

Віктор Козюк

ФАКТОР СИРОВИННОГО БАГАТСТВА В РЕАЛІЗАЦІЇ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ

Гіпотетично фактор сировинного багатства мав би бути достатньо вагомим у мотивації до інтенсивності використання макропруденційних інструментів. Ця гіпотеза тестується емпірично на основі вибірки зі 117 країн та 38 країн багатих на ресурси. В загальному вона підтверджується, беручи до уваги результати регресійного аналізу. Однак перехід на макропруденційне регулювання в країнах з плаваючим курсом та таргетерами інфляції виглядає більш активним. Групування сировинних економік за принципом "політичний режим – режим обмінного курсу" дозволив виділити три модальності макропруденційної політики: вона є свідченням розвитку контрциклічних інструментів поза акцентом на сировинному факторі проциклічності фінансової системи (демократії); вона є продовженням політики регулювання потоків капіталу (слабкі демократії); вона є способом забезпечення стабільності та контролю за фінансовою системою (автократії). Робиться висновок про необхідність посилення уваги до сировинного фактора фінансової нестабільності як орієнтиру розвитку макропруденційного інструментарію в Україні.

Ключові слова: макропруденційна політика, сировинні економіки, фінансова стабільність, потоки капіталу, зовнішні шоки.

JEL: E58, E59, O23, Q33.

Вже тривалий час сировинні економіки залишаються під тиском. Чутливість сировинних цін до коливань глобальної ліквідності демонструє наявність суттєвої вразливості таких країн і на фазі експансії, і на фазі стиснення. Дедалі частіше артикульована проблематика сировинних суперциклів ще більше загострює проблему оптимального вибору у сфері економічної політики: як забезпечити пристосування країни до відповідних коливань, підвищити макрофінансову стабільність, реалізувати структурні наміри із подолання сировинної залежності в умовах, коли передбачення поведінки цінового тренду стають дедалі більш непевними. Фінансова інтеграція та внутрішній фінансовий розвиток у країнах, багатих на ресурси, не стільки полегшує ситуацію, скільки ускладнює. До традиційних проблем із коливаннями реального ефективного валютного курсу, нестабільної інфляції, політико-інституціональними складнощами з реалізацією контрциклічної фіскальної політики додаються нові виклики. Коливання фінансових змінних нелінійно відбивають ціновий сировинний цикл. Завдяки цьому експортери сировини стають чи не найбільш радикальним прикладом проциклічності фінансової системи.

Посткризові зрушення в макроекономічній політиці засвідчили зростаюче значення запровадження макропруденційного інструментарію в арсенал регуляторів, адресованих макрофінансовій вразливості та системним фінан-

Козюк Віктор Валерійович (victorkozyuk@ukr.net) д-р екон. наук, проф., акад. Академії економічних наук України; завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету.

совим ризикам. Одні країни вже тривалий час здійснюють відповідні зміни внаслідок "схильності до новизни", інші – наслідуючи позитивний приклад перших, інші – модифікують звичні інструменти регулювання потоків капіталу під макропруденційні потреби. Вже нагромаджений досвід макропруденційного регулювання демонструє певний рівень ефективності щодо обмеження проциклічності фінансової системи та покращення здатності контролю за агрегованою поведінкою кредиту та за цінами на активи. Виникає питання, якщо сировинні експортери завдяки новим можливостям у сфері фінансового розвитку стають настільки вразливі до ризиків, яким адресована макропруденційна політика, то чи є вони лідерами із використання відповідних інструментів? Постановка питання у такий спосіб є важливою, оскільки більшість багатих на ресурси країн або продовжує залишатись прибічниками консервативних макроекономічних політик, які підвищують їхню міжчасову нестабільність, або застосовують активну міжчасову фінансову політику, покликану забезпечити обмеження впливу коливань світової сировинної кон'юнктури на національні економіки. Враховуючи це, є актуальним з'ясування питання того, наскільки сировинний фактор визначає вибір на користь застосування макропруденційних інструментів, беручи до уваги структурні передумови до нагромадження системних макрофінансових ризиків.

Розвиток літератури щодо макропруденційної політики стартує з питань нагромадження фінансових дисбалансів в умовах цінової стабільності, низьких реальних процентних ставок, пошуку доходності та зростаючої фінансової інтеграції. Завдяки ряду досліджень на сьогодні питання зростаючого значення фінансового фактора макроекономічних коливань, контрадикторності цінової та фінансової стабільності, обмеженості центробанків в ефективній боротьбі з підвищеною "еластичністю" фінансової системи приймаються як базові позиції щодо необхідності виходу за межі стандартного поділу на монетарну та мікропруденційну політику (Borio, White, 2004; Borio, 2006; Borio, 2014). З іншого боку, зростаючий інтерес до макропруденційного регулювання інкорпорується в намагання апологетів ново-кейнсіанського мейнстріму вказати на дестабілізуючі наслідки монетарного втручання у фінансовий цикл (Bernanke, Gertler, 1999; Svensson, 2016). Макропруденційна політика розглядається як спеціалізована політика, адресована системній вразливості в її структурній та циклічній композиції, завдяки чому монетарна політика виводиться з зони відповідальності за фінансову стабільність. Попри те, що погляди на роль монетарної політики у забезпеченні фінансової стабільності залишаються предметом пошуку теоретичного консенсусу (IMF, 2015), впровадження макропруденційного підходу, схвалене рішенням Сеульського саміту G-20, інкорпороване в перехід на Базель III тощо, дозволило напрацювати ряд ключових вимог до регуляторів та виділити "найкращі практики". На сьогодні вже усталеними є підходи до: виділення кінцевих та проміжних цілей політики фінансової стабільності, таксономії макропруденційних інструментів, розуміння трансмісійних зв'язків у рамках застосування останніх, емпіричного аналізу наслідків запровадження макропруденційних заходів, варіантів інституціонального формату цієї політики; проблеми координації з іншими політиками тощо (Bayoumi, Dell'Ariccia et al., 2014; IMF-FSB-BIS, 2016; IMF, 2013a; IMF, 2013b; IMF, 2013в; CGFS, 2010).

Щодо емпіричної складової аналізу, то він торкається двох основних напрямів: ефективності макропруденційної політики та її поширення в розрізі країн. В першому випадку дослідження виявляють таке. (А) Рівень фінансового розвитку і, відповідно, фінансової відкритості впливає на ефектив-

ність макропруденційних інструментів. Попри те, що останні загалом досягають поставленої мети і можуть вплинути на сповільнення кредитного буму та інфляції цін активів, альтернативні можливості запозичень (парабанківська система, запозичення закордоном, структуровані інструменти тощо) звужують їхню обмежувальну здатність. (Б) Інструменти, що застосовуються стосовно позичальників, демонструють кращі трансмісійні властивості. Це не означає, що інструменти, побудовані за принципом буферів капіталу, повністю неефективні. В окремих випадках додаткових вимог щодо банківського капіталу буває недостатньо для нейтралізації перегріву у фінансовому секторі. (В) Зміни вагових коефіцієнтів при обрахунку регуляторного капіталу на циклічній основі, так само як і динамічне резервування під ризики активних операцій, дозволяють послабити проциклічність фінансової системи, хоча потребують доповнення іншими інструментами. (Г) Можливість контролювати леверидж сектора домогосподарств є виразнішою, порівняно з корпоративним чи банківським сектором, хоча відносна ефективність кожного окремого інструмента залишається предметом дискусій. Поєднання одразу декількох інструментів може дати кращий результат, ніж інтенсивне застосування одного-двох тощо. В другому випадку акцентується на тому, що країни з ринками, що формуються, мають більше досвіду застосування макропруденційних інструментів, ніж розвинені. Однак це пов'язано з тим, що в перших інструменти регулювання потоків капіталу специфікуються як макропруденційні. Збереження вразливості фінансової стабільності до значних курсових коливань та обмежена здатність процентних ставок впливати на запозичення в іноземній валюті позначається на відмінностях у характері інструментів, що застосовуються країнами з ринками, що формуються, та розвиненими країнами (Claessens, 2014; Cerutti, Correa et al., 2016; Cerutti, Correa et al., 2016; Bruno, Shim et al., 2015; Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016; Cize, Frost et al., 2016).

