

Виктор Козюк

ФАКТОР СЫРЬЕВОГО БОГАТСТВА В РЕАЛИЗАЦИИ МАКРОПРУДЕНЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

Гипотетически сырьевой фактор должен был бы быть существенным мотиватором активного использования макропруденциального регулирования, что тестируется на основе выборки из 117 стран и 38 стран, богатых на ресурсы. На основе регрессионного анализа данная гипотеза в общем подтверждается. Однако выглядит парадоксальным факт активного перехода на макропруденциальное регулирование стран с плавающими курсами и таргетёров инфляции. Это можно объяснить исходя из неоднородности ресурсно богатых стран. Группирование стран по принципу "политический режим – режим обменного курса" позволил выделить три модальности макропруденциальной политики: она является отражением развития контрциклического инструментария (демократии); она является продолжением политики регулирования потоков капиталов (слабые демократии); она является способом обеспечения стабильности и контроля за финансовой системой (автократии). Делается вывод о необходимости усиления внимания к сырьевому фактору финансовой нестабильности как ориентиру развития макропруденциального инструментария в Украине.

Ключевые слова: макропруденциальная политика, сырьевые экономики, финансовая стабильность, потоки капитала, внешние шоки.

JEL: E58, E59, O23, Q33.

Уже длительное время сырьевые экономики остаются под давлением. Чувствительность сырьевых цен к колебаниям глобальной ликвидности демонстрирует наличие существенной уязвимости таких стран и на фазе экспансии, и на фазе сжатия. Всё чаще артикулированная проблематика сырьевых суперциклов ещё больше обостряет проблему оптимального выбора в сфере экономической политики: как обеспечить приспособленность страны к соответствующим колебаниям, повысить макрофинансовую стабильность, реализовать структурные намерения по преодолению сырьевой зависимости в условиях, когда предсказания поведения ценового тренда становятся всё более неопределёнными. Финансовая интеграция и внутренний финансовый развитие в странах, богатых ресурсы, не столько облегчает ситуацию, сколько усложняет. К традиционным проблемам с колебаниями реального эффективного валютного курса, нестабильной инфляции, политико-институциональными сложностями с реализацией контрциклической фискальной политики добавляются новые вызовы. Колебания финансовых переменных нелинейно отражают ценовой сырьевой цикл. Благодаря этому экспортеры сырья становятся едва ли не самым радикальным примером процикличности финансовой системы.

Посткризисные сдвиги в макроэкономической политике показали растущее значение введения макропруденциального инструментария в

Козюк Виктор Валерьевич (victorkozyuk@ukr.net), д-р экон. наук, проф., акад. Академии экономических наук Украины; заведующий кафедрой экономической теории Тернопольского национального экономического университета.

арсенал регуляторов, адресованных макрофинансовой уязвимости и системным финансовым рискам. Одни страны уже долгое время осуществляют соответствующие изменения в результате "склонности к новизне", другие – следуя положительному примеру первых, третьи – модифицируют привычные инструменты регулирования потоков капитала под макропруденциальные потребности. Уже накопленный опыт макропруденциального регулирования демонстрирует определённый уровень эффективности по ограничению процикличности финансовой системы и улучшению способности контроля за агрегированным поведением кредита и за ценами на активы. Возникает вопрос, если сырьевые экспортеры благодаря новым возможностям в сфере финансового развития становятся настолько уязвимы к рискам, которым адресована макропруденциальная политика, то являются ли они лидерами по использованию соответствующих инструментов? Постановка вопроса таким образом является важной, поскольку большинство богатых ресурсами стран или продолжает оставаться сторонниками консервативных макроэкономических политик, которые повышают их межвременную нестабильность, или применяют активную межвременную фискальную политику, призванную обеспечить ограничение влияния колебаний мировой сырьевой конъюнктуры на национальные экономики. Учитывая это, актуально выяснение вопроса, насколько сырьевой фактор определяет выбор в пользу применения макропруденциальных инструментов, принимая во внимание структурные предпосылки к накоплению системных макрофинансовых рисков.

Развитие литературы по макропруденциальной политике стартует с вопросов накопления финансовых дисбалансов в условиях ценовой стабильности, низких реальных процентных ставок, поиска доходности и растущей финансовой интеграции. Благодаря ряду исследований на сегодняшний день вопрос растущего значения финансового фактора макроэкономических колебаний, контрадикторности ценовой и финансовой стабильности, ограниченности центробанков в эффективной борьбе с повышенной "эластичностью" финансовой системы принимаются как базовые позиции относительно необходимости выхода за пределы стандартного разделения на монетарную и микропруденциальную политику (Borio, White, 2004; Borio, 2006; Borio, 2014). С другой стороны, растущий интерес к макропруденциальному регулированию инкорпорируется в попытки апологетов новокейнсианского мейнстрима указать на дестабилизирующие последствия монетарного вмешательства в финансовый цикл (Bernanke, Gertler, 1999; Svensson, 2016). Макропруденциальная политика рассматривается как специализированная политика, адресованная системной уязвимости в её структурной и циклической композиции, благодаря чему монетарная политика выводится из зоны ответственности за финансовую стабильность. Несмотря на то, что взгляды на роль монетарной политики в обеспечении финансовой стабильности остаются предметом поиска теоретического консенсуса (IMF, 2015), внедрение макропруденциального подхода, одобренное решением Сеульского саммита G-20, инкорпорированного в переход на Базель III т.п., позволило выработать ряд ключевых требований к регуляторам и выделить "лучшие практики". На сегодня уже устоявшимися являются подходы к: выделению конечных и промежуточных целей политики финансовой стабильности, таксономии макропруденциальных инструментов, пониманию трансмиссионных связей в рамках применения последних, эмпирическому анализу последствий введения макропруденциальных мероприятий, вариантов институционального формата данной политики; проблеме координации с другими политиками и т.д. (Bayoumi, Dell'Ariccia et al., 2014; IMF-FSB-BIS, 2016; IMF, 2013; IMF, 2013б; IMF, 2013в; CGFS, 2010).

Относительно эмпирической составляющей анализа, то он касается двух основных направлений: эффективности макропруденциальной политики

и её распространения в разрезе стран. В первом случае исследования обнаруживают следующее. (А) Уровень финансового развития и, соответственно, финансовой открытости влияет на эффективность макропруденциальных инструментов. Несмотря на то, что последние в целом достигают поставленной цели и могут повлиять на замедление кредитного бума и инфляции цен активов, альтернативные возможности заимствований (парабанковская система, заимствования за рубежом, структурированные инструменты и т.д.) сужают их ограничительную способность. (Б) Инструменты, применяемые по отношению к заёмщикам, демонстрируют лучшие трансмиссионные свойства. Это не значит, что инструменты, построенные по принципу буферов капитала, полностью неэффективны. В отдельных случаях дополнительных требований относительно банковского капитала бывает недостаточно для нейтрализации перегрева в финансовом секторе. (В) Изменения весовых коэффициентов при расчёте регуляторного капитала на циклической основе, так же как и динамическое резервирование под риски активных операций, позволяют ослабить процикличность финансовой системы, хотя нуждаются в дополнении другими инструментами. (Г) Возможность контролировать левверидж сектора домохозяйств является более выраженной по сравнению с корпоративным или банковским сектором, хотя относительная эффективность каждого отдельного инструмента остаётся предметом дискуссий. Сочетание сразу нескольких инструментов может дать лучший результат, чем интенсивное применение одного-двух т.п. Во втором случае акцентируется на том, что страны с формирующимися рынками, имеют больше опыта применения макропруденциальных инструментов, чем развитые. Однако это связано с тем, что в первых инструменты регулирования потоков капитала специфицируются как макропруденциальные. Сохранение уязвимости финансовой стабильности к значительным курсовым колебаниям и ограниченная способность процентных ставок влиять на заимствования в иностранной валюте сказывается на различиях в характере инструментов, применяемых странами с формирующимися рынками и развитыми странами (Claessens, 2014; Cerutti, Correa et al., 2016; Cerutti, Correa et al., 2016; Bruno, Shim et al., 2015; Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016; Cize, Frost et al., 2016).

