

ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ І ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ В СИРОВИННИХ ЕКОНОМІКАХ: МАКРОЕКОНОМІКА ЧИ ПОЛІТЕКОНОМІЯ?

ВІКТОР КОЗЮК^a

^aТернопільський національний економічний університет,
Національний банк України
Email: viktorkoziuk@tneu.edu.ua; Viktor.Koziuk@bank.gov.ua

Анотація

У дослідженні стверджується, що забезпечення цінової стабільності в сировинних економіках залежить від розподілу ресурсної ренти і характеру політичного режиму. При цьому фактор сировинної економіки не є перешкодою для підтримання цінової стабільності і впровадження інфляційного таргетування. Емпіричний аналіз не підтвердив гіпотезу про тісніший зв'язок між строками впровадження інфляційного таргетування і ресурсним багатством країн. Крім цього, дослідженням встановлено, що демократичні країни в разі запровадження режиму інфляційного таргетування досягають кращих параметрів цінової стабільності, мають гнучкіший обмінний курс національної валюти, значно вищий рівень незалежності центрального банку, а також вищий рівень диверсифікації економіки. Серед автократій найкращі результати демонструють країни, котрі володіють фондами суверенного багатства.

Класифікація JEL: E58, E59, O23, Q33

Ключові слова: цінова стабільність, сировинні економіки, таргетування інфляції, політичні режими, незалежність центральних банків

1. ВСТУП

Здатність багатих на ресурси країн підтримувати цінову стабільність дуже часто розглядається в контексті їхньої загальної макроекономічної вразливості. Це пов'язано з тим, що коливання глобальних цін на сировину тривалий час сприймаються як певний виклик. Фінансова інтеграція таких країн ще більше ускладнює справу, додаючи до цінових шоків проблему макрофінансової стабільності. Проциклічні потоки капіталу та схильність приватного сектору до нарощування боргу в періоди сприятливої сировинної кон'юнктури ускладнюють профіль вразливості сировинних економік. Розвиток макроруденційних інструментів та інститутів контрциклічної фіскальної політики нині сприймається як орієнтир макроекономічного менеджменту в таких країнах. Подібні новації реалізуються на тлі відсутності фундаментальних відмінностей сировинних експортерів від інших країн щодо здатності підтримувати цінову стабільність. Маргінальний випадок Венесуели – швидше, виняток

із правил. Водночас відхід проблеми інфляції на задній план не означає, що сировинне багатство є своєрідним антиінфляційним бонусом. Швидше, навпаки: сировинна рента і її здатність спотворювати функціонування інститутів економічної політики може виявитися фактором формування політичного режиму, в рамках якого підтримання цінової стабільності або ж полегшується в силу усунення передумов для коаліційних переговорів, або ж ускладнюється через перманентну конкуренцію політичних акторів за захоплення ренти. Це означає, що цінова стабільність у таких країнах може розглядатися не тільки під макроекономічним кутом зору, а також із погляду політекономії.

Поширення в світі практики таргетування інфляції, зокрема збільшення кількості країн із даним монетарним режимом, які кваліфікуються як сировинні експортери, ставить на порядок денний питання про те, наскільки ресурсне багатство сумісне з подібним способом забезпечення цінової стабільності. З одного боку, запроваджен-

ня інфляційного таргетування потребує певного рівня зрілості інститутів макроекономічної політики, що, природно, кореспондує з певним рівнем якості інститутів у цілому. З іншого боку, структурні особливості таких країн указують на те, що підтримання цінової стабільності в них може йти врозріз із досягненням інших цілей, зотребуваність яких саме і зумовлена сировинним фактором. Наприклад, запобігання “голландській хворобі” (Dutch disease) потребує вузького діапазону курсових коливань, а завбачливе запобігання негативним “балансовим ефектам” може вимагати додаткової курсової гнучкості. Нагромадження резервів потребує стерилізації ліквідності, внаслідок чого вищі ставки можуть заохочувати проциклічний приплив капіталів. А амплітуда коливань сировинних цін може бути такою, що типовий конфлікт вибору з-поміж альтернатив перетвориться в інший клас макроекономічних завдань.

Запровадження таргетування інфляції в Україні активувало дискусії про сумісність сировинного багатства із ціновою стабільністю. Такі дискусії апелюють здебільшого до історичного досвіду нашої країни і виглядають відірваними від світового контексту аналізу ефективності монетарних режимів. При цьому оцінкам порівняльної ефективності інфляційного таргетування в аспекті сировинного багатства також бракує однозначності.

У статті висувається гіпотеза, що фактор природних ресурсів, виражений структурою експорту, не повинен розглядатись як (краще упередження) здатності підтримання цінової стабільності. Це саме стосується таргетів інфляції зі значною часткою непромислового експорту. Специфіка даного монетарного режиму передбачає “заякорення” інфляційних очікувань та реакцію на очікувану інфляцію, що в підсумку впроваджує в макроекономічну політику значну контрциклічну компоненту. Внаслідок цього базові монетарні технології досягнення цінової стабільності не різняться в країнах, диференційованих за ресурсним фактором, а проциклічність економіки внаслідок коливань цін на сировину компенсується відповідною поведінкою центробанку.

З огляду на це виникає питання про те, чи відрізняються між собою таргетери і нетаргетери інфляції щодо підтримання цінової стабільності? Відповідно висувається гіпотеза, що країни, багаті на ресурси, можуть бути успішними чи неуспішними у підтриманні цінової стабільності здебільшого в силу того, як ресурсне багатство визначає характер політичного режиму. Цей параметр також є важливим фактором фінансової глибини та складності економіки – структурних характеристик, які теоретично повинні сприяти підтриманню цінової стабільності через кращу адаптацію до шоків. Це саме стосується незалежності центробанків, із рівнем якої традиційно асоціюється цінова стабільність.

Роль політичних режимів важлива і щодо запровадження контрциклічних фіскальних буферів. У випадку, коли фіскальна політика не створює надійних передумов макроекономічної стабільності, здатність центробанку компенсувати проциклічність цін на сировину є результатом якості інститутів набагато більше, ніж те, як якість інститутів генерує контрциклічний ухил фіскальної політики. Іншими словами, цінова стабільність та її підтримання на основі таргетування інфляції здебільшого кореспондує з демократичним політичним режимом, який уможливорює фінансовий розвиток, що позитивно впли-

ває на доступність гнучкого курсоутворення з контрциклічною метою.

Стаття структурована таким чином. У наступному розділі подано огляд літератури. Розділ 3 присвячено політико-економічному аналізу зв'язку між сировинною рентою та ціновою стабільністю. У розділі 4 міститься емпірична оцінка хронології запровадження інфляційного таргетування. У наступному розділі здійснено групування багатих на ресурси країн із відповідним аналізом отриманих закономірностей. У висновках підсумовано результати дослідження.

2. ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ І СИРОВИННЕ БАГАТСТВО: ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Базовий погляд на монетарні проблеми у сировинній економіці ґрунтується на теоретичному аналізі зв'язку між шоком світових цін, припливом валюти і вибором оптимальної траєкторії поведінки інфляції та обмінного курсу. В такій постановці макроаналіз сфокусовано на проблемі того, як внутрішня інфляція впливає на реальний обмінний курс, а останній – на погіршення структури економіки (голландська хвороба) (Corden, 1982; Corden and Neary, 1982). У рамках даного підходу проблема цінової стабільності розглядається в контексті зв'язку між поведінкою реального обмінного курсу та структурними наслідками його посилення. Очевидним є те, що цінова стабільність повинна відігравати важливу роль у підтриманні макроекономічної рівноваги в сировинній економіці. Інакше усунення конфлікту між траєкторією внутрішньої інфляції та обмінного курсу не потребувало би масштабних контрциклічних валютних інтервенцій. Ключова роль валютних резервів у підтриманні макрофінансової стабільності в багатих на ресурси країнах простежується в їхній схильності до фіксованих курсів, що емпірично доводять Aliyev (2012), Aliyev (2013), Aliyev (2014), Wills and van der Ploeg (2014) також дотримуються подібної думки.

У подальшому теоретична картина уявлень про спосіб досягнення цінової стабільності зазнала змін. Ряд авторів наголошує на політико-економічних факторах макроекономічної стабільності. Іншими словами, брак цінової стабільності є наслідком політичної нестабільності, пов'язаної з боротьбою за захоплення ренти (Auty, 2001a; Auty, 2001b). Популізм на боці фіскальної політики може лише додавати проблем із контролем за інфляцією (Aliyev, 2012). З іншого боку, політично стабільна автократія уможливорює нагромадження фіскальних буферів через усунення коаліційних переговорів про параметри бюджету (Koziuk, 2016; Козюк, 2016).

На відміну від політико-економічного підходу, макроекономічне бачення проблеми меншою мірою спирається на роль “пошуку ренти” в спотвореннях у економічній політиці. Цінова стабільність більшою мірою розглядається в контексті реакції центробанку на обмінний курс та його роль у відкритій економіці (Ball, 1998). Однак лінія дискусій у стилі “страху перед плаванням” (fear of floating) усе-таки допускає важливість структури експорту поряд із доларизацією, сильними ефектами переносу тощо. В силу цього схильність до підтримання обмежених курсових коливань та істотна реакція процентних ставок на поведінку курсу розглядаються як прояв опти-

мального вибору (Mohanty and Klau, 2004; Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2007; Schmidt-Hebbel and Carrasco, 2016; Airaudo et al., 2016 тощо).

Однак унаслідок кількох локальних хвиль зміни цін на сировину до зазначених проблем додалося те, що країни з ринками, що формуються, стали вразливішими до коливання світових цін з огляду на структуру споживання. Тобто ефективність таргетування інфляції в світлі коливання цін на сировину почала розглядатися в контексті проблеми оптимальної реакції на шоки пропозиції. Іншими словами, сировинне багатство непрямо ототожнюється з окремим випадком сильно вираженої вразливості до шоків цін на товари, які не є компонентами кошика для обрахунку базової інфляції. Якщо традиційною монетарною теорією допускається, що центробанк може знехтувати реакцією на транзитивний шок пропозиції, то у випадку країн із ринками, які формуються, це не так. Реакція на шок, особливо шок на аграрну сировину, може бути оптимальною у випадку чутливості базової інфляції до поведінки найбільш волатильних компонентів індексу споживчих цін. Саме під таким кутом зору розглядаються ризики таргетування інфляції у De Gregorio (2012). Agenor and Pereira da Silva (2013), у свою чергу, вказують на те, що шоки умов торгівлі є більш загальним випадком порівняно з випадком значної частки сировини в експорті, а тому проблема зводиться не до структури експорту, а до оптимальної реакції на розрив у траєкторіях найбільш волатильних цін та базової інфляції. По-суті, це означає, що сировинне багатство не є перешкодою до підтримання цінової стабільності, зокрема шляхом таргетування інфляції. Питання лише в тому, наскільки органи макрополітики готові до відповідних дій.

З іншого боку, сировинні економіки мають ряд особливостей, які необхідно враховувати. Про це зазначається, наприклад, в IMF (2012), IMF (2015). По-перше, сировинні економіки вкрай чутливі до глобально-центричних шоків. Більшість макроекономічних агрегатів (споживання, інвестиції) в таких економіках уміщує односторонню проциклічну компоненту. По-друге, роль фіскальних буферів у нейтралізації проциклічних ефектів коливання цін на сировину має бути чіткіше вираженою. Монетарна політика може виявитися більш обмеженою вибором між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю. І чим більше сировинні економіки будуть глобально фінансово інтегровані, тим вразливішими вони будуть до шоків потоків капіталу. По-третє, хоча коливання цін на сировину істотно не впливає на тренд потенційного ВВП, його циклічна компонента вдвічі сильніше реагує на такі коливання, ніж у випадку інших країн. Цей ефект виразніший щодо енергоекспортерів. Іншими словами, новокейнсіанське рівняння інфляції відрізнятиметься параметрами так, що коливання змінної інструменту монетарної політики у функції реакції можуть бути значнішими. Відповідно важливими є ті складові структури економіки та економічної політики, які допомагають знизити вагомість впливу циклічної компоненти ВВП на кінцеву інфляцію. Тим не менше IMF (2012), Heenan et al. (2006) та Roger (2010) вказують на те, що таргетування інфляції є саме тим способом, яким ряд багатих на сировину економік прагне знизити макроекономічну волатильність.

