

**Віктор Козюк**

## **ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК, ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ ТА ПОЛІТИЧНІ РЕЖИМИ В СИРОВИННИХ ЕКОНОМІКАХ**

*Макроекономічні та інституційні викривлення в багатих на ресурси країнах потенційно мали би виступати стримуючим фактором фінансового розвитку, що відзначається в ряді емпіричних робіт. Однак, у статті показано, що за індексом фінансового розвитку такі країни перебувають на середньосвітовому рівні. Неоднорідність сировинних економік може бути поясненням цього. Зроблено припущення, що основою такої неоднорідності є поєднання політичного режиму та здатності до нагромадження валютних резервів як інституційного прояву характерних рис розподілу ресурсної ренти. Виявлено однозначний обернений зв'язок між рівнем демократії та ресурсним багатством. Доведено, що здатність нагромаджувати резерви є свідченням того, як інститути запобігають марнуванню ренти у випадку високого рівня ресурсного багатства. У випадку помірного чи незначного ресурсного багатства акцент має робитись на політиці сприяння фінансовому розвитку за рахунок підвищення якості інститутів, що в сукупності із більш гнучким курсом дозволить підтримувати макростабільність за нижчого рівня валютних резервів.*

*Ключові слова:* ресурсне багатство, сировинний експорт, політичний режим, валютні резерви, фінансовий розвиток, якість інститутів, монетарний режим, міжчасові заощадження.

*JEL:* E58, E59, O23, Q33.

Структурні зрушення у вітчизняній економіці не вселяють оптимізму з приводу зниження сировинної залежності. Очікуване посилення значення аграрного сектора в структурі виробництва та експорту, не викликаючи заперечень з приводу актуалізації глобальних конкурентних переваг України, проте виглядає альтернативою розвитку, заснованому на інноваціях у сферах діяльності з високою доданою вартістю. Ризик посилення сировинної спрямованості вітчизняної економіки кореспондує зі зламом тренду світових сировинних цін, що не гарантує можливостей швидкої конвертації "ресурсного добробуту" (від. англ. – resource wealth) в прискорене зростання та підвищення ВВП на душу населення. З іншого боку, сировинні економіки виділились в окремий клас макроекономічних та інституціональних досліджень, які наразі недостатньо представлені у вітчизняній літературі.

Висока вразливість країн, багатих на ресурси, до коливання світових цін ставить питання про те, якими повинні бути компенсатори високої волатильності сировинних ринків та реверсів у масштабних потоках капіталів, що супроводжують ресурсну залежність. Більш диверсифікована структура економіки є природним амортизатором екзогенних шоків, асоційо-

---

*Козюк Віктор Валерійович (victorkozyuk@rambler.ru), д-р екон. наук, проф.; завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету.*

ваних з глобальними ринками сировини. З іншого боку, така структура є продуктом часто ризикової економічної політики. Міжчасова макроекономічна політика розглядається як важлива інструментальна складова зниження чутливості внутрішніх економічних та соціальних процесів від шоків світових цін та шоків потоків капіталу. Поряд з цим розвинена фінансова система відіграє не менш важливу роль у пристосуванні до шоків та у створенні передумов для диверсифікації виробництва.

Фінансовий розвиток (від англ. – financial development), будучи принциповою умовою зниження макроекономічної волатильності, адаптивності та диверсифікації, детермінується складним набором інституційних факторів. Сировинні економіки через специфіку боротьби за ренту демонструють інституційні викривлення, які можна охарактеризувати не просто як девіації, а значущі передумови формування того чи іншого набору інститутів, що в підсумку визначають типологічну ознаку політичного режиму. У світлі того, що фінансовий розвиток є похідною макроекономічних та інституціональних процесів, а останні – відбиттям взаємодії між ресурсним багатством та політичним режимом, який визначає спосіб доступу до ренти, її розподіл та коло бенефіціарів, виникає питання про те, як поєднуються компенсатори шоків у вигляді фінансової системи та нагромаджених валютних резервів з таким політичним режимом.

Важливість постановки питання у такий спосіб спирається на таке:

- фінансовий розвиток неможливий без гарантій прав власності, розвитку правової системи, що гарантує права позичальників та інвесторів;
- фінансовий розвиток вкрай чутливий до макроекономічної стабільності, яка у випадку сировинних економік не є продуктом стандартних рішень, її підтримання потребує застосування спеціальних інструментів міжчасової оптимізації, "санкціонування" чого напряму спирається на політичну модель розподілу ренти;
- інститути та політичний режим кристалізують те, у якій формі відбувається поєднання ресурсного багатства та соціального добробуту, внаслідок чого та чи інша макроекономічна політика або сприяє такому поєднанню, або перетворюється на передумову "ресурсного прокляття" (від англ. – resource curse);
- між компенсаторами екзогенних шоків, такими як розвиток фінансової системи та міжчасова макроекономічна політика, може бути конфлікт цілей (наприклад, фінансовий розвиток потребує стабільності цін, досягнення якої йде всупереч з фіксованим курсом, який дозволяє нагромаджувати резерви, але з іншого боку, нагромаджені значні резерви можуть виступати своєрідною страховкою для залучення зовнішніх приватних та суверенних позик, які, втім, не заохочують поглиблення внутрішньої фінансової системи та розширення доступу до фінансування тощо).

З огляду на те, що поглиблення фінансової системи може перебувати в зоні конфлікту зі способом реалізації монетарної політики, актуальним є аналіз взаємозв'язків між фінансовим розвитком, політичним режимом та спроможністю країни нагромаджувати резерви – як інструментальним виразом міжчасової макрополітики та ознакою "стриманості у витратах", без якої дефіцит платіжного балансу стає типовим виразом "хи-

жацького" ставлення до ресурсного багатства та "марнування ренти" на непродуктивне споживання так званих еліт. Основною гіпотезою, що висувається у статті, є наявність суттєвих відмінностей між багатими на ресурси країнами щодо характеристик політичного режиму в контексті спроможності нагромаджувати валютні резерви та створювати передумови для розвитку та поглиблення фінансової системи.

Огляд літератури з цього питання можна умовно поділити на декілька груп: роль валютних резервів та фінансової системи в компенсації зовнішніх шоків; інституційні спотворення в сировинних економіках, які результують у неспроможності нагромаджувати зовнішні активи, незважаючи на передумови для цього у вигляді позитивного шоку світових цін; базові детермінанти фінансового розвитку та дискусії довкола відносної важливості їх макроекономічних та інституційних складових; особливості фінансового розвитку в багатих на ресурси країнах.

Так, пристосування країни до зовнішніх шоків можливе за декількома каналами адаптації: гнучкий валютний курс та розвинена фінансова система, що через розподіл ризиків уможливорює доступ до фінансування; фіксований курс та зміна обсягу зовнішніх активів, завдяки яким відбувається як компенсація реверсу платіжного балансу, так і більш м'яка реакція фінансової системи на вплив капіталів, внаслідок чого резерви центробанку перетворюються на непрямий спосіб доступу до фінансування. Емпіричні дослідження достатньо чітко вказують на наявність альтернативності вказаних способів адаптації, внаслідок чого нагромадження резервів часто протиставляється розвитку фінансової системи, але при цьому визнається, що виконання нею функції пристосування до шоків можливе тільки за досягнення певного рівня розвитку (*Aizenman et al., 2006; Mody et al., 2004; Prasad et al., 2004; Aghion et al., 2006*). Втім, таке протиставлення є не стільки питанням нормативного вибору, скільки вибору наступної кращої опції: якщо країна неспроможна забезпечити поглиблення фінансової системи задля виконання нею ролі амортизатора макроекономічних шоків, тоді нагромадження значних резервів є кращою альтернативою. Водночас вибір на користь останнього може позначитись на певній атрофії інститутів, "відповідальних" за фінансовий розвиток, так само як і втраті політичних інтенцій до структурних реформ, що заохочують поглиблення фінансової системи та доступність фінансування. Невипадково, що нагромадження резервів розглядається як певний спосіб створення специфічних умов розвитку фінансового сектора, так само як і спосіб компенсувати інституційну неспроможність збору податків, внаслідок чого виступають зовнішні запозичення під неявні гарантії у вигляді значних зовнішніх активів (*Aizenman et al., 2004; 2006*).