Из соображений специфической уязвимости сырьевых экономик (конфликт между ценовой стабильностью и курсовыми колебаниями, между попытками стабилизировать курс и накоплением финансовых дисбалансов, между реальной переоценкой валютного курса в период бума и структурными приоритетами и т.д.) важно обращение внимания на результаты эмпирических исследований, указывающих на возможность макропруденциальной политики ограничивать перегрев финансового сектора в странах с формирующимися рынками в результате притока капиталов. В случае конфликта между курсовой волатильностью и финансовой стабильностью макропруденциальная политика должна взять на себя ответственность за последние, поскольку монетарная политика не всегда способна его предотвратить (Bruno, Shim et al., 2015; Cerutti, Claessens et al., 2015; Gulcin, Filiz, 2014; Turner, 2016).

Также акцентируется внимание на необходимости применения инструментов, ограничивающих риски концентрации и побуждающих к большей диверсификации активов финансовых корпораций в случае, когда бум кредитования приходится на один сектор (Turner, 2016). Такой вывод важен в свете того, что в сырьевых экономиках и циклическое, и структурное измерение системных рисков генерируется сектором экспортной специализации и связанными с ним смежными секторами. Специфический характер финансовой структуры в сырьевых экономиках (большое значение внешних заимствований, высокий уровень концентрации и вертикальной интеграции, отсутствие доступности финансовых услуг как отражение больших потребностей в капитале ограниченного набора секторов) (Kurronen, 2012) позволяет избегать регуляторного влияния со сто-

роны макропруденциальных инструментов в случае, когда они не увязываются с инструментами регулирования потоков капитала, однако по мере финансового развития и расширения доступа к финансовым услугам значение таких инструментов будет повышаться. Сырьевая конъюнктура всё более будет идти бок о бок с потоками капитала и внутренним финансовым циклом по мере повышения благосостояния и расширения круга социальных бенефициаров природного богатства.

Анализ исследований специфики макропруденциальной политики в сырьевых экономиках позволяет выделить следующее. Во-первых, базовым теоретическим основанием для адресации этой политики системным рискам является специфический профиль уязвимости, генерируемый потенциально значительными перепадами сырьевых цен с последующим воздействием на волатильность реального обменного курса, инфляции, потоков капитала и на риски актуализации негативных балансовых эффектов. Монетарная политика ограничена в способности нейтрализовать системные риски в случае, когда финансовая система генерирует агрегированное предложение кредита эндогенно на основе ожиданий будущего сырьевого тренда (*Gulcin, Filiz, 2014; Turner, 2016; Masson, 2014*). Во-вторых, существует очень большой риск системной уязвимости экспансии кредита в секторах, не связанных с экспортом, в результате чего финансовая система становится крайне уязвимой к ценовым шокам в условиях высокого уровня левириджа. Также переключение кредита на не-экспортные сектора ухудшает будущие перспективы повышения потенциала экономики (*Turner, 2016; Alberola, Benigno, 2017*). В-третьих, макропруденциальная политика может помочь в предотвращении "голландской болезни". Достижение этого может происходить через канал ограничения переоценки валютного курса в результате увязки между притоком капитала, бумом кредитования и ухудшением платёжного баланса из-за расширения потребления не-экспортным сектором. Другим каналом является потенциальная эффективность ограничений на секторную концентрацию кредита, что косвенно будет побуждать к расширению доступа к кредиту заёмщиков из других секторов (*Turner, 2016; Masson, 2014; Alberola, Benigno, 2017; Gonzalez, Hamann et al., 2015*).

Опыт внедрения макропруденциальных инструментов в разрезе стран, богатых ресурсами, указывает на неоднозначные результаты. Например, для стран Персидского залива менее выраженной является контрциклическая спецификация банковского регулирования, притом, что сам банковский сектор выглядит хорошо капитализированным, потенциально ограничивая эффективность дополнительного применения инструментов, основой которых является создание буферов капитала (*IMF-GCC, 2015*). Для стран Африки и Латинской Америки макропруденциальные инструменты трудно отделить от инструментов, регулирующих потоки капитала и ограничивающих валютные риски финансовых учреждений. Тем не менее их применение рассматривается как важное направление минимизации финансовой нестабильности, генерируемой волатильными сырьевыми ценами (*IMF-FSB-BIS, 2016; IMF, 2013б; IMF, 2013в; Cerutti, Claessens et al., 2015; Masson, 2014; Gonzalez, Hamann et al., 2015*). Развитые страны, богатые ресурсами, в основном ориентируются на минимизацию рисков инфляции цен активов, прежде всего цен на недвижимость, поскольку спрос на неё чётко коррелирует с трендом ожидаемых доходов (*Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016; Turner, 2016*) и др.

Тем не менее из проведённого анализа исследований видно, что распространение макропруденциальных инструментов в разрезе стран остается неравномерным. Это подтверждают расчёты соответствующего индекса макропруденциальной политики (MPI index) (*Cerutti, Claessens et al., 2015*). Также сырьевые экономики должны были быть в авангарде перехода на макропруденциальную политику, учитывая характер системной уязвимости.

Однако это может быть не столь очевидно, принимая во внимание следующее. Контрциклическая фискальная политика (фонды суверенного богатства) может брать на себя значительную часть "компетенций" в сфере приспособления к шоку, позволяя поддерживать менее гибкий валютный курс. Введение контрциклических инструментов не является нейтральным относительно политико-институционального формата распределения сырьевой ренты, в результате чего характер политического режима и качество институтов могут быть детерминантами выбора по применению политики, которая является ограничительной, а следовательно, такой, которая может повлиять на благосостояние отдельных политических или социальных групп. Акселерация кредитования может недальновидно рассматриваться как способ повышения социального благосостояния в виде компенсации не-инклюзивного распределения сырьевой ренты. В такой ситуации нежелание ограничивать риски процикличности финансовой системы является скрытым способом нежелания вмешиваться в олигархический статус-кво.

Учитывая сказанное выше, выглядит уместным эмпирически идентифицировать роль сырьевого фактора в распространении макропруденциальной политики в разрезе стран. При этом во внимание необходимо принять то, что сырьевые экономики фрагментированы из соображений выбора режима валютного курса и режима потоков капитала, а также из соображений роли межвременной фискальной политики в контрциклической стабилизации. Теоретически следует ожидать тесную связь между долей сырьевого экспорта и развитием макропруденциальной политики. Однако, как отмечалось выше, институциональные особенности богатых ресурсами стран могут привносить определённые искажения в теоретически мотивированный выбор в пользу адресации макропруденциальной политики системным макрофинансовым вызовам. Целью данной статьи является подтверждение / опровержение гипотезы об обусловленности сырьевым фактором характера распространения макропруденциальной политики в мире.

