

УДК 336.339

Віктор КОЗЮК

ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ В СИРОВИННИХ ЕКОНОМІКАХ: РОЛЬ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ РЕЖИМІВ ТА СТРУКТУРНИХ ФАКТОРІВ

Показано, що припущення про вразливість цінової стабільності і, відповідно, режиму інфляційного таргетування до сировинного багатства країни часто спирається на логічний аргумент щодо зв'язку між коливанням сировинних цін та макроекономічною нестабільністю. Однак за наявності контр-циклічної мікс-політики шок сировинних цін необхідно розглядати як шок пропозиції. Цим самим аргументовано, що інфляційна нестабільність в багатих на ресурси економіках має бути наслідком неадекватної макроекономічної політики. На прикладі 68 країн, багатих на ресурси, показано, що параметри цінової стабільності (середня інфляція за 1999–2017 рр. та її стандартне відхилення) не перебувають у переконливому зв'язку з показником частки непромислового експорту, натомість вони перебувають в оберненому зв'язку зі змінними режиму інфляційного таргетування та фондів суверенного багатства. Доведено, що багаті на сировину країни є неоднорідними з міркувань політичного режиму, а останній впливає на вибір режиму макроекономічної політики: розвинуті демократії швидше обернуть таргетування інфляції, гнучкий курс та незалежний центробанк, натомість багаті на ресурси автократії – фіксований курс та фонди суверенного багатства. Зроблено висновок про те, що цінова стабільність є не стільки вразливою до сировинного фактора, скільки до нестійкого політичного режиму, в рамках якого унеможливорюється реалізація контр-циклічного макроекономічного режиму.

Ключові слова: *цінова стабільність, сировинне багатство, інфляційне таргетування, режим макроекономічної політики, політичний режим.*

Віктор КОЗЮК

Ценовая стабильность в сырьевых экономиках: роль макроэкономических режимов и структурных факторов

Показано, что предположение об уязвимости ценовой стабильности и, соответственно, режима инфляционного таргетирования к сырьевому богатству страны часто опирается на логический аргумент о связи между колебанием сырьевых цен и макроэкономической нестабильностью. Однако при наличии контр-циклической

микс-политики шок сырьевых цен должен рассматриваться как шок предложения. Аргументировано, что инфляционная нестабильность в богатых ресурсами экономиках должна быть следствием неадекватной макроэкономической политики. На примере 68 стран, богатых на ресурсы, показано, что параметры ценовой стабильности (средняя инфляция за 1999-2017 гг. и ее стандартное отклонение) не находятся в убедительной связи с показателем доли непромышленного экспорта, зато они находятся в обратной связи со сменными режимами инфляционного таргетирования и фондов суверенного богатства. Обосновано, что богатые на сырье страны являются неоднородными по соображениям политического режима, а последний влияет на выбор режима макроэкономической политики: развитые демократии скорее выберут таргетирование инфляции, гибкий курс и независимый центробанк, вместо этого богатые на ресурсы автократии – фиксированный курс и фонды суверенного богатства.

Резюмировано, что ценовая стабильность является не столько уязвимой к сырьевому фактору, сколько к неустойчивому политическому режиму, в рамках которого возможна реализация контр-циклического макроэкономического режима.

Ключевые слова: ценовая стабильность, сырьевое богатство, инфляционное таргетирование, режим макроэкономической политики, политический режим

Viktor KOZIUK

Price stability in commodity economies: the role of macroeconomic regimes and structural factors

Introduction. Prediction that price stability as well as inflation targeting in commodity rich countries is very fragile typically based on logical relation between commodity prices fluctuations and macroeconomic instability. But in the same time, while counter-cyclical instruments appear, commodity prices shock should be taken as supply shock. Thus, inflation instability in resource rich countries should be taken as consequences of macroeconomic mismanagement.

Purpose. The purpose of the paper is to validate rejection of fatalism in negative influence of resource richness on price stability. Also it is important to show that inflation targeting regime compatible with large commodities export. In the same time it is necessary to take into account political regime as a supporting factor of adoption that regime of macroeconomic policy that is consistent with price stability.

Results. It is proved empirically that commodity abundance per se is not in conflict with price stability. We reach such conclusions basing on simple multifactor regression model that combine macroeconomic policy regime dummies (maturity of inflation targeting, sovereign wealth fund in operation, central bank independence, exchange rate regime) and structural features of the resource rich economies like commodity export, economic complexity, financial depth, democracy. On example of 68 resource rich countries it is shown that price stability parameters (mean inflation, 1999-2017 and standard deviation of it) are not in undoubtfull relation with fraction of non-merchandise export, but they are in

opposite relation with inflation targeting and sovereign wealth funds dummies. Resource endowed countries are not homogenous from political regime point of you. Such regime is important driver of macroeconomic policy choice. Advanced democracies are likely to choose inflation targeting, flexible exchange rate and central bank independence, while wealthy autarkies are likely to prefer fixed exchange rates and sovereign wealth funds. It is mean that price stability is not just vulnerable to commodity factor but is to unstable political regime under which it is hard to implement counter-cyclical regime of macroeconomic policy.

Conclusions. *Commodity wealth is not precondition to price instability. But political regime is important activate that type of macroeconomic policy regime that consistent with low and stable inflation. By the structural features Ukraine is closer to democracies with mean level of economic complexity and financial depth. Due this inflation targeting regime is more appropriate meaning priority of price stability and exchange rate flexibility.*

Keywords: *price stability, commodity richness, inflation targeting, macroeconomic policy regime, political regime*

JEL Classification: E58, E59, O23, Q33.

Постановка проблеми. Сировинна економіка здебільшого розглядається як найбільш вразлива до макроекономічних шоків. Таку ситуацію можна вважати логічним продовженням проблеми достатньо значної амплітуди коливання сировинних цін, що зафіксована останнім часом. Циклічний характер поведінки сировинних цін також часто розглядають як аргумент, що пояснює, чому країни, багаті на ресурси, стикаються зі значними труднощами в підтриманні макроекономічної стабільності. Цінова стабільність є окремою предметною цариною скептичного сприйняття здатності центробанків забезпечувати низьку і передбачувану інфляцію в умовах вразливості економіки до шоку сировинних цін.

Попри можливість побачити логічний зв'язок між сировинним багатством та макроекономічною нестабільністю, слід визнати, що цього не достатньо для розуміння причин як успіху окремих країн в підтриманні цінової стабільності, навіть за

умови значної сировинної складової експорту, так і детермінант макроекономічних катастроф, що подекуди мають місце в країнах, багатих на ресурси. Факт поляризації багатих на сировину країн з міркувань макроекономічної ситуації в цілому і цінової стабільності зокрема, вказує на необхідність звернути увагу на те, що дизайн макроекономічної політики може мати принципове значення. Не менш важливим є питання якості інститутів, або ж профілю політичного режиму, в рамках якого уможливорюється запровадження тієї чи іншої моделі макроекономічної політики.