З міркувань специфічної вразливості сировинних економік (конфлікт між ціною стабільністю та курсовими коливаннями, між намаганнями стабілізувати курс та нагромадженням фінансових дисбалансів, між реальною переоцінкою валютного курсу в період буму та структурними пріоритетами тощо) важливим є звернення уваги на результати емпіричних досліджень, що вказують на спроможність макропруденційної політики обмежувати перегрів фінансового сектора в країнах з ринками, що формуються, внаслідок припливу капіталів. У випадку конфлікту між курсовою волатильністю та фінансовою стабільністю макропруденційна політика повинна перебрати на себе відповідальність за останню, оскільки монетарна політика не завжди спроможна йому запобігти (Bruno, Shim et al., 2015; Cerutti, Claessens et al., 2015; Gulcin, Filiz, 2014; Turner, 2016).

Також акцентується на необхідності застосування інструментів, що обмежують ризики концентрації і спонукають до більшої диверсифікації активів фінансових корпорацій у разі, коли бум кредитування припадає на один сектор (Turner, 2016). Такий висновок є важливим у світлі того, що в сировинних економіках і циклічний, і структурний виміри системних ризиків генерується сектором експортної спеціалізації та пов'язаними з ним суміжними секторами. Специфічний характер фінансової структури в сировинних економіках (велике значення зовнішніх запозичень, високий рівень концентрації та вертикальної інтеграції, брак доступності фінансових послуг як відображення значних потреб у капіталі обмеженого набору секторів) (Kurronen, 2012) дозволяє уникати регуляторного впливу з боку макропру-

денційних інструментів в разі, коли вони не йдуть в ув'язці з інструментами регулювання потоків капіталу, однак мірою фінансового розвитку та розширення доступу до фінансових послуг значення таких інструментів підвищуватиметься. Сировинна кон'юнктура дедалі більше йтиме пліч-опліч з потоками капіталу та внутрішнім фінансовим циклом мірою підвищення добробуту та розширення кола соціальних бенефіціарів природного багатства.

Аналіз досліджень специфіки макропруденційної політики в сировинних економіках дозволяє виділити таке. По-перше, базовим теоретичним підґрунтям для адресування цієї політики системним ризикам є специфічний профіль вразливості, що генерується потенційно значними перепадами сировинних цін з подальшим впливом на волатильність реального обмінного курсу, інфляції, потоків капіталу та на ризики актуалізації негативних балансових ефектів. Монетарна політика є обмеженою у здатності нейтралізувати системні ризики у разі, коли фінансова система генерує агреговану пропозицію кредиту ендемогенно на основі очікувань майбутнього сировинного тренду (Gulcin, Filiz, 2014; Turner, 2016; Masson, 2014). По-друге, існує дуже великий ризик системної вразливості експансії кредиту в секторах, не пов'язаних з експортом, внаслідок чого фінансова система стає вкрай вразливою до цінових шоків в умовах вищого рівня левериджу. Також переключення кредиту на не-експортні сектори погіршує майбутні перспективи підвищення потенціалу економіки (Turner, 2016; Alberola, Benigno, 2017). По-третє, макропруденційна політика може допомогти в запобіганні "голландської хвороби". Досягнення цього може відбуватись через канал обмеження переоцінки валютного курсу внаслідок зв'язку між припливом капіталу, бумом кредитування та погіршенням платіжного балансу через розширення споживання не-експортним сектором. Іншим каналом є потенційна ефективність обмежень на секторну концентрацію кредиту, що опосередковано спонукатиме до розширення доступу до кредиту позичальників з інших секторів (Turner, 2016; Masson, 2014; Alberola, Benigno, 2017; Gonzalez, Hamann et al., 2015).

Досвід запровадження макропруденційних інструментів в розрізі країн, багатих на ресурси, вказує на неоднозначні результати. Наприклад, для країн Перської затоки менш вираженою є контрциклічна специфікація банківського регулювання, притому, що сам банківський сектор виглядає добре капіталізованим, потенційно обмежуючи ефективність додаткового застосування інструментів, основою яких є створення буферів капіталу (IMF-GCC, 2015). Для країн Африки та Латинської Америки макропруденційні інструменти важко відділити від інструментів, що регулюють потоки капіталу та обмежують валютні ризики фінансових установ. Проте їхнє застосування розглядається як важливий напрям мінімізації фінансової нестабільності, що генерується волатильними сировинними цінами (IMF-FSB-BIS, 2016; IMF, 2013б; IMF, 2013в; Cerutti, Claessens et al., 2015; Masson, 2014; Gonzalez, Hamann et al., 2015). Розвинені країни, багаті на ресурси, здебільшого орієнтуються на мінімізацію ризиків інфляції цін активів, перш за все цін на нерухомість, оскільки попит на неї чітко кореспондує з трендом очікуваних доходів (Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016; Turner, 2016) тощо.

А втім з проведеного аналізу досліджень видно, що поширення макропруденційних інструментів у розрізі країн залишається нерівномірним. Це підтверджують обрахунки відповідного індексу макропруденційної політики (MPI index) (Cerutti, Claessens et al., 2015). Також сировинні економіки мали би бути в авангарді переходу на макропруденційну політику з огляду на ха-

ракти системної вразливості. Однак це може бути не настільки очевидно, беручи до уваги таке. Контрциклічна фіскальна політика (фонди суверенного багатства) може перебирати на себе значну частину "компетенцій" у сфері пристосування до шоку, дозволяючи підтримувати менш гнучкий валютний курс. Запровадження контрциклічних інструментів не є нейтральним щодо політико-інституціонального формату розподілу сировинної ренти, внаслідок чого характер політичного режиму та якість інститутів можуть бути детермінантами вибору щодо застосування політики, яка є обмежувальною, а отже, такою, яка може вплинути на добробут окремих політичних чи соціальних груп. Акселерація кредитування може недалекоглядно розглядатись як спосіб підвищення соціального добробуту у вигляді компенсації не-інклюзивного розподілу сировинної ренти. У такій ситуації небажання обмежувати ризики проциклічності фінансової системи є прихованим способом небажання втручатись в олігархічний статус-кво.

Враховуючи сказане вище, виглядає доречним емпірично ідентифікувати роль сировинного фактора в поширенні макропруденційної політики в розрізі країн. При цьому до уваги необхідно взяти те, що сировинні економіки фрагментовані з міркувань вибору режиму валютного курсу та режиму потоків капіталу, а також з міркувань ролі міжчасової фіскальної політики у контрциклічній стабілізації. Теоретично слід очікувати щільний зв'язок між часткою сировинного експорту та розвитком макропруденційної політики. Однак, як зазначалося вище, інституціональні особливості багатих на ресурси країн можуть привносити певні спотворення в теоретично вмотивований вибір на користь адресування макропруденційної політики системним макрофінансовим викликом. Метою цієї статті є підтвердження / спростування гіпотези про обумовленість сировинним фактором характеру поширення макропруденційної політики у світі.

Попри усталену таксономію проміжних цілей макропруденційної політики та її інструментів (з їх поділом на ті, що адресовані проциклічності, та ті, що адресовані міжсекторним зв'язкам) (*Claessens, 2014; Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016*), їхнє застосування в сировинних економіках часто може переслідувати додаткові міркування щодо регулювання потоків капіталу чи структурної корекції. Втім, специфічний політико-інституціональний ландшафт багатих на ресурси країн може засвідчити наявність прямих чи прихованих запобіжників активації інструментів, адекватність яких є теоретично валідною. Табл. 1. узагальнює проблемні питання реалізації макропруденційної політики в багатих на ресурси країнах, поєднуючи типові проміжні цілі та потенційні інструменти їхнього досягнення.

Попри наведений в табл. 1 структурний вимір макропруденційної політики, в сировинних економіках можна також включити проблему доларизації та схильності до негнучких курсів. І доларизація, і фіксовані курси є суттєвими ампліфікаторами проциклічності фінансової системи, що генерується коливаннями сировинних цін. Так, доларизація активів відбиває проблеми контролю за внутрішньою інфляцією та пошук безпечних активів, а доларизація пасивів – потенційні проблеми у сфері фінансового розвитку. Стадія останнього може бути несумісною з рівнем концентрації у екстрактивних секторах, в яких точка беззбитковості може бути достатньо високо розміщеною з огляду на технологічні фактори, внаслідок чого запозичення в національній валюті під низькі проценти і на тривалий строк є ускладненими. Доларизація пасивів також може стати наслідком ситуації, коли економічні агенти сприймають номінальну ревальвацію як рівноваж-

ну, що не є неприродним для багатих на ресурси країн у ситуації сильної та стійкої тенденції до зростання сировинних цін.