Несмотря на установившуюся таксономию промежуточных целей макропруденциальной политики и её инструментов (с их разделением на адресованные процикличности и адресованные межсекторным связям) (Claessens, 2014; Cerutti, Claessens et al., 2015; Carreras, Davis et al., 2016), их применение в сырьевых экономиках часто может преследовать дополнительные соображения по регулированию потоков капитала или структурной коррекции. Впрочем, специфический политико-институциональный ландшафт богатых ресурсами стран может засвидетельствовать наличие прямых или скрытых предохранителей активации инструментов, адекватность которых является теоретически валидной. Табл. 1. обобщает проблемные вопросы реализации макропруденциальной политики в богатых ресурсами странах, сочетая типичные промежуточные цели и потенциальные инструменты их достижения.

Несмотря на приведённое в табл. 1 структурное измерение макропруденциальной политики, в сырьевых экономиках можно добавить проблему долларизации и склонности к негибким курсам. И долларизация, и фиксированные курсы являются существенными амплификаторами процикличности финансовой системы, генерируемой колебаниями сырьевых цен. Так, долларизация активов отражает проблемы контроля за внутренней инфляцией и поиск безопасных активов, а долларизация пассивов – потенциальные проблемы в сфере финансового развития. Стадия последнего может быть несовместимой с уровнем концентрации в экстрактивных секторах, в которых точка безубыточности может быть достаточно высоко расположенной, учитывая технологические факторы, в результате чего заимствования в национальной валюте под низкие проценты и на длительный срок являются затруднительными. Долларизация пассивов также может стать следствием ситуации, когда экономические агенты воспринимают номинальную ревальвацию как равновесную, что не явля-

ется неестественным для богатых ресурсами стран в ситуации сильной и устойчивой тенденции к росту сырьевых цен.

Таблица 1

**Промежуточные цели макропруденциальной политики
и потенциальные инструменты: анализ с позиций возможностей
и ограничений применения в сырьевых экономиках**

Потенциальные промежуточные цели	Потенциальные инструменты	Особенности применения в сырьевых экономиках	Ограничение по внедрению
Ограничения и упреждения чрезмерного повышения левериджа	Буферы капитала, адресованные заемщикам, динамическое резервирование, секторное и контрциклическое взвешивание рисков и т.д.	Сырьевые экономики уязвимы к значительному повышению левериджа в периоды высоких мировых цен: а) потенциал экстракции чувствителен к инвестициям в инфраструктуру и наращивание мощностей; б) банки финансируют масштабные проекты, как правило, долгосрочные, вследствие чего привлекают внешние займы; в) не-экстрактивные сектора повышают леверидж в ожидании роста будущих доходов	Введение макропруденциальных ограничений может идти в разрез с: а) попытками отдельных групп усилить свои позиции из-за максимизации присутствия в экстрактивных секторах; б) попытками отдельных групп реализовать масштабные проекты, которые бы закрепили их долю рынка; в) попытками расширить доступ к кредитованию в качестве компенсации за неравенство в распределении ренты; г) попытками компенсировать моноструктурность путём расширения доступа к финансированию неэкстрактивных секторов и т.д.
Упреждение возникновения дефицита ликвидности, разрывов в срочной и валютной структуре активов и пассивов	Буферы капитала, покрытие кредитов депозитами, нормативы ликвидности, нормативы стабильного фондирования, ограничение значительной открытой позиции и т.д.	Сырьевые экономики уязвимы к падению мировых цен, а роль безопасных активов, как правило, выполняет долларовая ликвидность. В зависимости от степени доверия к банковской системе, отток капиталов из страны может сопровождаться внутренним оттоком (double drain)	Соответствующие макропруденциальные ограничения подпадают под вышеперечисленные в аспекте дополнительных требований к ликвидности и сбалансированности срочной и валютной структуры активов и пассивов. Базовая политико-экономическая проблема такая же, как и в предыдущем случае
Ограничение концентрации рисков	Секторные и циклические ограничения концентрации кредитов, буферы капитала, лимиты на операции с одним заёмщиком и т.д.	Доминирование экстрактивного сектора / секторов со значительными потребностями в капитале и эффектом масштаба приводит к высокой вероятности концентрации рисков. Сырьевая рента и барьеры вхождения в другие сектора вытесняют других заёмщиков, усиливая предыдущий эффект. Концентрация	Сопротивление ограничением данного вида следует из олигархического или авторитарного доступа к ренте. С другой стороны, введение таких ограничений без гарантий прав собственности и адекватного бизнес-климата за пределами рентогенерирующих секторов приводит к недостатку защиты прав кредиторов. Оффшоризация и

		рисков может носить скрытый характер в свете институциональных искажений прав собственности, генерируемых борьбой за распределение ренты и политическую власть. Секторные ограничения могут быть продолжением борьбы с "голландской болезнью"	связанное кредитование превращаются в компенсаторы ограничений концентрации
Ограничение искажений в восприятии рисков, возникновение морального риска	Буферы капитала, динамическое резервирование, динамическое взвешивание активов по рискам, ограничение относительно значимых учреждений и т.п.	Важная роль глобальной конъюнктуры в определении траектории ожидаемых доходов приводит к смещениям в восприятии рисков. В случае концентрированного владения активами сырьевые цены поощряют моральный риск крупных заемщиков. Олигархический характер взаимоотношений делает моральный риск важным источником процикличности	Сопротивление соответствующим ограничением является продолжением борьбы за ренту в форме возможности максимизировать активы и монополизировать ограничены сырьевые ресурсы. Также значительные сырьевые поступления расширяют заинтересованность в диверсификации активов. Благодаря этому попытки максимизировать инвестиции в них, пока сырьевые цены высоки, усиливает эффекты animal spirit за пределами сырьевых секторов
Ограничение уязвимости финансовой системы к реверсам в потоках капиталов, индуцированных колебаниями сырьевых цен	Буферы капитала, ограничения в отношении заемщиков, контрциклические требования касательно левириджа, динамическое резервирование, динамическое взвешивание рисков по активам, контрциклическое обязательное резервирование, лимиты концентрации и т.д.	Наиболее характерная составляющая сырьевых экономик. Потоки капитала достаточно четко следуют за трендом сырьевых цен. Благодаря этому финансовая система усиливает трансмиссию импульсов со стороны сырьевых цен, распространяя их на не-экстрактивные сектора	Попытка предотвратить данные ограничения опирается на: а) организацию финансовых потоков крупных компаний, в которых оффшоринг является обычной практикой; б) восприятие входящих трансграничных потоков как таких, которые усиливают возможности отдельных групп в доступе к финансированию, а население – к ипотеке и т.д.
Ограничение уязвимости финансовой системы к поведению глобального финансового цикла	Буферы капитала, ограничения в отношении заемщиков, контрциклические требования касательно левириджа, динамическое резервирование, динамическое взвешивание рисков по активам, контрциклическую обязательное резервирование, лимиты концентрации и т.д.	Поскольку колебания сырьевых цен достаточно жестко обусловлены глобальным финансовым циклом, а богатые ресурсы страны склонны к ограничениям на колебания валютных курсов, уязвимость финансовой системы часто генерируется экзогенными факторами	Макропруденциальные меры могут оказаться под риском в свете попытки представить глобальную конъюнктуру драйвером экономического роста и таким образом скрыть априори сомнительную эффективность в сфере распределения доходов

Источник: составлено автором.