Циклічні паттерни поведінки сировинних цін є природною передумовою того, що країна, яка прагне забезпечити макроекономічну/цінову стабільність, повинна мати в арсеналі економічної політики контрциклічні інструменти. Монетарний режим інфляційного таргетування є одним із таких інструментів, а тому виникає питання, наскільки він співвідноситься із проблемою сировинного багатства, яке, начебто, всту-

пає в суперечність із здатністю центробанків досягати цінової стабільності. З іншого боку, цінова стабільність може досягатись через альтернативну модель мікс-політики, в якій провідну роль будуть відігравати фіскальні буфери та валютні резерви, які компенсують тиск коливань сировинних цін на обмінний курс. Перехід НБУ на режим інфляційного таргетування в світлі структурних викривлень економіки України актуалізує розвідки в напрямку з'ясування структурних детермінант цінової стабільності в багатих на ресурси країнах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В літературі питання цінової стабільності в сировинних економіках здебільшого розглядається під кутом зору вибору оптимального монетарного чи фіскального режиму політики. В ранній інтерпретації цієї проблеми можна побачити достатньо чітке протиставлення режиму плаваючого курсу режиму фіксованого курсу, поєднаного з контр-циклічною модальністю поведінки валютних резервів. Цю проблему можна висловити й у інший спосіб: у разі значних коливань сировинних цін, цінова стабільність має супроводжуватися значними коливаннями обмінного курсу, які часто можуть бути деструктивними для розвитку не-екстрактивних секторів, а фіксовані курси не запобігають коливанням реально-го обмінного курсу через високу волатильність інфляції. Проблема “голландської хвороби” (Dutch disease) чи “ресурсного прокляття” (resource curse) якраз виникає через нездатність традиційних макроекономічних інструментів впоратися з переносом волатильності сировинних цін на волатильність внутрішніх макроекономічних змінних [1; 2]. Це відкрило шлях до розуміння, що сировинні економіки повинні спиратися на специфічний набір макроекономічних ін-

струментів, які мали би чітко виражений контр-циклічний профіль.

Незважаючи на контр-циклічну спрямованість плаваючих курсів, емпіричні дослідження вказують на те, що більшість багатих на ресурси країн схильні до фіксованих курсів чи курсових режимів з обмеженим фактичним діапазоном курсових коливань. Втім це виводить на передній план валютні резерви як контр-циклічний буфер, покликаний компенсувати шоки сировинних цін [3; 4]. Водночас, не менш важливою є проблема контр-циклічних фіскальних буферів (фондів суверенного багатства), які покликані нейтралізувати експансію внутрішнього попиту у відповідь на затяжне підвищення сировинних цін та, аналогічно, компенсувати стиснення попиту в разі протилежного цінового тренду на світових ринках. Дослідження ролі фондів сировинного багатства в структурі мікс-політики країн-експортерів сировини показали, що фіскальні буфери необхідно розглядати як принципову компоненту інститутів макроекономічної стабільності. Фонди суверенного багатства компенсують обмежену здатність гнучкого курсу пристосовувати економіку до цінового шоку на сировинних ринках, беручи до уваги наявність структурних пріоритетів. Проте найбільш важливим є те, що вони обмежують про-циклічну фіскальну реакцію на коливання в обсягах надходжень в країну, що генеруються кон'юктурою сировинних ринків. Іншими словами, фіскальна політика розглядається не менш відповідальною за цінову стабільність в сировинних економіках, порівняно з монетарною [5].

Інституціональний ракурс досліджень вказує на те, що макроекономічна стабільність в економіках, багатих на сировину, виходить за межі вибору оптимального

режиму макроекономічної політики. Сировинне багатство генерує значну сировинну ренту. Відповідно, політичні групи прагнуть захопити (capture) сировинну ренту, а тому інструменти макроекономічної політики можуть перетворитись у спосіб досягнення політичного домінування, або ж у спосіб прямого перерозподілу добробуту. Рентоорієнтована поведінка суттєво викривлює якість інститутів, внаслідок чого макроекономічна стабільність стає вкрай вразливою до політичної стабільності [6; 7]. Характер політичного режиму тут має принципове значення. Політичний режим визначає те, у який спосіб буде розподілятися сировинна рента і яка роль у цьому інструментів макроекономічної політики. Так само політичний режим визначатиме, у який спосіб буде розподілятися тягар втрат у суспільстві від сировинного спаду. Демократії можуть виявитись більш вразливі до сировинної ренти, оскільки перерозподільні коаліції, як правило, є нестійкими. Авторитарії часто демонструють вищий рівень стійкості через монополізацію доступу до ренти, усунення політичних передумов для її марнування та перерозподілу з метою “оплати лояльності”. Роль масштабів сировинного багатства є принциповою, оскільки існує обернений зв'язок між часткою сировинного експорту та рівнем розвитку інститутів демократії. А це створює істотні передумови для того, як той чи інший політичний режим визначатиме інституціональні передумови для досягнення цінової стабільності [8; 9].

Перехід на інфляційне таргетування в багатьох країнах з ринками, що формуються, поставив питання, наскільки даний монетарний режим співвідноситься з сировинним багатством. На думку Дж. Франкеля, він не є оптимальним для багатих на ресурси країн, оскільки цінова ста-

більність часто потребує руху обмінного курсу в протилежний бік від того, в якому мав би рухатись курс, забезпечуючи пристосовування до шоків умов торгівлі [10]. Однак такий висновок ставиться під сумнів. Розвиток ринку капіталу привносить не тільки додаткові стабілізуючі елементи в процес реакції на шоки умов торгівлі, але також і генерує додатковий тиск на обмінний курс, який не може вже визначатись виключно під впливом коливання світових цін. Невипадково, що фактори, які позитивно впливають на фінансовий розвиток (низька інфляція, якість інститутів) також позитивно впливають на вибір більш гнучких курсових режимів, внаслідок чого політика цінової стабільності виглядатиме оптимальною. Паралельно з цим, у випадку, коли сировина стає не тільки експортом, а й товаром проміжного споживання всередині країни, шок умов торгівлі мало чим відрізнятиметься від шоку пропозиції. Це означає, що центробанк, який підтримує цінову стабільність, вже не стикається з дилемою, як відреагувати конкретно на шок умов торгівлі, а як забезпечити оптимальний баланс між варіацією інфляції та варіацією ВВП у середньостроковій перспективі [11; 12; 13]. Упродовж цієї дискусії деякі досліджень МВФ чітко вказують на те, що сировинне багатство, якщо і впливає на проблему цінової стабільності, то здебільшого через канал більш волатильного потенційного ВВП, що, втім, в основному властиве експортерам енергоресурсів. При цьому базова інфляція більшою мірою є залежною від макроекономічних факторів, а не базова – від структурних [14; 15]. Не менш важливою є проблема зв'язку між інфляцією та поведінкою валютного курсу. В умовах сильного ефекту переносу (pass-through effect) проблема реакції процент-