Frankel et al. (2008) та Frankel (2010), у свою чергу, констатують, що таргетування інфляції у випадку сиро-

винного багатства не є настільки контрциклічним, як того очікується. Вони стверджують, що підтримання цінової стабільності в умовах позитивного сировинного шоку потребує суттєвого підвищення курсу, так само як і шок імпортичних сировинних цін вимагає аналогічного підштовхування курсу вгору з боку вищих процентних ставок. Також вони вказують, що таргетування інфляції генерує несприятливі проциклічні ефекти: монетарна рестрикція супроводжує негативний шок умов торгівлі, а не навпаки. Втім, у випадку одразу експорту і проміжного споживання сировини, на видобутку якої спеціалізується країна, всередині країни ситуація не виглядає такою односторонньою і, по-суті, зводиться до традиційної проблеми оптимальної реакції на волатильну компоненту індексу споживчих цін (Agenor and Pereira da Silva, 2013).

Aghion et al. (2009) демонструють, що рівень фінансового розвитку прямо визначає здатність гнучкого курсу компенсувати шоки умов торгівлі. Недостатньо курсовими коливаннями, негативно впливають на зростання продуктивності праці. Цю проблему можна було б адресувати всім країнам із середніми та низькими доходами, однак випадок щодо багатих на сировину країн особливий. У них фінансовий розвиток може тривалий час залишатися пригніченим у силу інституціональних причин (боротьба за ренту, брак захисту прав власності, нестабільна та висока інфляція), а також у силу того, що екстрактивний сектор може обходитися без фінансової глибини національної фінансової системи завдяки здатності до масштабних зовнішніх запозичень в іноземній валюті (Kurronen, 2012; Козюк, 2016). Тобто можливості контрциклічної реакції в рамках політики цінової стабільності можуть бути обмежені фактором фінансового розвитку. Однак структурні зміни, в рамках яких відбувається перехід до таргетування інфляції, означають підвищення якості інститутів; саме таке підвищення відкриває можливості для фінансового розвитку. Невипадково багаті на ресурси країни, в яких найнижчі рівні валютних резервів, мають водночас гнучкі обмінні курси, вищий індекс фінансового розвитку і здебільшого такі країни є таргетерами інфляції (Козюк, 2016). Емпіричний аналіз функції реакції Нової Зеландії, Австралії, Канади та Великої Британії непрямо підтверджує це навіть у випадку розвинутих країн. Перші дві більш виражено реагують на коливання курсу, тоді як дві других – ні (Lubik and Schorfheide, 2007).

Тим не менше реакція на коливання обмінного курсу і далі залишається джерелом суперечок між авторами теоретично та емпірично орієнтованих праць. Якщо зниження реального обмінного курсу править за причину підвищення майбутньої інфляції, то реакція на нього виправдана. Однак Aizenman et al. (2008) доводять: для ряду країн із ринками, що формуються, швидше, простежується протилежний вектор зв'язку, – вища інфляція спонукає до падіння курсу в майбутньому. В іншому дослідженні ці самі автори вводять сировинне багатство як критерій аналізу поведінки центробанків у 16 країнах із ринками, що формуються за період 1989–2006 рр. (Aizenman et al., 2011). Вони виявили: немає істотної різниці в темпах зростання в розрізі таргетерів і нетаргетерів інфляції, однак рівень інфляції нижчий у перших; значніша частка сировинного експорту асоціюється з дещо вищою інфляцією, але водночас реакція на неї з

боку центробанків щільніша; реакція на обмінний курс також більше виражена в країнах із сировинною спрямованістю експорту. Таку ситуацію Aizenman et al. (2011) пояснюють тим, що сировинні експортери вразливіші до шоків умов торгівлі, при цьому чутливість центробанків до коливання валютного курсу пов'язана не так із намаганнями опосередковано забезпечити контроль за інфляцією, як із намаганнями знизити волатильність ВВП. Утім, не менш цікавим результатом їхнього дослідження є факт зв'язку між часткою сировинного експорту і виразнішою реакцією на інфляцію з боку центробанків. Це може означати, що монетарні органи в багатих на сировину країнах розглядають інфляцію як виклик макроекономічній стабільності, а не як приреченість на вищу інфляційну динаміку.

3. СИРОВИННА ЕКОНОМІКА ТА ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ: ПОЛІТЕКОНОМІЯ РЕНТИ І НАСЛІДКИ ДЛЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ

Критика щодо нездатності сировинних країн забезпечувати низьку і стабільну інфляцію спирається здебільшого на факт вразливості до значної амплітуди коливань цін на сировину. На рівні формальної логіки можна припустити, що сильний позитивний шок цін на сировину вимагатиме такої реакції з боку валютного курсу, яка може бути несумісною з розвитком не-екстрактивних секторів, а обвал цін на сировину потребуватиме такого пом'якшення монетарної політики, яке швидко трансформує девальвацію у високу інфляцію. Аналогічно можна побачити, що відсутність курсової реакції також може допускати наявність проінфляційного тиску. У випадку зростання цін на сировину активується ефект доходу, а в разі їх падіння намагання реанімувати сукупний попит посилюватиме тиск на центробанк щодо створення стимулів для економіки.

Утім, такий підхід є певною мірою спрощеним. Перш за все кидається у вічі, що дана логіка ігнорує факт інститутів. Позитивний шок цін на сировину з легкістю конвертується в прискорення інфляції внаслідок того, що уряд чи центробанк не здійснюють контрзаходів. Збільшення обсягів інвестицій чи зростання заробітних плат однаковою мірою відображають те, яким є ставлення до сировинної ренти в рамках даного політичного режиму. Намагання її швидко конвертувати в соціальний добробут або ж перерозподілити на користь хижачьких еліт (predatory elites) є ключовим елементом механіки інфляційного прискорення в умовах сировинного буму. Те, чому відсутність контрциклічної політики є проявом хижачького ставлення до ренти, впливає з того, що розуміння темпоральної обмеженості позитивного цінового шоку (навіть якщо він доволі персистентний) повинно спиратися на досвід, що є загальною інформацією. Іншими словами, цикл цінових коливань не є предметом асиметрії інформації між органами макроекономічної політики та кимось іще. Аналогічна картина має місце в умовах обвалу цін на сировину. Пристосування до нових рівноважних умов потребує корекції споживання та інвестицій. Причому не виключено, що необхідна одночасна корекція шляхом зниження реальних зарплат і збільшення обсягів інвес-

тицій. Однак подібні зміни в економіці наражаються на політико-економічні обмеження.

Їх зміст можна охарактеризувати таким чином. Якщо за даного політичного режиму має місце певний статус-кво щодо доступу до ренти, то пристосування економіки до нових рівноважних умов може його похитнути. Внаслідок цього ті, чий добробут знижуватиметься, можуть сформувати альтернативний альянс, який допоможе зацікавленим групам перекласти тягар пристосування до нових рівноважних умов на інших. В обох випадках вища інфляція в багатій на ресурси країні може виступити проявом боротьби за ренти і нестійкості політичного режиму, якому не вистачає ресурсів для монополізації доступу до ренти і перетворення цінової стабільності у благо, за допомогою якого оплачується лояльність громадян. Також характер доступу до ренти і відповідна стійкість політичного режиму визначатимуть те, як перерозподілятимуться вигоди/тягар пристосування до нових рівноважних умов, якщо цінову стабільність винести за дужки. За наявності достатніх можливостей гарантувати політично прийнятну форму такого перерозподілу політичні агенти не будуть зацікавлені у використанні проінфляційної політики для процесу захоплення ренти. Якщо ж таких можливостей обмаль, проінфляційна політика може повернутися в периметр доступних інструментів перерозподілу втрат/вигод від коливань цін на сировину.

У таблиці В1 в додатку В демонструється, якими можуть бути монетарні прояви коливань цін на сировину в розрізі політичних режимів. Припускається, що характер розподілу ренти не тільки визначає модальність протиставлення “демократія – автократія”. В обох випадках боротьба за ренти і спосіб впливу такої боротьби на якість інститутів призводитиме до відмінних макроекономічних результатів. Тому таке протиставлення потребує розширення. Демократії можна поділити на слабкі, в яких спостерігається конкуренція за доступ до ренти, а соціальний популізм є одним з інструментів цього, та сильні, в яких сировинна рента ізольована (хоча б якоюсь мірою) від поточного політичного процесу і розподіляється відповідно до певного соціального оптимуму. Автократії можна поділити на експропріаторські (визискуючі), в яких монополізація доступу до ренти означає контроль над іншими соціально-економічними та політичними процесами, що супроводжується посиленням тиском на політико-економічних конкурентів, та на обачні, де монополізація ренти є способом усунення політичного тиску в бік її марнування, що супроводжується певною конвертацією такої ренти в соціальний добробут як плату за лояльність.

Якщо залишитися виключно на макроекономічних позиціях, то питання зв'язку між коливаннями цін на сировину і внутрішньою інфляцією можна звести до питання оптимальної реакції на шок умов торгівлі. Позитивний шок матиме експансіоністські ефекти, а негативний – рестрикційні. Якщо цінова стабільність сама по собі є ціллю політики, то в обох випадках реакція на ті чи інші ефекти є питанням доступного простору політики або ж прийнятним вибором з-поміж альтернатив (trade-off). Масштаб сировинного багатства і відповідно масштаб уразливості економіки до коливання цін на сировину, швидше, матимуть значення для набору інструментів мікс-політики, ніж для інфляції самої по собі. Із цього впливає, що як тільки цінова стабільність стає ціллю політики, масштаб сировинного

багатства стає драйвером пошуку оптимальної комбінації макроекономічних інструментів, які б давали змогу підтримувати таку стабільність і не призводили до додаткових макроекономічних коливань. Тим не менше навіть у такому формулюванні підтримання цінової стабільності може не виглядати виключно технічним, урахувуючи характер шоків, відмінний вплив цін на сировину на потенційний ВВП, чутливість інфляції та циклічної позиції економіки, преференції центробанку тощо. Іншими словами, проблема сировинного багатства може звестися до типової дилеми таргетера інфляції – як реагувати на шок пропозиції?

Однак беручи до уваги, що в багатих на ресурси країнах цінові шоки мають ознаки і шоків із боку пропозиції, і шоків із боку попиту, ситуація ускладнюється (De Gregorio, 2012). Наприклад, енергоекспортер та експортер аграрної продукції навіть за однакової структури індексу споживчих цін можуть опинитись у відмінних умовах щодо поведінки споживчих цін, особливо якщо взяти до уваги, що такі експортери є країнами із середніми чи низькими доходами. Також проблемою є визначення часу, коли відсутність реакції на позитивний сировинний шок втратить свою оптимальність у силу перетворення шоку пропозиції на шок попиту.

Таргетування інфляції в цьому контексті може привнести цілий ряд позитивних моментів, оскільки передбачає “заякорення” інфляційних очікувань, що повинно допомогти знизити чутливість реакції кінцевих цін на інфляційні збудники, підключити котрциклічну поведінку валютного курсу, обмежити політично вмотивовану дискреційність центробанку тощо. Незважаючи на ряд даних позитивних моментів, критика інфляційного таргетування (Frankel et al., 2008; Frankel, 2010) спирається на ідею, що стабілізація інфляції та її підтримання в навколоцільовій зоні є діями, протилежними щодо компенсації шоку умов торгівлі. Значна роль валютного курсу у визначенні траєкторії потенційного ВВП також розглядається як перешкода для інфляційного таргетування, побудованого на принципах курсового плавання. Однак функціонування даного монетарного режиму на принципах forward-looking не робить його тотожним іншим монетарним режимам, унаслідок чого в економіку привносяться додаткові стабілізуючі елементи, які, за великим рахунком, не повинні впливати зі структури експорту, навіть якщо остання накладає додаткові обмеження на оптимальну поведінку валютного курсу. Перманентне сигналізування економічним агентам про те, що у випадку інтенсивнішого переключення витрат на кінцевих споживачів вони постануть перед обмеженнями з боку попиту через вищі процентні ставки, є вкрай важливим елементом формування спільного знаменника шоків пропозиції та шоків попиту в багатій на ресурси країні. В такій інтерпретації шоки умов торгівлі зближуються із шоками найбільш волатильних компонентів індексу споживчих цін. Амплітуда останніх, зумовлена фактом масштабу сировинного багатства, як уже зазначалось, є драйвером складнішого набору інструментів мікс-політики саме для того, щоб не провокувати центробанк спорадично погіршувати альтернативність між варіацією інфляції та варіацією зростання ВВП в разі, коли сировинний шок є персистентним. Саме в такому контексті варто сприймати зв'язок між сировинним багатством та вибором монетарного режиму.