Ситуация с фиксированными курсами является более сложной (подробнее обзор данной проблемы в (Kozluk, 2016)). Выбор в пользу негибких курсов со стороны богатых ресурсами стран часто обусловлен как невозможностью монетарными методами обеспечить контроль за реальной покупательной способностью национальной денежной единицы, нежеланием усиливать "ресурсное проклятие" вследствие роста стоимости национальной валюты, так и потенциальными потерями стоимости значительных внешних активов, измеренных в национальной денежной единице и т. п. Нарастание финансовой открытости таких стран добавило проблему усиления обусловленности финансовой стабильности валютно-курсовыми факторами, вследствие чего попытка избежать курсовых колебаний является отражением структурно обусловленных значительным разрывов в срочной и валютной композиции активов и пассивов.

Во многом это нашло отражение в функции реакций центробанков. Сырьевой фактор бесспорно является причиной реагирования процентных ставок на движение курса вниз безотносительно к тому, как снижение курса влияет на ускорение инфляции (Aizenman, Noy, 2011). Последнее является свидетельством весомой структурной подоплеку конфликта целей монетарной политики. Установление ставок в соответствии с потребностями в поддержании финансовой стабильности в сырьевых экономиках может иметь дополнительные неблагоприятные эффекты. Если монетарная реакция на финансовый цикл в экономике без чётко выраженного сырьевого ядра активизирует традиционную проблему предусмотрительного торможения финансовых дисбалансов или расчистки рынков после стресса (так называемая проблема *lean vs clean*), то в богатой ресурсами стране ситуация осложняется тем, что как борьба с дисбалансами, так и расчистка рынка могут иметь ярко выраженный дистрибутивный характер. В первом случае – это проблема доступа к финансированию секторов, не охваченных сырьевым бумом, а во втором – перераспределение финансовых потоков в пользу господствующих политических бизнес-групп.

Продолжением этого является проблема конфликта между текущим счётом и валютным курсом. В сырьевых экономиках она имеет особый акцент, поскольку к традиционной компоненте экспортных поступлений добавляются потоки капитала. Это означает, что увязка "глобальная ликвидность – сырьевые цены" приводит к усилению конфликтности между потоками капитала и валютным курсом по каналу условий торговли и по финансовому каналу практически одновременно. Однако отличием действия обоих каналов является то, что сырьевой и финансовый цикл не совпадают, вследствие чего риск падения мировых цен и оттока капиталов, как правило, приходится на период времени, когда финансовая система уже перегрета, а экономические агенты перегружены долгами. Причём такая перегруженность может быть как следствием экспансии традиционных экстрактивных секторов (например Россия), так и секторов развивающихся ради диверсификации структуры экономики (например ОАЭ).

Не менее критически важные вопросы перераспределения доступа к финансированию на пользу не-экспортных секторов и сектора услуг. В обоих случаях генерирование значительных поступлений экстрактивным сектором создаёт ситуацию усиления эффекта Баласса-Самуэльсона и его финансового коррелята – рост цен на недвижимость и экспансии строительства. В совокупности с повышением реального обменного курса это вытесняет другие сектора за пределы периметра доступа к финансированию, тем самым расширяя потенциал государственной интерференции, которая скорее усиливает процикличность, вместо того, чтобы минимизировать её. Фискальная политика в сырьевых экономиках может демонстрировать чёткую траекторию процикличности, учитывая поведение спрэдов, даже в условиях, когда значительные колебания доходов от экспорта сырья сглаживаются за счёт фондов суверенного богатства.

Учитывая выше сказанное, сырьевые экономики должны быть естественными лидерами в сфере применения инструментов, которые позволяют ослабить макроэкономические конфликты в традиционном монетарном и фискальном секторе. Это же должно было касаться чётко выраженной контрциклической направленности макропруденциальных практик, что, однако, явно контрастирует с опытом реализации фискальных политик, оптимальных в межвременном плане (*IMF-GCC*, 2015). Оценка интенсивности применения макропруденциальных инструментов (на основе индекса макропруденциальной политики (*Cerutti, Claessens et al.*, 2015)) в разрезе групп стран демонстрирует неоднозначную картину, подтверждая, что макропруденциальные практики могут больше отражать способ приспособления к волатильным потокам капитала, чем, собственно, адресацию системной финансовой уязвимости. Несмотря на то, что в случае стран с формирующимися рынками их трудно разграничить, данные табл. 2 указывают на ряд неоднозначных моментов.

Таблица 2

Индекс макропруденциальной политики в разрезе групп стран, средние значения

Страны	2002	2007	2012	2013
Все страны (119 стран)	1,4	1,7	2,3	2,5
Страны с формирующимися рынками, сырьевые экспортеры (29 стран)	2,1	2,6	3	3,1
Развитые страны, богатые ресурсами (4 страны)	1,3	1,3	2,3	2,8
Страны-таргетёры инфляции (27 стран)	1,5	2,0	3	3,2

Примечание 1. Индекс макропруденциальной политики рассчитан для 119 стран.

Примечание 2. Страны с формирующимися рынками, которые относятся к сырьевым экспортерам, установленные МВФ. Их общее количество – 52 (*IMF*, 2015). Индекс макропруденциальной политики рассчитан для 29 из них. Развитые страны, богатые ресурсами, – Норвегия, Канада, Австралия, Новая Зеландия. Страны-таргетёры инфляции, установленные согласно МВФ.

Источник: рассчитано по данным *Cerutti, Claessens et al.*, 2015.

На основе данных табл. 2. можно выявить ряд тенденций. Наблюдается общее усиление роли макропруденциальных политики. Однако в разрезе докризисного и посткризисного периода такое усиление является неравномерным. Глобальный финансовый кризис можно смело считать водоразделом. Богатые ресурсами страны с формирующимися рынками предсказуемо имеют выше значение индекса, чем вся выборка. Развитые страны, богатые ресурсами, уступают им по среднему значению индекса. Однако привлекает внимание тот факт, что после кризиса рост значения индекса для них увеличился существенно. Различия в величине индекса данных двух групп стран можно объяснить исходя из того, что более богатые страны больше полагались на плавающий курс до кризиса, в результате чего им не нужно было маскировать инструменты регулирования движения капитала под макропруденциальные инструменты. Но после кризиса они продемонстрировали прогресс в введении макропруденциальных практик, ориентированных на предотвращение процикличности и системной уязвимости. Впрочем, возникает вопрос, произошло ли это именно благодаря роли ресурсного богатства в свете увязки между колебаниями сырьевых цен и финансовым циклом.

Осторожное отношение к гипотезе об обусловленности степени введения макропруденциальных инструментов сырьевым богатством подкрепляется расчётами упомянутого индекса по странам-таргетёрам инфляции. Эта группа была выбрана в качестве контрольной. Инфляционные таргетёры склонны к более высокой курсовой гибкости, а следовательно, менее уязвимы к той составляющей процикличности финансовой системы, которая генерируется фиксированным курсом. Для этой группы среднее значение индекса макропруденциальной политики до кризиса оказалось выше, чем аналогичное значение для всей выборки и группы богатых ресурсами стран, но

после кризиса – самым высоким из всех групп, хотя и очень незначительно. Учитывая то, что в данную группу не включались таргетёры инфляции, которые впоследствии стали членами зоны евро, а следовательно, большую её часть составляют страны с формирующимися рынками, можно сделать предварительное предположение о недостаточной убедительности гипотезы об исключительной роли сырьевого фактора в переходе к макропруденциальному регулированию. Так, несмотря на более высокое значение соответствующего индекса в группе богатых ресурсами стран с формирующимися рынками до кризиса, после кризиса его значение выравнивается с незначительным отрывом в пользу таргетёров инфляции.