них ставок на поведінку курсу не зникає сама собою. Більшість досліджень вказує на те, що центробанки з країн з ринками, що формуються, у той чи інший спосіб реагують на коливання обмінного курсу (чи через відхилення фактичної інфляції від цільової, чи шляхом включення валютного курсу у функцію реакції) [12; 13; 16; 17]. Сировинне багатство виявилось тим фактором, який робить реакцію процентних ставок на обмінний курс більш вираженою [18]. Однак, можливо, це пов'язано з більш істотною роллю обмінного курсу при визначенні траєкторії потенційного ВВП в багатих на сировину країнах, а також зі специфікою фінансового сектору в таких країнах. Останні можуть мати значніший обсяг зовнішніх зобов'язань, що є реакцією на недостатньо розвинутий внутрішній фінансовий ринок, розвиток якого стримується слабкими інститутами та перманентною боротьбою за захоплення ренти [9].

Із вищезазначеного випливає, що сировинне багатство само собою не може розглядатись як перешкода досягнення цінової стабільності. Варто зауважити, що політика її досягнення може не відповідати інституціональному формату розподілу сировинної ренти, в рамках чого політична затребуваність цінової стабільності, як і готовність нею знехтувати, однаково визначаються тим, яку роль відіграє центробанк в указаному форматі.

Мета статті. У статті висувається гіпотеза, що підтримання цінової стабільності в чистому вигляді не визначається сировинним фактором. Тобто змінні економічної політики мають перебувати у щільнішому зв'язку з індикаторами цінової стабільності. Поруч з цим, змінні економічної політики пропонується задавати через якісні структурні показники,

які можна звести до кількісних вимірників режимів макроекономічної політики, що ув'язуються з параметрами якості інститутів. Для тестування цієї гіпотези побудовано просту багатофакторну економічну модель. Результати оцінки зв'язку між змінними цінової стабільності та змінними, що характеризують структурні риси сировинних країн й обраний режим макроекономічної політики, підтверджують висунуту гіпотезу.

Виклад основного матеріалу дослідження. Традиційний критичний погляд на здатність центробанків підтримувати цінову стабільність у сировинних економіках спирається на низку припущень: коливання сировинних цін може бути значним, а тому курсова та цінова стабільність можуть суперечити одна одній; у разі високої обумовленості цінової стабільності курсовою стабільністю (сильні ефекти переносу) шок умов торгівлі призводить до загальної макроекономічної волатильності; сировинна економіка зазвичай є низько диференційована, а тому будь-який шок швидко розхитує фінансову стабільність, внаслідок чого девальвація запускає інфляційний цикл. Навіть не розширюючи рамки макроекономічного аналізу завдяки додаванню інституціональних факторів, можна побачити, що такі базові аргументи виглядають логічними. Втім проблемою є не внутрішня логіка таких аргументів, а причини, чому дизайн режиму макроекономічної політики не вміщує компоненту, яка дала б змогу нейтралізувати або принаймні послабити дію про-циклічних викликів цінової стабільності. На відміну від структурного аналізу причин, які зумовлюють потенційну вразливість політики цінової стабільності в багатих на ресурси країнах, варто зосередитись на режимах макроекономічної політики, які обмеж-

ували би деструктивний вплив коливання світових цін на внутрішню інфляцію чи то загальну макроекономічну волатильність.

В такому ракурсі можна побачити, що існують певні характеристики монетарних і фіскальних режимів, дизайн яких априорі вміщує контр-циклічну складову. Наприклад, монетарний режим інфляційного таргетування допускає, що встановлення процентних ставок відповідно до очікуваної інфляції гальмує перегрів економіки ще до того, як він реалізується у посиленні інфляційного тиску. Коливання обмінного курсу дають змогу згладжувати шоки умов торгівлі та шоки потоків капіталу, тим самим послаблюючи зв'язну ланку "сировинні ціни – обмінний курс – внутрішній попит". Звичайно, це не виключає, що чим більш значимими стають потоки капіталу, тим менш конфліктними є цілі щодо цінової, курсової та фінансової стабільності. Доповнення монетарної політики макропруденційною дасть змогу послабити такий конфлікт. На відміну від режиму цінової стабільності з плаваючим курсом, політика фіксованого курсу не виключає наявності контр-циклічних елементів у вигляді валютних резервів та/або фіскальних буферів. Проте це означає, що саме вони перебиратимуть на себе контр-циклічну роль, оскільки фіксований валютний курс є про-циклічним. Тобто в обох випадках дизайну макроекономічних режимів контр-циклічна складова вмонтовується для того, щоб обмежити вплив коливання сировинних цін на дотримання цінової стабільності. З цього випливає, що проблема цінової стабільності в сировинних економіках – це проблема вибору адекватного макроекономічного режиму, що не виключає відповідності між інститутами та політичними режимами. Такий підхід дає можливість побачити емпірич-

ний зв'язок між параметрами цінової стабільності та макроекономічними режимами в контексті структурних характеристик сировинних економік.

Емпіричний аналіз зв'язку між ціновою стабільністю та структурними характеристиками економіки реалізується за допомогою простої багатофакторної регресійної моделі. Проста, а не панельна регресія обирається через те, що незалежними змінними є індикатори, які мають структурний характер і не є швидко змінними в часі. Окрім цього, залежні змінні характеризують цінову стабільність за певний період, який обмежено 1999-2017 роками. Впродовж цього періоду відбулося декілька суттєвих зламів цінових трендів на сировину, внаслідок чого параметри цінової стабільності дають змогу отримати усереднену картину того, якою була інфляційна ситуація і в періоди зростання, і в періоди падіння сировинних цін. Це є важливим, оскільки цінова стабільність може перебувати під тиском, що достатньо відрізняється в розрізі зростаючого і спадаючого сировинного тренду. Також мотивацією до обрання цього періоду стали результати дослідження, подані у [19]. Згідно з ними, період 1999-2016 рр. став періодом останнього повного циклу сировинних цін, який відрізняється тим, що багаті на ресурси країни стали менш вразливі до дестабілізуючих наслідків потоків капіталу, тим самим засвідчуючи застосування інструментів контр-циклічної політики. З іншого боку, відмінності в характері поведінки інфляції в розрізі зростання і падіння цін на сировину, що мали місце останнім часом, потребують окремого дослідження, незважаючи на певний внесок в аналіз різних ефектів цінової динаміки в розрізі 2006–2008 років та 2009–2011 років, що був здійснений [11].