Попри те, що нагромадження резервів (монетарний аспект) та створення фондів суверенного багатства (фіскальний аспект) є відображенням застосування міжчасової макроекономічної політики, найбільш оптимальної для сировинної економіки, динаміка зовнішніх активів є відображенням не тільки реакції на цінові шоки, але і якості інститутів. Так, найбільш радикальний вираз моделі "хижацького уряду" (від англ. – *predatory government*) – "ефект ненажерливості" (від англ. – *voracity effect*) – вказує на те, що у разі

монополізації ренти однією з політико-економічних груп непродуктивне споживання та демотивуючий інвестиції перерозподіл власності може сягати таких масштабів, що країна навіть за зростання сировинних цін опиняється в стані падіння зовнішніх активів та примноження зовнішнього боргу (Arezki et al., 2010). Іншими словами, у разі, коли гонитва за рентою супроводжується експропріаційною активністю політико-економічних груп, що прийшли до влади, або пробують її монополізувати через утвердження автократії, фінансовий розвиток може опинитись під питанням. Брак захисту прав власності, перерозподіл активів, пов'язане кредитування тощо, будучи типовими інституційними викривленнями в країнах, багатих на ресурси, неспроможних розбудувати якісні інститути (Auty, 2001a; 2001b), так чи інакше унеможлиблює поглиблення фінансової системи.

З одного боку, література щодо детермінант фінансового розвитку не є однорідною в плані теоретичного пояснення основних драйверів поглиблення фінансової системи. З іншого боку, вона здебільшого не оперує питаннями інституційних спотворень у сировинних економіках, які проявляються в найбільш радикальній формі. Стосовно першого можна виділити такі основні напрямки дискусій:

- фінансовий розвиток чутливий до макроекономічної стабільності, зокрема, потребує низької і передбачуваної інфляції (Boyd et al., 2001; Eichengreen et al. 1999). Остання, у свою чергу, є наслідком реалізації ефективного монетарного режиму центробанком, що користується довірою. У більш широкому контексті фінансовий розвиток позитивно корелює з політичною стабільністю (Roe et al., 2011), в якій макроекономічна стабільність є природною похідною, оскільки не передбачає перманентних перерозподільчих конфліктів, проциклічної опортуністичної поведінки політичних акторів. Невипадково, що зрілі та відповідальні демократії здебільшого характеризуються найнижчими показниками варіації інфляції та економічного зростання (Satyanath et al., 2004);

- захист прав інвесторів та добре функціонуюча правова система є фундаментальним інституційним драйвером поглиблення фінансової системи, що позитивно позначається як на розширенні можливостей генерувати доступ до фінансування, так і на попиті на фінансові продукти. У світлі цього фінансовий розвиток можливий лише за умов комплексного поєднання ефективною правовою системою, справедливим судочинством, захисту прав інвесторів та позикодавців. Ці інституційні виміри ефективної економіки однаково важливі для розвитку фінансових посередників та фінансових ринків (La Porta et al., 1998). При цьому структура фінансової системи (посередництво ринків чи посередництво банків) не є визначальною. Хоча на ранніх етапах фінансового розвитку домінування банків може відігравати більш позитивну роль, оскільки більш інтенсивний моніторинг позичальників забезпечує кращу алокацію ресурсів і є більш дешевим варіантом фінансування у порівнянні з ринками, фінансування через які супроводжувалось би вищими затратами на моніторинг позичальників і, відповідно, вищими надбавками за ризик (Demirguc-Kunt et al., 1999; 2011);

- фінансовий розвиток не може бути відірваним від структурних особливостей фінансової системи країни, які, у свою чергу, задаються

структурними характеристиками економіки. В країнах з надлишком капіталу домінуватимуть компанії, які потребують значних інвестицій, а тому доступність фінансування забезпечуватиметься за посередництва ринків. Звідси стимули розвитку фінансових ринків будуть накладатись на структуру економіки і забезпечувати фінансовий розвиток. В країнах із надлишком праці домінуватимуть невеликі компанії, доступ до фінансування яких краще забезпечуватиметься незначними банками. Тому фінансовий розвиток буде чутливий до банківського регулювання та доступності фінансування для дрібних позичальників (*Demirguc-Kunt et al., 2011; Lin et al., 2009*). Водночас у разі, коли в країні домінують компанії, що потребують фінансування з зовнішніх джерел (акціонерний капітал, довгостроковий борг), фінансовий розвиток є критично важливою передумовою економічного зростання. Якщо компанії можуть обходитись фінансуванням із внутрішніх джерел (нерозподілений прибуток), фінансовий розвиток не є критично важливим. Однак у разі структурних зрушень, які забезпечують довгострокові зміни в економіці, значення фінансового розвитку, без якого фінансування нових секторів економіки є неможливим, суттєво зростає. При цьому захист прав власності є такою ж вагомою складовою позитивного впливу доступності фінансування, як і глибина фінансової системи (*Rajan et al., 1998; Claessens et al., 2003*).

Особливості розвитку фінансового сектора в сировинних економіках теоретично виводяться з вище розглянутих базових детермінант. В ряді досліджень робиться акцент на оберненому зв'язку між ресурсним багатством та рівнем фінансового розвитку. Наприклад, причиною низьких рівнів фінансового розвитку в нафтодобувних країнах є те, що цей сектор є обмежено чутливим до зовнішнього фінансування через високий рівень контролю з боку інсайдерів. Водночас інші сектори не розвиваються достатньо тому, що базовий сектор може обходитись без фінансових інститутів (*Nili et al., 2007*). У більш широкому контексті сировинні економіки потребують масштабних інфраструктурних проєктів, які здебільшого фінансуються через зовнішні приватні та суверенні запозичення, а тому внутрішня фінансова система може залишатись відносно недорозвиненою. Емпіричні свідчення цього підтверджують, що ресурсне багатство обернено кореспондує з такими індикаторами фінансового розвитку, як внутрішній кредит до ВВП, М2 до ВВП, спред між кредитними та депозитними ставками. При цьому домінування сировинного експорту позначається на тому, що в структурі фінансування домінуватимуть зовнішні позики (*Kurrcnen, 2012*). Порівняння рівня розвитку фінансової системи в країнах Азії та Латинської Америки говорить на користь перших (*Aizenman et al., 2015*), що є опосередкованим свідченням позитивного зв'язку між низькою ресурсною залежністю та високим рівнем розвитку фінансового сектора.

Як видно з указаних розвідок, аналіз фінансового розвитку в контексті особливостей монетарної політики в сировинних економіках виглядає неповним. Наприклад, у ряді праць наголошується на тому, що багаті на ресурси країни схильні до фіксованих курсів (*Aliyev, 2014; Wills, 2014*). З одного боку, це сприяє більш вагомій ролі управління зовнішніми активами в структурі макроекономічного менеджменту. З іншого боку, фіксовані курси не роз-

глядаються як однозначно сприятливі для фінансового розвитку через високу вразливість до реверсів у потоках капіталу, навіть якщо валютний ризик у структурі процентних ставок стоїть на заваді поглиблення фінансової системи (Eichengreen et al., 1999). Але при цьому здатність нагромаджувати валютні резерви слід вважати віддзеркаленням дії політичних інститутів обмеження хижацького ставлення до ресурсної ренти чи то за демократичного, чи то за авторитарного режиму. Інакше, відсутність інституціональних стримів (безвідповідальна демократія чи експропріаційна авторитарія) щодо марнотратного споживання ресурсної ренти так чи інакше позначилась би на експансії споживання та непродуктивних інвестицій, які є несумісними з можливостями нагромадження зовнішніх активів. Також використання даних, отриманих на основі інтегрального підходу до оцінки фінансового розвитку – обрахунку індексу, який враховує розвиток і фінансових інститутів, і фінансових ринків (Cihak et al., 2012; Svirydzenka, 2016), засвідчує, що сировинні економіки можуть мати як високі, такі і низькі значення індикаторів глибини фінансової системи та доступності фінансування.

Це говорить про те, що фінансовий розвиток може бути у більш складному зв'язку з тим, як той чи інший політичний режим створює макроекономічні та інституційні передумови для нього за посередництва спроможності нагромаджувати зовнішні активи. Якщо нагромадження валютних резервів є монетарною формою прояву характеру розподілу ресурсної ренти і при цьому результуючою обраного монетарного режиму, який може перебувати із фінансовим розвитком у зоні конфлікту цілей економічної політики, то поєднання в аналізі політичного режиму зовнішніх активів центробанків та індексу фінансового розвитку дозволить краще зрозуміти структурні особливості сировинних економік та поглибити теоретичні підходи до їх класифікації з міркувань інституціональних макрофінансів, що є метою цієї статті.