С одной стороны, это может быть объяснено с учётом того, что первые компенсируют процикличность финансовой системы (индуцированной колебаниями сырьевых цен) с помощью ограничений на потоки капитала и фискальные буферы. С другой стороны, таргетёры инфляции могут затребовать дополнительных инструментов поддержания финансовой стабильности, учитывая различия влияния курсовых колебаний на экономическую активность через торговый и финансовый канал. Например, если таргетирование инфляции осуществляется в стране, чувствительной к разрыву в валютной структуре активов и пассивов, ограничения курсовых колебаний могут быть приемлемыми исходя из соображений финансовой стабильности, но при этом наталкиваться на конфликт с инфляционными целями, что открывает простор для макропруденциального подхода. Другим примером может быть ситуация с чувствительностью инфляционной динамики к перегреву экономики, обусловленной улучшением финансовых условий, или дефляционной реакцией цен на финансовый стресс. В обоих случаях количественная инфляционная цель требует точного воздействия со стороны центробанка на макроэкономические процессы. Финансовые шоки могут рассматриваться как противоречащие среднесрочной ценовой стабильности, а поэтому введение макропруденциальных инструментов будет играть роль повышения точности монетарной политики и её сфокусированности на инфляции и ВВП-разрыве. В свою очередь таргетёры инфляции могут оказаться "более инновационными" относительно введения "новых модальностей" экономической политики. Иными словами, вопрос перехода к более интенсивному использованию макропруденциальных инструментов может не быть структурно детерминированным, а определяться на поведенческом уровне. Канал "peers pressure" может играть в этом определённую роль.

Для дальнейшего тестирования гипотезы о роли сырьевого богатства в переходе к макропруденциальному регулированию был применён регрессионный анализ на основе данных по двум группам стран. Первая группа – все страны (117 стран (на 2 меньше, чем в исследовании (Cerutti, Claessens et al., 2015) с учётом ограниченности данных). Вторая группа – 38 богатых ресурсами стран (25 стран из 52, выделенных МВФ (табл. 2), + 4 развитые страны, + ЮАР, + Оман, Катар, Бруней, для которых индекс макропруденциальной политики определён на основе (IMF-GCC, 2015), + Фиджи, Тонга, Капо Верде, Уганда и Бурунди, которые имеют значительную долю сырьевого экспорта, но не включены в список из 52 стран МВФ). Это даёт возможность расширить количество стран, потенциально чувствительных к увязке между колебаниями мировых цен и финансовыми условиями, и объединить развитые страны и страны с формирующимися рынками в одну группу. Базовое уравнение регрессии такого вида:

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

где: Y – индекс макропруденциальной политики (Cerutti, Claessens et al., 2015); X_1 – индикатор сырьевого богатства – доля сырьевого (+ аграрный) экспорта в общем экспорте. Учитывая то, что другие переменные в уравнении (1) имеют ограниченную дисперсию, данная переменная применяется в стандартизированном виде (то есть на основе процедуры

нормализации с нулевой средней); X_2 – переменная, отражающая финансовую открытость. Включение данной переменной обусловлено тем, что именно финансовый сектор является основным трансмиттером сырьевых шоков в контексте проблемы финансовой стабильности. Учитывая то, что сырьевые цены влияют на внутренний финансовый цикл через потоки капитала, а реверсы последних рассматриваются как важная зона системной макрофинансовой уязвимости и является фактором эффективности макропруденциальных инструментов, финансовую открытость целесообразно трактовать как степень либерализации потоков капитала. С другой стороны, чувствительность к флуктуациям в потоках капитала может быть самостоятельным фактором выбора в пользу более интенсивного использования макропруденциальных инструментов. В качестве данной переменной был выбран индекс Chinn-Ito (чем выше значение, тем либеральнее регулирование потоков капитала), который сегодня является стандартным показателем, с помощью которого измеряется финансовая открытость и степень регулирования потоков капитала¹; X_3 – переменная, отражающая выбор страной режима обменного курса по классификации МВФ². Включение данной переменной обусловлено тем, что от режима валютного курса зависит характер трансмиссии сырьевых шоков на финансовые, а также макроэкономический характер приспособления к шокам в целом. Например, плавающий курс может рассматриваться как таковой, который полностью берёт на себя роль внешнего приспособления, в то время как фиксированный курс часто выбирают богатые ресурсами страны с развитой системой контрциклической фискальной политики. Данная переменная представлена в диапазоне 0–4. Значение 0 присваивается странам, в которых согласно классификатору имеют место следующие режимы обменного курса: no separate legal tender, currency board, conventional peg, stabilized arrangements. Значение 1, соответственно, – crawling peg, crawl-like arrangements, pegged exchange rate within horizontal bands. Значение 2 – other managed arrangement. Значение 3 – floating. Значение 4 – free floating. Странам, членам зоны евро, несмотря на формальное отнесение в категорию free floating, было присвоено значение 0 как в случае с фиксированными курсами. По соображениям характера финансовой чувствительности и протекания процессов коррекции финансовых дисбалансов в ЕВС они ближе именно к странам с фиксированными курсами; X_4 – переменная, которая демонстрирует наличие фискальных буферов. Поскольку последние призваны ограничивать цикличность, генерируемую колебаниями сырьевых цен, фискальная политика может рассматриваться как инструмент нейтрализации финансовой уязвимости опосредованно через ограничение номинальных доходов, естественно снижая востребованность макропруденциальной политики. С другой стороны, наличие фискальных буферов усиливает значение переменной, измеряющей сырьевое богатство, и является дополнительным средством проверки того, как увязываются между собой межвременная фискальная политика и режим валютных курсов. Данная переменная варьирует в диапазоне 0–1. 0 присваивается странам, в которых не создан фонд (фонды) суверенного богатства, 0,5 – странам, в которых фонд создан, но он не имеет сырьевого происхождения, 1 – странам, где такие фонды созданы и они сырьевого происхождения³.

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

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

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

Гипотетически первая и четвертая независимые переменные должны иметь положительный знак коэффициента b . Вторая и третья переменные могут иметь как положительное, так и отрицательное значение в силу специфики роли потоков капитала и режима валютных курсов в сырьевых экономиках в частности и в странах с формирующимися рынками, вообще, требуя дополнительных объяснений. Данные табл. 3–5. в первом приближении подтверждают гипотезу и корреспондируют с теоретическими представлениями о структурных особенностях сырьевых экономик.

Таблица 3

Параметры уравнения регрессии для выборки в 117 и 38 стран

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

Источник: подсчитано с помощью программного пакета STATISTICA.

Таблица 4

Корреляционная матрица переменных уравнения (1) для выборки в 117 стран

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

Источник: подсчитано с помощью программного пакета STATISTICA.

Таблица 5

Корреляционная матрица переменных уравнения (1) для выборки в 38 стран

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

Источник: подсчитано с помощью программного пакета STATISTICA.