4. СИРОВИННЕ БАГАТСТВО ТА ХРОНОЛОГІЯ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ: ЕМПІРИЧНИЙ ПОГЛЯД

У світлі важливості політико-економічних факторів забезпечення цінової стабільності в економіці із сировинною рентою, а також уразливості до шоків умов торгівлі виникає питання про те, наскільки підтверджується гіпотеза про роль структурних характеристик країни під час переходу до інфляційного таргетування. Наприклад, Ismailov et al. (2016) та Schmidt-Hebbel and Carrasco (2016) стверджують, що здебільшого запобіжники швидшого переходу до таргетування інфляції мають місце у випадку значного державного боргу (ризик збереження фіскального домінування), високої та волатильної інфляції (ризик браку довіри до центробанку, що потенційно збільшує втрати від дезінфляції), доларизації (ризик значних балансових ефектів коливання валютного курсу тощо), технічної неготовності центробанку (ризик операційного рівня політики та методології макропрогнозування). Фактор структури експорту не згадується. Тому тим цікавіше те, чи є такий фактор передумовою чи то швидшого переходу до таргетування інфляції (з огляду на його потенційну контрциклічність), чи то пізнішого переходу (з огляду на його потенційно негативний вплив на здатність підтримувати цінову стабільність).

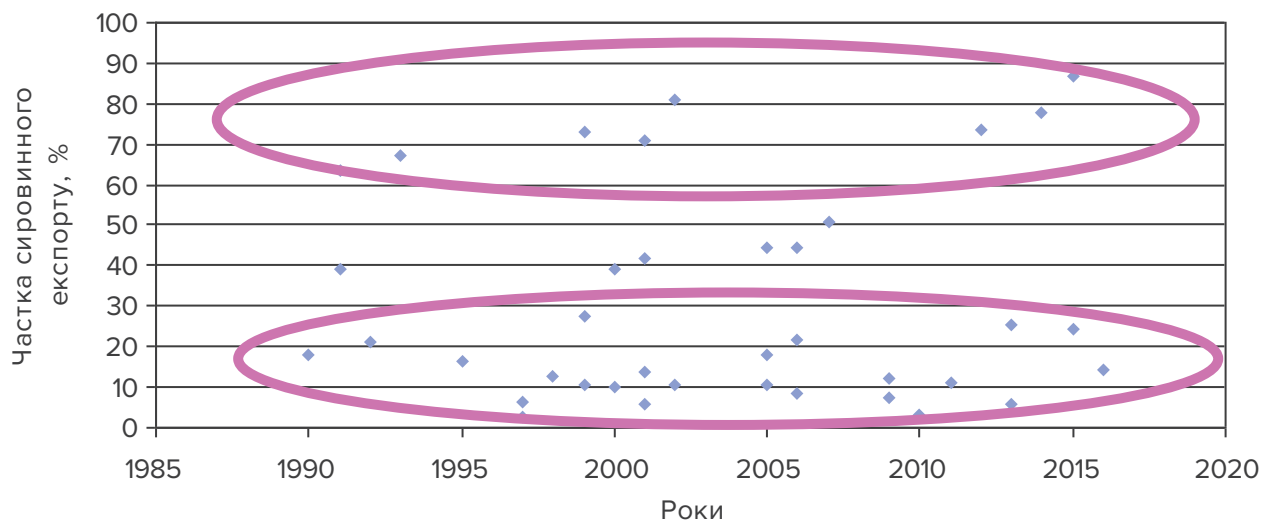
Графічні моделі дають змогу побачити характер зв'язку між індикаторами сировинного багатства (усі три показники з World Bank's World Development Indicators) та хронологією переходу країн до інфляційного таргетування (відповідно до даних Central Banks News) (див. графіки 1–3).

Як бачимо на графіках 1–3, не існує пересторог щодо того, що таргетування інфляції запроваджується здебільшого країнами без сировинного багатства. Однак варто зазначити, що у зв'язку між сировинним багатством та хронологією переходу до інфляційного таргетування можна побачити окремі неоднозначні паттерни.

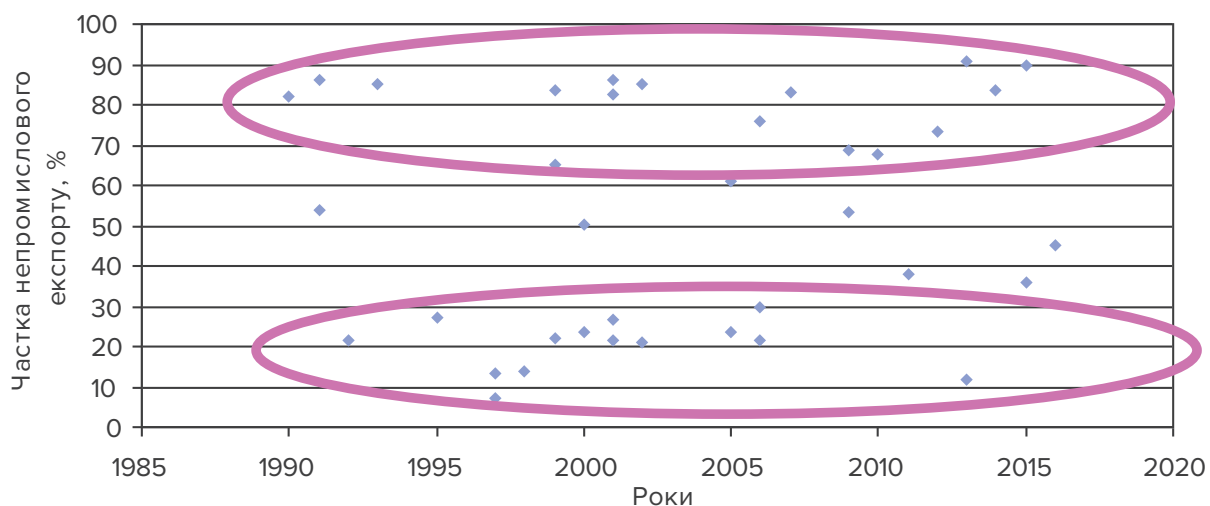
По-перше, на всіх трьох графіках спостерігається відносно чіткий поділ на країни з вищим і нижчим рівнем сировинного багатства.

По-друге, можна побачити, що кількість країн із більшим і меншим ресурсним багатством розподілені з незначною перевагою на користь других. Це найбільш характерно для третього графіка (величина загальної ресурсної ренти у відсотках до ВВП), але найменше – для другого, де індикатором фігурує непромисловий експорт. Останнє особливо важливе, оскільки свідчить про те, що структура експорту не є запобіжником щодо швидшого переходу до інфляційного таргетування. Це важливо також із тих міркувань, що даний показник демонструє: цей монетарний режим запроваджують країни, значна частка в експорті яких належить аграрній продукції. З огляду на композицію індексу споживчих цін у країнах із середніми доходами вразливість до коливання цін на аграрну продукцію не виглядає суттєвою пересторогою щодо інфляційного таргетування.

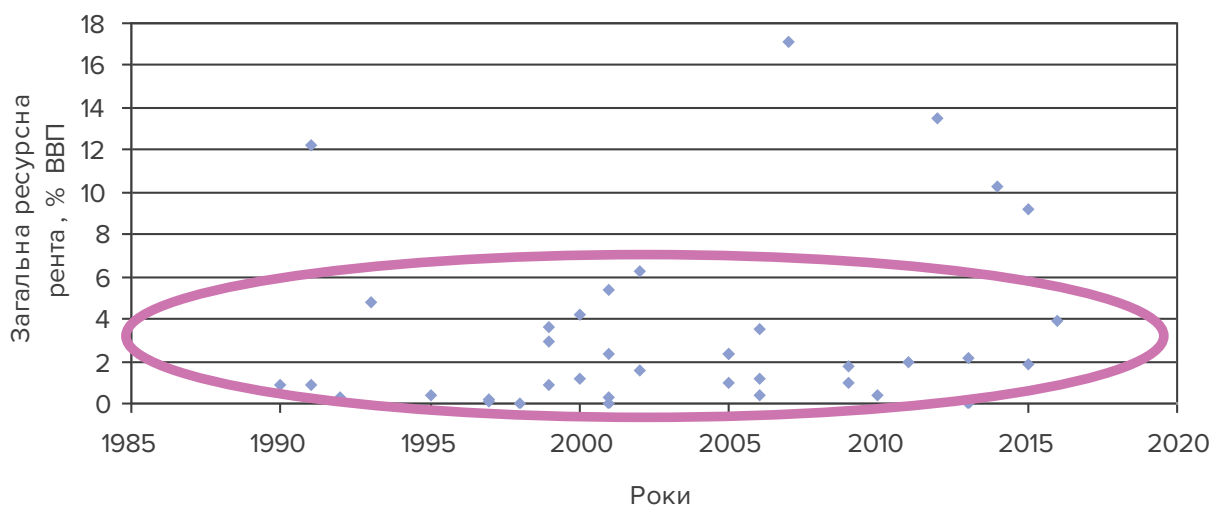
Графік 1. Частка сировинного експорту і рік запровадження таргетування інфляції



Графік 2. Частка непромислового експорту і рік запровадження таргетування інфляції



Графік 3. Ресурсна рента і рік запровадження інфляції



Тобто навіть якщо досягнення цілі може бути під серйозною загрозою внаслідок того, що для експортерів аграрної продукції зниження врожаю еквівалентне негативному шоку пропозиції, це не є перешкодою для переходу до даного монетарного режиму. Можна припустити, що головним є те, як центробанк трансформує операційний каркас і здійснює систематичну політику із “заякорення” очікувань. Також важливою є трансформація інститутів у напрямі поліпшення алокації ресурсів.

По-третє, у випадку значного сировинного багатства вірогіднішим є пізніший перехід до інфляційного таргетування. Це краще ілюструє графік 3. Однак в інших двох випадках країни відносно рівномірно розподілені в часі щодо зв'язку між ресурсним багатством та часом запровадження даного монетарного режиму. Різниця в характері індикаторів, використаних під час побудови графіків 1–2 та 3, саме покликана продемонструвати, що, швидше за все, інфляційне таргетування буде бажаним монетарним режимом там, де поряд з екстрактивним сектором присутні інші сектори, які підвищують економічну складність. Це також може означати, що наявність більш диверсифікованої економіки, навіть із яскраво вираженим сировинним сектором, затребує цінову стабільність більшою мірою, що цілком природно з огляду на вищий рівень інтенсивності господарських трансакцій та відповідно більшу значущість номінального якоря цінової стабільності.

По-четверте, пізніше запроваджують інфляційне таргетування країни, котрі не належать до розвинутих, тому, що розвинуті країни, багаті на ресурси, зробили це в перших рядах (Нова Зеландія, Канада, Австралія, Норвегія). При цьому Чилі, Мексика, Бразилія, Колумбія, Перу тощо є характерними прикладами того, що швидший перехід до даного режиму забезпечення цінової стабільності можливий і в країнах із середніми доходами. Пізніший перехід до інфляційного таргетування, з іншого боку, слід пов'язувати з тим, що ті чи інші країни порізному “дозрівають” до необхідності інструментального забезпечення цінової стабільності через даний монетарний режим. Для одних це може бути пов'язано з тим, що сировинне багатство конвертується в підвищення добробуту населення, заохочуючи фінансовий розвиток, а останній позначається на зростанні ролі потоків капіталу в забезпеченні макрофінансової стабільності. Інші можуть іти шляхом структурної перебудови та зниження залежності від екстрактивних секторів тощо.

5. ЕМПІРИЧНИЙ ВИМІР ЗАЛЕЖНОСТІ МІЖ ЦІНОВОЮ СТАБІЛЬНІСТЮ І СТРУКТУРНИМИ ХАРАКТЕРИСТИКАМИ БАГАТИХ НА РЕСУРСИ КРАЇН

За останній час декілька сильних цінових зламів на глобальних сировинних ринках дають змогу протестувати емпірично, наскільки інфляційна ситуація відрізняється в розрізі країн, які є таргетерами інфляції і в яких функціонує інший монетарний режим. При цьому важливо врахувати зв'язки між параметрами цінової стабільності і структурними характеристиками країн у розрізі поділу країн на дві зазначені групи. Це саме стосується

аналізу проблеми зумовленості самих структурних характеристик обох груп країн масштабом сировинного багатства.