Структурні особливості сировинних економік можуть справляти вплив на процеси фінансового розвитку напряму та опосередковано. Таку ситуацію слід пов'язувати з рядом моментів. Боротьба за доступ до ренти може тривати на перманентній основі, якщо цьому сприяють відповідні інститути. Як правило, це ситуація слабкої демократії, неспроможної побудувати фундамент для суспільно прийнятних правил гри, які би зробили доступ до ресурсів та розподіл ренти від них складовою оптимального вибору між ринковою ефективністю та соціальною справедливістю. Широкий набір політико-економічних та соціально-дистрибутивних конфліктів, які виникають на підґрунті боротьби за доступ до ресурсів та відповідної ренти, відбиватимуться на нестійкості будь-яких конфігурацій політичних сил, внаслідок чого опортуністична поведінка кожної з них призводитиме до нестабільності – політичної та, відповідно, макроекономічної.

Авторитарія, на противагу слабкій демократії, усуває боротьбу за доступ до ресурсів, монополізує його, і перерозподіляє ренту відповідно до політичних чи соціально-економічних преференцій. Останні можуть мати яскраво виражені ознаки експропріації, а можуть відбивати імпліцитний суспільний консенсус: авторитарія, монополізує доступ до ренти, відповідає за усунення її хижацького витрачання та перерозподіляє її частину на користь суспільства в обмін на лояльність. На противагу цим підходам

відповідальна демократія встановлює правила гри на постійній основі, внаслідок чого ресурсна рента може розглядатись як складова соціального добробуту. Конкретна форма конвертації такої ренти в соціальний добробут, так само, зрештою, як і перерозподіл ренти автократією в обмін на лояльність, може бути інституційно варіативною. Причому варіативність тут означатиме як відмінності щодо конкретних обсягів соціальних зобов'язань багатой на ресурси держави траєкторій зростання соціального добробуту, так і відмінності щодо макроекономічних інструментів оптимальної міжчасової макроекономічної політики.

Ця політика є вкрай важливою у світлі того, що від масштабу коливання сировинних цін, транзитивності чи персистентності цінових трендів на сировинних ринках, вектора потоків капіталу безпосередньо залежать інфляція, купівельна спроможність, динаміка ВВП, фіскальні змінні тощо. Однак в аспекті фінансового розвитку тут є певні нюанси, оскільки перший залежить не тільки від інституціональних та макроекономічних передумов, а також структурних. Без відповідної затребуваності фінансування та вимоги в доступі до нього на мікрорівні поглиблення фінансової системи може не відбуватись. Тобто політичний режим, якість інститутів, яку він генерує, ефективність міжчасової макрополітики тощо повинні формувати передумови для того, щоб структура економіки відбивала потребу у фінансовому розвитку. З іншого боку, профіль фінансової системи не може бути відірваний від структури економіки, а його формування відповідно до потреб, наприклад, долання "ресурсного прокляття", є складним завданням. Saborowski (2009) демонструє: важливість цілі фінансового розвитку чітко підтверджується тим, як більш глибока фінансова система спроможна послаблювати завищення валютного курсу в умовах припливу капіталів, тим самим знижуючи вірогідність актуалізації "голландської хвороби".

Так, табл. 1. узагальнює те, як драйвери фінансового розвитку, відомі з теоретичних досліджень, можуть викривлюватись у сировинних економіках, формуючи передумови для того чи іншого профілю фінансової системи.

Емпіричні дослідження, з одного боку, демонструють одностайну картину нижчих рівнів фінансового розвитку сировинних економік. Значна залежність останніх від зовнішніх запозичень є проявом браку зрілості фінансової системи (Kurronen, 2012). Найбільш характерне для цього – обернений зв'язок між ресурсним багатством та часткою внутрішнього кредиту до ВВП – відображає сукупність структурних особливостей країн, експорт ресурсів в яких є визначальним. У світлі того, що співвідношення між внутрішнім кредитом та ВВП розглядається як основний індикатор глибини фінансової системи, обернений зв'язок між ним та ресурсним багатством (вимірним з допомогою частки мінерального експорту в структурі загального експорту) також вказує на суттєві проблеми із фінансовим розвитком на основі банківського посередництва. Останнє є вкрай важливим для диверсифікації структури економіки та доступу до фінансування позичальників, які не мають політичного "захисту" або ж не генерують потік доходів, що гарантується доступом до ренти, і які стикаються через це з високими процентними ставками. Рис. 1. підтверджує цю тезу. Втім, на думку Kurronen (2012), яка також отримала подібний

Таблиця 1

**Драйвери фінансового розвитку: макроекономічні та інституційні викривлення в сировинній економіці**

Теоретично ідентифіковані драйвери фінансового розвитку	Природа викривлень у сировинній економіці*	Наслідки для фінансового розвитку та профілю фінансової системи*
Макроекономічна стабільність	Значні амплітуди коливання світових сировинних цін є проциклічними. З циклами світових цін пов'язані цикли потоків капіталу, які або надмірно розігрівають фінансовий сектор, або призводять до фінансових криз. Платіжний баланс і, відповідно, курсова стабільність вкрай чутливі до того, як реагують споживання та інвестиції на потоки капіталу. Перманентний характер вибору між ціновою та курсовою стабільністю робить внутрішні процентні ставки волатильними	Макронеустійливість гальмує стимули до фінансового розвитку через відсутність номінальних якорів очікувань. Довгострокові ставки є високими. Запозичення за кордоном в іноземній валюті є доступними для великих експортноорієнтованих позичальників, які менш вразливі до ризику незбіг валютної структури активів та пасивів. Проциклічність потоків капіталу є складовою механіки кредитного циклу. Обмежені можливості для розвитку несировинних секторів призводять до того, що кредитний бум фокусується на ринку активів, а стиснення кредиту кореспондує з обвалом цін активів та втечею капіталів
Політична стабільність	В умовах фрагментованого (неоднорідного) суспільства або в умовах відсутності інститутів відповідальної демократії боротьба за ренту призводить до політичної нестабільності. Це може мати форму фіскального опортунізму (надмірна експансія соціальних гарантій, що не вписуються в цикл надходжень від експорту сировини; політика "обмеж наступника" у вигляді електорально обумовлених надмірних запозичень тощо), а може – відкритої форми конфронтації між політичними бізнес-групами чи кланами, які маніпулюють застосуванням політичними інститутами репресивних / обмежувачих інструментів. Автократія може також бути нестабільною, особливо коли "інвестиції" в її повалення окупаються через монополізацію ренти конкурентами	Політична нестабільність може депресивно впливати на фінансовий розвиток через: прямий негативний вплив з боку макроекономічної нестабільності; перерозподільчі конфлікти, які унеможливають інституційні передумови для довгострокових операцій з прийнятним рівнем ризику, або генерують високий рівень транзакційних витрат; відсутність довіри, яка робить витрати моніторингу позичальників настільки високими, що фінансові операції уможливаються тільки між пов'язаними особами; вірогідність репресивних дій з боку конкуруючих груп спонукає до вивезення капіталів, що позбавляє економіку можливостей розвиватись тощо
Гарантії прав власності	Боротьба за ренту може негативно позначатись на гарантіях прав власності. Конкуренція за ренту робить права власності відносними, оскільки панівні групи не зацікавлені в остаточному встановленні таких гарантій, розраховуючи на можливості скористатися перевагами цієї ситуації. Відверті експропріаційні дії "хижацького уряду" (ситуація можлива за дуже слабкої демократії з приватизованими інститутами влади та репресивної автократії) та його сателітів використовують брак гарантій прав власності для максимізації активів. В автократіях з "соціальним контрактом" права власності можуть існувати у вигляді інструменту політико-економічного контролю	Відсутність гарантій прав власності повністю фруструє алокаційний механізм фінансів та банківництва. Доступність фінансування обмежена для тих, хто може розраховувати на вищий рівень захисту власності на активи