Анализируя данные, представленные в табл. 3–5, можно выделить следующие закономерности.

Во-первых, в случае обеих выборок в разрезе всех четырёх переменных наблюдается теоретически предполагаемое значение коэффициента b . Сырьевое богатство находится в прямой связи с индексом макропруденциальной политики, так же как и переменная режима обменного курса, указывая на уязвимость финансовой стабильности к курсовым колебаниям. Прямая связь переменной наличия фондов суверенного богатства указывает на то, что межвременная фискальная политика не рассматривается как исключительный инструмент нейтрализации системной макрофинансовой уязвимости. Отрицательное значение в случае связи между Chinn-Ito Index и индексом макропруденциальной политики ещё

раз подчёркивает, что инструменты последней интенсивнее используются там, где ограничение на движение капитала более строгие, то есть уязвимость к реверсам в потоках капитала выше, а способность валютного курса обеспечивать внешнее приспособление – ниже.

Во-вторых, разница в значениях коэффициентов при переменных в случае всей выборки и в случае группы богатых ресурсами стран является существенной и не может быть объяснена различиями в дисперсии независимых переменных, поскольку, как показывают данные табл. 4–5, они являются практически идентичными. Разница в значениях коэффициентов указывает на то, что группа богатых на сырьё стран не просто более однородна. Во всех случаях такая разница указывает на большую значимость независимых переменных, тем самым подчёркивая теоретическую валидность базовой гипотезы о роли сырьевого фактора в макропруденциальном выборе.

В-третьих, несмотря на теоретически предполагаемое направление связи между зависимой и независимыми переменными в обеих группах стран, его плотность не является высокой, как и статистические свойства соответствующих регрессионных уравнений. Несмотря на это, статистические свойства полученного уравнения в случае богатых ресурсами стран значительно лучше, чем для случая всей выборки. В общем это не опровергает выдвинутую гипотезу, а демонстрирует возможную более сложную мотивацию к внедрению тех или иных модальностей макропруденциальной политики, является допустимым, принимая во внимание неоднородность сырьевых экспортеров в плане связи между характером институтов, предпочтениями в сфере экономической политики и её результатами.

В-четвёртых, корреляционные матрицы (табл. 4–5) позволяют уточнить полученные данные регрессионных уравнений и увидеть различия между выборкой у 117 стран и группой богатых ресурсами стран. То есть если коэффициенты при независимых переменных в обоих уравнениях регрессии демонстрировали одинаковое направление связи, то корреляции между независимыми переменными в разрезе двух групп стран такой гомогенности не показывают, хотя, скорее, этим подчёркивают теоретически известные структурные особенности сырьевых экономик. (А) Отличное направление корреляционной связи в разрезе двух групп наблюдается между переменной сырьевого богатства и индексом Chinn-Ito. Богатые на сырьё страны могут позволить себе большую мобильность капиталов. Например, отток капиталов может подпадать под либеральные ограничения из-за того, что накопление внешних активов снижает давление финансовых условий на внутренние номинальные переменные. Это подтверждает достаточная коррелируемость между переменной фондов суверенного богатства и значением индекса Chinn-Ito. (Б) Индекс Chinn-Ito также отличается связан с зависимой переменной в разрезе групп стран. В случае всех стран направление связи обратное, а в случае богатых ресурсами стран – прямое. В первом случае это является свидетельством того, что макропруденциальные инструменты усиливают политику ограничений на движение капитала, а во втором – отражают поиск вариантов обеспечения макрофинансовой стабильности в условиях реверсов в потоках капиталов. Однако в обоих случаях плотность корреляции между переменными является низкой. (В) Аналогично разным является направление связи в случае режима валютного курса. Сырьевое богатство достаточно жёстко обратно коррелирует с гибкими курсами, что полностью соответствует предыдущим исследованиям валютно-курсового выбора в богатых ресурсами странах (обзор этой проблемы в *Aizenman, Noy, 2011*). (Г) Способность к накоплению фондов суверенного богатства является чувствительной к валютно-курсовому режиму так же, как их необходимость обусловлена фискальными факторами устранения предпосылок для курсовых дестабилизаций. Это подтверждает разное направление корреляционной связи между переменной фондов суверенного бо-

гатства и переменной режима валютных курсов. Но при этом переменная фондов суверенного богатства находится в более слабой корреляционной связи в случае группы богатых на сырьё стран, чем в случае полной выборки. Это можно объяснить низкой способностью сформировать фонд суверенного богатства в странах, где доминирует аграрный экспорт, даже если именно он определяет сырьевое богатство.

В-пятых, увязка между режимом потоков капитала, валютных курсов и макропруденциальным выбором имеет значение. С одной стороны, режим валютного курса существенно определяет более интенсивное использование макропруденциальных инструментов (разница в значении коэффициента при переменной X_2 и X_3 в обоих случаях (табл. 3) и значения коэффициентов корреляции между соответствующими переменными (табл. 4–5)), чем доля сырьевого экспорта и регулирования потоков капитала. Причём, это очевиднее в случае сырьевых экономик. Из этого можно сделать вывод, что макропруденциальная политика теоретически предсказуемо вписывается в зону конфликта между ценовой, курсовой и финансовой стабильностью безотносительно к уровню либерализации потоков капитала, принимая во внимание значение шоков условий торговли. Так же это означает, что разрыв в валютной структуре активов и пассивов как предпосылка финансовой уязвимости может не быть жёстко детерминированный степенью либеральности регулирования потоков капитала. С другой стороны, существенная связь между выбором в пользу гибких курсовых режимов и интенсивностью макропруденциальной политики даже в случае сырьевых экономик (выше значение коэффициента при переменной X_3 , чем коэффициента при переменной X_1 (табл. 3) и значения коэффициентов корреляции между переменной X_1 и X_3 и Y (табл. 4–5)), тяготеющих к фиксированным курсам, говорит о том, что сырьевой фактор не является сам по себе определяющей детерминантой макропруденциальных выбора. Это корреспондирует с данными табл. 2, которые указывают, что таргетёры инфляции, которые более склонны к более гибким курсовым режимам, имеют соизмеримый в среднем индекс макропруденциальной политики с богатыми ресурсами странами с формирующимися рынками. Такую закономерность можно объяснить следующим образом. Там, где страны стремятся к курсовой гибкости, введение дополнительного инструмента политики, адресованного финансовой стабильности, призвано ослабить системную уязвимость к курсовым колебаниям по финансовому каналу с усилением стабилизационных возможностей курса в рамках торгового канала.

Впрочем, принимая во внимание склонность сырьевых экономик к фиксированным курсам и одновременно сильную связь между выбором в пользу курсовой гибкости с интенсивной макропруденциальной интерференцией, можно сделать вывод о достаточно высоком уровне неоднородности стран, богатых ресурсами. Институциональный профиль страны является важной детерминантой выбора в пользу того варианта микс-политики, который является отражением возможности совместить характер распределения сырьевой ренты с тем или иным механизмом макроэкономической адаптации к шокам. Причём, чем в большей степени сырьевое богатство будет конвертироваться в повышение социального благосостояния, тем в большей степени монополия шоков условий торговли будет ослабевать в пользу более сложного сочетания шоков мировых цен, шоков потоков капитала, шоков глобальных финансовых условий и т.п. При этом, учитывая тенденцию к наращиванию финансовой формы богатства и повышения финансовой открытости, значение внутренних финансовых условий также будет усиливаться когерентно с процессом наращивания финансовой глубины. Из этого следует, что значение сырьевого богатства как фактора макропруденциального выбора снижается по мере способности страны отойти от такой формы распределения ренты, макроэкономическим коррелятом которой является поддержка фиксированных курсов и создание фискальных буферов, и, соответственно, пе-

рейти к модели, в которой режим валютного курса выведен за пределы борьбы за ренту или же является отражением неспособности поддерживать фиксацию, учитывая конкуренцию за доступ к ренте. Это означает, что гипотетически можно предположить существенную роль макропруденциальных регуляторов в рамках микс-политики там, где имеется сочетание демократического режима с гибкими курсами.