Для емпіричного тестування згаданих зв'язків сформовано вибірку з 68 країн. 52 країни визначені МВФ як багаті на ресурси (IMF, 2015). Однак критерій МВФ щодо ідентифікації таких країн (35% сировини в структурі експорту за 1962–2014 рр. + чистий сировинний експорт становить не менше 5% валової зовнішньої торгівлі за цей же період) досить жорсткий. Крім того, ця вибірка не дала б змоги коректно визначити роль таргетування інфляції у забезпеченні цінової стабільності в країнах, багатих на ресурси. Для цілей нашого дослідження вибірку було збільшено за рахунок додавання 16 країн, обсяги експорту сировини в яких є значними. Це Домініканська Республіка, Тонга, Кабо-Верде, Фіджі, Уганда, Ірак, Вірменія, Україна, Мексика, ПАР, Австралія, Канада, Нова Зеландія, Ісландія, Норвегія. Період, який охоплює аналіз, – 1999–2017 рр. Як доводять Reinhart et al. (2017), період 1999–2016 рр. відображає хронологічно останній повний цикл сировинних цін. Його особливістю є те, що багаті на ресурси країни стали менш уразливими до дестабілізуючих наслідків потоків капіталу, засвідчуючи таким чином застосування інструментів контрциклічної політики.

Цінова стабільність аналізується в розрізі двох індикаторів: середнього рівня інфляції та стандартного відхилення за обраний період (дані IMF). Змінною сировинного багатства обрано значення непромислового експорту (World Bank's World Development Indicators), щоб врахувати значення аграрної продукції в структурі зовнішньої торгівлі країни і, відповідно, опосередковано взяти до уваги проблему зв'язків між продовольчими цінами, значною питомою вагою споживання продуктів харчування в країнах із середніми та низькими доходами, а також чутливість базової інфляції до шоків найбільш волатильних компонентів ІСЦ.

Індикаторами, що демонструють структурні характеристики країн, є:

- індекс фінансової глибини, розроблений Svirydenka (2016). Даний показник свідчить, наскільки економіка, будучи вразливою до шоків умов торгівлі, здатна обходитися без проінфляційних стимулів із боку центробанку завдяки тому, що частину шоку перебирає на себе фінансовий сектор. Також брак фінансового розвитку розглядається як структурна риса сировинних економік, яка обмежує їхню здатність до підтримання макроекономічної стабільності;

- індекс економічної складності (economic complexity index), що обраховується MIT (<https://atlas.media.mit.edu/en/rankings/country/eci/>). Використано середнє значення даного індексу за 1999–2016 рр. Припускається, чим більше домінує екстрактивний сектор, тим більшою мірою він обмежує можливості для розвитку альтернативних секторів, як це передбачають підходи “ресурсного прокляття” та “голландської хвороби”. Аналогічно чим менше диверсифікованою буде економіка (нижче значення даного індексу), тим більш інфляційними мали би бути наслідки циклу цін на сировину;

- GMT-індекс незалежності центральних банків. Згідно з літературою рівень незалежності центрбанків справляє вплив на додержання цінової стабільності. Однак важливіше те, що статус монетарних органів фактично означає вибір країни щодо інституціонального дизайну макроекономічної політики. А такий дизайн має визначати те, в який спосіб розподілятимуться втрати і вигоди від пристосування до зовнішніх шоків, які визначають конкретний грошовий вимір ресурсної ренти. Попри те, що багаті на ресурси країни тяжіють до низьких рівнів незалежності монетарних органів (Koziuk, 2016), цей індекс може виявитися важливим вододілом між групами країн;

- індекс демократії (democracy index). Цей показник позначає політичний режим. А від нього залежить характер розподілу сировинної ренти, а також якість інститутів економічної політики. Між ними не завжди простежується очевидний зв'язок. Сильні автократії можуть запровадити контрциклічні фіскальні буфери тому, що вони не зустрічають популістського опору з приводу марнування ренти, а слабкі демократії можуть виявитися нездатними до реалізації ефективної макроекономічної політики як через перманентний характер боротьби за ренту, так і через популізм. При цьому спосіб витрачання ренти може бути продиктований змагальністю за електоральну перевагу, внаслідок чого рента підсилює конкурентний популізм. Передбачити характер зв'язку між даною змінною і ціновою стабільністю буде складно.

Додаток А вміщує графічне зображення одержаних зв'язків. Як бачимо, поділ вибірки на країни-таргетери інфляції та країни, що обирають інший монетарний режим, є значущим. Практично в усіх випадках спостерігається якщо не протилежний характер напрямку зв'язку, то відмінності в його щільності або ж коефіцієнта еластичності. Одне слово, за інших рівних умов структурні характеристики взаємодіють з інфляцією у відмінний спосіб у розрізі двох груп. Так само це стосується зв'язку між показником сировинного багатства та рештою обраних індикаторів. Більш предметний аналіз дає змогу виділити ряд моментів.

По-перше, як середня інфляція, так і варіація інфляції перебувають у переконливому оберненому зв'язку з індексом фінансової глибини в обох групах країн. Це вказує на те, що розвиток фінансових ринків та доступність фінансування відіграють важливу роль у зменшенні затребуваності монетарного активізму в реакції на шоки. Також це може означати, що приплив іноземної валюти (чи то внаслідок позитивного шоку торгівлі, чи то завдяки припливу капіталів у відповідь на експансію сировинних цін) є більш проінфляційним там, де фінансові ринки менш глибокі. Однак таргетери інфляції характеризуються кращим співвідношенням між параметрами цінової стабільності і фінансовою глибиною (графіки А1–А4). Утім, їм же властивий і чіткіший обернений зв'язок. Це можна вважати наслідком їхнього перебування на вищому щаблі економічного розвитку в сукупності з неоднорідністю країн за критерієм фінансового розвитку, коли фінансова глибина вже є важливою в загальній інституціональній структурі економіки, але ще недостатньою для компенсації проінфляційних шоків.

По-друге, характер зв'язку між параметрами цінової стабільності й індексом економічної складності також

вказує на наявність часто згадуваних проінфляційних ризиків із боку реакції на шок у низькодиференційованій економіці (графіки А5–А8). Однак незважаючи на те, що напрям зв'язку тут такий самий, як і у випадку з фінансовою глибиною, щільність зв'язку значно нижча. Тобто не так брак диференціації економіки є проінфляційним чинником сам по собі, як брак фінансової глибини може знижувати здатність економіки пристосовуватися до шоків, наслідком яких є погіршення цінової стабільності. Як і в попередньому випадку, країни-таргетери інфляції демонструють кращий коефіцієнт еластичності зв'язку між обраними параметрами. Тобто, крім того, що у них рівень економічної складності вищий, її брак є менш проінфляційним чинником.

По-третє, зв'язок між статусом центрбанків та параметрами цінової стабільності різноспрямований у розрізі двох груп країн. У випадку країн з інфляційним таргетуванням слабкий зв'язок водночас має теоретично передбачуваний характер. У другому випадку зв'язок прямий (графіки А9–А12). Це можна пояснити тим, що перші функціонують у більш звичному інституціональному форматі і мають справу з традиційним набором проблем політико-економічного характеру. Водночас другі демонструють інший прояв інституціональних запобіжників інфляції, які можуть не асоціюватися з незалежністю центрбанків. У підсумку там, де вона вища, може мати місце і більш звична вразливість до політико-економічного тиску, а там, де вона нижча, – наявність інших інститутів макростабільності, наприклад, фондів суверенного багатства.

По-четверте, змінна сировинного багатства не кореспондує досить переконливо з параметрами цінової стабільності в обох групах країн. Проте спостерігаються певні відмінності. У випадку країн, центрбанки яких таргетують інфляцію, її середнє значення практично не перебуває у зв'язку з непромисловим експортом, але варіація інфляції – в оберненому зв'язку. Тоді як для інших країн характерний чіткіше виражений обернений зв'язок між змінною сировинного багатства та інфляцією, але прямий – із її варіацією (графіки Б1–Б4). Такі відмінності, швидше за все, можна пояснити відмінностями в обмеженнях, що накладаються на фіскальну політику.

З наведених даних бачимо, що в сукупності з набором структурних характеристик аналізованих країн структура експорту не виділяється з міркувань свого внеску у здатність центрбанків забезпечувати цінову стабільність. Попри певні відмінності в характері зв'язків між параметрами цінової стабільності і структурними змінними на користь таргетерів інфляції, в цілому структура експорту не повинна розглядатись як фатальний бар'єр на шляху до цінової стабільності в країнах, багатих на сировину.

Зі здійсненого нами аналізу випливає очевидний факт неоднорідності сировинних економік. Вони відрізняються з міркувань монетарного режиму. Крім цього, як уже зазначалося, фактор політичного режиму в сукупності з рівнем сировинного багатства розглядаються як важливі передумови можливого варіанта мікс-політики та її інституціонального формату в даних політико-економічних координатах. Для уточнення результатів попереднього аналізу було проведено групування 68 обраних країн за загальним критерієм політичного режиму (демократія vs автократія), а також за підкритеріями, що засвідчують режими макроекономічної політики. Тобто є вони тарге-

терами інфляції чи ні (вищенаведені результати аналізу передбачали просто групування за принципом таргетер vs нетаргетер), присутні фонди суверенного багатства в структурі їхнього макроекономічного режиму чи ні. Опосередковано такий підхід дає змогу емпірично верифікувати монетарні ефекти в розрізі теоретичного поділу політичних режимів у сировинних економіках, поданого в таблиці В1. Отримані результати наводяться в таблиці 1.

Результати групування, наведені в таблиці 1, дають змогу уточнити дані, представлені в додатку А, але підтвердити теоретичні припущення, викладені в таблиці В1. Можна зробити декілька ключових генералізацій. Демократії та автократії відрізняються з міркувань інфляційної ситуації, структурних характеристик та режиму макроекономічної політики. Для групи демократій (40 країн) параметри цінової стабільності видаються гранично гіршими за групу автократій (28 країн). Однак якщо виключити Венесуелу з вибірки із 40 країн, то ситуація змінюється. Група демократій у складі 39 країн демонструє кращий результат, ніж група автократій із 28 країн. При цьому для групи країн із демократичним режимом порівняно з візаві, яким притаманний автократичний стиль правління, простежується така закономірність: перші володіють меншим сировинним багатством, але надають перевагу гнучкішим курсам, більш незалежному центробанку, у них спостерігається вищий рівень фінансового розвитку, а економіка більш диверсифікована (це повністю збігається з результатами інших досліджень (Koziuk, 2016; Козюк, 2016). Такий результат можна однозначно трактувати на користь того, що нижчий рівень ресурсного багатства знижує вірогідність монополізації доступу до ренти, що в сукупності є певним стимулом для розвитку інститутів, які гарантують економічну диверсифікацію, та є поштовхом для фінансової системи. При цьому цінова стабільність підтримується більш незалежним центробанком, а пристосування до шоків здійснюється через канал обмінного курсу (принаймні частково, з огляду на факт гнучкіших курсових режимів). Водночас це не означає, що для цінової стабільності має значення виключно факт політичного режиму як детермінанта фінансової глибини й диверсифікованої економіки. Режим макроекономічної політики принципово важливий, і про це свідчать аналітичні групування. Водночас якісні характеристики кожного з політичних режимів не менш важливі для пояснення того, якому режиму макрополітики країна надасть перевагу. І це фундаментальна причина відмінностей у розрізі багатих на сировину країн.

По-перше, країни з демократичним режимом (без Венесуели) поступаються автократіям із фондами суверенного багатства з міркувань цінової стабільності та фінансової глибини, залишаючись із вищим рівнем незалежності центробанків, гнучкішими курсами та більш диверсифікованою економікою. Це свідчить про те, що роль фіскальної політики принципово важлива для підтримання цінової стабільності там, де ресурсне багатство значне. Але це ж не виключає, що режим монетарної політики менш значущий.