Теоретично ідентифіковані драйвери фінансового розвитку	Природа викривлень у сировинній економіці*	Наслідки для фінансового розвитку та профілю фінансової системи*
Гарантії прав інвесторів / позикодавців	Нерозвинута / фрустрована правова система, або "приватизована" судова система роблять гарантії прав інвесторів відносними. Права інвесторів та позикодавців також можуть бути слабо захищеними через намагання зберегти правові передумови для експропріаційної політики домінуючої в певний момент політико-економічної групи. Групи-конкуренти слідує тій самій логіці, а тому консенсус щодо захисту прав інвесторів та позикодавців не реалізується у формування сильних інститутів гарантії таких прав	Відносний характер захисту прав інвесторів / позикодавців призводить до неможливості фінансового розвитку, перш за все ринкового посередництва. Банківське посередництво може розвиватись у рамках пов'язаного кредитування, оскільки права позикодавців "гарантуються" інсайдерським корпоративним контролем. Прихід зовнішніх інвесторів стає обмеженим, внаслідок чого у фінансовому секторі починають домінувати структури, адаптовані до можливості нести транзакційний тягар підтримання відносних прав інвесторів / позикодавців. З іншого боку, домінування пов'язаного кредитування як форми корпоративного контролю, яке заміщує витрати моніторингу платоспроможності, обмежує поглиблення фінансової системи, яка виявляється неспроможною забезпечувати довгострокові, масштабні ресурси під прийнятні проценти. Компенсація цього відбувається у формі зовнішніх запозичень експортно-орієнтованих сировинних чи квазі-сировинних компаній, які менш вразливі до невідповідності валютної структури активів та пасивів але які потребують значних обсягів фінансування для масштабних проектів
Структурні передумови домінування банківського сектора	Відсутність довіри між основними гравцями, що конкурують за доступ до ренти, та значні транзакційні витрати захисту прав власності відображають загальну політико-правову картину економіки з слабкими інститутами та авторитарним підходом до контролю за економічними агентами	Високі витрати моніторингу, ризики експропріації та ошукування аутсайдерів в сукупності із слабкими гарантіями прав інвесторів, позикодавців обмежують розвиток ринкового посередництва. Водночас, можливості для розвитку банківського посередництва концентруються в рамках пов'язаного кредитування. Брак довіри, контроль інсайдерів та потреби у вивозі капіталу через "контрольовані" угоди затребують банківське посередництво. "Приватизація" банківського регулювання може виглядати більш простим, у порівнянні з контролем над ринками в цілому
Структурні передумови домінування ринкового посередництва	Домінування великого бізнесу, пов'язаного з сировинним та квазі-сировинним експортом, потребує доступу до потужних джерел фінансування. імпліцитні гарантії "стабільності" великому бізнесу роблять його позичальником, щодо якого економічні агенти можуть виступити кредиторами, прийнявши моральний ризик	Пов'язане кредитування як обмежувач розвитку банківського сектора, а також неспроможності останнього генерувати значні довгострокові капітали для фінансування масштабних проектів великих компаній призводить до формування передумов для затребуваності ринкової форми посередництва.

Примітка. \* Мається на увазі теоретично найбільш несприятлива ситуація, або ситуація, коли країна не проводить спеціальну політику фінансового розвитку.



**Рисунок 1. Сировинний експорт та фінансова глибина**

Примітка. Побудовано на основі даних World Development Indicators ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)) та Kurronen (2012).

характер зв'язку, його слід трактувати як нелінійний в розумінні того, що незначний рівень сировинного багатства асоціюється із нарощуванням фінансової глибини. Опосередковано це підтверджується на прикладі порівняння фінансового розвитку в Азійських та Латиноамериканських країнах (див. *Aizenman et al., 2015*). Однак, перші відрізняються від останніх швидшим переходом до експортноорієнтованого зростання на основі машинобудування, нижчим рівнем зовнішньої заборгованості, бюджетних дефіцитів, інфляції та її варіації, а також значно вищим рівнем валютних резервів у довгостроковому періоді.

Проте більш широкий погляд на проблему фінансового розвитку, представлений (*Cihak et al., 2012; Svirydzienka, 2016*) у вигляді відповідного індексу, який враховує рівень розвитку фінансових інститутів, фінансових ринків, їх ефективність та доступність фінансування, спонукає до більш обережного тлумачення висновку про те, що в сировинній економіці можуть домінувати тільки зовнішні запозичення, ринкове посередництво, затребуване великими компаніями. З характеру розподілу значення індексу фінансового розвитку (*Cihak et al., 2012; Svirydzienka, 2016*) видно, що окремі багаті на ресурси країни досягли суттєвого прогресу у сфері поглиблення фінансової системи загалом або ж мають достатньо суттєві передумови для цього у вигляді привабливості капіталу. З огляду на це, твердження про обернений зв'язок між сировинним багатством та фінансовим розвитком потребує подальшого уточнення, зокрема, відповідно до гіпотези про неоднорідність самих експортерів ресурсів. Наприклад, міжгрупові порівняння (табл. 2) індексу фінансового розвитку демонструють, що його усереднені значення для сировинних експортерів у загальному перебувають на рівні країн з ринками, що формуються, і не відхиляються значимо. При цьому середні значення такого індексу як для сировинних економік, так і для країн з ринками, що формуються, суттєво поступаються розвиненим країнам. У загальному ця тенденція відрізняється від ситуації, наприклад, щодо рівня незалежності центральних банків та їх транспарентності в сировинних економіках, для яких відповідний індекс виявився нижче у порівнянні з розвиненими країнами і країнами з ринками, що формуються (*Козюк, 2016*).

Таблиця 2

**Індекс фінансового розвитку в розрізі груп країн**

Групи країн	Значення індексу
Усі країни (183 країни)	0,23
Розвинені країни	0,57
Країни з ринками, що формуються	0,23
Країни з низькими доходами та країни, що розвиваються	0,11
Багаті на ресурси країни*	0,245

*Примітка 1.* \* – Група багатих на ресурси країн складається з 52 держав, визначених на основі методики МВФ. Згідно з нею багатими на ресурси країни є такі, в яких експорт сировини чи напівфабрикатів становить не менше 35% загального експорту впродовж тривалого періоду (з 1962 р.), а чистий експорт сировини за аналогічний період перевищує 5% валової зовнішньої торгівлі (експорт + імпорт) (IMF (2015)). До цього переліку не включені Ірак та Туркменістан через обмеженість даних, а також ряд африканських країн-експортерів дорогоцінного каміння.

*Примітка 2.* Значення індексу, окрім групи багатих на ресурси країн, – Svirydzenka (2016). Значення індексу для групи багатих на ресурси країн – авторські обрахунки на основі даних Svirydzenka (2016).

Як видно з даних табл. 2, для багатих на ресурси країн властивий рівень фінансового розвитку, який навіть дещо вищий у порівнянні з середнім значенням для усіх країн та країн з ринками, що формуються. При цьому він у понад два рази вищий за той, що притаманний групі найбідніших країн. Можна зробити припущення, що, незважаючи на теоретично значущі потенційні бар'єри для фінансового розвитку, які створюються інституційними викривленнями та макроекономічною вразливістю багатих на сировину країн (табл. 1), окремі з них генерують достатньо передумов для того, щоб фінансова система поглиблювалась. Наприклад, ефективна міжчасова макроекономічна політика у вигляді нагромадження валютних резервів може створювати передумови для фінансового розвитку за такими напрямками: прямий ефект банківської ліквідності, пов'язаний із розширенням грошової пропозиції у відповідь на нагромадження зовнішніх активів; непрямий ефект імпліцитних гарантій курсової та макрофінансової стабільності, що відкриває можливості для зовнішніх запозичень приватного сектора; непрямий ефект підтримання профіциту платіжного балансу, який знижує курсову складову в структурі процентних ставок.

Але слід визнати, що тільки нагромадження резервів замало для пояснення того, чому окремі багаті на ресурси країни можуть скористатись перевагами передумов для нагромадження зовнішніх активів, а інші ні. Наприклад, підтримання платіжного профіциту в умовах сировинного буму багато в чому спирається на те, наскільки органи макрополітики обмежують проциклічне непродуктивне споживання. Аналогічно, нагромадження резервів та внутрішня банківська ліквідність не перетворюються в загрозу для макрофінансової стабільності у разі, коли доступні розвинуті інструменти стерилізації ліквідності або ж центробанк стримує інфляцію цін активів. Це ж стосується внутрішньої інфляції загалом, яка мала би бути достатньо чутливою до сировинних цін з огляду на тяжіння багатих на ресурси економік до фіксованих курсів та нагромадження резервів. Іншими словами, те, чи перетвориться ресурсний бум у внутрішню макрофінансову експансію, чи ні і, аналогічно, чи перетвориться обвал сировинних цін у внутрішню фінансову кризу, на технічному рівні залежить від оптимальної мікс-політики. Але на

інституційному рівні уможливлення вибору на користь такої політики залежить від того, наскільки в країні існують інституційні передумови для того, щоб така мікс-політика була зорієнтована на нейтралізацію перенесення флуктуацій сировинних цін на внутрішню макрофінансову нестабільність.