Вибірка складається з 68 країн, в яких сировинне багатство є вираженою структурною рисою. 52 країни визначені МВФ як багаті на ресурси [15]. Однак критерій МВФ до ідентифікації таких країн (*35% сировини в структурі експорту за 1962–2014 рр. + чистий сировинний експорт складає не менше ніж 5% валової зовнішньої торгівлі за цей самий період*) є досить жорсткий. Також ця вибірка не дала б змоги коректно визначити роль таргетування інфляції у забезпеченні цінової стабільності в країнах, багатих на ресурси. Для цілей цього дослідження вибірка була збільшена за рахунок додавання 16 країн, в яких експорт сировини є значним, а саме: Домініканська Республіка, Тонга, Кабо Верде, Фіджі, Уганда, Ірак, Вірменія, Україна, Мексика, ПАР, Австралія, Канада, Нова Зеландія, Ісландія, Норвегія.

Залежною змінною для регресійного рівняння (1) обрано середнє значення інфляції за 1999–2017 рр., а для регресійного рівняння (2) – варіацію (стандартне відхилення) інфляції за аналогічний період (табл.1).

Незалежними змінними є:

X1 – змінна сировинного багатства, а саме значення непромислового експорту (World Bank's World Development Indicators);

X2 – змінна, що характеризує країну як таргетера інфляції (у випадку, коли монетарний режим функціонує понад 10 років, змінній присвоюється значення 5, понад 7 років, але менше 10 років – 4, понад 5 років, але менше 7 років – 3, понад 3 роки, але менше 5 років – 2, понад 1 рік, але менше 3 років – 1; у випадку, коли країна не є таргетером інфляції, змінна дорівнює 0). Теоретично припускається, що чим довшим є час реалізації даного монетарного

режиму, тим кращою є інфляційна ситуація (обернений зв'язок);

X3 – змінна, що позначає режим обмінного курсу (представлена в діапазоні 0–4; значення 0 присвоюється країнам, в яких згідно з класифікатором мають місце такі режими обмінного курсу: *po 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*). Попри те, що ця змінна повинна позитивно корелювати зі змінною *X2*, її включення в модель покликане ідентифікувати роль режиму обмінних курсів у підтриманні цінової стабільності у вибірці країн безвідносно до того, чи є вони таргетерами інфляції, чи ні, а також як кореспондує режим обмінного курсу і режим фіскальної політики;

X4 – змінна, що характеризує наявність фондів суверенного багатства (1–присвоюється у випадку, коли створення такого фонду пов'язане з сировинним багатством, 0 – коли такий фонд відсутній, або його створення не пов'язано з попереднім фактором). Припускається, що наявність фондів суверенного багатства, обмежуючи проциклічність фіскальної політики, має суттєво впливати на стабілізацію інфляції, тобто очікується обернений зв'язок;

X5 – GMT-індекс незалежності центральних банків (теоретично статус монетарних органів впливає на рівень інфляції та її варіацію. Попри те, що багаті на ресурси країни тяжіють до низьких рівнів незалежності монетарних органів [8], фактор статусу центробанків не варто відкидати під час пояснення рівнів інфляції та її ва-

ріативності, тобто припускається наявність оберненого зв'язку);

X_6 – індекс фінансової глибини (характеризує фінансову глибину і покликаний показати те, наскільки економіка, будучи вразливою до шоків умов торгівлі, здатна обходитись без інфляційних стимулів завдяки тому, що частину шоку переймає на себе фінансовий сектор [20]). Брак фінансового розвитку розглядається як структурна риса сировинних економік, яка обмежує їх здатність до підтримання макроекономічної стабільності. Тобто теоретично коректно очікувати обернений зв'язок;

X_7 – індекс економічної складності (economic complexity index) (для включення в модель використано середнє значення цього індексу за 1999-2016 роки). Включення даної змінної покликано протестувати твердження про особливу вразливість багатих на ресурси країн до шоків, наслідком яких є неспроможність контролювати інфляцію. Тобто чим більше домінує екстрактивний сектор, тим більше він обмежує можливості для розвитку альтернативних секторів, як це передбачають підходи “ресурсного прокляття” та “голландської хвороби”. Аналогічно, чим менш диверсифікованою буде економіка (нижче подано значення цього індексу), тим більш інфляційними мали би бути наслідки циклу цін на сировину. В рамках такої логіки має бути очікуваним обернений зв'язок між індексом економічної складності та рівнем інфляції для сировинних економік;

X_8 – індекс демократії (democracy index). Він є квантифікацією політичного режиму, що має місце в країні. Від характеру політичного режиму залежить характер розподілу сировинної ренти, а також якість інститутів економічної політики. При цьому між останніми і політичним режимом не завжди простежується очевидний зв'язок.

Сильні автократії можуть запровадити контр-циклічні фіскальні буфери тому, що вони не зустрічають популістського опору з приводу марнування ренти, а слабкі демократії можуть виявитись нездатними до реалізації ефективної макроекономічної політики як через перманентний характер боротьби за ренти, так і через популізм. При цьому спосіб витрачання ренти може бути продиктований змагальністю за електоральну перевагу, внаслідок чого рента підсилює конкурентний популізм. З цього випливає, що наперед передбачити характер зв'язку між змінною і ціною стабільністю буде складно.

Результати регресійного аналізу показано у табл. 1.

На основі даних табл. 1. можна зробити такі висновки.

По-перше, і у випадку інфляції, і у випадку її варіації спостерігаються однакові знаки коефіцієнтів при незалежних змінних. Тобто дія факторів в розрізі рівнів інфляції та її волатильності є симетричною. Однак щільність статистичного зв'язку у другому випадку є дещо нижчою, а сама статистична якість моделі не є дуже високою.

По-друге, вектори зв'язку між залежними та незалежними змінними не повністю відповідають теоретично передбачуваним. Але при цьому знак при змінній тривалості таргетування інфляції (X_2) та змінній наявності фондів суверенного багатства (X_4) повністю відповідає теоретичним припущенням. При цьому щільність і достовірність зв'язку є чи не найвищими (особливо у випадку X_4). Це однозначно вказує на те, що цінова стабільність у сировинних економіках є чутливою до режиму макроекономічної політики.