На основе группировки по принципу "политический режим / режим обменного курса" (4 группы) данная гипотеза находит подтверждение. Группирование продемонстрировало наличие трёх чётких групп: демократии с гибкими курсами, демократии с негибкими курсами, автократии с негибкими курсами (табл. 6). (Регрессионная зависимость продемонстрировала наличие чёткой прямой связи между политическим режимом и режимом валютного курса (не приводится).) При этом не наблюдается наличие автократии с гибкими курсами, что корреспондирует с теоретическими представлениями о роли валютного курса в системе распределения ренты.

Таблица 6

Группировка богатых ресурсами стран в координатах "политический режим / режим обменного курса" и среднегрупповые значения Индекса демократии, индекса макропруденциальной политики и индекса Chinn-Ito

Демократии с гибкими курсами	Демократии с негибкими курсами
Австралия, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, ЮАР, Бразилия, Колумбия, Чили, Перу, Парагвай, Индонезия, Монголия, Уганда, Мозамбик, Замбия Среднее значение: Индекс демократии – 7,3; Индекс макропруденциальной политики – 3,5; Индекс Chinn-Ito – 1,1; Сырьевой экспорт – 73,4%. Фонды суверенного богатства только в Норвегии и Чили	Аргентина, Малайзия, Тринидад и Тобаго, Коста-Рика, Эквадор, Фиджи, Капо Верде, Гайана, Тонга Среднее значение: Индекс демократии – 6,4; Индекс макропруденциальной политики – 23; Индекс Chinn-Ito – 0,2; Сырьевой экспорт – 68,4%. Фонд суверенного богатства только в Тринидад и Тобаго
Автократии с гибкими курсами	Автократии с негибкими курсами
Отсутствуют	Бахрейн, Катар, Оман, ОАЭ, Кувейт, Саудовская Аравия, Россия, Бруней, Азербайджан, Ангола, Алжир, Казахстан, Таджикистан, Бурунди Среднее значение: Индекс демократии – 2,98; Индекс макропруденциальной политики – 2,7; Индекс Chinn-Ito – 0,4; Сырьевой экспорт – 88,1%. Только Таджикистан, Бурунди и Ангола не обладают фондами суверенного богатства

Примечание 1. В 2015 году Казахстан изменил режим монетарной политики. Изъятие Казахстана из соответствующей группы не влияет на общий результат.

Источник: сгруппированы на основе данных, использованных для построения табл. 3–5.

Результаты группирования (табл. 6) демонстрируют ряд закономерностей, которые в целом усиливают предыдущие рассуждения. Самый высокий средний индекс макропруденциальной политики наблюдается для стран с гибкими курсами и демократическим режимом, которые также наиболее финансово открыты и имеют второй среди трёх групп уровень сырьевого богатства. Роль фискальных буферов в них крайне ограничена, поскольку имеет место только в Норвегии и Чили. В общем можно сделать вывод, что развитие макропруденциального регулирования отражает тенденцию к имплементации "новых подходов" в построении микс-политики.

Учитывая то, что в этой группе просматривается высокий уровень курсовой гибкости, можно сказать, что роль сырьевого фактора в системной финансовой уязвимости не является определяющей. Гибкость курса реагирует на колебания сырьевых цен в рамках торгового канала, а макропруденциальные инструменты помогают ограничить процикличность финансовой системы из соображений развёртывания внутреннего финансового цикла как независимого от глобальных факторов тенденции и как тенденции, обусловленной колебаниями глобальной сырьевой конъюнктуры.

Демократии с негибкими курсами оказались такими, которые имеют самый низкий средний индекс макропруденциальной политики, самый низкий уровень сырьевого богатства и самый низкий уровень финансовой открытости, а значение индекса демократии уступает первой группе. Сырьевое богатство доступно на таком уровне, что допускает конкуренцию за доступ к ренте. В результате уровень политической нестабильности является нуждающимся в наиболее простом способе обеспечения макрофинансовой стабильности – ограничения курсовой гибкости и ограничения потоков капитала. Благодаря этому макропруденциальная политика скорее является продолжением политики регулирования потоков капитала, чем рычагом, адресованным процикличности, обусловленной флуктуациями сырьевых цен. Отсутствие фондов суверенного богатства (он имеет место только в Тринидад и Тобаго) указывает на сложности с налогообложением сырьевой ренты как составляющей межвременной фискальной оптимизации. С другой стороны, отсутствие политической стабильности идёт бок о бок с нехваткой финансовой глубины, в результате чего процикличность будет крайне чувствительной к сырьевым колебаниям, а самым простым способом её ограничить – ввести ограничение на движение капиталов. Макропруденциальная политика будет "оттенять" последнюю и вряд ли будет иметь существенное самостоятельное значение как способ обеспечить финансовую стабильность в экономике, чувствительной к колебаниям сырьевых цен.

Автократии с негибкими курсами, демонстрируя самый высокий уровень сырьевого богатства, занимают второе место по индексам макропруденциальной политики и Chinn-Ito, но являются лидерами по функционированию фискальных буферов. Фонды суверенного богатства отсутствуют только в самых бедных Анголе, Бурунди и Таджикистане. Способность ограничить доступ к ренте и обеспечить устранение её "пустую трату конкурентами" открывает путь к более активной контрциклической роли фискальной политики, что делает возможным поддержание негибких курсов на фоне относительно либерального регулирования потоков капитала. Макропруденциальная политика скорее является продолжением общей политики поддержания надёжности и контролируемости финансового сектора, чем контрциклическим рычагом, призванным компенсировать процикличность фиксированных курсов.

Из проведённого анализа можно сделать несколько теоретических обобщений. Во-первых, несмотря на наличие определённой эмпирической связи между применением макропруденциальной политики и сырьевым богатством, последнее скорее опосредованно влияет на характер политики обеспечения финансовой стабильности. Во-вторых, характер макропруденциальных интерференций определяется как общим контекстом микс-политики, так и тем, насколько институциональный профиль распределения ренты делает политически возможным / доступным способ макроэкономической адаптации к шокам. В-третьих, модальности макропруденциальной политики в богатых ресурсами странах не однотипны. Они являются продолжением того, как взаимодействуют процессы распределения ренты с приспособлением к шокам. В результате в одних странах макропруденциальная политика чётко калибруется под контрциклические потребности, даже несмотря на гибкие курсы, в других – является продолжением политики регулирования потоков капитала, а в третьих – отражает политическую способность обеспечивать финансовую ста-

бильность через контроль за финансовым сектором даже в условиях либерального режима движения капиталов и фиксированных курсов. В-четвёртых, уровень финансового развития, скорее всего, также имеет значение, детерминируя характер макропруденциальной политики и её конкретную модальность. В среднем уровень финансового развития и ВВП на душу населения по каждой из групп будет прямо коррелировать со средним индексом соответствующей политики. Это не снимает вопроса о роли сырьевого фактора. Это ставит вопрос о том, насколько сырьевое богатство не должно противоречить созданию институтов, способных поддерживать политическую и макроэкономическую стабильность, соответственно – способных поощрять финансовое развитие и, в итоге, создавать предпосылки для внедрения макропруденциальных инструментов, которые бы были больше нацелены на общий контекст развёртывания внутреннего финансового цикла, а не на ту его составляющую, которая определяется колебаниями сырьевых цен.