Водночас оптимальна міжчасова політика перш за все є відображенням того, який країна має характер доступу до ресурсної ренти і як вона розподіляється. Боротьба за ренту, її непродуктивне витрачання, політичні колізії спроб її монополізації, нестійкість коаліцій тимчасового доступу до неї тощо можуть мати багато форм прояву, але, як правило, мають стандартний макроекономічний прояв – швидке перетворення ресурсного буму у дефіцит платіжного балансу, зростання зовнішнього боргу та втрату валютних резервів. З цього можна зробити висновок, що політичний режим, який уособлює інституційний формат доступу до ресурсної ренти та її розподілу, підтримує ті чи інші більш широкі інституційні координати. В них доступ до ренти та її розподіл є найбільш радикальним виразом так само, як економічна і політична влада, що здобувається за рахунок такої ренти, застосовується за межами ресурсного сектора, завдяки чому поширюється на всю економіку. Це означає, політичний режим через якість інститутів, які він генерує, повинен корелювати з структурними детермінантами фінансового розвитку не тільки через характерні особливості гарантування прав власності, захисту прав інвесторів тощо, а також через характерні форми макроекономічної стабільності. Можливість генерувати зовнішні активи є однією з найбільш простих, але водночас, найбільш інтегральних таких форм, оскільки засвідчує те, наскільки країна на інституційному рівні прагне нейтралізувати деструктивний вплив сировинного багатства чи то у сфері непродуктивного споживання, чи то у сфері популістського завищення соціальних стандартів, чи то у сфері марнотратних інвестицій ("будівництва століття") тощо.

Іншими словами, спроможність нагромаджувати резерви, умови для фінансового розвитку та характер політичного режиму повинні віддзеркалювати інституційний взаємозв'язок, модальність якого повинна бути критеріальним фактором диференціації багатих на ресурси країни. Така диференціація необхідна для того, щоб пояснити, чому існують певні парадокси типу відзначеного в літературі оберненого зв'язку між сировинним багатством та виявленою нами відсутністю відхилення в нижчий бік рівня фінансового розвитку сировинних експортерів, або чому при потенційній теоретичній валідності високої вірогідності бар'єрів на шляху фінансового розвитку окремі багаті на ресурси країни демонструють непоганий результат у цій сфері.

Як теоретичну максиму можна висунути гіпотезу про те, що в рамках двох полярних політичних режимів – демократії та автократії – можуть підтримуватись інститути, які допускають такий доступ до ресурсної ренти та її розподіл, в рамках яких макрополітика та фінансовий розвиток взаємодоповнюють один одного, або макронестабільність та політична напруга унеможливають нагромадження резервів та заважають фінансовому розвитку (табл. 3). При цьому слід прийняти до уваги підтверджений у ряді досліджень зв'язок між тим, що в демократичних країнах вірогідність вибору на користь плаваючих курсів є вищою. Перш за все це опосередковується вищим рівнем незалежності центробанку, вибір щодо якої

Таблиця 3

**Фінансовий розвиток в розрізі політичних режимів:  
роль валютних резервів**

	Демократія		Автократія	
	Відповідальна	Безвідповідальна	Експропріаційна / Слабкі інститути	Обмежувально-зберігаюча
Ключові риси ставлення політичного режиму до ресурсного багатства	Прагне функціонувати відповідно до інтересів суспільства і підтримується соціальним капіталом політичних акторів та еліт	Є наслідком популізму та конкурентної боротьби за доступ до ресурсної ренти та її монополізацію, засвідчуючи спроби максимізувати вигоди від електорально обмеженого доступу до влади політичними акторами та елітами	Зорієнтована на самозбагачення лідера / клану / політичної бізнес-групи шляхом монополізації доступу до ренти та її розподілу відповідно до егоїстичних інтересів максимізації власного добробуту	Завдяки усуненню / обмеженню конкуренції за доступ до ресурсів забезпечує розподіл ренти відповідно до характерного імпліцитного суспільного консенсусу, який не виключає як високий рівень прийнятого соціального розшарування, так і пропозиції специфічного (ментальна чутливість) набору суспільних благ
Фінансовий розвиток	Роль валютних резервів не є визначальною, оскільки досягнення макростабільності забезпечується альтернативними шляхами. Їх ефективність багато в чому спирається на те, який рівень глибини демонструє фінансова система. Звідси, фінансовий розвиток заохочується через канали якості інститутів та макроекономічної стабільності	Роль валютних резервів є вкрай важливою, оскільки вони є індикатором макрофінансової стабільності. Причина цього полягає у значних ризиках кризи платіжного балансу внаслідок проциклічної фіскальної політики, соціального популізму та марнотратного споживання як свідчень політичної конкуренції за доступ до ресурсної ренти. Однак нагромадження резервів є утрудненим, а реверси сальдо платіжного балансу генерують високі надбавки за ризик в структурі процентних ставок, що гальмує фінансовий розвиток. У свою чергу якість інститутів також є низькою	Валютні резерви можуть бути єдиним джерелом фінансового розвитку у вигляді неявної страховки зовнішніх загозичень. Експропріаційний характер політичного режиму унеможливує фінансовий розвиток з міркувань якості інститутів та рівня доходів	Валютні резерви є важливими, але не ключовими факторами фінансового розвитку. Вони сприяють розвитку через канали макростабільності, неявної страховки зовнішніх загозичень, зниження валютного ризику в структурі процентних ставок, насичення ліквідністю банківської системи. Але при цьому певний рівень соціального добробуту уможливує попит на фінансові інструменти. Відносний характер захисту прав власності не виключає досягнення балансу між соціальним добробутом та гарантіями прав інвесторів. Валютні резерви можуть виступати буфером ліквідності політики структурної диверсифікації

Джерело: складено автором.

корелює з якістю інститутів та рівнем демократії (Dincer, Eichengreen, 2014, Козюк, 2016). Тобто оптимальна міжчасова політика у вигляді нагромадження резервів (створення фондів суверенного багатства тут до уваги не береться) не є домінуючим інструментом пристосування до шоків на глобальних сировинних ринках. Створення інституційного та макроеко-

номічного середовища для фінансового розвитку є важливою передумовою для того, щоб більш глибока фінансова система перебирала на себе в сукупності з плаваючим курсом пристосування до сировинних шоків. Іншими словами, можна припустити, що як за демократії, так і автократії можуть формуватись інституційні передумови як для поглиблення фінансової системи (в тому чи іншому напрямі), так і навпаки, але при цьому структура мікс-політики може відрізнитись. Табл. 3. узагальнює цю гіпотезу.

Для емпіричного тестування гіпотези щодо гетерогенності сировинних експортерів (гетерогенність дозволяє пояснити, чому обернений зв'язок між сировинним багатством і глибиною фінансової системи може співіснувати із середнім рівнем фінансового розвитку в багатих на ресурси країнах, який не поступається середньосвітовому (див. табл. 2), використано метод групування. Вибірка складає 52 країни з ринками, що формуються та що розвиваються, які, згідно з методикою МВФ визначені як багаті на ресурси (*IMF*, 2015). Групування здійснено за трьома показниками: індекс фінансового розвитку (*Svirydzenka*, 2016); валютні резерви до ВВП, % (*World Bank Development Indicators*); індекс демократії (*Democracy Index*, *Economist Intelligence Unit*). Для віднесення країн до тої чи іншої групи за відповідними показниками було побудовано регресійні моделі (не наводяться з огляду на їх допоміжний характер) для визначення зв'язку між індексом демократії та індексом фінансового розвитку, індексом демократії та резервами до ВВП, валютними резервами до ВВП та індексом фінансового розвитку. Лінія тренду відображає порогові значення віднесення країн до тої чи іншої групи (за принципом вище або нижче тренду), окрім індексу демократії, оскільки значення останнього змістовно навантажені: понад 4,0 – демократія (в розрізі видів); менше 4,0 – автократія. В усіх випадках отримано теоретично передбачуваний напрям зв'язку: прямий – між індексом демократії та індексом фінансового розвитку, а також між валютними резервами до ВВП і індексом фінансового розвитку; обернений – між індексом демократії і валютними резервами до ВВП. Кутовий характер розташування лінії тренду спонукає до необхідного припущення про деякі відмінності порогових значень у розрізі демократій та автократій, що, втім, не виявилось критичним при фактичному групуванні.