По-третє, змінні, які характеризують структурні особливості сировинної еконо-

Результати регресійного аналізу*

Незалежні змінні	Рівняння (1). Залежна змінна – середня інфляція				Рівняння (2). Залежна змінна – варіація (стандартне відхилення) інфляції			
	b	Std. err of b	t(51)	p-value	b	Std. err of b	t(51)	p-value
X1	0,2193	0,13909	1,57699	0,120982	0,5707	0,32755	1,74237	0,087356
X2	-1,7906	1,55184	-1,15388	0,253927	-3,8732	3,64050	-1,06391	0,292283
X3	2,2221	2,40458	0,92410	0,359787	2,9472	5,57318	0,52882	0,599178
X4	-11,3313	5,59187	-2,02639	0,047970	-21,3444	13,16735	-1,62101	0,111064
X5	6,2401	13,01673	0,47939	0,633709	23,6235	29,99750	0,78751	0,434555
X6	2,9916	16,65038	0,17967	0,858123	6,9332	39,18752	0,17692	0,860255
X7	0,9450	5,65476	0,16712	0,867938	8,3756	13,28808	0,63031	0,531253
X8	-1,4386	1,37709	-1,04463	0,301119	-2,2846	3,24294	-0,70447	0,484282
$R^2 = 0,17, F(8,51) = 1,3033, p < 0,26312$					$R^2 = 0,11, F(8,52) = 0,85584, p < 0,55905$			

*Отримано з використанням програмного пакету STATISTICA.

міки, демонструють неоднозначний зв'язок з індикаторами цінової стабільності. Частка непромислового експорту виглядає проінфляційною, але із найнижчим значенням відповідного коефіцієнта. У свою чергу, фінансова глибина та складність економіки, які очікувано мали би перебувати в оберненому зв'язку з індикаторами цінової стабільності, виявились проінфляційними. Таку картину можна було би вважати проявом того, що диференціація економіки та фінансова глибина не є бонусом для макроекономічної гнучкості. З іншого боку, це говорить про те, що брак диференціації економіки та фінансової глибини як риса багатих на ресурси країн не може розглядатись як передумова додаткових складностей із забезпеченням цінової стабільності.

По-четверте, рівень незалежності центробанків (X5) парадоксально перебуває у сильному позитивному зв'язку з обома індикаторами, що характеризують цінову стабільність. Це можна було би вважати викликом традиційному погляду на роль статусу монетарних органів у забезпеченні цінової стабільності. Однак в світлі того, що індекс фінансової глибини та індекс економічної складності також перебувають в прямому зв'язку з інфляцією та її варіацією, такий висновок буде передчасним. Ймовірно, тут варто взяти до уваги факт неоднорідності сировинних країн з міркувань політичного режиму. Як вже зазначалось, змінна наявності фондів суверенного багатства найістотніше обернено корелює з індикаторами цінової стабільності. Беручи до уваги, що такі фонди створюють автократії, саме такий політичний режим умож-

ливаює цінову стабільність через інструмент контр-циклічних фіскальних буферів. Тоді як демократії, будучи більш схильні до створення інститутів, покликаних забезпечувати цінову стабільність, не завжди спроможні гарантувати те, що такі інститути не будуть працювати формально. При цьому демократія як політичний режим, з одного боку, допускає розвиток і поглиблення економіки через свій неекспропріаційний характер та формальні гарантії прав власності, з іншого – стикається з типовими труднощами протистояти потенційному політичному тиску на органи макроекономічної політики.

По-п'яте, індекс демократії перебуває з індикаторами цінової стабільності в оберненому зв'язку. Це, з одного боку, суперечить з вищевисловленим припущенням про те, що демократіям важче контролювати інфляцію, ніж автократіям. З іншого боку, нашою думкою про те, що ні демократії, ні автократії не є гомогенними з міркувань здатності контролювати інфляцію в багатих на ресурси економіках. Такий погляд узгоджується з виявленими групами сировинних країн, які умовно можна поділити на сильні та слабкі демократії, а також автократії експропріаційного характеру й автократії, що використовують монополізовану сировинну ренту задля оплати лояльності громадян, тим самим частково конвертуючи сировинне багатство в соціальний добробут [9].

По-шосте, більш гнучкий обмінний курс (ХЗ) також виглядає проінфляційним з міркувань знаку при відповідній змінній. Це є неочікуваним з огляду на чіткий антиінфляційний характер більш тривалого досвіду таргетування інфляції, яке передбачає плаваючий курс. Однак це підтверджує гіпотезу про неоднорідність країн і кореспондує з іншими дослідженнями [3; 4; 8; 9].

Країни з більш виразним сировинним багатством схильні обирати фіксований курс, створювати фонди суверенного багатства як контр-циклічний інструмент, а масштаб ренти дає змогу підтримувати автократичний режим, який усуває популістський тиск у бік марнування ренти. Країни з менш виразним сировинним багатством, які схильні до плаваючого курсу, є демократіями, а розвиток фінансових ринків покликаний компенсувати пристосування до шоків, досягнення чого через канал фіскальної політики є ускладненим через дію політико-економічних факторів.

По-сьоме, у випадку варіації інфляції, значення коефіцієнтів при незалежних змінних є вищим. При цьому повторюється вищеописане несподіване поєднання теоретично передбачуваного позитивного впливу досвіду таргетування інфляції на зниження волатильності інфляції з тим, що структурні характеристики, які мали би заохочувати нижчу варіативність інфляції, такими не виявляються (змінні статусу центробанків, фінансової глибини та економічної складності). Ймовірно, це є проявом висловленого вище припущення, що країни, які досягли певного рівня розвитку, економічної диверсифікації та фінансової глибини, покладаються на інститути забезпечення цінової стабільності, які не завжди працюють ефективно внаслідок політико-економічних факторів, а не структурних. Наявність фондів суверенного багатства, як і в попередньому випадку, істотно впливає на зниження варіативності інфляції.

Аналіз кореляційних матриць (табл. 2–3) демонструє, що висловлені припущення з приводу знаку коефіцієнтів при незалежних змінних в цілому є вірними.

У результаті можна вивести низку узагальнень, які не завжди є очевидними при

Кореляційна матриця залежності між змінними рівняння (1)
(незалежна змінна – середня інфляція)*

	Змінна сировинного багатства	Змінна тривалості реалізації таргетування інфляції	Змінна режиму обмінного курсу	Змінна наявності фондів суверенного багатства	GMT-індекс	Індекс фінансової глибини	Індекс економічної складності	Індекс демократії	Середня інфляція
Змінна сировинного багатства	1,00	-0,30	-0,33	0,33	-0,22	-0,16	-0,55	-0,32	0,17
Змінна тривалості реалізації таргетування інфляції	-0,30	1,00	0,75	-0,15	0,32	0,61	0,57	0,63	-0,16
Змінна режиму обмінного курсу	-0,34	0,75	1,00	-0,26	0,47	0,49	0,46	0,66	-0,005
Змінна наявності фондів суверенного багатства	0,33	-0,15	-0,26	1,00	-0,10	0,18	0,05	-0,29	-0,18
GMT-індекс	-0,22	0,32	0,47	-0,10	1,00	0,19	0,34	0,42	0,09
Індекс фінансової глибини	-0,16	0,61	0,49	0,18	0,19	1,00	0,72	0,58	-0,15
Індекс економічної складності	-0,55	0,57	0,46	0,05	0,34	0,72	1,00	0,57	-0,19
Індекс демократії	-0,32	0,63	0,66	-0,29	0,42	0,58	0,57	1,00	-0,09
Середня інфляція	0,17	-0,16	-0,01	-0,18	0,09	-0,15	-0,19	-0,09	1,00

*Отримано з використанням програмного пакету STATISTICA.