Таблиця 1

Проміжні цілі макропруденційної політики та потенційні інструменти: аналіз з позицій можливостей та обмежень застосування в сировинних економіках

Потенційні проміжні цілі	Потенційні інструменти	Особливості застосування в сировинних економіках	Обмеження щодо запровадження
Обмеження та попередження надмірного підвищення левериджу	Буфери капіталу, інструменти, адресовані позичальникам, динамічне резервування, секторне та контрциклічне зважування ризиків тощо	Сировинні економіки є вразливими до значного підвищення левериджу в періоди високих світових цін: а) потенціал екстракції чутливий до інвестицій в інфраструктуру та нарощування потужностей; б) банки фінансують масштабні проекти, як правило, довгострокові, внаслідок чого залучають зовнішні позики; в) не-екстрактивні сектори підвищують леверидж в очікуванні зростання майбутніх доходів	Запровадження макропруденційних обмежень може йти в розріз з: а) намаганнями окремих груп посилити свої позиції через максимізацію присутності в екстрактивних секторах; б) намаганнями окремих груп реалізувати масштабні проекти, які би закріпили їх частку ринку; в) намаганнями розширити доступ до кредитування як компенсації за нерівність в розподілі ренти; г) намаганнями компенсувати моно-структурність через розширення доступу до фінансування неекстрактивних секторів тощо
Попередження виникнення дефіциту ліквідності, розривів в строковій та валютній структурі активів та пасивів	Буфери капіталу, покриття кредитів депозитами, нормативи ліквідності, нормативи стабільного фондування, обмеження значної відкритої позиції тощо	Сировинні економіки вразливі до падіння світових цін, а роль безпечних активів, як правило, виконує доларова ліквідність. В залежності від ступеня довіри до банківської системи, вплив капіталів з країни може супроводжуватись внутрішнім впливом (double drain)	Відповідні макропруденційні обмеження підпадають під вище перелічені в аспекті додаткових вимог до ліквідності, та збалансованості строкової та валютної структури активів та пасивів. Базова політико-економічна проблема така сама, як і в попередньому випадку
Обмеження концентрації ризиків	Секторні та циклічні обмеження концентрації кредитів, буфери капіталу, ліміти на операції з одним позичальником тощо	Домінування екстрактивного сектора / секторів із значними потребами в капіталі та ефектом масштабу призводить до високої вірогідності концентрації ризиків. Сировинна рента та бар'єри входження в інші сектори витісняють інших позичальників, посилюючи попередній ефект. Концентрація ризиків може мати прихований характер у світлі інституціональних спотворень прав власності, що генеруються боротьбою за розподіл ренти та політичну владу.	Опір обмеженням даного виду випливає з олігархічного чи авторитарного доступу до ренти. З іншого боку, запровадження таких обмежень без гарантій прав власності та адекватного бізнес-клімату за межами рентогенеруючих секторів призводить до браку захисту прав кредиторів. Офшоризація та пов'язане кредитування перетворюються на компенсатори обмежень концентрації

Потенційні проміжні цілі	Потенційні інструменти	Особливості застосування в сировинних економіках	Обмеження щодо запровадження
		Секторні обмеження можуть бути продовженням боротьби з "голландською хворобою"	
Обмеження спотворень в сприйнятті ризиків, виникнення морального ризику	Буфери капіталу, динамічне резервування, динамічне зважування активів за ризиками, обмеження щодо системно важливих установ тощо	Важлива роль глобальної кон'юнктури у визначенні траєкторії очікуваних доходів призводить до зміщень у сприйнятті ризиків. У випадку концентрованого володіння активами сировинні ціни заохочують моральний ризик великих позичальників. Олігархічний характер взаємин робить моральний ризик важливим джерелом проциклічності	Спротив відповідним обмеженням є продовженням боротьби за ренту у формі можливості максимізувати активи та монополізувати обмежені сировинні ресурси. Також значні сировинні надходження розширюють зацікавленість у диверсифікації активів. Завдяки цьому, намагання максимізувати інвестиції в них, поки сировинні ціни є високими, посилює ефекти animal spirit за межами сировинних секторів
Обмеження вразливості фінансової системи до реверсів у потоках капіталів, індукованих коливаннями сировинних цін	Буфери капіталу, обмеження щодо позичальників, контрициклічні вимоги щодо левериджу, динамічне резервування, динамічне зважування ризиків за активами, контрициклічне обов'язкове резервування, ліміти концентрації тощо	Найбільш характерна складова сировинних економік. Потоки капіталу достатньо чітко слідує за трендом сировинних цін. Завдяки цьому фінансова система посилює трансмісію імпульсів з боку сировинних цін, поширюючи їх на неекстрактивні сектори	Намагання запобігти цим обмеженням спирається на: а) організацію фінансових потоків великих компаній, в яких офшоринг є звичною практикою; б) сприйняття вхідних транскордонних потоків як таких, що посилюють можливості окремих груп у доступі до фінансування, а населення – до іпотеки тощо
Обмеження вразливості фінансової системи до поведінки глобального фінансового циклу	Буфери капіталу, обмеження щодо позичальників, контрициклічні вимоги щодо левериджу, динамічне резервування, динамічне зважування ризиків за активами, контрициклічне обов'язкове резервування, ліміти концентрації тощо	Оскільки коливання сировинних цін досить жорстко обумовлені глобальним фінансовим циклом, а багаті на ресурси країни схильні до обмежень на коливання валютних курсів, вразливість фінансової системи часто генерується екзогенними факторами	Макропруденційні заходи можуть опинитись під ризиком у світлі намагання представити глобальну кон'юнктуру драйвером економічного зростання і у такий спосіб приховати апіорі сумнівну ефективність у сфері розподілу доходів

Джерело: складено автором.

Ситуація з фіксованими курсами є більш складною (детальніше огляд цієї проблеми у (Kozluk, 2016)). Вибір на користь негнучких курсів з боку багатих на ресурси країн часто зумовлюється як неможливістю монетарними методами забезпечити контроль за реальною купівельною спроможністю національної грошової одиниці, небажанням посилювати "ресурсне прокляття" внаслідок зростання вартості національної валюти, так і потенційними втратами вартості значних зовнішніх активів, вимірних у національній грошовій одиниці тощо. Нарощування фінансової відкритості таких країн додало проблему посилення обумовленості фінансової стабільності валютно-курсовими факторами, внаслідок чого намагання

уникнути курсових коливань є відображенням структурно зумовлених значних розривів у строковій та валютній композиції активів та пасивів.

Певною мірою це знайшло відображення у функції реакцій центробанків. Сировинний фактор вірогідно є причиною реагування процентних ставок на рух курсу вниз безвідносно до того, як зниження курсу впливає на прискорення інфляції (Aizenman, Noy, 2011). Останнє є свідченням вагомому структурного підґрунтя конфлікту цілей монетарної політики. Встановлення ставок відповідно до потреб у підтриманні фінансової стабільності в сировинних економіках може мати додаткові несприятливі ефекти. Якщо монетарна реакція на фінансовий цикл в економіці без чітко вираженого сировинного ядра активізує традиційну проблему завбачливого гальмування фінансових дисбалансів чи розчистки ринків після стресу (так звана проблема *lean vs clean*), то в багатій на ресурси країні ситуація ускладнюється тим, що як боротьба із дисбалансами, так і розчистка ринку можуть мати яскраво виражений дистрибутивний характер. В першому випадку – це проблема доступу до фінансування секторів, не охоплених сировинним бумом, а в другому – перерозподіл фінансових потоків на користь панівних політичних бізнес-груп.