Відповідно, по-друге, країни з демократичним режимом, які диференціюються з критерієм запровадження/тривалості досвіду реалізації режиму інфляційного таргетування, відрізняються між собою аналогічно до того, як відрізняються між собою автократії з фондами суверенного багатства і без них. Серед групи демократій (15 країн) із тривалим досвідом таргетування інфляції най-

краща ситуація у сфері цінової стабільності порівняно з групою демократій (25 країн), які мають або незначний досвід інфляційного таргетування, або застосовують альтернативний монетарний режим. Це саме стосується групи країн, які є таргетерами інфляції, але не класифікуються як розвинуті (10 країн). Вони поступаються групі з 15 країн, але істотно перевершують за всіма показниками групу з 25 країн. Іншими словами, режим монетарної політики має значення. За будь-яких обставин факт тривалого таргетування інфляції в багатих на ресурси країнах однозначно кореспондує з більш незалежним центробанком, гнучкішими курсами, глибшою фінансовою системою, диверсифікованою економікою і вищим рівнем демократії. Щодо автократій, то їх поділ за критерієм наявності фондів суверенного багатства виявився досить показовим. Група країн із такими фондами (14 країн) значно випереджає групу без них (також 14 країн) за всіма показниками і навіть випереджає групу демократій без інфляційного таргетування/незначним досвідом його реалізації за показником індексу фінансової глибини. Це можна трактувати однозначно. Країни, що запроваджують фіскальні буфери, намагаючись протистояти деструктивним циклам сировинних цін, чим (принаймні частково) конвертують сировинне багатство в соціальний добробут. Також вони досягли певного зниження тиску щодо марнування ренти і не є відверто експропріаційними автократіями. Суттєві відмінності у фінансовій глибині та економічній диверсифікації вказують на це.

По-третє, і змагальний популізм, властивий слабким демократіям, і експропріаційний волюнтаризм, притаманний примітивним автократіям, однаково негативно впливають на цінову стабільність і пригнічують економічну диверсифікацію та фінансовий розвиток. Відрізняючись рівнем незалежності центробанків та ступенем гнучкості обмінних курсів (на користь перших), вони однаково вразливі до проінфляційних політико-економічних ризиків, швидше за все, безвідносно до факту сировинного багатства. Останнє, швидше, є ампліфікатором таких ризиків. Перші демонструють нижчу середню інфляцію за обраний період, але вищу її варіацію. Це може вказувати на присутність фактора політичного бізнес-циклу і його виразніше значення саме в демократіях порівняно з автократіями. При цьому слабка демократія, швидше за все, менш деструктивна для економічного та фінансового розвитку, ніж експропріаційна автократія, на що вказують відмінності щодо індексів фінансової глибини та економічної складності.

По-четверте, за рівнем інфляції таргетери інфляції з демократичним ладом не так уже й істотно поступаються більш розвинутим автократіям із фондами суверенного багатства (зокрема, три демократії з фондами суверенного багатства (Норвегія, Чилі, Тринідад і Тобаго) поліпшують інфляційний результат усіх країн із фондами суверенного багатства порівняно з виключно автократіями, в розпорядженні яких є фіскальні буфери), щоб можна було пожертвувати правами і свободами. Останні мають принципове значення для економічної диверсифікації та фінансового розвитку, навіть якщо і не гарантують цілковитий імунітет від проінфляційного популізму.

У ракурсі дослідницького фокусу статті дані таблиці В1 в додатку В ще раз підтверджують, що сировинне багатство не є перешкодою забезпечення цінової стабільності і таргетування інфляції може бути ефективним інструментальним вираженням цього.

Таблиця 1. Середні значення змінних у розрізі груп країн

	Індекс демократії	Інфляція, середня за 1999–2017 рр., %	Інфляція, стандартне відхилення, 1999–2017 рр.	Непромисловий експорт, %	Змінна режиму обмінного курсу*	GMT-індекс	Індекс фінансової глибини	Індекс економічної складності
Усі 68 країн	5.02	8.89	10.10	68.86	1.52	0.55	0.28	-0.67
Демократії, 40 країн	6.51	8.90	11.06	62.30	2.15	0.59	0.33	-0.41
Демократії без Венесуели, 39 країн	6.54	6.39	4.72	62.69	2.15	0.59	0.33	-0.41
Автократії, 28 країн	2.90	8.88	8.73	76.80	0.61	0.48	0.21	-1.03
Демократії без ІТ і з нетривалим досвідом ІТ (до 7 років), 25 країн	5.90	11.29	16.19	65.20	1.44	0.58	0.22	-0.63
Демократії з тривалим досвідом ІТ, 15 країн	7.52	4.91	2.51	60.15	3.33	0.62	0.51	-0.04
Демократії з тривалим досвідом ІТ, які не є розвинутими країнами, 10 країн	6.60	5.99	3.01	58.63	3.10	0.61	0.40	-0.15
Автократії з фондами суверенного багатства, 14 країн	3.00	4.54	4.07	80.10	0.57	0.50	0.30	-0.73
Автократії без фондів суверенного багатства, 14 країн	2.80	13.21	13.38	73.5	0.64	0.45	0.12	-1.33
Усі країни з фондами суверенного багатства, 17 країн	3.93	4.40	3.74	78.95	0.94	0.52	0.34	-0.61

Примітка 1. ІТ – інфляційне таргетування.

Примітка 2. Казахстан та Росія як країни з кількісними інфляційними цілями, але віднесені до автократій згідно з Democracy Index, в окрему групу не виділялись.

Примітка 3. * – Змінна, що квантифікує режим обмінного курсу. Дана змінна подана в діапазоні 0–4. Значення 0 присвоюється країнам, у яких згідно з класифікатором мають місце 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.

Примітка 4. Тільки три країни, віднесені згідно з Democracy Index до демократій, володіють фондом суверенного багатства (Норвегія, Чилі, Тринідад і Тобаго), тому в окрему групу вони не виділялись.

6. ВИСНОВКИ

Сировинні економіки в теоретичному плані розглядаються як особливо вразливі до шоків умов торгівлі, до яких згодом додалися шоки потоків капіталу. Традиційно дотримання цінової стабільності в них аналізується здебільшого під кутом зору допустимих коливань обмінного курсу або ж поєднання негнучких курсів із нагромадженням резервів та/чи створенням фондів суверенного багатства. Запровадження таргетування інфляції в багатьох країнах змінило уявлення про можливість даного монетарного режиму бути адресованим проциклічним викликам із боку коливання сировинних цін. Для найуспішніших країн – таргетерів інфляції сировинне багатство й асоційовані з ним шоки умов торгівлі дедалі більше досліджуються в контексті оптимальної реакції на шоки пропозиції, позбавляючи таким чином ресурсний фактор статусу особливого випадку ускладнень із забезпеченням цінової стабільності. Хоча і не заперечується, що такий фактор може суттєво ускладнювати макроекономічний менеджмент. Тим не менше в контексті досвіду переходу на інфляційне таргетування України саме сировинна структура експорту контрастно розглядається як виклик здатності центрбанку досягати інфляційних цілей.

Базовим теоретичним контраргументом, який висувається в даній статті, є те, що дотримання цінової стабільності суттєво залежить від розподілу сировинної ренти в рамках того чи іншого політичного режиму. Сировинний фактор не є викликом ціновій стабільності сам по собі, а є передумовою політичної боротьби за розподіл ренти, завдяки чому цінова стабільність або порушується в силу популістського зміщення політики (слабкі демократії), або підтримується як певний оптимальний вибір (сильні демократії), або забезпечується як елемент оплати лояльності громадян (обачні автократії, які обмежують марнування ренти), або порушується як наслідок поведінки хижацьких еліт (експропріаційні автократії).

Досвід інших країн, проаналізований у статті, свідчить, що наявність значних обсягів сировинних ресурсів не є проблемою для забезпечення цінової стабільності, зокрема шляхом проведення політики інфляційного таргетування.

Співвіднесення хронології переходу країн до таргетування інфляції з індикаторами їхнього ресурсного багатства загалом не вказує на те, що адептами даного монетарного режиму є країни з виключно низьким рівнем сировинної залежності. Так само немає чітких ознак того, що ресурсне багатство є передумовою пізнішого переходу на інфляційне таргетування.

Таргетери та нетаргетери інфляції відрізняються між собою з міркувань характеру зв'язку між параметрами цінової стабільності і структурними індикаторами. При цьому роль структури експорту не виглядає визначальною порівняно з фінансовою глибиною, економічною складністю, незалежністю центрбанків. Водночас таргетери інфляції мають значно кращу альтернативність (better trade-off) зв'язків у розрізі більшості аналізованих змінних.

Групування країн підтвердило, що сировинні економіки неоднорідні, тож у рамках потреб даного дослідження базовим критерієм розмежування виступив політичний режим (демократія vs автократія), а функціональним – факт/тривалість досвіду інфляційного таргетування (для демократій) та наявність фондів суверенного багатства (для автократій). Порівняння в розрізі груп однозначно вказують на те, що монетарний режим для перших та фіскальний режим для других є принциповими детермінантами цінової стабільності. При цьому перші засвідчують вищий рівень незалежності центрбанку, гнучкіший обмінний курс, диверсифікованішу економіку та розвинутішу фінансову систему. Режим обмінного курсу є важливим аспектом вибору того чи іншого варіанта. В першому випадку його гнучкість пов'язується з роллю компенсатора шоків та кореспондує з більш глибокою фінансовою системою. В другому випадку контрциклічні фіскальні буфери нівелюють тиск на нього шоків умов торгівлі, внаслідок чого він може бути менш гнучким.

Із наведених узагальнень випливає, що сировинне багатство саме по собі не є викликом ціновій стабільності чи пересторогою для запровадження інфляційного таргетування. Головним фактором тут виступає наявність політичного режиму, в рамках якого цінова стабільність не є компромісом у боротьбі за ренту. Завдяки цьому інструментальне забезпечення такої стабільності може бути ефективно реалізоване через монетарний режим інфляційного таргетування та/або фіскальний режим контрциклічних буферів.

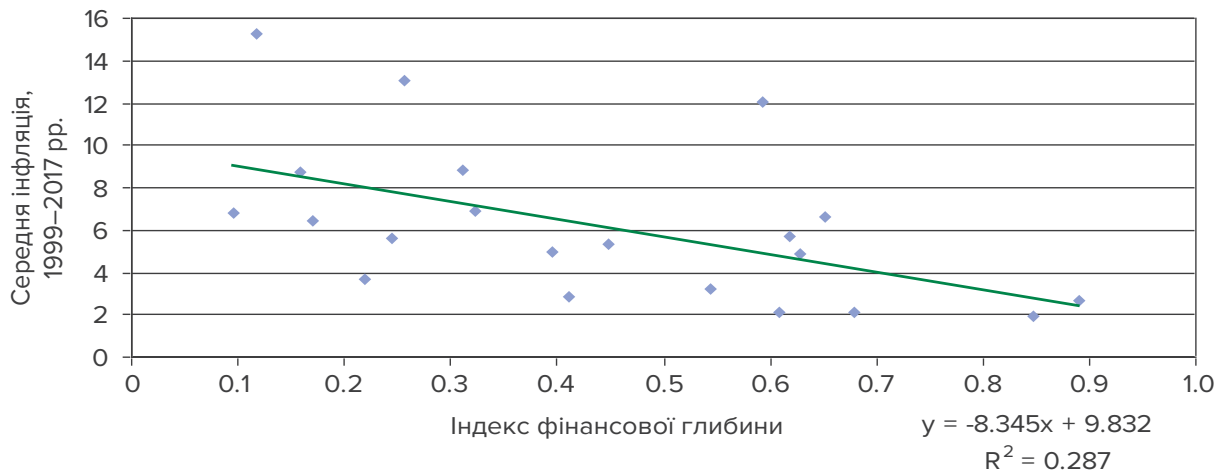
Проекція висновків цієї статті на вітчизняну специфіку демонструє, що для забезпечення цінової стабільності в Україні в умовах значної сировинної спрямованості економіки критично важливою є розбудова відповідних інститутів. У першу чергу йдеться про незалежний центральний банк з орієнтацією на досягнення цілей щодо цінової та фінансової стабільності. По-друге, це фіскальні правила та середньострокове бюджетне планування для мінімізації впливу дискреційних рішень уряду на макроекономічний розвиток.