аналізі регресійної моделі. Наприклад, більш незалежний центробанк, ймовірно, буде вибором в країні з нижчим рівнем сировинного багатства (як це показано у [8], з більш глибоким фінансовим ринком і більш диференційованою економікою;

він буде таргетером інфляції з гнучким курсом, компенсатором відсутності фонду суверенного багатства, а також надбанням демократичного політичного устрою. Так само індекс фінансової глибини та індекс економічної складності негативно корелю-

Таблиця 3

Кореляційна матриця залежності між змінними рівняння (2)
(незалежна змінна – варіація (стандартне відхилення) інфляції)*

	Змінна сировинного багатства	Змінна тривалості реалізації таргетування інфляції	Змінна режиму обмінного курсу	Змінна наявності фондів суверенного багатства	GMT-індекс	Індекс фінансової глибини	Індекс економічної складності	Індекс демократії	Варіація інфляції
Змінна сировинного багатства	1,00	-0,29	-0,31	0,32	-0,16	-0,15	-0,54	-0,29	0,19
Змінна тривалості реалізації таргетування інфляції	-0,29	1,00	0,75	-0,15	0,27	0,60	0,55	0,62	-0,15
Змінна режиму обмінного курсу	-0,31	0,75	1,00	-0,27	0,38	0,45	0,41	0,63	-0,05
Змінна наявності фондів суверенного багатства	0,31	-0,15	-0,27	1,00	-0,08	0,17	0,06	-0,31	-0,11
GMT-індекс	-0,16	0,27	0,38	-0,08	1,00	0,11	0,26	0,33	0,06
Індекс фінансової глибини	-0,15	0,60	0,45	0,17	0,11	1,00	0,71	0,56	-0,10
Індекс економічної складності	-0,54	0,55	0,41	0,06	0,26	0,71	1,00	0,54	-0,13
Індекс демократії	-0,29	0,62	0,63	-0,31	0,33	0,56	0,54	1,00	-0,08
Варіація інфляції	0,19	-0,15	-0,05	-0,11	0,06	-0,10	-0,13	-0,08	1,00

*Отримано з використанням програмного пакету STATISTICA.

ють з сировинним багатством (що підтверджує традиційний погляд), при цьому вони ж негативно корелюють зі змінними цінової стабільності, тобто не є проінфляційними, як це впливає з даних регресійних моделей. Більш диверсифікована економіка може обходитись без фіскальних буферів,

хоча останні не є перешкодою для фінансового розвитку. Більш диференційовані та фінансово глибші економіки віддають перевагу гнучкішому курсу та інфляційному таргетуванню. Також у них домінує демократичний політичний режим. Аналогічні висновки можна зробити щодо ре-

жиму обмінного курсу. Більш гнучкий курс буде використовуватися в менш багатих на сировину країнах з демократичним режимом. Таргетери інфляції обирають саме його. Але фонди суверенного багатства будуть взаємодіяти з фіксованими курсами. Однак, на відміну від регресійних моделей, дані табл. 2–3 демонструють, що гнучкість обмінного курсу не є проінфляційною, узгоджуючись з фактом сильно-антиінфляційного характеру поведінки змінної, що характеризує тривалість реалізації режиму інфляційного таргетування. Це ще раз підтверджує висловлену гіпотезу про те, що мікс-політика в багатих на ресурси країнах детермінується не тільки самим фактом сировинного багатства, а також політико-економічними факторами, в рамках яких масштаб ренти визначає вигоди від її монополізації, підштовхуючи до автократії, а остання, уможливлючи контроль за рентою, спроможна імплементувати контр-циклічні фіскальні буфери і тим самим обмежити вплив на обмінний

курс з боку того, як сировинні ціни впливають на внутрішні номінальні доходи.

Для уточнення ролі таргетування інфляції у забезпеченні цінової стабільності в обраній групі країн з регресійних рівнянь були виключені змінні, які характеризують режим макроекономічної політики, окрім, власне, змінної X_2 . Логіка цього продиктована бажанням протестувати зв'язок параметрів цінової стабільності зі змінною монетарного режиму та змінними, які характеризують структурні характеристики багатих на ресурси країн безвідносно до того, як на залежні змінні впливають незалежність центробанку, режим обмінного курсу та наявність фондів суверенного багатства. Результати регресійного аналізу подані у табл. 4.

Дані табл. 4 демонструють певні відмінності в характері зв'язку між залежними та незалежними змінними, порівняно з результатами, поданими у табл. 1. Сировинне багатство продовжує залишатись у прямому зв'язку зі змінними цінової стабільності, вказуючи на його потен-

Таблиця 4

Результати регресійного аналізу*

Незалежні змінні	Рівняння (3). Залежна змінна – середня інфляція				Рівняння (4). Залежна змінна – варіація (стандартне відхилення) інфляції			
	b	Std. err of b	t(61)	p-value	b	Std. err of b	t(61)	p-value
X_1	0,10415	0,12537	0,830777	0,409339	0,3626	0,28694	1,263684	0,211151
X_2	-0,60086	1,23646	-0,48595	0,628741	-1,8739	2,82990	-0,66216	0,510361
X_6	-7,24787	15,26826	-0,47470	0,636695	-15,5879	34,94481	-0,44607	0,657125
X_7	-0,98981	5,19823	-0,19041	0,849618	4,4230	11,89730	0,371763	0,711358
X_8	0,60992	1,12693	0,541224	0,590324	1,3374	2,57923	0,518523	0,605969
$R^2 = 0,05, F(5,61) = 0,67736, p < 0,64222$					$R^2 = 0,04, F(5,61) = 0,60414, p < 0,69693$			

*Отримано з використанням програмного пакету STATISTICA.