Приймаючи до уваги теоретичне групування країн у табл. 3, алгоритм емпіричного групування виглядає таким чином:

група 1 – якщо індекс демократії понад 4,0 + індекс фінансового розвитку вище трендового (понад 0,3) + валютні резерви до ВВП нижче трендового (нижче за 25%). Припускається, що чим вищим є рівень демократії, тим сильнішими є інститути, тим більшою мірою країна покладається на таку мікс-політику, яка передбачає стимули для поглиблення фінансової системи, макроекономічну стабільність та гнучкіший валютний курс, внаслідок чого роль валютних резервів у забезпеченні макростабільності не є ключовою;

група 2 – якщо індекс демократії понад 4,0 + індекс фінансового розвитку нижче трендового (нижче за 0,3) + валютні резерви до ВВП нижче трендового (нижче за 25%). Припускається, що слабка демократія не спроможна забезпечити якість інститутів, достатню для такої мікс-політики, яка би створювала стимули для фінансового розвитку, при цьому макронеустабільність не дозволяє нагромаджувати значні резерви;

група 3 – якщо індекс демократії нижче 4,0 + індекс фінансового розвитку нижче трендового (нижче за 0,2) + валютні резерви до ВВП нижче трендового (нижче за 30%). Припускається, що експропріаційна автократія генерує такі інститути, які не сумісні із здатністю фінансової системи до поглиблення, а максимізація добробуту окремих груп призводить до експансії непродуктивного споживання та інвестицій, які роблять неможливим нагромадження резервів;

група 4 – якщо індекс демократії нижче 4,0 + індекс фінансового розвитку вище трендового (понад 0,2) + валютні резерви до ВВП вище трендового (понад 30%). Припускається, що автократія, яка монополізує доступ до ренти і розподіляє її відповідно до імпліцитного суспільного договору створює стимули для фінансового розвитку та спмагається до нагромадження резервів, оскільки останні є вагомим фактором макроекономічної стабільності.

Результати емпіричного групування не підтвердили повністю гіпотезу щодо теоретичного поділу країн-експортерів сировини на чотири групи. Гетерогенність таких країн є значно вищою, що підтверджується на основі виділення восьми груп. Результат групування у вигляді восьми груп не заперечує повністю гіпотезу щодо 4 груп багатих на ресурси країн, але суттєво уточнює її, дозволяючи краще зрозуміти типологію макрофінансових проявів ресурсного багатства. Опис таких груп представлено у табл. 4.

На основі даних табл. 4 можна зробити такі **висновки**. По-перше, між сировинним багатством та рівнем демократії існує обернений зв'язок, як це передбачають інституціональні дослідження. Для чотирьох груп демократичних країн середнє значення частки мінерального експорту становило 36,38%, тоді як для автократичних – 66,09%. Однак політичний режим сам по собі не визначає передумови для фінансового розвитку. Характер політичного режиму важливий у контексті того, яку якість інститутів він генерує, який рівень суспільного добробуту гарантує, і як співвідноситься із забезпеченням макроекономічної стабільності. Водночас політичний режим має значення. Середній рівень індексу фінансового розвитку для 4 груп демократичних країн становить 0,33, тоді як аналогічний показник для автократичних – 0,29. При цьому для нагромадження резервів ресурсний фактор є превалюючим, кореспондуючи з оберненою залежністю між ресурсним багатством і рівнем демократії. Середнє значення резервів до ВВП для 4 груп демократичних країн становило 25,88%, а для автократичних – 46,40%. Можна однозначно стверджувати, що автократії як системи із закритим доступом схильні покладатись на зовнішні активи в процесі макроекономічного менеджменту (зокрема адаптації до шоків) не тільки тому, що це є монетарною ув'язкою із фіксованими курсами, до яких схильні багаті на ресурси країни (див. вище), а тому що управління зовнішніми активами є централізованим і, по суті, субординованим, тоді як демократіям як системам з відкритим доступом більш властиві децентралізовані механізми, з чим більшою мірою кореспондує процес фінансового розвитку.

По-друге, попри те, що фінансовий розвиток більш чутливий до релевантної якості інститутів, аніж до політичного режиму напряду, його кореспонденція з тим чи іншим монетарним режимом є більш складною. Однозначно можна стверджувати, що чим меншою є ресурсна рента, тим більш демократичною є країна і тим більшою мірою в ній спостерігається

Таблиця 4

Групування багатих на ресурси країн та теоретична типологізація

Група (Склад)	Середньо групові значення показників	Типологічний опис
Група 1. (Аргентина, Бразилія, Чилі, Колумбія, Індонезія). Відповідає групі 1 табл. 3.	DI = 7,1 FDI = 0,46 ER = 12,5 % MinEX = 30,7%	Демократії зі зрілими реформами. Досягнута якість інститутів уможливила фінансовий розвиток та послаблення ресурсної залежності (найнижче значення мінерального експорту в структурі загального експорту). Валютні резерви не є визначальним засобом забезпечення макростабільності. Міксополітика спирається на плаваючі курси, забезпечення цінової стабільності (більшість країн є таргетерами інфляції) та контрциклічний фіскальний дизайн (фіскальні правила + фіскальні буфери (жорсткий приклад Чилі))
Група 2. (Монголія, Малайзія, Тринідад і Тобаго)	DI = 6,7 FDI = 0,45 ER = 42,7 % MinEX = 42,6%	Демократії на шляху реформ. Якість інститутів сприяє фінансовому розвитку. Останньому також сприяє нагромадження значних резервів, що кореспондує з високим рівнем сировинного багатства. Тобто відхід від вагомості ролі зовнішніх активів у структурі міксополітики може лімітуватись менеджментом надходжень від сировинного експорту. Це ж може зумовлювати еkleктичний характер монетарних режимів
Група 3. Болівія, Гайана, Перу, Папуа Нова Гвінея, Уругвай	DI = 6,5 FDI = 0,24 ER = 33,6 % MinEX = 36,5%	Бідні демократії, що прагнуть реформ. Якість інститутів вже є достатньою для того, щоб нагромадження зовнішніх активів не було обмежене хижацьким ставленням до ресурсів. Водночас така якість у сукупності із низьким рівнем доходів ще є недостатньою для активного фінансового розвитку
Група 4. Гана, Мозамбік, Мавританія, Нігер, Нікарагуа, Парагвай, Замбія, Коста Ріка, Еквадор, Гватемала, Гондурас, Венесуела Відповідає групі 2 з табл. 3.	DI = 5,7 FDI = 0,18 ER = 14,7 % MinEX = 35,7%	Слабкі (безвідповідальні) демократії. Якість інститутів не є достатньою для того, щоб забезпечити усунення соціально-політичних конфліктів довкола доступу до ренти. З іншого боку, середнє значення сировинного експорту є другим з низу, вказуючи, що величина ренти не є такою, яка могла би "окупити інвестиції в її монополізацію". Внаслідок схильності до перерозподільчих конфліктів рівень фінансового розвитку та нагромадження валютних резервів є низькими
Група 5. Ангола, Азербайджан, Кот Д'Івуар, Камерун, Габон, Гвінея, Нігерія, Судан, Чад, Таджикистан, Йемен Відповідає групі 3 з табл. 3.	DI = 2,99 FDI = 0,12 ER = 12,3 % MinEX = 59,7%	Автократії зі слабкими інститутами. Останні допускають варіанти від перерозподілу ренти до експропріаційної політики. Рівень сировинного багатства є найнижчим серед автократичних груп, що відображає обмежений потенціал для пошуку такого суспільного договору, який би гарантував поєднання збагачення груп, причетних до ренти, та широких верств населення. Перерозподільчі / експропріаційні практики в сукупності із низьким рівнем доходів обмежують фінансовий розвиток. Нагромадження зовнішніх активів ускладнене марнотратними видатками та непродуктивним споживанням. Відкриті політичні конфлікти та військові дії також є обмежувальними
Група 6. Росія, Саудівська Аравія Відповідає групі 4 з табл. 3.	DI = 2,6 FDI = 0,56 ER = 59,2 % MinEX = 70,95%	Автократії, що поєднують ощадливість та імпліцитний договір щодо суспільного добробуту. Високий рівень сировинного багатства уможливив поєднання максимізації добробуту тих, хто має доступ до ренти, та підвищення добробуту в середньому в суспільстві. Це позитивно позначається на фінансовому розвитку, навіть якщо права власності та захист інвесторів є проявами квазіконтролю за економічними агентами. Монополізація доступу до ренти супроводжується відносно ощадливим ставленням до ресурсного багатства. Для обох країн характерні значні резерви та фонди суверенного багатства. При цьому роль валютних резервів у забезпеченні макростабільності є суттєвою. Останнє є наслідком як значущості ресурсних надходжень, так і вибору курсової політики (фіксація в Саудівській Аравії, обмежена гнучкість в Росії)



