банківська справа. — 2017. — № 3. — С. 3—15.
3. Ковальчук Т.Т. Бідність працюючого населення — драматична реальність українського сьогодення / Т.Т. Ковальчук // Економіка України. — 2016. — № 5. — С. 90—97.
4. Волошенко А. Система оцінювання корупції — уніфікований інструмент антикорупційного дирижизму / Антоніна Волошенко // Банківська справа. — 2017. — № 3. — С. 58—72.
5. Матіос А. На війні закон має бути в погонах / Анатолій Матіос // ДТ. UA. — 2018. — № 18-19. — 19 травня. — С. 3.
6. Видатні економісти та сучасна практика. Енциклопедичний довідник. — К. : УАФР, 2011. — 392 с.
7. Эрхард Л. Полвека размышлений : речи и статьи : пер. с нем. / Людвиг Эрхард. — М. : Наука, 1966. — 606 с.

Надійшла до редакції 25.05.2018

Victor Koziuk. Target and Non-targeting of Inflation in Resource Rich Economies: Are There Structural Differences between Them?

Commodity structure of export often is looked as obstacle for price stability maintaining. But resource rich countries are not homogenous by many structural features, and monetary regimes is one of them. From 68 commodity rich countries chosen for analysis, 21 are inflation targeting one. Yet the fraction of non-merchandise export is negatively related with index of economic complexity, index of financial development, index of democracy, for group of inflation targeting countries and for

group of other countries such relations are differ in favor of first one. In the same time there are no strict relations between fraction of non-merchandise export price stability parameters among two countries group. It is possible to conclude that resource endowment is not main determinant of price stability. Maintaining of price stability is determined by possibilities of countries to realize counter-cyclical macroeconomic policy under structural and institutional frames. Ukraine is featured closer to inflation targeting countries thus the such monetary regime choice is logical.

Виктор Козюк. Таргетеры и не-таргетеры инфляции в богатых ресурсами экономиках: есть ли между ними структурные различия?

Сырьевая структура экспорта зачастую рассматривается как препятствие для поддержания ценовой стабильности. Однако богатые ресурсами страны не являются однородными по многим параметрам, в том числе по монетарному режиму. Из 68 выбранных для анализа богатых ресурсами стран в 21 из них осуществляется инфляционное таргетирование. Несмотря на то, что доля непромышленного экспорта находится в обратной связи с индексами экономической сложности, финансовой глубины и демократии, по странам-таргетерам инфляции и не-таргетерам характер связи отличается в пользу первых. При этом для обеих групп стран не прослеживается однозначной связи между долей непромышленного экспорта и параметрами ценовой стабильности. Можно сделать вывод, что сырьевое богатство не является определяющим фактором ценовой стабильности. Поддержание последней определяется способностью стран реализовывать контр-циклическую политику в рамках имеющихся структурных и институциональных характеристик. Украина по своим характеристикам ближе к таргетерам инфляции, а потому выбор этого монетарного режима является логичным.