ційну проінфляційність. Однак знак при змінній індексу демократії змінює своє значення. В сукупності зі змінною XI це вказує на те, що демократія та сировинне багатство разом можуть бути контр-адикторними щодо забезпечення цінової стабільності. Втім таке припущення може бути валідним з поправкою на елімінацію дії факторів режиму макроекономічної політики. Окрім цього, без впливу з боку змінних режиму обмінних курсів, статусу центробанку та наявності фондів суверенного багатства, фінансова глибина та економічна складність стають сильними контр-інфляційними факторами у випадку середньої інфляції. У випадку варіації інфляції такі властивості зберігає тільки фінансова глибина, а економічна складність не гарантує зниження стандартного відхилення інфляції. Звертає увагу, що змінна фінансової глибини в такій специфікації регресійних рівнянь перебуває у найбільш щільному зв'язку з параметрами цінової стабільності. Це може означати, що фінансовий розвиток є значимим фактором компенсації шоків умов торгівлі, чого не видно з даних у табл. 1 через те, що фонди суверенного багатства та гнучкі курси є такими компенсаторами за функціональним призначенням.

Найбільш важливим результатом для цілей цього дослідження (табл. 4) є те, що не змінився знак при змінній досвіду таргетування інфляції. Як і у випадку з даними у табл. 1, зв'язок між нею та рівнем інфляції і її варіацією є негативний. Тобто таргетування інфляції в сировинних економіках позитивно впливає на зниження і стабілізацію інфляції безвідносно до дії інших факторів, асоційованих з режимами макроекономічної політики. З огляду на те, що це чи не єдина змінна, знак при якій не змінився залежно від специфікації рівнян-

ня регресії, можна говорити про стійкість виявленого зв'язку. Іншими словами, ресурсне багатство не може вважатись критерієм неуспіху таргетування інфляції при його запровадженні, аналогічно до того, як воно не може вважатись фактором браку ефективності у забезпеченні цінової стабільності.

Отримані висновки є принципово важливими для монетарної політики НБУ. Часта критика на його адресу щодо негативного впливу сировинної спрямованості вітчизняного експорту на ефективність монетарної політики не знаходить підтвердження в рамках результатів даного дослідження. Це саме стосується проблеми рівня диференціації економіки та фінансової глибини. Попри їх бажаність та важливість для забезпечення більш стійкого економічного розвитку, самі собою вони не можуть розглядатись як деструктори цінової стабільності в економіках, багатих на ресурси. Беручи до уваги рівень сировинного багатства України (насправді, він не є відносно значним), відносно високий рівень економічної складності, відносно середній рівень фінансового розвитку та слабкість демократії (індекс демократії для України не є високий), політика цінової стабільності та гнучкий курс є кращою альтернативою. Більш агресивний контр-циклічний фіскальний підхід є, звичайно, бажаним, але, ймовірно, характер політичного режиму мінімізує вірогідність створення фіскальних буферів в Україні. Тобто цінову стабільність як макроекономічну мету і як передумову фінансового розвитку необхідно розглядати як більш реалістичні способи зниження макроекономічної волатильності української економіки.

Висновки. Сировинне багатство часто розглядають як передумову значних

труднощів у підтриманні цінової стабільності, що ставить питання про адекватність режиму інфляційного таргетування в країнах, багатих на ресурси. Очевидний конфлікт між ціновою та курсовою стабільністю в світлі шоків умов торгівлі є базовим макроекономічним аргументом проти зосередженості центробанків на ціновій стабільності. Однак цей підхід є формально логічним і таким, що не враховує контрциклічний дизайн режимів макроекономічної політики, адресованих зниженню залежності цінової стабільності від коливання сировинних цін. Гіпотеза про більш важливе значення структурних факторів, які характеризують режим макроекономічної політики, порівняно з фактором сировинного багатства, тестується емпірично і в цілому підтверджується.

По-перше, економетричний аналіз зв'язку між середньою інфляцією за 1999–2017 рр. та її варіацією за цей самий період для 68 країн з домінуванням непромислового експорту продемонстрував, що хоч змінна сировинного багатства і має толерантний для цінової нестабільності знак, змінні, що характеризують таргетування інфляції та наявність фондів суверенного багатства однозначно діють в деінфляційному напрямку. Парадоксальний позитивний знак при змінній незалежності центробанку, а також при змінних фінансової глибини та економічної складності інтерпретовано як прояв неоднорідності країн, коли більш високий рівень розвитку може співіснувати з намаганнями забезпечити цінову стабільність інституціонально через статус центробанку, хоча і не завжди ефективно внаслідок політико-економічних обставин.

По-друге, зміна специфікації рівнянь регресії (вилучення змінних, що характеризують режим обмінного курсу, статус

центробанку та наявність фондів суверенного багатства) не вплинула на характер зв'язку між змінною інфляційного таргетування та параметрами цінової стабільності, вказуючи на значимість монетарного режиму для контролю за інфляцією та зниження її варіативності.

По-третє, кореляційні матриці зв'язків між змінними підтвердили думку про неоднорідність і демократій і автократій, багатих на сировину. Демократії однозначно швидше оберуть цінову стабільність, більш незалежний центробанк, гнучкіші курси і будуть характеризуватись більшою глибиною фінансової системи і більш диверсифікованою економікою. Автократії швидше віддадуть перевагу фіксованим курсам, фондам суверенного багатства та менш незалежним центробанкам. Іншими словами, ізольований від політико-інституціональних факторів аналіз макроекономічних детермінант цінової стабільності в сировинних економіках буде обмеженим.

Структурні характеристики вітчизняної економіки підтверджують, що вибір на користь цінової стабільності, гнучкого курсу та більш незалежного центробанку є більш адекватним варіантом дизайну макроекономічного режиму, що не виключає потребу у наявності фіскальних буферів. Втім створення останніх виглядає мало реалістичним у теперішніх політико-інституціональних реаліях.