ЛІТЕРАТУРА

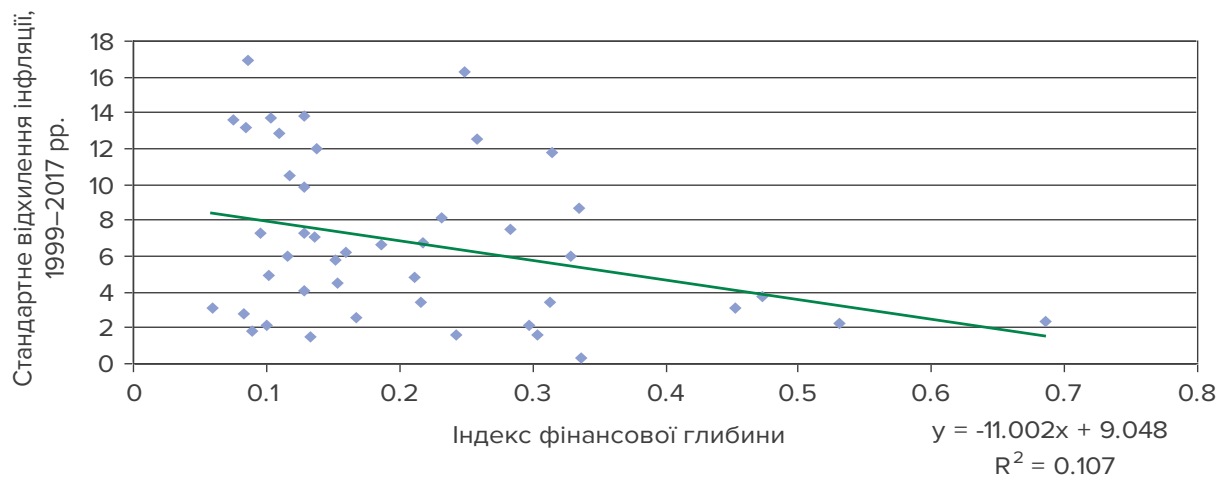
- Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. (2009). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. NBER Working Paper, No. 12117. Available at: <http://www.nber.org/papers/w12117>
- Airaudo M., Buffie E., Zanna L.-F. (2016). Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries. IMF Working Paper, No. 16/55, pp. 1-32.
- Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2008). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. NBER Working Paper, No. 14561.
- Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2011). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. World Development, Vol. 39, No. 5, pp. 712-724. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2010.11.005>
- Agenor P.-R., Pereira da Silva L. (2013). Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World. Banco Central do Brasil Working Papers, Sept., No. 324, pp. 1-113.
- Aliyev I. (2013). Procyclicality in Resource-Rich Countries. Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper, No. 1/2013, pp. 1-24.
- Aliyev R. (2012). Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. CERGE-EI Working Papers, No. 466, pp. 1-49.
- Aliyev R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. CERGE-EI Working Papers, No. 527, pp. 1-36.
- Auty R. (2001a). The Political Economy of Resource-driven Growth. European Economic Review. Vol. 45, No. 4-6, pp. 839-846.
- Auty R. (2001b). Resource Abundance and Economic Development. Oxford: Oxford University Press.
- Ball L. (1998). Policy Rules for Open Economies. NBER Working Paper, No. 6760.
- Corden M. (1982). Exchange Rate Policy and Resource Boom. Economic Record, Vol. 58, No. 1 pp. 18-31.
- Corden M., Neary P. (1982). Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy. Economic Journal, Vol. 92, No. 368, pp. 825-848. <https://doi.org/10.2307/2232670>
- 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, pp. 1-34.
- Frankel J., Smit B., Sturzenegger F. (2008). Fiscal and Monetary Policy in Commodity Based Economy. Economics of Transition, Vol. 16, No. 4, pp. 679-713.
- De 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, pp. 1-36.
- Heenan G., Peter M., Roger Sc. (2006). Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications. IMF Working Paper, No. WP/06/278.
- IMF (2012). Commodity Price Swings and Commodity Exporters. World Economic Outlook. October 2012, Chapter 4, pp. 125-169.
- IMF (2015). Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. World Economic Outlook. October 2015, Chapter 2, pp. 65-103.
- Ismailov Sh., Kakinaka M., Miyamoto H. (2016). Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence. North American Journal of Economics and Finance, Vol. 36, pp. 350-369. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.03.001>
- Lubik A., Schorheide F. (2007). Do Central Banks Respond to Exchange Rate Movements? A Structural Investigation. Journal of Monetary Economics. Vol. 54, No. 4, pp. 1069-1087.
- Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference. NBER Working Paper, No. 12876.
- Mohanty M., Klau M. (2004). Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence. BIS Working Paper, No. 149.
- Reinhart C., Reinhart V., Trebesch Ch. (2017). Capital Flow Cycles: A Long, Global View. Paper Presented at IMF Research Conference, pp. 1-83.
- Roger Sc. (2010). Inflation Targeting Turns 20. Finance and Development, Vol. 47, No. 1, pp. 46-49.
- Schmidt-Hebbel K., Carrasco M. (2016). The Past and Future of Inflation Targeting. Available at: www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016_XVIII_SemAnual_Metas_in_BCB/SMETASXVIII-%20Klaus%Schmidt.pdf
- Svirydzhenka K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper, No. 16/5, pp. 1-42.
- Wills S., van der Ploeg R. (2014). Why Do So Many Oil Exporters Peg Their Currency? Foreign Reserves As A De-facto Sovereign Wealth Fund. Paper Presented at the joint RES-SPR Conference on "Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries". IMF, Wash. DC. – Jan. 30-31, 2014.
- Kurronen S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. BOFIT Discussion Papers, No. 6, pp. 1-35.
- Koziuk V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. Visnyk of the National Bank of Ukraine, No. 235 pp. 6-25. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.235.006>
- Козюк В. (2016). Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках. Економічна теорія, № 3, с. 82-102.

ДОДАТОК А

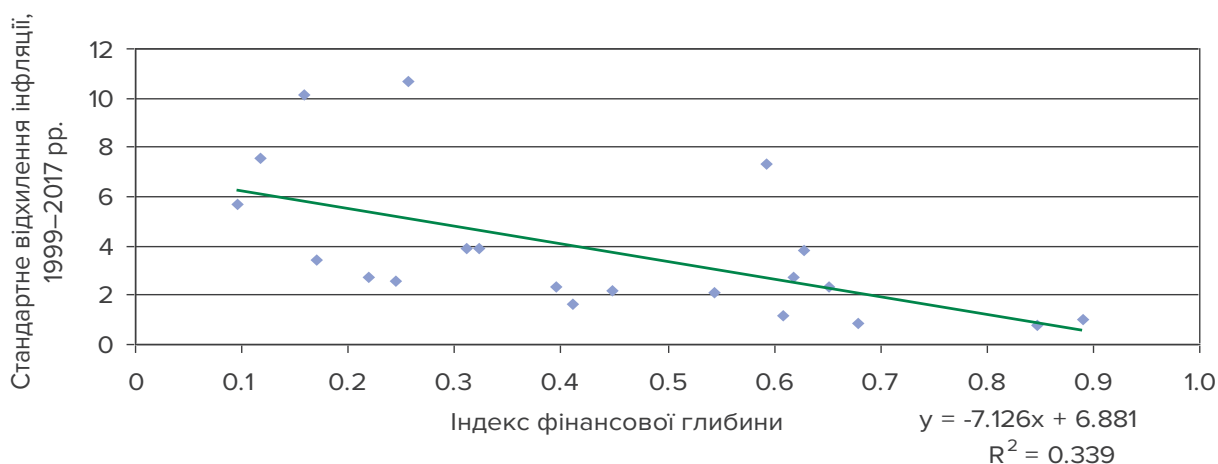
Графік А1. Інфляція та фінансова глибина в країнах, що таргетують інфляцію



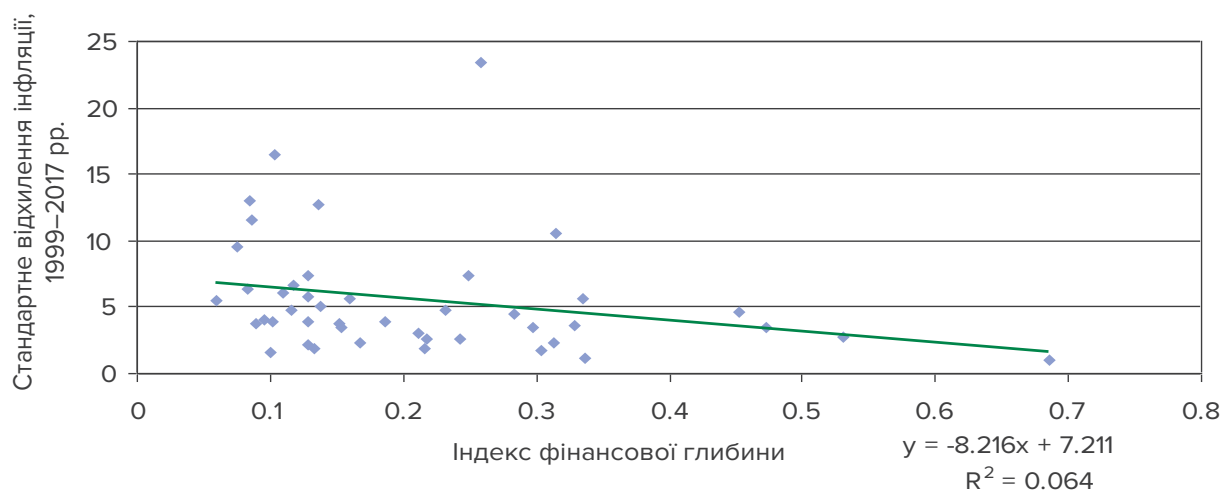
Графік А2. Інфляція та фінансова глибина в країнах, що не таргетують інфляцію



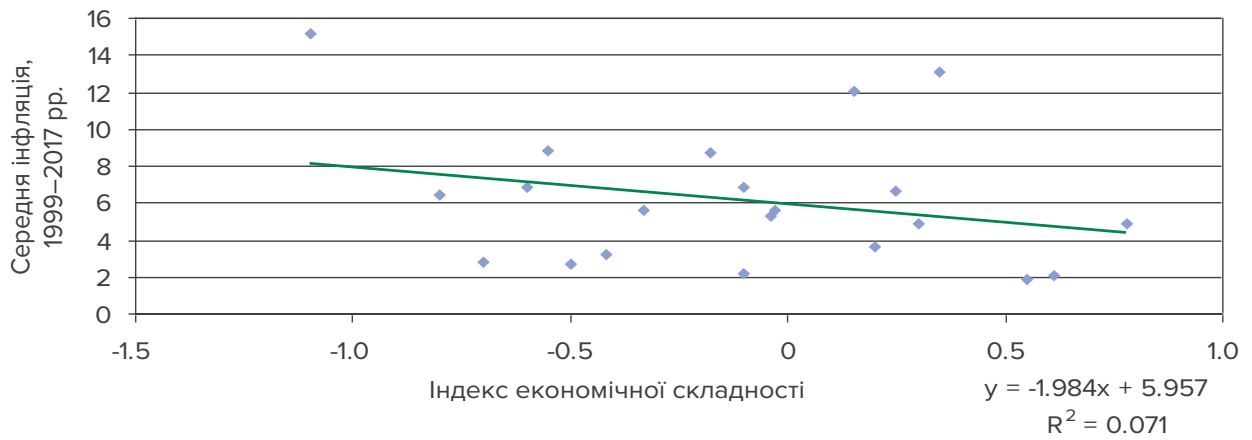
Графік А3. Фінансова глибина і варіація інфляції в країнах, що таргетують інфляцію



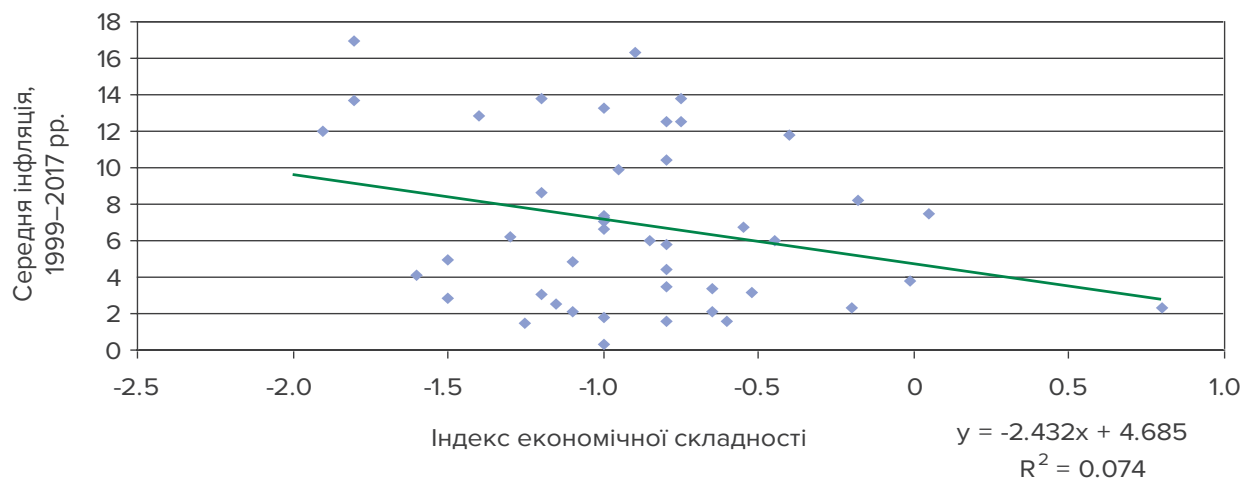
Графік А4. Варіація інфляції та фінансова глибина в країнах, що не таргетують інфляцію