Переход на гибкий курс и таргетирование инфляции в Украине сопровождается работой над введением макропруденциального регулирования, что формально должно было сблизить её с первой группой. Однако из соображений низкого уровня качества демократии, жёсткого регулирования потоков капитала и среднего уровня сырьевого богатства Украина является ближе ко второй группе, для которой макропруденциальная политика является продолжением политики регулирования потоков капитала (Украина имеет высокий индекс макропруденциальной политики – *Cerutti, Claessens et al.*, 2015, но он обусловлен нехваткой валютно-финансовой либерализации). При этом рост значения сырьевого фактора будет продолжаться. Это означает, что ориентиры макропруденциальной политики должны учитывать: увязку между сырьевыми ценами и потоками капитала; обусловленность проциклического поведения финансовой системы шоками условий торговли и соответствующим движением капитала между Украиной и оффшорными юрисдикциями; чувствительность финансовой стабильности к курсовым колебаниям и потенциальную конфликтность между ценовой, курсовой и финансовой стабильностью; выполнение иностранной валютой роли безопасных активов, из-за чего внешние и внутренние шоки повышают спрос на неё и усиливают выведение капиталов, связывая способность кредитования последней инстанции решить проблему ликвидности без курсового обвала; потенциальные политико-экономические трудности с введением контрциклических буферов капитала и инструментов, нацеленных на заёмщиков (учитывая развития теневой экономики); эластичность связи между сырьевой конъюнктурой и строительным циклом с соответствующими рисками концентрации рисков; сохранение практик связанного кредитования, которые маскируют стремление отдельных бизнес-групп "инвестировать" "захваченную" сырьевую ренту в активы других секторов экономики, делая инвестиции в них зависимыми от способности взыскания ренты и последующего контроля за смежными бизнесами и т.п. Активная работа НБУ по внедрению макропруденциальной политики должна быть поддержана гарантиями его независимости не только в сфере политики ценовой, но и финансовой стабильности.

Выводы. Макропруденциальная политика, выраженная проциклическим и кросс-секторным измерением системной финансовой уязвимости, теоретически должна была бы активно внедряться в богатых ресурсами странах, принимая во внимание усиление связи между шоками сырьевых цен и реверсами в потоках капиталов. Активное внедрение такой политики позволяет ослабить проциклическость финансовой системы, обусловленную глобальным сырьевым циклом, нейтрализовать концентрацию рисков и их распространение с экстрактивных в смежные сектора, ослабить конфликт между ценовой, курсовой и финансовой стабильностью, а также опосредованно элиминировать макрофинансовые предпосылки "голландской болезни". В то же время такая политика может подвергаться определенному со-

противлению, обусловленному нежеланием отдельных групп получать преимущества во время сырьевых бумов или перекладывать бремя приспособления к сырьевым шокам на других. Эмпирическая проверка гипотезы о том, что сырьевой фактор должен вызывать масштаб макропруденциальной интерференции, в первом приближении это подтвердила на примере 117 стран мира и 38 богатых ресурсами стран. В то же время выглядит парадоксальным, что индекс макропруденциальной политики положительно коррелирует с переменной, которая обозначает выбор в пользу гибких курсовых режимов. Обратная корреляция с переменной, обозначающей уровень либерализации потоков капитала, подтверждает, что для многих стран макропруденциальная политика является продолжением политики регулирования трансграничных потоков. Выявлено, что полная выборка и группа богатых ресурсами стран отличаются не только плотностью связи и величиной коэффициентов при независимых переменных, а также тем, как взаимодействуют между собой режим потоков капитала, режим валютных курсов и фискальные буферы. Предположение о неоднородности сырьевых экономик, в которых институциональный профиль распределения ренты определяет характер макроэкономической адаптации и доступный / возможный вариант микс-политики, подтвердилось на основе группирования таких стран по принципу "политический режим – режим обменных курсов". На основе этого выявлены три модальности макропруденциальной политики: ориентация на внутренний финансовый цикл согласно возможных вариантов вывести политику финансовой стабильности из зоны конфликта между ценовой и курсовой стабильностью в условиях плавающих курсов (демократии); продолжение политики регулирования потоков капитала в среде негибких курсов как таких, которые позволяют поддерживать базовый уровень макроэкономической стабильности (слабые демократии); способ повысить стабильность и контролируемость финансовой системы в условиях, когда основную контрциклическую миссию выполняет фискальная политика (автократии с негибкими курсами, но с фондами суверенного богатства). Рекомендуются развить макропруденциальный инструментарий в Украине с учётом того, что сочетание колебаний сырьевых цен и реверсов в потоках капитала ещё долгое время будет фактором системной финансовой уязвимости.

Литература

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

- Gonzalez A., Hamann F. et al., (2015). Macroprudential Policies in Commodity Exporting Economy. BIS Papers # 86, Pp. 69–73. (In English)
- Gulcin Ozkan F., Filiz Unsal D. (2014). On the Use of Monetary and Macroprudential Policies for Small Open Economies. IMF Working Paper. WP/14/112, pp. 1–26. (In English)
- IMF. (2013a). Key Aspects of Macroprudential Policy – Background Paper. IMF Policy Paper. June, pp. 1–68. (In English)
- IMF. (2013b). Key Aspects of Macroprudential Policy. IMF Policy Paper. June, pp. 1–56. (In English)
- IMF. (2013c). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policy. IMF Policy paper. January, pp. 1–48.
- IMF. (2015). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report. – Sept, pp. 1–66. (In English)
- IMF. 2015. Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. World Economic Outlook. October. 2015. Chapter 2. (In English)
- IMF-FSB-BIS. (2016). Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience. 26 August 2016, pp. 1–22. (In English)
- IMF-GCC. (2015). Oil Prices, Financial Stability, and the Use of Countercyclical Macroprudential Policies in the GCC. Annual Meeting of Ministers of Finance and Central Bank Governors. Nov. 10, 2015. Doha, Qatar. (IMF: Staff Paper), pp. 1–30. (In English)
- Koziuk V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. Journal of National Bank of Ukraine. March, pp. 6–25. (In English)
- Kurronen S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. BOFIT Discussion Papers. 2012.6, pp. 1–35. (In English)
- Masson P. (2014). Macroprudential Policies, Commodity Prices and Capital Inflows. BIS Papers #76, pp. 59–75. (In English)
- Svensson L. (2016). “Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?” IMF Working Paper. WP/16/3, pp. 1–76. (In English)
- Turner Ph. (2016). Macroprudential Policies, the Long-term Interest Rate and the Exchange Rate. BIS Working Paper #588, pp. 1–23. (In English)

Поступление в редакцию 26.04.2017 г.

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

Viktor Koziuk

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

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

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

JEL: E58, E59, O23, Q33.