Список використаних джерел

1. Corden M. *Exchange Rate Policy and Resource Boom* / M. Corden // *Economic Record*. – 1982. – № 58. – P. 19–31.
2. 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* / R. Aliyev // *CERGE-EI Working Papers*. – 2012. – № 466. – P. 1–49.
4. Aliyev R. *Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries* / R. Aliyev // *CERGE-EI Working Papers*. – 2014. – № 527. – P. 1–36.
5. Aliyev I. *Procyclicality in Resource-Rich Countries* / I. Aliyev // *Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper*. – 2013. – № 1/2013. – P. 1–24.
6. Auty R. *The Political Economy of Resource-driven Growth* / R. Auty // *European Economic Review*. – 2001. – № 45. – P. 839–46.
7. Auty R. *Resource Abundance and Economic Development* / R. Auty // *Oxford: Oxford University Press, 2001*.
8. Koziuk V. *Independence of Central Banks in Commodity Economies* / V. Koziuk // *Gerald of National Bank of Ukraine*. – 2016. – March. – P. 6–25.
9. Козюк В. *Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках* / В. Козюк // *Економічна теорія*. – 2016. – № 3. – С. 82–102.
10. Frankel J. *How Can Commodity Producers Make Fiscal and Monetary Policy Less Procyclical?* / J. Frankel // *Paper Presented on High Level Seminar on Natural Resources, Finance and Development, Algiers*. – 2010. – Nov. 4–5. – P. 1–34.
11. 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*. – 2012. – April. – P. 1–36.
12. 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. – P. 1–113.
13. Schmidt-Hebbel K. *The Past and Future of Inflation Targeting* / K. Schmidt-Hebbel, M. Carrasco. Available at: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_Sem_Anuual_Metas_InBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf.
14. IMF. *Commodity Price Swings and Commodity Exporters* // *World Economic Outlook*. – 2012. – October. – Ch. 4. – P. 125–169.
15. IMF. *Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom* // *World Economic Outlook*. – 2015. – October. – Ch. 2. – P. 65–103.
16. Airaudo M. *Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries* / M. Airaudo, E. Buffie, L.-F. Zanna // *IMF Working Paper*. – 2016. – WP/16/55. – P. 1–32.
17. Mishkin F. *Does Inflation Targeting Make a Difference* / F. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel // *NBER Working Paper*. – 2007. – № 12876.
18. Aizenman J. *Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets* / J. Aizenman, M. Hutchison, I. Noy // *World Development*. – 2011. – Vol. 39, № 5. – P. 712–724.
19. Reinhart C. *Capital Flow Cycles: A Long, Global View* / C. Reinhart, V. Reinhart, Ch. Trebesch // *Paper Presented at IMF Research Conference*. – 2012. – October, 29. – P. 1–83.
20. Svirydzenka K. *Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development* / K. Svirydzenka // *IMF Working Paper*. – 2016. – WP/16/5. – P. 1–42.
21. Crivelli E. *Fragmented Politics and Public Debt* / E. Crivelli, S. Gupta, C. Mulas-Granados, C. Correa-Caro // *IMF Working Paper*. – 2016. – WP/16/190. – P. 1–31.
22. Acemoglu D. *When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence* / D. Acemoglu, S. Johnson, P. Querubin, J. Robinson // *NBER Working Paper*. – 2008. – № 14033. – P. 1–73.
23. Arezki R. *Commodity Windfalls, Polarization and Net Foreign Assets: Panel Data*

Evidence on the Voracity Effect / R. Arezki, M. Bruckner // *IMF Working Paper*. – 2010. – WP/10/209. – P. 1–25.

24. Habib M. Are There Oil Currencies? The Real Exchange Rate of Oil Exporting Countries / M. Habib, M. Kalamova // *ECB Working Paper*. – 2007. – № 839. – P. 1–39.

25. Hausmann R. An Alternative Interpretation of the “Resource Curse”: Theory and Policy Implications // R. Hausmann, R. Rigobon // *NBER Working Paper*. – 2002. - № 9424. – P. 1–59.

References

1. Corden, M. (1982). *Exchange Rate Policy and Resource Boom*. *Economic Record*, 58, 19–31.

2. Corden, M., Neary, P. (1982). *Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy*. *Economic Journal*, 92, 825–848.

3. Aliyev, R. (2012). *Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies*. *CERGE-EI Working Papers*, 466, 1–49.

4. Aliyev, R. (2014). *Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries*. *CERGE-EI Working Papers*, 527, 1–36.

5. Aliyev, I. (2013). *Procyclicality in Resource-Rich Countries*. *Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper*, 1/2013, 1–24.

6. Auty, R. (2001). *The Political Economy of Resource-driven Growth*. *European Economic Review*, 45, 839–46.

7. Auty, R. (2001). *Resource Abundance and Economic Development*. Oxford: Oxford University Press.

8. Koziuk, V. (2016). *Independence of Central Banks in Commodity Economies*. *Gerald of National Bank of Ukraine*, 6–25.

9. Koziuk, V. (2016). *Finansovyi rozvytok, valiutni rezervy ta politychni rezhymy v syrovynnykh ekonomikakh* [Financial development, foreign exchange reserves and political regimes in

commodity economies]. *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 3, 82–102 [in Ukrainian].

10. Frankel, J. (2010). *How Can Commodity Producers Make Fiscal and Monetary Policy Less Procyclically? Paper Presented on High Level Seminar on Natural Resources, Finance and Development*, Algiers, Nov, 4–5, 1–34.

11. Gregorio, J. (2012). *Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation*. Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, 1–36.

12. Agenor, P.-R., Pereira da Silva, L. (2013). *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World*. *Banco Central do Brasil Working Papers*, 1–113.

13. Schmidt-Hebbel, K., Carrasco, M. (2016). *The Past and Future of Inflation Targeting* Available at: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_SenAnual_Metas_InBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf.

14. IMF. (2012). *Commodity Price Swings and Commodity Exporters*. *World Economic Outlook*, 4, 125–169.

15. IMF. (2015). *Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom*. *World Economic Outlook*, 2, 65–103.

16. Airaudo, M., Buffie, E., Zanna, L.-F. (2016). *Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries*. *IMF Working Paper*, WP/16/55, 1–32.

17. Mishkin, F., Schmidt-Hebbel, K. (2007). *Does Inflation Targeting Make a Difference*. *NBER Working Paper*, 12876.

18. Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I. (2011). *Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets*. *World Development*, 5, 712–724. (Vol. 39).

19. Reinhart, C., Reinhart, V., Trebesch, Ch. (2012). *Capital Flow Cycles: A Long, Global View*. Paper Presented at IMF Research Conference, October 29, 1–83.

20. Svirydzenka, K. (2016). *Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development*. IMF Working Paper, WP/16/5, 1–42.

21. Crivelli, E., Gupta, S., Mulas-Granados, C., Correa-Caro, C. (2016). *Fragmented Politics and Public Debt*. IMF Working Paper, WP/16/190, 1–31.

22. Acemoglu, D., Johnson, S., Querubin, P., Robinson, J. (2008). *When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence*. NBER Working Paper, 14033, 1–73.

23. Arezki, R., Bruckner, M. (2010). *Commodity Windfalls, Polarization, and Net Foreign*

Assets: Panel Data Evidence on the Voracity Effect. IMF Working Paper, WP/10/209, 1–25.

24. Habib, M., Kalamova, M. (2007). *Are There Oil Currencies? The Real Exchange Rate of Oil Exporting Countries*. ECB Working Paper, 839, 1–39.

25. Hausmann, R., Rigobon, R. (2002). *An Alternative Interpretation of the “Resource Curse”: Theory and Policy Implications*. NBER Working Paper, 9424, 1–59.

Стаття надійшла до редакції 26.01.2018.