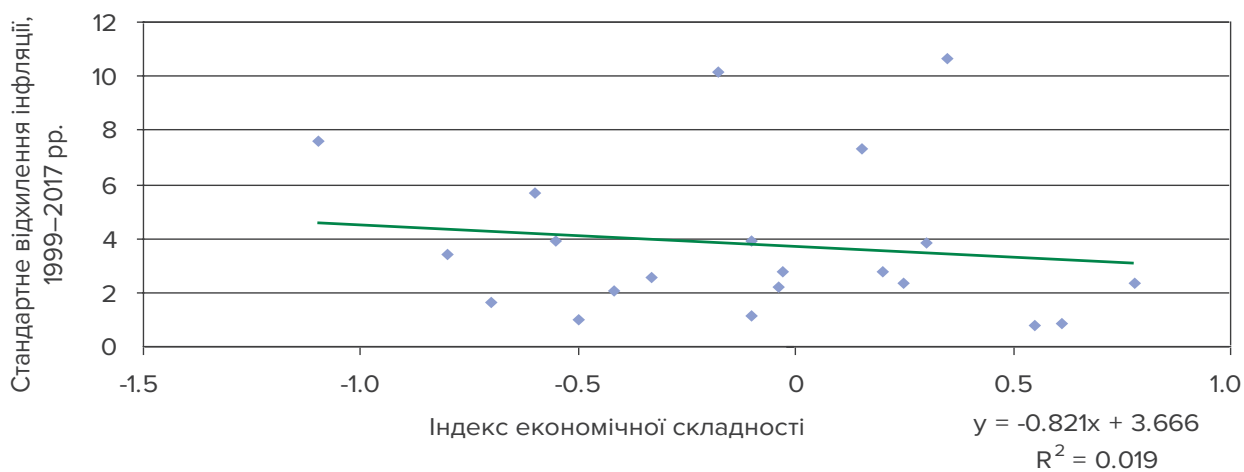
Графік А5. Інфляція та економічна складність у країнах, що таргетують інфляцію



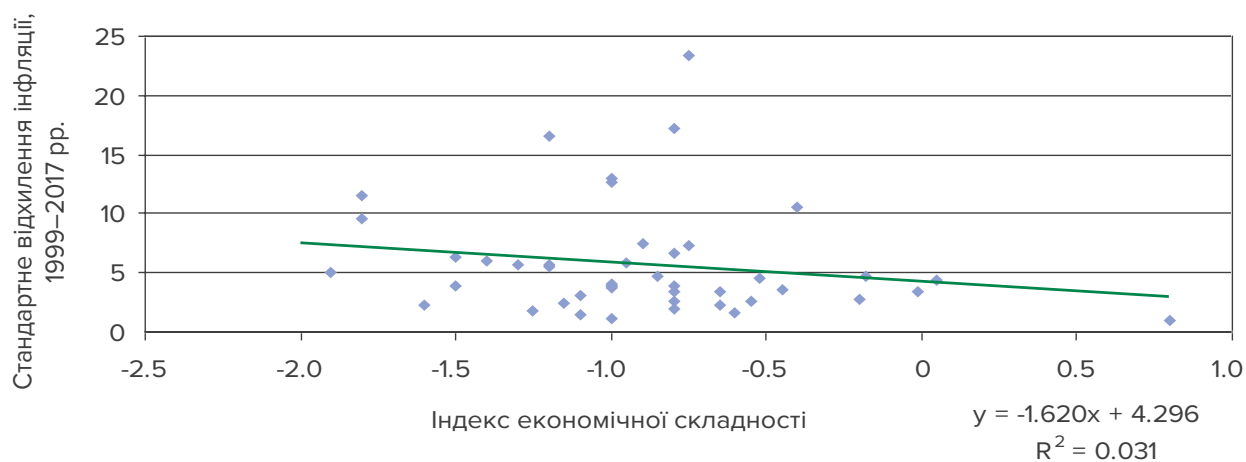
Графік А6. Інфляція та економічна складність у країнах, що не таргетують інфляцію



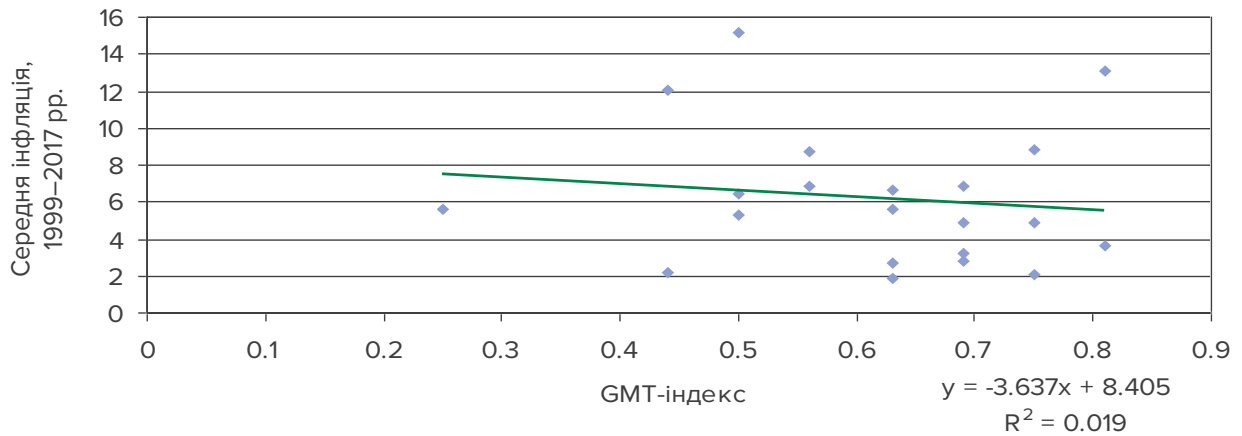
Графік А7. Варіація інфляції та економічна складність у країнах, що таргетують інфляцію



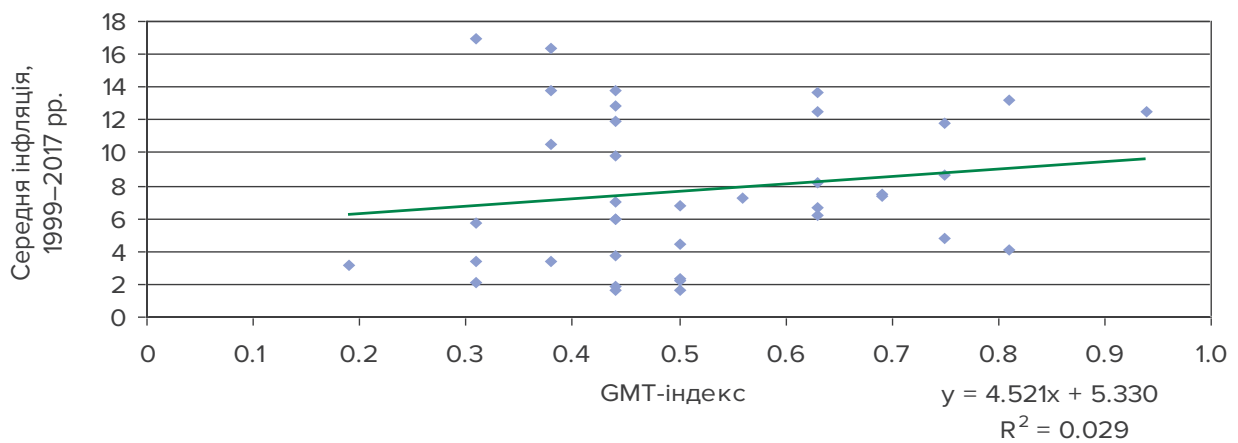
Графік А8. Варіація інфляції та економічна складність у країнах, що не таргетують інфляцію



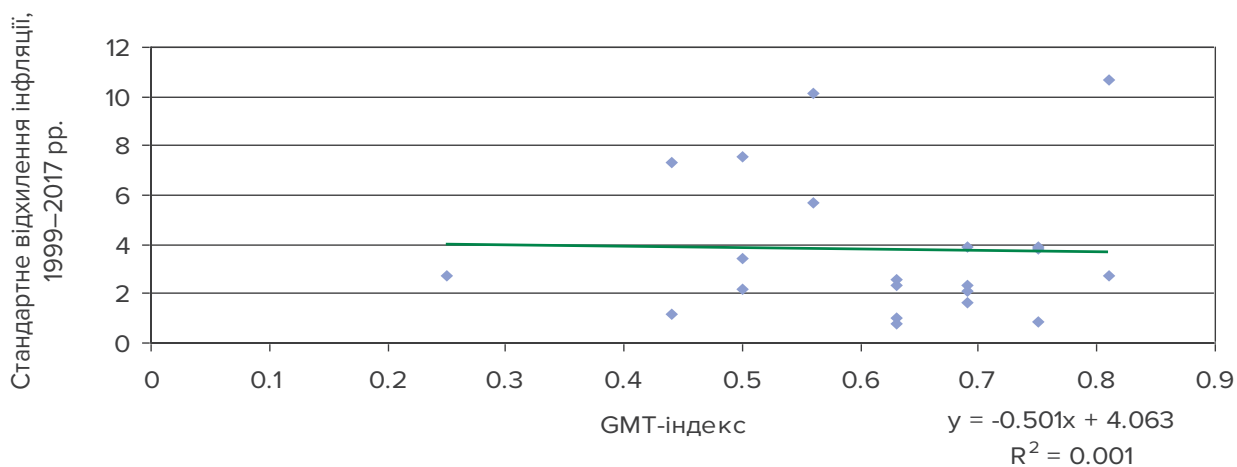
Графік А9. Інфляція та незалежність центробанків у країнах, що таргетують інфляцію



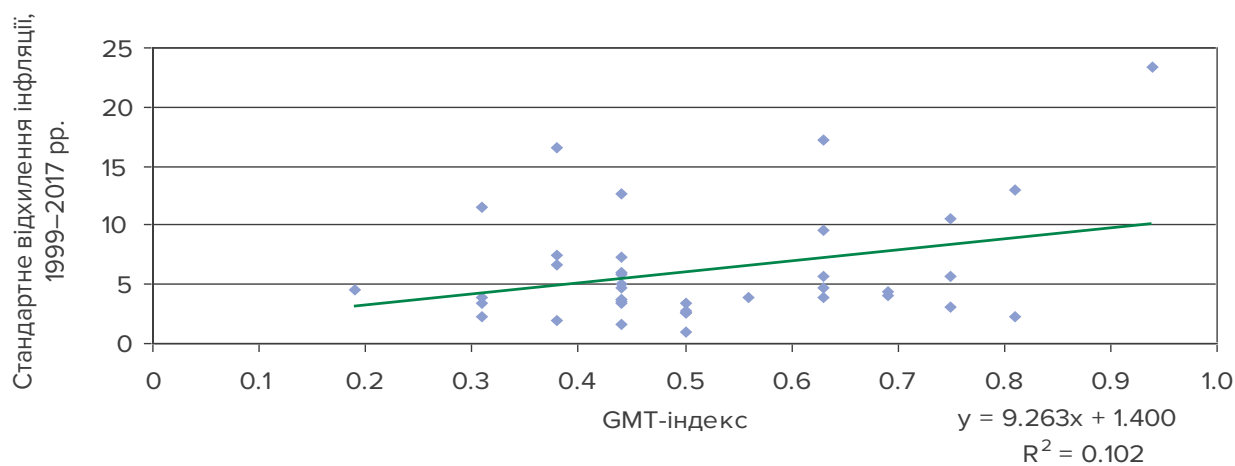
Графік А10. Інфляція та незалежність центробанків у країнах, що не таргетують інфляцію



Графік А11. Варіація інфляції та незалежність центробанків у країнах, що таргетують інфляцію