Продовженням цього є проблема конфлікту між поточним рахунком та валютним курсом. У сировинних економіках вона має особливий наголос, оскільки до традиційної компоненти експортних надходжень додаються потоки капіталу. Це означає, що зв'язок "глобальна ліквідність – сировинні ціни" призводить до посилення конфліктності між потоками капіталу та валютним курсом за каналом умов торгівлі і за фінансовим каналом практично одночасно. Однак відмінністю дії обох каналів є те, що сировинний та фінансовий цикл не збігаються, внаслідок чого ризик падіння світових цін та впливу капіталів, як правило, припадає на період часу, коли фінансова система вже перегріта, а економічні агенти переобтяжені боргами. Причому така переобтяженість може бути як наслідком експансії традиційних екстрактивних секторів (наприклад Росія), так і секторів, що розвиваються задля диверсифікації структури економіки (наприклад ОАЕ).

Не менш критично важливі питання перерозподілу доступу до фінансування на користь не-експортних секторів та сектора послуг. В обох випадках генерування значних надходжень екстрактивним сектором створює ситуацію посилення ефекту Баласи-Самуельсона і його фінансового корелята – зростання цін на нерухомість та експансії будівництва. В сукупності з підвищенням реального обмінного курсу це витісняє інші сектори за межі периметру доступу до фінансування, тим самим розширюючи потенціал державної інтерференції, яка швидше посилює проциклічність, замість того, щоб мінімізувати її. Фіскальна політика в сировинних економіках може демонструвати чітку траєкторію проциклічності з огляду на поведінку спредів, навіть в умовах, коли значні коливання доходів від експорту сировини згладжуються з допомогою фондів суверенного багатства.

Враховуючи вище сказане, сировинні економіки повинні бути природними лідерами у сфері застосування інструментів, які дозволяють послабити макроекономічні конфлікти в традиційному монетарному та фіскальному сегменті. Це саме мало би стосуватись чітко вираженої контрциклічної спрямованості макропруденційних практик, що, однак, явно контрастує із досвідом реалізації фіскальних політик, оптимальних у міжчасовому плані (IMF-GCC, 2015). Оцінка інтенсивності застосування макропруденційних інструментів (на основі індексу макропруденційної політики (Cerutti,

Claessens et al., 2015) в розрізі груп країн демонструє неоднозначну картину, підтверджуючи, що макропруденційні практики можуть більше відображати спосіб пристосування до волатильних потоків капіталу, ніж, власне, адресацію системній фінансовій вразливості. Попри те, що у випадку країн з ринками, що формуються, їх важко розмежувати, дані табл. 2 вказують на ряд неоднозначних моментів.

Таблиця 2

**Індекс макропруденційної політики в розрізі груп країн,
середні значення**

Показник	2002	2007	2012	2013
Усі країни (119 країн)	1,4	1,7	2,3	2,5
Країни з ринками, що формуються, сировинні експортери (29 країн)	2,1	2,6	3	3,1
Розвинені країни, багаті на ресурси (4 країни)	1,3	1,3	2,3	2,8
Країни-таргетери інфляції (27 країн)	1,5	2,0	3	3,2

Примітка 1. Індекс макропруденційної політики обраховано для 119 країн.

Примітка 2. Країни з ринками, що формуються, які належать до сировинних експортерів, визначені МВФ. Їх загальна кількість – 52 (IMF, 2015). Індекс макропруденційної політики обраховано для 29 з них. Розвинені країни, багаті на ресурси, – Норвегія, Канада, Австралія, Нова Зеландія. Країни-таргетери інфляції визначені згідно з МВФ.

Джерело: обраховано на за даними Cerutti, Claessens et al., 2015.

На основі даних табл. 2. можна виявити ряд тенденцій. Спостерігається загальне посилення ролі макропруденційної політики. Однак у розрізі докризового і післякризового періоду таке посилення є нерівномірним. Глобальну фінансову кризу можна сміливо вважати вододілом. Багаті на ресурси країни з ринками, що формуються, передбачувано мають вище значення індексу, ніж уся вибірка. Розвинені країни, багаті на ресурси, поступаються їм за середнім значенням індексу. Однак привертає увагу той факт, що після кризи зростання значення індексу для них збільшилось суттєвіше. Відмінності у величині індексу цих двох груп країн можна пояснити згідно з тим, що багатші країни більше покладались на плаваючий курс до кризи, внаслідок чого їм не потрібно було маскувати інструменти регулювання руху капіталу під макропруденційні інструменти. Але після кризи вони продемонстрували прогрес у запровадженні макропруденційних практик, зорієнтованих на запобігання проциклічності та системній вразливості. Втім, виникає питання, чи відбулося це саме завдяки ролі ресурсного багатства у світлі зв'язку між коливаннями сировинних цін та фінансовим циклом.

Обережне ставлення до гіпотези про обумовленість ступеня запровадження макропруденційних інструментів сировинним багатством підкріплюється обрахунками згаданого індексу по країнах-таргетерах інфляції. Ця група була обрана як контрольна. Інфляційні таргетери схильні до вищої курсової гнучкості, а отже, менш вразливі до тої складової проциклічності фінансової системи, яка генерується фіксованим курсом. Для цієї групи середнє значення індексу макропруденційної політики до кризи виявилось вищим за аналогічне значення для усієї вибірки та групи країн, багатих на ресурси, але після кризи – найвищим з-поміж усіх груп, хоча і дуже незначно. З огляду на те, що до цієї групи не включались таргетери інфляції, що згодом стали членами зони євро, а отже, більшу її частину становлять країни з ринками, що формуються, можна зробити попереднє припущення про недостатню переконливість гіпотези про виключну роль

сировинного фактора в переході до макропруденційного регулювання. Так, попри вище значення відповідного індексу в групі багатих на ресурси країн з ринками, що формуються, до кризи, після кризи його значення вирівнюється з незначним відривом на користь таргетерів інфляції.

З одного боку, це може бути пояснено з огляду на те, що перші компенсують проциклічність фінансової системи (індуковану коливаннями сировинних цін) з допомогою обмежень на потоки капіталу та фіскальні буфери. З іншого боку, таргетери інфляції можуть потребувати додаткових інструментів підтримання фінансової стабільності, враховуючи відмінності впливу курсових коливань на економічну активність через торговельний та фінансовий канал. Наприклад, якщо таргетування інфляції здійснюється в країні, вразливій до розриву у валютній структурі активів та пасивів, обмеження курсових коливань можуть бути прийнятними з міркувань фінансової стабільності, але при цьому наражатися на конфлікт з інфляційними цілями, що відкриває простір для макропруденційного підходу. Іншим прикладом може бути ситуація з чутливістю інфляційної динаміки до перегріву економіки, зумовленої покращенням фінансових умов, чи ув'язкою між сповільненням зростання цін та фінансовими стресами, які різко обмежують попит. В обох випадках кількісна інфляційна ціль потребує точнішого впливу з боку центробанку на макроекономічні процеси. Фінансові шоки можуть розглядатись як такі, що суперечать середньостроковій ціновій стабільності, а тому запровадження макропруденційних інструментів відіграватиме роль підвищення точності монетарної політики та її сфокусованості на інфляції та ВВП-розриві. У свою чергу таргетери інфляції можуть виявитись "більш інноваційними" щодо запровадження "нових модальностей" економічної політики. Іншими словами, питання переходу до більш інтенсивного використання макропруденційних інструментів може не бути структурно детермінованим, а зумовлюватись на поведінковому рівні. Канал "peers pressure" може відігравати у цьому певну роль.