Група (Склад)	Середньо групові значення показників	Типологічний опис
Група 7. Лівія, Республіка Конго, Алжир	DI = 3,5 FDI = 0,11 ER = 96,99 % MinEX = 71,1%	Ощадливо-перерозподільчі автократії. Ресурсне багатство (найвище в середньому в розрізі усіх груп), поєднуючись із намаганням захистити ресурсні надходження від "хижацького марнування", сприяє нагромадженню масштабних резервів (також найвище значення в розрізі груп). При цьому перерозподіл ресурсної ренти може бути недостатнім для рівня добробуту в суспільстві, з яким асоціюється попит на фінансові послуги і відповідно процес фінансового розвитку, а може поєднуватись з таким рівнем економічних обмежень, які унеможливають поглиблення фінансової системи. Водночас перерозподіл ренти може спиратись на досягнутий рівень політичних свобод (найвищий рівень індексу демократії серед автократій). Зовнішні активи (резерви та фонди суверенного багатства) та фіксований курс є основою макростабільності
Група 8. ОАЕ, Бахрейн, Бруней, Казахстан, Кувейт, Оман, Катар	DI = 2,97 FDI = 0,36 ER = 17,1 % MinEX = 62,6%	Автократії, що прагнуть диверсифікації структури економіки (або девелопменталістські автократії). Ресурсне багатство використовується для диверсифікації економіки, що потребує значних обсягів інвестицій. Це позначається на незначному рівні валютних резервів. При цьому досягнутий рівень структурних змін щодо підтримання соціального добробуту створює передумови для фінансового розвитку. Останній ще не є достатнім для переходу на більш гнучкий курс та зниження ролі валютних резервів в забезпеченні макростабільності. Масштаби ресурсних надходжень також вимагають активної ролі зовнішніх активів в структурі мікс-політики

Примітка. DI – індекс демократії (Economist Intelligence Unit); FDI – індекс фінансового розвитку (Sviryzhenka (2016)); ER – валютні резерви до ВВП (World Bank Development Indicators); MinEX – частка мінерального експорту в загальному експорті (World Bank Development Indicators).

Уточнення 1. Типологічна дефініція груп країн не є жорсткою і допускає корекцію.

Джерело: складено автором.

тенденція до проведення структурних реформ, які би уможливлювали фінансовий розвиток і підтримання макроекономічної стабільності не на основі визначальної ролі валютних резервів, а на основі того, що глибина фінансової системи, включно з плаваючим курсом, повинна виступати основним каналом пристосування до шоків. Можна стверджувати, що саме незначна рента спонукає країни до таких реформ, інакше надходжень від сировинного експорту може просто не вистачити для генерування резервів, які би уможливили підтримку курсового режиму, відмінного від плавання. У разі значної ресурсної ренти фінансовий розвиток є чутливий до того, наскільки країна зацікавлена у ньому чи з міркувань політики структурної диверсифікації, чи з міркувань реалізації масштабних інфраструктурних проектів, незважаючи на те, що за відсутності демократичних свобод права власності можуть бути викривленими. У разі, коли основним мотивом стимулювати фінансовий розвиток є інфраструктурна експансія, неявні гарантії у вигляді нагромаджених зовнішніх активів можуть виступити його драйвером. Не випадково, що для групи 6 індекс фінансового розвитку виявився найвищим, випередивши групи 1–2, де є найвищим рівень демократії.

По-третє, менш просунуті на шляху реформ демократії, а також демократичні країни із слабкими інститутами все одно демонструють кращі перспективи у сфері фінансового розвитку, ніж автократії експропріаційного, дистрибутивного характеру, чи автократії зі слабкими інститутами.

Останні не мають переваг над аналогічними демократіями навіть у спроможності нагромаджувати валютні резерви. Це чітко засвідчують результати порівняння даних по групі 4 та групі 5. Пояснити таку картину можна з тієї позиції, що слабкі демократії створюють принаймні базовий рівень гарантій прав власності, тоді як автократії, що не прагнуть консенсусу щодо суспільного добробуту, або непослідовні у цій сфері, схильні до каральних експропріацій, внаслідок чого інститути гарантій прав власності не користуються довірою. Марнотратні видатки в таких країнах виглядають більш вірогідними, ніж у слабких демократіях, де наявність політичної конкуренції робить неефективну політику електорально вразливою, навіть якщо і не гарантує політико-економічної стабільності.

По-четверте, характер ресурсного багатства має значення. Майже всі автократії є багатими на енергоносії, тоді як демократії в ресурсному плані є вкрай неоднорідними. При цьому за домінування аграрного експорту є вища вірогідність потрапляння країни в статус слабкої демократії і ще вища вірогідність браку здатності фінансової системи до поглиблення. Найвищі рівні фінансового розвитку демонструють або країни, де в структурі експорту домінують метали, або структура сировинного експорту більш різноманітна, що видно на прикладі порівняння груп 1–3 та групи 4. Такий висновок кореспондує з вище розглянутими розвідками щодо структурних особливостей фінансового розвитку: аграрні країни не є капіталонасиченими, внаслідок чого не генерують передумов для поглиблення фінансової системи.

По-п'яте, рівень доходів є важливою передумовою фінансового розвитку, оскільки від цього залежатиме характер попиту на фінансові продукти. Валютні резерви в цьому плані не настільки важливі. При цьому роль політичного режиму буде вагома не сама по собі, а через його здатність гарантувати такий розподіл і перерозподіл доходів, щоб формувалась критична маса економічних агентів – демандерів фінансових послуг. Тобто нестабільність зростання доходів чи відсутність такого в слабких демократіях та в перерозподільчих чи експропріаційних автократіях виглядають обмежувачами фінансового розвитку, а відтак і структурної диверсифікації. Іншими словами, бідність може кореспондувати і зі значними і з незначними валютними резервами, але не з глибокою фінансовою системою. Більше того, відсутність останньої може вимагати більш жорсткої стерилізації зростаючих від сировинних надходжень валютних резервів, тим самим обмежуючи можливості запозичувати всередині під низькі ставки, але приваблюючи приплив капіталів ззовні.

Наведені узагальнення вкрай важливі для України (індекс фінансового розвитку 0,257, валютні резерви 13,9% ВВП (до початку кризових подій кінця 2013 року)), яка згідно з розглянутим підходом позиціонована у групі 4 (слабка демократія). Широко відомі показники якості інститутів підтверджують це. Втім, структурні зрушення на користь посилення ролі аграрного сектора в експорті без позитивних змін у царині якості інститутів та створення стимулів для розвитку більш складних видів економічної активності означатимуть консервування негативної тенденції до перетворення вітчизняної економіки на типову сировинну країну зі слабкою демократією та перманентною політико-економічною нестабільністю. Відновлення валютних резервів ще певний

час потребуватиме асиметричної гнучкості валютного курсу, що в умовах спаду сировинних цін може сприйматись як толерування сировинному експорту, навіть попри оптимальність у короткостроковому періоді. Втім, у довгостроковому періоді більш гнучкий валютний курс, менша залежність від резервів повинні забезпечуватись на основі стимулів для фінансового розвитку, який так чи інакше виступить фактором структурної диверсифікації. Водночас, з урахуванням характерних особливостей корпоративного управління в Україні (концентроване володіння, пов'язане кредитування, оффшоринг) без радикальних змін у царині посилення гарантій прав власності, прав інвесторів та позикодавців фінансовий розвиток виглядатиме неможливим навіть попри кроки з раціоналізації монетарної політики.