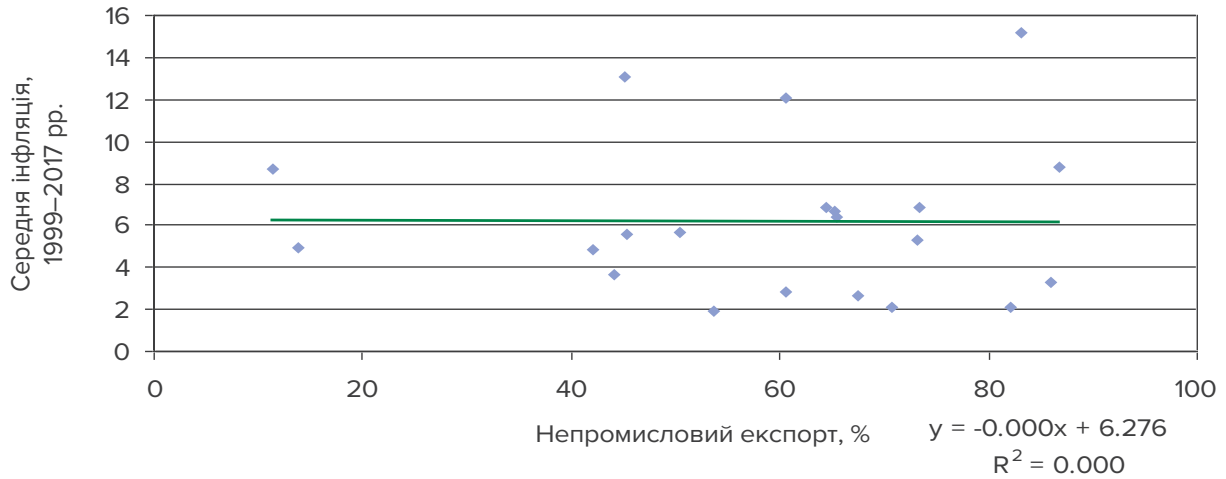


Графік А12. Варіація інфляції та незалежність центробанків у країнах, що не таргетують інфляцію

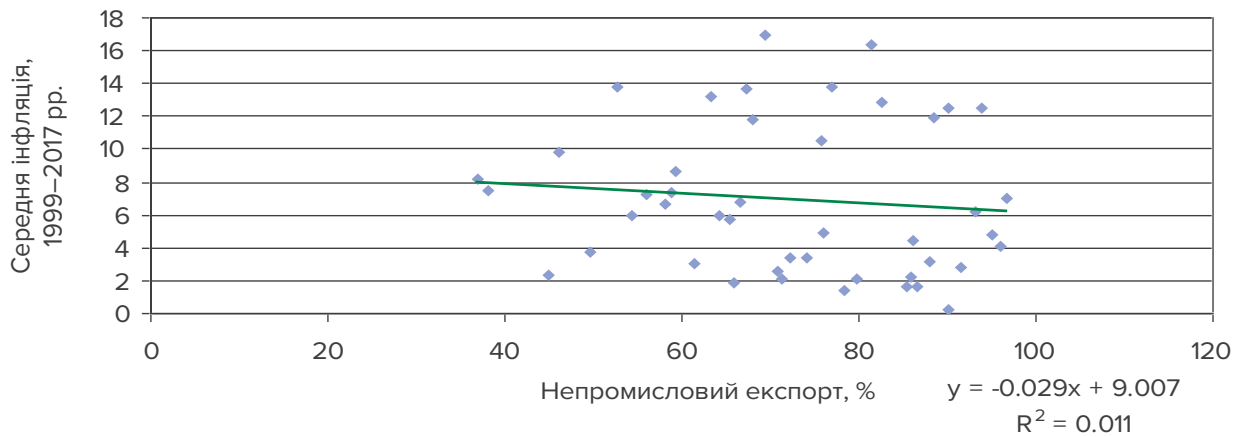


ДОДАТОК Б

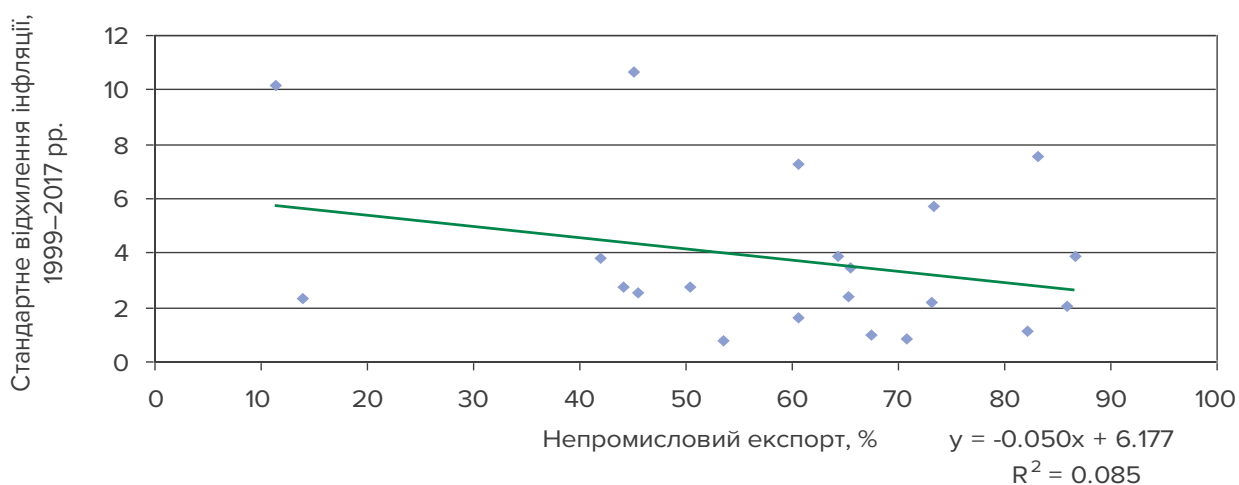
Графік Б1. Інфляція та сировинне багатство в країнах з інфляційним таргетуванням



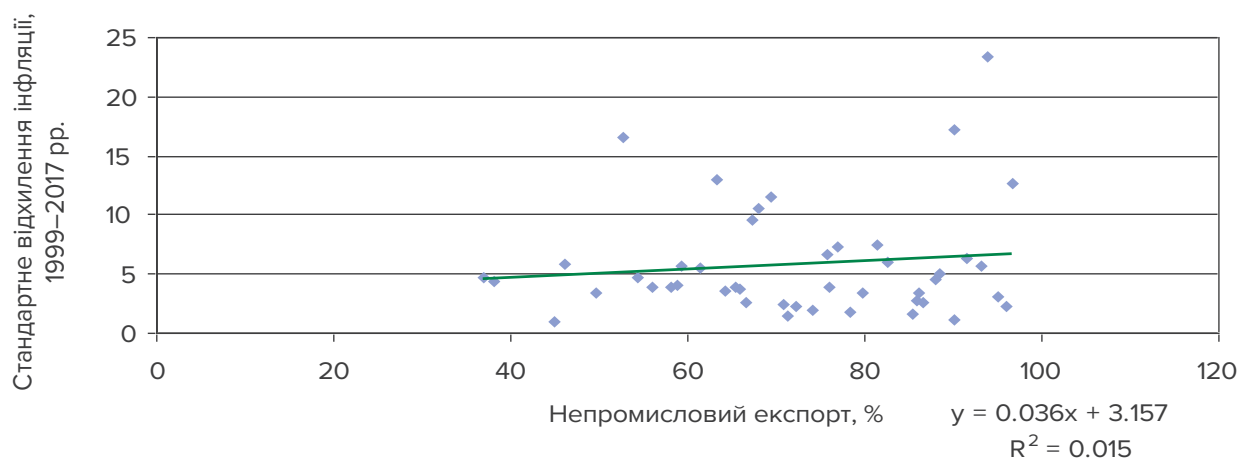
Графік Б2. Сировинне багатство та інфляція в країнах, які не таргетують інфляцію (без Венесуели та Анголи)



Графік Б3. Сировинне багатство та варіація інфляції в країнах – таргетерах інфляції, 1999–2017 рр.



Графік Б4. Сировинне багатство та варіація інфляції в країнах, які не таргетують інфляцію (без Венесуели та Анголи)



ДОДАТОК В

Таблиця В1. Монетарні ефекти сировинного циклу в розрізі політичних режимів

	Демократії		Автократії	
	Слабкі	Сильні	Експропріаторські	Обачні
Приклади	Україна, країни Латинської Америки до 2000-х років, Венесуела	Норвегія, Нова Зеландія, Австралія	Ангола, Судан, Сирія, Іран	ОАЕ, Саудівська Аравія
Загальна характеристика	Конкуренція за доступ до ренти. Встановлення такого контролю є нестійким. Соціальний популізм живиться завдяки тимчасово захопленій ренті і є способом продовження такого контролю	Формуються політичні інститути, які дають змогу знизити вплив ренти на поточний політичний процес, а її розподіл відбувається в межах певного соціального оптимуму	Захоплена рента розглядається і як джерело самозбагачення, і як джерело політичного домінування з метою усунення конкурентів	Політичний режим допомагає усунути ризик марнування ренти і ліквідувати витрати переговорів. Монополізована рента розподіляється для підтримання певного соціального добробуту як оплати лояльності
Схильність до пошуку оптимальної мікс-політики для нейтралізації впливу коливання сировинних цін	Слабка або відсутня. Обмеження дискреційності кожним із конкурентів розглядатиметься як потенційне звуження можливостей під час здобуття влади	Сформована або формується. Мікс-політика дає змогу знизити вразливість соціального добробуту до негативних макрофінансових наслідків сировинного циклу	Відсутня. Обмеження дискреційності несумісні із самим принципом конвертації ренти у самозбагачення	Сформована або формується. Мікс-політика дає змогу здійснювати нагромадження, які зменшують вразливість до шоків і в такий спосіб є певною гарантією соціального добробуту
Політичний фактор макронестабільності	Сильний	Слабкий	Потенційно сильний	Слабкий або мізерний
Монетарні ефекти на фазі буму сировинних цін	Прискорення інфляції, оскільки розширюється номінальна база соціального популізму. Завищення реальної вартості обмінного курсу та зовнішніх зобов'язань	Прискорення інфляції можливе. Але сукупність інструментів мікс-політики стримують проциклічні ефекти зростання сировинних цін	Прискорення інфляції та зростання зовнішньої заборгованості, оскільки з'являється можливість розширення бази для визискування	Прискорення інфляції можливе. Але сукупність інструментів мікс-політики стримують проциклічні ефекти зростання сировинних цін. Однак контроль за бюджетними переговорами розширює можливості підтримання профіциту поточного рахунку

Таблиця В1. Монетарні ефекти сировинного циклу в розрізі політичних режимів (продовження)

	Демократії		Автократії	
	Слабкі	Сильні	Експропріаторські	Обачні
Базова лінія тиску на центробанк (на фазі зростання цін на сировину)	У бік блокування контрциклічних рішень	Не вважається прийнятним	У бік заохочення проциклічності	Контрциклічні рішення дозуються в контексті функціонування інструментів нагромадження зовнішніх активів
Монетарні ефекти на фазі падіння цін на сировину	Прискорення інфляції через падіння обмінного курсу та фіскальне домінування, що активізується на тлі втрати економікою “сировинного допінгу”	Можливе певне сповільнення інфляції через рецесію, але зниження курсу може посилити певний інфляційний тиск у разі сильних ефектів переносу	Прискорення інфляції та девальвації з огляду на слабкість економіки та її нездатність пристосовуватися до шоків	Баланс між інфляцією, девальвацією, втратою зовнішніх активів та фіскальною експансією для збереження певного політичного та соціального статусу-кво в процесі пристосування до шоків
Базова лінія тиску на центробанк (на фазі падіння цін на сировину)	У бік підтримки заходів зі стимулювання економіки. Проциклічний прояв соціального популізму	Не вважається прийнятним	У бік стимулювання економіки для відновлення попередніх масштабів визискування	Стимули дозуються в контексті оптимізації траєкторії зниження зовнішніх активів
Наслідки для інфляції	Висока і нестабільна	Низька з низькою волатильністю	Висока і нестабільна	Низька з низькою волатильністю
Набір варіантів мікс-політики	Від фіксованого курсу до формально незалежного центробанку. Дискреційна фіскальна політика	Цінова стабільність (таргетування інфляції), гнучкі курси, фіскальні правила (+ фіскальні буфери)	Проміжні курсові режими, низька незалежність центробанку, дискреційна фіскальна політика	Цінова стабільність досягається через обмежені курсові коливання та контрциклічні фіскальні буфери і нагромадження зовнішніх активів