Для подальшого тестування гіпотези про роль сировинного багатства у переході до макропруденційного регулювання було застосовано регресійний аналіз на основі даних по двох групах країн. Перша група – усі країни (117 країн (на 2 менше, ніж у дослідженні (Cerutti, Claessens et al., 2015) з огляду на обмеженість даних). Друга група – 38 багатих на ресурси країн (25 країн з 52, виділених МВФ (табл. 2.), + 4 розвинені країни, + ПАР, + Оман, Катар, Бруней, для яких індекс макропруденційної політики визначено на основі (IMF-GCC, 2015), + Фіджі, Тонга, Капо Верде, Уганда та Бурунді, які мають значну частку сировинного експорту, але не включені до списку з 52 країн МВФ). Це дає можливість розширити кількість країн, потенційно вразливих до зв'язку між коливаннями світових цін та фінансовими умовами, та об'єднати розвинені країни та країни з ринками, що формуються, в одну групу. Базове рівняння регресії є такого виду:

$$Y = a + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2 + b_3 \cdot X_3 + b_4 \cdot X_4, \quad (1)$$

де: Y – індекс макропруденційної політики (Cerutti, Claessens et al., 2015); X_1 – індикатор сировинного багатства – частка сировинного (+ аграрний) експорту в загальному експорті. З огляду на те, що інші змінні в рівнянні (1) мають обмежену дисперсію, ця змінна застосовується в стандартизованому вигляді (тобто на основі процедури нормалізації з нульовою середньою); X_2 – змінна, що відображає фінансову відкритість. Включення цієї змінної зумовлюється тим, що саме фінансовий сектор є основним трансмітером сировинних шоків в контексті проблеми фінансової стабільності. З огляду на те, що сировинні ціни впливають на внутрішній фінансовий цикл через потоки

капіталу, а реверси останніх розглядаються як важлива зона системної макрофінансової вразливості і є фактором ефективності макропруденційних інструментів, фінансову відкритість доцільно трактувати як ступінь лібералізації потоків капіталу. З іншого боку, вразливість до флуктуацій в потоках капіталу може бути самостійним фактором вибору на користь більш інтенсивного використання макропруденційних інструментів. Цією змінною було обрано індекс Chinn-Ito (чим вище значення, тим ліберальніше регулювання потоків капіталу), який на сьогодні є стандартним показником, з допомогою якого вимірюється фінансова відкритість та ступінь регулювання потоків капіталу¹; X3 – змінна, що відображає вибір країною режиму обмінного курсу за класифікацією МВФ². Включення цієї змінної зумовлюється тим, що від режиму валютного курсу залежить характер трансмісії сировинних шоків на фінансові, а також макроекономічний характер пристосування до шоків загалом. Наприклад, плаваючий курс може розглядатись як такий, що повністю перебирає на себе роль зовнішнього пристосування, у той час як фіксований курс часто обирають багаті на ресурси країни з розвинутою системою контрциклічної фіскальної політики. Ця змінна представлена в діапазоні 0–4. Значення 0 присвоюється країнам, в яких згідно з класифікатором існують такі режими обмінного курсу: *no separate legal tender, currency board, conventional peg, stabilized arrangements*. Значення 1, відповідно, – *crawling peg, crawl-like arrangements, pegged exchange rate within horizontal bands*. Значення 2 – *other managed arrangement*. Значення 3 – *floating*. Значення 4 – *free floating*. Країнам, членам зони євро, попри формальне віднесення в категорію *free floating*, було присвоєно значення 0 як у випадку з фіксованими курсами. З міркувань характеру фінансової вразливості та протікання процесів корекції фінансових дисбалансів в ЄВС вони є ближче саме до країн з фіксованими курсами; X4 – змінна, що демонструє наявність фіскальних буферів. Оскільки останні покликані обмежувати проциклічність, що генерується коливаннями сировинних цін, фіскальна політика може розглядатись як інструмент нейтралізації фінансової вразливості опосередковано через обмеження номінальних доходів, природно знижуючи затребуваність макропруденційної політики. З іншого боку, наявність фіскальних буферів підсилює значення змінної, що вимірює сировинне багатство, і є додатковим засобом перевірки того, як ув'язуються між собою міжчасова фіскальна політика та режим валютних курсів. Ця змінна варіює в діапазоні 0–1. 0 присвоюється країнам, в яких не створено фонд (фонди) суверенного багатства, 0,5 – країнам, в яких фонд створено, але він не має сировинного походження, 1 – країнам, де такі фонди створено і вони мають сировинне походження³.

Гіпотетично перша та четверта незалежні змінні повинні мати позитивний знак коефіцієнта *b*. Друга та третя змінні можуть мати як позитивне, так і негативне значення в силу специфіки ролі потоків капіталу та режиму валютних курсів в сировинних економіках зокрема та в країнах з ринками, що формуються, взагалі, потребуючи додаткових пояснень. Дані табл. 3–5, в першому наближенні підтверджують гіпотезу та кореспондують з теоретичними уявленнями про структурні особливості сировинних економік.

¹ The Chinn-Ito Financial Openness Index at http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

² Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014. IMF. Oct., 2014.

³ Sovereign Wealth Funds Rankings by Sovereign Wealth Funds Institute <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Таблиця 3

Параметри рівняння регресії для вибірки в 117 та 38 країн

Показник	X1		X2		X3		X4	
	117 країн	38 країн	117 країн	38 країн	117 країн	38 країн	117 країн	38 країн
b	0,2398	0,5153	-0,0505	-0,1345	0,1807	0,4441	0,1597	0,4602
Std. err	0,2062	0,3551	0,1061	0,2163	0,1093	0,2205	0,5420	0,7656
t (111)	1,1628	н/д	-0,4762	н/д	1,6436	н/д	0,2946	н/д
t (33)	н/д	1,4511	н/д	-0,6217	н/д	2,0136	н/д	0,6011
p-value	0,2474	0,1562	0,6349	0,5384	0,1010	0,0523	0,7688	0,5119
117 країн	$R^2 = 0,05$		$F(4,111) = 1,6004$		$p < 0,17923$ Std. err 1,7241			
38 країн	$R^2 = 0,14$		$F(4,33) = 1,3208$		$p < 0,28269$ Std. err 1,8197			

Джерело: обраховано з допомогою програмного пакета STATISTICA.

Таблиця 4

Кореляційна матриця змінних рівняння (1) для вибірки в 117 країн

Показник	X1	X2	X3	X4	Y
X1	1	-0,14	0,04	0,60	0,17
X2	-0,14	1	0,03	0,06	-0,06
X3	0,04	0,03	1	0,04	0,17
X4	0,60	0,06	0,04	1	0,12
Y	0,17	-0,06	0,16	0,12	1
Std. dev.	1	1,56	1,47	1,74	1,74
Mean	0	0,7	1,367	2,48	2,48

Джерело: обраховано з допомогою програмного пакета STATISTICA.

Таблиця 5

Кореляційна матриця змінних рівняння (1) для вибірки в 38 країн

Показник	X1	X2	X3	X4	Y
X1	1	0,03	-0,42	0,40	0,17
X2	0,03	1	0,23	0,33	0,02
X3	-0,42	0,23	1	-0,16	0,21
X4	0,40	0,33	-0,16	1	0,13
Y	0,17	0,02	0,21	0,13	1
Std. dev.	1	1,54	1,55	0,51	1,85
Mean	0	0,62	1,55	0,46	2,92

Джерело: обраховано з допомогою програмного пакета STATISTICA.

Аналізуючи дані, представлені в табл. 3–5, можна виділити такі закономірності.

По-перше, у випадку обох вибірок у розрізі всіх чотирьох змінних спостерігається теоретично передбачуване значення коефіцієнта b. Сировинне багатство знаходиться у прямому зв'язку з індексом макропруденційної політики, так само як і змінна режиму обмінного курсу, вказуючи на вразливість фінансової стабільності до курсових коливань. Прямий зв'язок змінної наявності фондів суверенного багатства вказує на те, що міжчасова фіскальна політика не розглядається як виключний інструмент нейтралізації системної макрофінансової вразливості. Від'ємне значення у випадку зв'язку між Chinn-Ito Index та індексом макропруденційної політики ще раз підкреслює, що інструменти останньої інтенсивніше використовуються там, де обмеження на рух капіталу суворіші, тобто вразливість до реверсів у потоках капіталу вища, а спроможність валютного курсу забезпечувати зовнішнє пристосування – нижча.

По-друге, різниця в значеннях коефіцієнтів при змінних у випадку всієї вибірки і у випадку групи багатих на ресурси країн є істотною, і вона не може бути пояснена відмінностями в дисперсії незалежних змінних, оскільки, як

показують дані табл. 4–5, вони є практично ідентичними. Різниця в значеннях коефіцієнтів вказує на те, що група багатих на сировину країн не є просто більш однорідною. В усіх випадках така різниця вказує на більшу значущість незалежних змінних, тим самим підкреслюючи теоретичну валідність базової гіпотези про роль сировинного фактора у макропруденційному виборі.