**Висновки.** Теоретично ресурсне багатство повинно знаходитися в оберненому зв'язку з рівнем фінансового розвитку через специфічні макроекономічні та інституційні викривлення, властиві сировинним економікам. Окремі емпіричні дослідження підтверджують це. Однак порівняння індексу фінансового розвитку в розрізі груп країн демонструє, що в багатих на ресурси країнах середнє значення такого індексу є на рівні середньосвітового і незначно вище за середнє для країн з ринками, що формуються. Таку парадоксальну ситуацію слід пояснювати на основі неоднорідності сировинних експортерів. Неоднорідність задається тим, як той чи інший політичний режим формує інституційний формат доступу до ресурсної ренти та її перерозподілу. Здатність нагромаджувати валютні резерви є відображенням того, як відповідні інститути запобігають марнотратному ставленню до ресурсних надходжень та сприяють вибору на користь ефективної міжчасової політики. З іншого боку, резерви можуть структурно створювати передумови для фінансового розвитку через канал ліквідності та неявного страхування зовнішніх запозичень, а можуть не відігравати вагомій ролі, якщо країна обирає політику створення якісних інститутів, які сприяють фінансовому розвитку, який, у свою чергу, підвищує ефективність плаваючого курсу як каналу пристосування до зовнішніх шоків. Висунуто гіпотезу про те, що політичний режим, рівень фінансового розвитку та нагромадження резервів є важливими критеріями типології сировинних економік. Теоретичне групування таких країн (відповідальна демократія, слабка демократія, експропріаційна / перерозподільча автократія, обмежувально-зберігаюча автократія), втім, не знайшло однозначної підтримки з боку емпіричних даних, які суттєво уточнюють висунуту гіпотезу та вказують на наявність восьми груп країн, для кожної з яких характерною є своя комбінація рівня ресурсного багатства, рівня демократії, величини індексу фінансового розвитку та нагромадження резервів. З аналізу групових даних чітко видно, що: рівень демократії знаходиться в оберненому зв'язку з ресурсним багатством; демократії менш схильні до нагромадження резервів і мають у загальному вищий потенціал фінансового розвитку, ніж автократії; тільки ті автократії можуть забезпечити фінансовий розвиток, де є достатнє ресурсне багатство для реалізації неявного консенсусу щодо суспільного добробуту; демократії зі слабкими інститутами демонструють кращу ситуацію і щодо рівня фінансового розвитку, і щодо нагромадження валютних резервів, ніж автократії зі слабкими інститутами внаслідок досягнення базового рівня гарантій прав власності та полі-

тичної конкуренції; демократії зі слабкими інститутами через перманентні конфлікти за доступ до ресурсної ренти можуть поступитися автократіям у спроможності проведення політики структурної диверсифікації, але при цьому вони поступаються другим величиною сировинного багатства. Виявлені закономірності зв'язку між рівнем фінансового розвитку, валютними резервами та політичним режимом дозволяють краще зрозуміти типологічні особливості макрофінансових проявів ресурсного багатства, оскільки відображають зв'язок між інститутами і вибором мікс-політики. Україна за рівнем аналізованих показників відповідає ознакам групи демократій зі слабкими інститутами. Оскільки в умовах вітчизняної економіки фінансовий розвиток не може спиратись на ресурсне багатство, структурні реформи в напрямі гарантій прав власності, прав інвесторів, підвищення рівня ефективності корпоративного управління виступлять драйверами поглиблення фінансової системи за умови, що загальне підвищення якості інститутів у країні позначиться на зниженні рівня майнового розшарування та раціоналізації монетарної політики в напрямі забезпечення цінової стабільності.

### Література

- Козюк В. (2016). Незалежність центральних банків в сировинних економіках. *Вісник НБУ*. Березень. 6–25. (In Ukrainian)
- Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. (2006). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. *NBER Working Paper*. №12117. (In English)
- Aizenman J., Jinjara Y., Park D. (2015). Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis. *NBER Working Paper*. #20917.: 1-37. (In English)
- Aizenman J., Lee J. (2006). Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding. *IMF Working Paper*. WP/06/280.: 1-22. (In English)
- Aizenman J., Marion N. (2004). International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. *Economic Journal*. vol. 17.: 370–400. (In English)
- Aizenman J., Riera-Crichton D. (2006). Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration. *NBER Working Paper*. №12363. (In English)
- Aliyev R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. *CERGE-EI Working Papers*. No.527.: 1–36. (In English)
- 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. (In English)
- Auty R. (2001). The Political Economy of Resource-driven Growth. *European Economic Review*. 45: 839–46. (In English)
- Auty R. (2001). Resource Abundance and Economic Development. Oxford: Oxford University Press.
- Boyd J., Levine R., Smith B. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47, 221–248. (In English)
- Cihak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2012). Benchmarking Financial Development Around the World. *World Bank Policy Research Working Paper*. Vol. 6175. 1–32. (In English)
- Claessens S., Laeven L. (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance*. #58. 2401–2436. (In English)
- Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2011). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *World Bank Policy Research Working Paper*. Vol. 5805. 1–42. (In English)
- Demirguc-Kunt A., Levine R. (1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *World Bank Policy Research Working Paper*. Vol. 2143. 1–34. (In English)
- Dincer N., Eichengreen B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*. Vol. 10. No.1. (March): 189–253. (In English)
- Eichengreen B., Hausmann R. (1999). Exchange Rate and Financial Fragility. *NBER Working Paper*. №7418. P. 1–54. (In English)
- IMF. (2015). Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. *World Economic Outlook*. October. 2015. Chapter 2. (In English)
- Kurronen S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. *BOFIT Discussion Papers*. No. 6.: 1–35. (In English)
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer F., Vishny R. (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*. Vol. 106. #6. 1113–1155. (In English)
- Lin J., Sun X., Jiang Y. (2009). Toward a Theory of Optimal Financial Structure. *World Bank Policy Research Working Paper*. Vol. 5038. 1–32. (In English)

- Mody A., Rogoff K. (2004). Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies. *NBER Working Paper*. №10673. (In English)
- Nili M., Rastad M. (2007). Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: The Role of Financial Development. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 46. #5. 726–740. (In English)
- Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J., Ayhan Kose M. (2004). Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. *NBER Working Paper*. №10942. (In English)
- Rajan R., Zingales L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*. #88. 559–586. (In English)
- Roe M., Siegel J. (2011). Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 39. #3. 279–309. (In English)
- Saborowski Ch. (2009). Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Can Financial Development Cure the Dutch Disease? *IMF Working Paper*. WP/09/20. 1–42. (In English)
- Satyanath Sh., Subramanian A. (2004). "What Determines Long-Run Macroeconomic Stability? Democratic Institutions". *IMF Working Paper*. WP/04/215. 1–51. (In English)
- Svirydzenka K. (2016). "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development". *IMF Working Paper*. WP/16/5. 1–42. (In English)
- 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. (In English)

Надіслано до редакції 11.04.2016 р.

---



---

## FINANCIAL DEVELOPMENT, FOREX RESERVES AND POLITICAL REGIMES IN RESOURCE RICH ECONOMIES

**Viktor Kozziuk**

**Author affiliation:** Doctor of Economics, Professor, Ternopil National Economic University, Academician, Academy of Economic Sciences of Ukraine. E-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

Macroeconomic and institutional distortions in the resource rich countries potentially should restrain the financial development, which is argued in a series of empirical findings. However, the present paper shows that, by index of financial development, such countries are at the average world level as world mean. This paradox may be explained by the heterogeneity of commodity countries. It is assumed that the nature of such heterogeneity is based on a mix of political regime and ability to accumulate exchange reserves as an institutional manifestation of the characteristic features of the distribution of resource rent. Typologically the commodity countries should reflect some mix of the level of democracy, reserves accumulation and level of financial development. Basing on the empirical analysis, 52 resource-rich countries are grouped in eight groups that represent theoretically meaningful relations between political regime, level of reserves accumulations and level of financial development. An undeniable inverse relationship between the richness of resources and level of democracy is found. At the same time, level of democracy is positively related with financial development when country is advanced in reforming and less dependent on forex reserves. Autocracies may support financial development only in the case of an implicit consensus about the increase in social welfare, which, in turn, requires large reserves. With reserve accumulation and financial development, weak democracies perform better than expropriative autocracies. It is proved that ability to accumulate reserves is a sign of how institutions avoid to waste the rent when resource richness is abnormal. In the case of low and moderate resource richness, the policy to increase the quality of institutions should be on frontier to facilitate financial development that, together with a more flexible exchange rate, will allow maintaining macrostability at a lower level of forex reserves.

**Key words:** resource richness, commodity export, political regime, exchange reserves, financial development, quality of institutions, monetary regime, intertemporal savings.

**JEL:** E58, E59, O23, Q33.