По-третє, незважаючи на теоретично передбачуваний напрям зв'язку між залежною та незалежними змінними в обох групах країн, його щільність не є високою, як і статистичні властивості відповідних регресійних рівнянь. Попри це, статистичні властивості отриманого рівняння у випадку багатих на ресурси країн є значно кращими, ніж для випадку усієї вибірки. В загальному це не спростовує висунуту гіпотезу, а демонструє вірогідну більш складну мотивацію до запровадження тих чи інших модальностей макропруденційної політики, що є допустимим, беручи до уваги неоднорідність сировинних експортерів у плані зв'язку між характером інститутів, преференціями у сфері економічної політики та її результатами.

По-четверте, кореляційні матриці (табл. 4–5) дозволяють уточнити отримані дані регресійних рівнянь та побачити відмінності між вибіркою в 117 країн та групою країн, багатих на ресурси. Тобто якщо коефіцієнти при незалежних змінних в обох рівняннях регресії демонстрували однаковий напрям зв'язку, то кореляції між незалежними змінними в розрізі двох груп країн такої гомогенності не показують, хоча, швидше, цим підкреслюють теоретично відомі структурні особливості сировинних економік. (А) Відмінний напрям кореляційного зв'язку в розрізі двох груп спостерігається між змінною сировинного багатства та індексом Chinn-Ito. Багаті на сировину країни можуть дозволити собі більшу мобільність капіталів. Наприклад, вплив капіталів може підпадати під ліберальніші обмеження через те, що нагромадження зовнішніх активів знижує тиск фінансових умов на внутрішні номінальні змінні. Це підтверджує достатня корельованість між змінною фондів суверенного багатства та значенням індексу Chinn-Ito. (Б) Індекс Chinn-Ito також відмінно пов'язаний із залежною змінною в розрізі груп країн. У випадку всіх країн напрям зв'язку обернений, а у випадку багатих на ресурси країн – прямий. У першому випадку це є свідченням того, що макропруденційні інструменти підсилюють політику обмежень на рух капіталу, а в другому – відображають пошук варіантів забезпечення макрофінансової стабільності в умовах реверсів у потоках капіталів. Однак в обох випадках щільність кореляції між змінними є низькою. (В) Аналогічно відмінним є напрям зв'язку у випадку режиму валютного курсу. Сировинне багатство досить жорстко обернено корелює з гнучкими курсами, що повністю відповідає попереднім дослідженням валютно-курсного вибору в багатих на ресурси країнах (огляд цієї проблеми у *Aizenman, Noy, 2011*). (Г) Здатність до нагромадження фондів суверенного багатства є чутливою до валютно-курсного режиму так само, як їхня необхідність зумовлюється фіскальними факторами усунення передумов для курсових дестабілізацій. Це підтверджує відмінний напрям кореляційного зв'язку між змінною фондів суверенного багатства та змінною режиму валютних курсів. Але при цьому змінна фондів суверенного багатства перебуває в слабшому кореляційному зв'язку у випадку групи багатих на сировину країн, ніж у випадку повної вибірки. Це можна пояснити низькою спроможністю сформувати фонд суверенного багатства в країнах, де домінує аграрний експорт, навіть якщо саме він визначає сировинне багатство.

По-п'яте, зв'язок між режимом потоків капіталу, валютних курсів та макропруденційним вибором має значення. З одного боку, режим валют-

ного курсу істотніше визначає більш інтенсивне використання макропруденційних інструментів (різниця в значенні коефіцієнта при змінній X_2 та X_3 в обох випадках (табл. 3) та значення коефіцієнтів кореляції між відповідними змінними (табл. 4–5)), ніж частка сировинного експорту та регулювання потоків капіталу. Причому, це очевидніше у випадку сировинних економік. З цього можна зробити висновок, що макропруденційна політика теоретично передбачувано вписується в зону конфлікту між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю безвідносно до рівня лібералізації потоків капіталу, беручи до уваги значення шоків умов торгівлі. Так само це означає, що розрив у валютній структурі активів та пасивів як передумова фінансової вразливості може не бути жорстко детермінований ступенем ліберальності регулювання потоків капіталу. З іншого боку, істотний зв'язок між вибором на користь гнучкіших курсових режимів та інтенсивністю макропруденційної політики навіть у випадку сировинних економік (вище значення коефіцієнта при змінній X_3 , ніж коефіцієнта при змінній X_1 (табл. 3.) та значення коефіцієнтів кореляції між змінною X_1 та X_3 і Y (табл. 4–5)), що тяжіють до фіксованих курсів, говорить про те, що сировинний фактор не є сам по собі визначальною детермінантою макропруденційного вибору. Це кореспондує з даними табл. 2, які вказують, що таргетери інфляції, які більш схильні до гнучкіших курсових режимів, мають сумірний в середньому індекс макропруденційної політики з багатими на ресурси країнами з ринками, що формуються. Таку закономірність можна пояснити таким чином. Там, де країни прагнуть курсової гнучкості, запровадження додаткового інструмента політики, адресованого фінансовій стабільності, покликано послабити системну вразливість до курсових коливань по фінансовому каналу з одночасним посиленням стабілізаційних можливостей курсу в рамках торговельного каналу.

А втім, беручи до уваги тяжіння сировинних економік до фіксованих курсів та одночасний сильніший зв'язок між вибором на користь курсової гнучкості із інтенсивнішою макропруденційною інтерференцією, можна зробити висновок про достатньо високий рівень неоднорідності країн, багатих на ресурси. Інституційний профіль країни є важливою детермінантою вибору на користь того варіанта мікс-політики, який є віддзеркаленням можливості сумістити характер розподілу сировинної ренти з тим чи іншим механізмом макроекономічної адаптації до шоків. Причому, чим більшою мірою сировинне багатство буде конвертуватись в підвищення соціального добробуту, тим більшою мірою монополія шоків умов торгівлі буде послаблюватись на користь складнішого поєднання шоків світових цін, шоків потоків капіталу, шоків глобальних фінансових умов тощо. При цьому з огляду на тенденцію до нарощування фінансової форми багатства та підвищення фінансової відкритості значення внутрішніх фінансових умов також посилюватиметься когерентно із процесом нарощування фінансової глибини. З цього випливає, що значення сировинного багатства як фактора макропруденційного вибору знижується мірою здатності країни відійти від такої форми розподілу ренти, макроекономічним корелятом якої є підтримка фіксованих курсів та створення фіскальних буферів, і, відповідно, перейти до моделі, в якій режим валютного курсу виведений за межі боротьби за ренту або ж є відображенням нездатності підтримувати фіксацію, зважаючи на конкуренцію за доступ до ренти. Це означає, що гіпотетично можна передбачити істотнішу роль макропруденційних регуляторів у рамках мікс-політики там, де є в наявності поєднання демократичного режиму з гнучкими курсами.

На основі групування за принципом "політичний режим / режим обмінного курсу" (4 групи) ця гіпотеза знаходить підтвердження. Групування продемонструвало наявність трьох чітких груп: демократії з гнучкими курсами, демократії з негнучкими курсами, автократії з негнучкими курсами (табл. 6). (Регресійна залежність продемонструвала наявність чіткого прямого зв'язку між політичним режимом та режимом валютного курсу (не наводиться).) При цьому не спостерігається наявність автократії з гнучкими курсами, що кореспондує з теоретичними уявленнями про роль валютного курсу в системі розподілу ренти.

Результати групування (табл. 6) демонструють ряд закономірностей, які загалом посилюють попередні міркування. Найвищий середній індекс макропруденційної політики спостерігається для країн з гнучкими курсами та демократичним режимом, які є також найбільш фінансово відкриті і мають другий серед трьох груп рівень сировинного багатства. Роль фінансових буферів у них вкрай обмежена. Вона має місце тільки в Норвегії та Чилі. В загальному можна зробити висновок, що розвиток макропруденційного регулювання відбиває тенденцію до імплементації "нових підходів" у побудові мікс-політики. З огляду на те, що в цій групі має місце найвищий рівень курсової гнучкості, можна сказати, що роль сировинного фактора у системній фінансовій вразливості не є визначальною. Гнучкість курсу реагує на коливання сировинних цін у рамках торговельного каналу, а макропруденційні інструменти допомагають обмежити проциклічність фінансової системи з міркувань розгортання внутрішнього фінансового циклу як незалежної від глобальних факторів тенденції і як тенденції, зумовленої коливаннями глобальної сировинної кон'юнктури.

Таблиця 6

Групування багатих на ресурси країн в координатах "політичний режим / режим обмінного курсу" та середньогрупові значення Індексу демократії, Індексу макропруденційної політики та Індексу Chinn-Ito

Демократії з гнучкими курсами	Демократії з негнучкими курсами
Австралія, Канада, Нова Зеландія, Норвегія, ПАР, Бразилія, Колумбія, Чилі, Перу, Парагвай, Індонезія, Монголія, Уганда, Мозамбік, Замбія Середнє значення: Індекс демократії – 7,3; Індекс макропруденційної політики – 3,5; Індекс Chinn-Ito – 1,1; Сировинний експорт – 73,4%. Фонди суверенного багатства тільки в Норвегії та Чилі	Аргентина, Малайзія, Тринідад і Тобаго, Коста Ріка, Еквадор, Фіджі, Капо Верде, Гайана, Тонга Середнє значення: Індекс демократії – 6,4; Індекс макропруденційної політики – 2,3; Індекс Chinn-Ito – 0,2; Сировинний експорт – 68,4%. Фонд суверенного багатства тільки в Тринідаді і Тобаго.
Автократії з гнучкими курсами	Автократії з негнучкими курсами
Відсутні	Бахрейн, Катар, Оман, ОАЕ, Кувейт, Саудівська Аравія, Росія, Бруней, Азербайджан, Ангола, Алжир, Казахстан, Таджикистан, Бурунді Середнє значення: Індекс демократії – 2,98; Індекс макропруденційної політики – 2,7; Індекс Chinn-Ito – 0,4; Сировинний експорт – 88,1%. Тільки Таджикистан, Бурунді та Ангола не володіють фондами суверенного багатства

Примітка 1. В 2015 році Казахстан змінив режим монетарної політики. Вилучення Казахстану з відповідної групи не впливає на загальний результат.

Джерело: згруповано на основі даних, використаних для побудови табл. 3–5.

Демократії з негнучкими курсами виявились такими, які мають найнижчий середній індекс макропруденційної політики, найнижчий рівень сировинного багатства і найнижчий рівень фінансової відкритості, а значення індексу демократії поступається першій групі. Сировинне багатство є на такому рівні, що допускає конкуренцію за доступ до ренти. Внаслідок цього рівень політичної нестабільності є таким, що потребує найбільш простого способу забезпечення макрофінансової стабільності – обмеження курсової гнучкості та обмеження потоків капіталу. Завдяки цьому макропруденційна політика швидше є продовженням політики регулювання потоків капіталу, аніж важелем, адресованим проциклічності, зумовленої флуктуаціями сировинних цін. Відсутність фондів суверенного багатства (він є тільки в Тринідаді і Тобаго) вказує на складнощі із оподаткуванням сировинної ренти як складової міжчасової фіскальної оптимізації. З іншого боку, брак політичної стабільності іде пліч-о-пліч з браком фінансової глибини, внаслідок чого проциклічність буде вкрай чутливою до сировинних коливань, а найпростішим способом її обмежити – запровадити обмеження на рух капіталів. Макропруденційна політика буде "відтіняти" останню і навряд чи матиме суттєве самостійне значення як спосіб забезпечити фінансову стабільність в економіці, вразливій до коливання сировинних цін.

Автократії з негнучкими курсами, демонструючи найвищий рівень сировинного багатства, обіймають другу позицію за індексами макропруденційної політики та Chinn-Ito, але є лідерами із функціонування фіскальних буферів. Фонди суверенного багатства відсутні тільки в найбідніших Анголі, Бурунді та Таджикистані. Здатність обмежити доступ до ренти і забезпечити усунення її "марнування конкурентами" відкриває шлях до більш активної контрциклічної ролі фіскальної політики, що уможливорює підтримання негнучких курсів на тлі відносно ліберального регулювання потоків капіталу. Макропруденційна політика швидше є продовженням загальної політики підтримання надійності та контрольованості фінансового сектора, аніж контрциклічним важелем, покликаним компенсувати проциклічність фіксованих курсів.

З проведеного аналізу можна зробити декілька теоретичних узагальнень. По-перше, незважаючи на наявність певного емпіричного зв'язку між застосуванням макропруденційної політики та сировинним багатством, останнє швидше опосередковано впливає на характер політики забезпечення фінансової стабільності. По-друге, характер макропруденційної інтерференції визначається як загальним контекстом мікс-політики, так і тим, на скільки інституційний профіль розподілу ренти уможливорює політично можливий / доступний спосіб макроекономічної адаптації до шоків. По-третє, модальності макропруденційної політики в багатих на ресурси країнах не є однотипними. Вони є продовженням того, як взаємодіють процеси розподілу ренти з пристосуванням шоків. Внаслідок цього в одних країнах макропруденційна політика чіткіше калібрується під контрциклічні потреби, навіть незважаючи на гнучкі курси, в других – є продовженням політики регулювання потоків капіталу, а в третіх – віддзеркалює політичну здатність забезпечувати фінансову стабільність через контроль за фінансовим сектором навіть в умовах ліберального режиму руху капіталів та фіксованих курсів. По-четверте, рівень фінансового розвитку, найімовірніше, також має значення, детермінуючи характер макропруденційної політики та її конкретну модальність. В середньому рівень фінансового розвитку та ВВП на одну особу по кожній з груп буде прямо корелювати з середнім індексом відповідної політики. Це не знімає питання про роль сировинного фактора. Це

ставити питання про те, наскільки сировинне багатство не повинно суперечити створенню інститутів, здатних підтримувати політичну та макроекономічну стабільність, відповідно – здатних заохочувати фінансовий розвиток і, в підсумку, створювати передумови для запровадження макропруденційних інструментів, які би були більше націлені на загальний контекст розгортання внутрішнього фінансового циклу, а не на ту його складову, що визначається коливаннями сировинних цін.

Перехід на гнучкий курс та таргетування інфляції в Україні супроводжується роботою над запровадженням макропруденційного регулювання, що формально мало би зближувати її з першою групою. Однак з міркувань низького рівня якості демократії, жорсткого регулювання потоків капіталу та середнього рівня сировинного багатства Україна є ближчою до другої групи, для якої макропруденційна політика є продовженням політики регулювання потоків капіталу (Україна має високий індекс макропруденційної політики (*Cerutti, Claessens et al.*, 2015), але він зумовлений браком валютно-фінансової лібералізації). При цьому зростання значення сировинного фактора буде продовжуватись. Це означає, що орієнтири макропруденційної політики повинні враховувати: зв'язок між сировинними цінами та потоками капіталу; зумовленість проциклічної поведінки фінансової системи шоками умов торгівлі та відповідним рухом капіталу між Україною та оффшорними юрисдикціями; вразливість фінансової стабільності до курсових коливань та потенційну конфліктність між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю; виконання іноземною валютою ролі безпечних активів, через що зовнішні і внутрішні шоки підвищують попит на неї і посилюють виведення капіталів, зв'язуючи здатність кредитування останньої інстанції вирішити проблему ліквідності без курсового обвалу; потенційні політико-економічні труднощі із запровадженням контрциклічних буферів капіталу та інструментів, націлених на позичальників (з огляду розвитку тіньової економіки); еластичність зв'язку між сировинною кон'юнктурою та будівельним циклом з відповідними ризиками концентрації ризиків; збереження практик пов'язаного кредитування, які маскують прагнення окремих бізнес-груп "інвестувати" "захоплену" сировинну ренту в активи інших секторів економіки, роблячи інвестиції в них залежними від здатності визискування ренти та послідуєчого контролю за суміжними бізнесами тощо. Активна робота НБУ із запровадження макропруденційної політики повинна бути підтримана гарантіями його незалежності не тільки у сфері політики цінової, а й фінансової стабільності.

Висновки. Макропруденційна політика, адресована проциклічним та крос-секторним вимірам системної фінансової вразливості, теоретично мала би активно впроваджуватись у багатих на ресурси країнах, беручи до уваги посилення зв'язку між шоками сировинних цін та реверсами в потоках капіталів. Активне запровадження такої політики дозволяє послабити проциклічність фінансової системи, зумовлену глобальним сировинним циклом, нейтралізувати концентрацію ризиків та їх поширення з екстрактивних у суміжні сектори, послабити конфлікт між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю, а також опосередковано елімінувати макрофінансові передумови "голландської хвороби". Водночас така політика може наражатись на певний опір, зумовлений небажанням окремих груп отримувати переваги під час сировинних бумів чи перекладати тягар пристосування до сировинних шоків на інших. Емпірична перевірка гіпотези про те, що сировинний фактор має зумовлювати масштаб макропруденційної інтерференції, в першому наближен-

ні це підтвердила на прикладі 117 країн світу та 38 багатих на ресурси країн. Водночас виглядає парадоксальним, що індекс макропруденційної політики позитивно корелює зі змінною, що позначає вибір на користь гнучких курсових режимів. Обернена кореляція зі змінною, що позначає рівень лібералізації потоків капіталу, підтверджує, що для багатьох країн макропруденційна політика є продовженням політики регулювання транскордонних потоків. Виявлено, що повна вибірка та група багатих на ресурси країн відрізняються не тільки щільністю зв'язку та величиною коефіцієнтів при незалежних змінних, а також тим, як взаємодіють між собою режим потоків капіталу, режим валютних курсів та фінансові буфери. Припущення про неоднорідність сировинних економік, в яких інституційний профіль розподілу ренти визначає характер макроекономічної адаптації та доступний / можливий варіант мікс-політики, підтвердилось на основі групування таких країн за принципом "політичний режим – режим обмінних курсів". На основі цього виявлено три модальності макропруденційної політики: орієнтація на внутрішній фінансовий цикл відповідно до можливих варіантів вивести політику фінансової стабільності із зони конфлікту між ціновою та курсовою стабільністю в умовах плаваючих курсів (демократії); продовження політики регулювання потоків капіталу в середовищі негнучких курсів як таких, що уможливають підтримання базового рівня макроекономічної стабільності (слабкі демократії); спосіб підвищити стабільність та контрольованість фінансової системи в умовах, коли основну контрциклічну місію виконує фінансова політика (автократії з негнучкими курсами, але з фондами суверенного багатства). Рекомендовано розвивати макропруденційний інструментарій в Україні з урахуванням того, що поєднання коливань сировинних цін та реверсів у потоках капіталу ще тривалий час буде фактором системної фінансової вразливості.

Література

- Aizenman J., Noy I. (2011). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. *World Development*. Vol. 39. #5, pp. 712–724. (In English)
- Alberola E., Benigno G. (2017). Revisiting the Commodity Curse: A Financial Perspective. *BIS Working Papers*. #609, pp. 1–55. (In English)
- Bayoumi T., Dell'Ariccia G. et al. (2014). Monetary Policy in the New Normal. *IMF Staff Discussion Note*. SDN/14/3, pp. 1–48. (In English)
- Bernanke B., Gertler M. (1999). "Monetary Policy and Asset Prices Volatility". *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. Issue QIV, pp. 17–51. (In English)
- Borio C. (2006). "Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century". *BIS Working Paper*. #193, pp. 2–28. (In English)
- Borio C. (2014). "Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?" *BIS Working Paper*. #440, pp. 1–23. (In English)
- Borio C., White W. (2004). "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes". *BIS Working Paper*. #147, pp. 1–51. (In English)
- Bruno V., Shim I. et al. (2015). Comparative Assessment of Macroprudential Policies. *BIS Working Paper* #502, pp. 1–56. (In English)
- Carreras O., Davis Ph. et al. (2016). Macroprudential Tools, Transmission and Modelling. *FirstRun Deliverable* 4.7, pp. 1–57. (In English)
- Cerutti E., Claessens S. et al. (2015). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *IMF Working Paper*. WP/15/61, pp. 1–36. (In English)
- Cerutti E., Correa R. et al. (2016). Changes in Prudential Policy Instruments – A New Cross-Country Database. *IMF Working Paper*. WP/16/110, pp. 1–23. (In English)
- CGFS. (2010). Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experience. *CGFS Paper*. #38 (Basel: BIS), pp. 1–46.
- Cizel J., Frost J. et al. (2016). Effective Macroprudential Policy: Cross-Sectors Substitution from Price and Quantity Measures. *IMF Working Paper*. WP/16/94, pp. 1–47. (In English)
- Claessens S. (2014). An Overview of Macroprudential Policy Tools. *IMF Working Paper*. WP/14/214, pp. 37. (In English)
- Gonzalez A., Hamann F. et al. (2015). Macroprudential Policies in Commodity Exporting Economy. *BIS Papers* # 86, Pp. 69–73. (In English)
- Gulcin Ozkan F., Filiz Unsal D. (2014). On the Use of Monetary and Macroprudential Policies for Small Open Economies. *IMF Working Paper*. WP/14/112, pp. 1–26. (In English)

- IMF. (2013a). Key Aspects of Macroprudential Policy – Background Paper. IMF Policy Paper. June, pp. 1–68. (In English)
- IMF. (2013b). Key Aspects of Macroprudential Policy. IMF Policy Paper. June, pp. 1–56. (In English)
- IMF. (2013в). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policy. IMF Policy paper. January, pp. 1–48.
- IMF. (2015). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report. – Sept, pp. 1–66. (In English)
- IMF. 2015. Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. World Economic Outlook. October. 2015. Chapter 2. (In English)
- IMF-FSB-BIS. (2016). Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience. 26 August 2016, pp. 1–22. (In English)
- IMF-GCC. (2015). Oil Prices, Financial Stability, and the Use of Countercyclical Macroprudential Policies in the GCC. Annual Meeting of Ministers of Finance and Central Bank Governors. Nov. 10, 2015. Doha, Qatar. (IMF: Staff Paper), pp. 1–30. (In English)
- Koziuk V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. Gerald of National Bank of Ukraine. March, pp. 6–25. (In English)
- Kurronen S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. BOFIT Discussion Papers. 2012.6, pp. 1–35. (In English)
- Masson P. (2014). Macroprudential Policies, Commodity Prices and Capital Inflows. BIS Papers #76, pp. 59–75. (In English)
- Svensson L. (2016). "Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?" IMF Working Paper. WP/16/3, pp. 1–76. (In English)
- Turner Ph. (2016). Macroprudential Policies, the Long-term Interest Rate and the Exchange Rate. BIS Working Paper #588, pp. 1–23. (In English)

Надходження до редакції 26.04.2017 р.

THE FACTOR OF RESOURCE RICHNESS IN THE IMPLEMENTATION OF MACRO-PRUDENTIAL POLICIES

Viktor Kozluk

Author affiliation: Doctor of Economics, Prof., Academician, Academy of Economic sciences of Ukraine; Head, Department of Economic Theory, Ternopil National Economic University. Email: victorkozyuk@ukr.net.

The vulnerability of resource rich countries to trade shocks is further complicated due to capital flow reverses as drivers of macro-financial instability. That opens the space for expanding the policy-mix tool-kit of macro-prudential regulation that makes it possible to mitigate the conflict between price stability, exchange rates stability and financial stability, which is a challenge to efficient monetary policy. Hypothetically, the factor of resource richness could be a quite important motivator for intensifying the use of macro-prudential regulation. This hypothesis is tested on a sample of 117 resource common countries and 38 resource rich countries. In first approximation this hypothesis looks valid taking into account the results of regression analysis. In the same time it looks paradoxical that transition to macro-prudential regulation is corresponded with exchange rate flexibility and the mean macro-prudential policy index in the group of inflation targeting countries is somewhat higher than in the resource-rich countries. It is possible to explain such a paradox by the heterogeneity of commodity exporting countries as to the combination of policy regime and the nature of macroeconomic adjustment that together reflect the institutional format of rent distribution. Grouping resource-rich countries by "policy regime – exchange rate regime" allows to identify the following three modalities of macro-prudential policy: The first one reflects the development of counter-cyclical instruments outside the commodity factor of the procyclicality of financial system; the second one represents a continuation of the policy of capital flow regulation; and the third one is a way to maintain stability and control over the financial system. The first modality is used in mature democracies with flexible exchange rate. The second one is characteristic for – in the non-mature democracies with rigid exchange rate regimes. And the third one – in the autocracies with a strong role of sovereign wealth funds as a counter-cyclical tool. It is concluded that commodity factor of financial instability in Ukraine should be in the focus of further development of the macro-prudential tool-kit.

Keywords: macro-prudential policy, commodity economy, financial stability, capital flows, external shocks.

JEL: E58, E59, O23, Q33.