

**Виктор Козюк**

## **ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ, ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ И ПОЛИТИЧЕСКИЕ РЕЖИМЫ В СЫРЬЕВЫХ ЭКОНОМИКАХ**

*Макроэкономические и институциональные искривления в ресурсно богатых странах должны негативно сказываться на предпосылках финансового развития, что подтверждено в ряде эмпирических работ. Однако в статье показано, что по индексу финансового развития такие страны находятся на среднемировом уровне. Неоднородность сырьевых стран может быть этому объяснением. Сделано допущение, что в основе такой неоднородности находится определенная комбинация политического режима и возможности накопления валютных резервов как институционального проявления характера распределения ресурсной ренты. Доказано, что накопление резервов является свидетельством того, как институты предохраняют от разбазаривания ренты в случае значительного ресурсного богатства. В случае незначительного или низкого уровня ресурсного богатства акцент должен делаться на политике содействия финансовому развитию за счет повышения качества институтов, что в совокупности с более гибким валютным курсом позволит поддерживать макростабильность при более низких валютных резервах.*

*Ключевые слова:* ресурсное богатство, сырьевой экспорт, политический режим, валютные резервы, финансовое развитие, качество институтов, монетарный режим, межвременные сбережения.

*JEL E58, E59, O23, Q33.*

Структурные сдвиги в отечественной экономике не внушают оптимизма по поводу снижения сырьевой зависимости. Ожидаемое усиление значения аграрного сектора в структуре производства и экспорта, не вызывая возражений по поводу актуализации глобальных конкурентных преимуществ Украины, тем не менее выглядит альтернативой развития, основанного на инновациях в сферах деятельности с высокой добавленной стоимостью. Риск усиления сырьевой направленности отечественной экономики корреспондирует с изломом тренда мировых сырьевых цен, что не гарантирует возможности быстрой конвертации "ресурсного благосостояния" (от. англ. – Resource wealth) в ускоренный рост и повышение ВВП на душу населения. С другой стороны, сырьевые экономики выделились в отдельный класс макроэкономических и институциональных исследований, которые сейчас недостаточно представлены в отечественной литературе.

Высокая уязвимость богатых ресурсами стран к колебанию мировых цен ставит вопрос о том, какими должны быть компенсаторы высокой волатильности сырьевых рынков и реверсов в масштабных потоках капиталов, сопровождающих ресурсную зависимость. Более диверсифицированная структура экономики является естественным амортизатором экзогенных шоков, ассоциированных с глобальными рынками сырья. С другой стороны, такая структура является продуктом часто рискованной экономиче-

---

*Козюк Виктор Валериевич (victorkozyuk@rambler.ru), д-р экон. наук, проф.; заведующий кафедрой экономической теории Тернопольского национального экономического университета.*

ской политики. Межвременная макроэкономическая политика рассматривается как важная инструментальная составляющая снижения чувствительности внутренних экономических и социальных процессов к шокам мировых цен и шокам потоков капитала. Наряду с этим развитая финансовая система играет не менее важную роль в приспособлении к шокам и в создании предпосылок для диверсификации производства.

Финансовое развитие (от англ. – financial development), будучи принципиальным условием снижения макроэкономической волатильности, адаптивности и диверсификации, детерминируется сложным набором институциональных факторов. Сырьевые экономики в силу специфики борьбы за ренту демонстрируют институциональные искажения, которые можно охарактеризовать не просто как девиации, а значимые предпосылки формирования того или иного набора институтов, которые в итоге определяют типологический признак политического режима. В свете того, что финансовое развитие является производной макроэкономических и институциональных процессов, а остальные – отражением взаимодействия между ресурсным богатством и политическим режимом, который определяет способ доступа к ренте, ее распределение и круг бенефициаров, возникает вопрос о том, каким образом сочетаются компенсаторы шоков в виде финансовой системы и накопленных валютных резервов с таким политическим режимом.

Важность постановки вопроса опирается на следующее:

- финансовое развитие невозможно без гарантий прав собственности, развития правовой системы, гарантирующей права заемщиков и инвесторов;

- финансовое развитие крайне чувствительно к макроэкономической стабильности, которая в случае сырьевых экономик не является продуктом стандартных решений, ее поддержание требует применения специальных инструментов межвременной оптимизации, "санкционирование" чего напрямую опирается на политическую модель распределения ренты;

- институты и политический режим кристаллизуют то, в какой форме происходит сочетание ресурсного богатства и социального благополучия, в результате чего та или иная макроэкономическая политика или способствует такому сочетанию, или превращается в предпосылку "ресурсного проклятия" (от англ. – resource curse)

- между компенсаторами экзогенных шоков, такими как развитие финансовой системы и межвременная макроэкономическая политика, может иметь место конфликт целей (например, финансовое развитие нуждается в стабильности цен, достижение которой идет вразрез с фиксированным курсом, который позволяет накапливать резервы, но с другой стороны, накопленные значительные резервы могут выступать своеобразной страховкой для привлечения внешних частных и суверенных займов, которые, впрочем, не поощряют углубление внутренней финансовой системы и расширение доступа к финансированию и т.д.).

Учитывая то, что углубление финансовой системы может находиться в зоне конфликта со способом реализации монетарной политики, актуальным является анализ взаимосвязей между финансовым развитием, политическим режимом и способностью страны накапливать резервы – как инструментальным выражением межвременной макрополитики и признаком "сдержанности в расходах", без которой дефицит платежного баланса становится типичным выражением "хищнического" отношения к ресурсному богатству и "пустая трата ренты" на непроизводительное потребление так называемых элит. Основной гипотезой, которая выдвигается в статье, является наличие существенных различий между богатыми ресурсами странами относительно характеристик политического ре-

жима в контексте способности накапливать валютные резервы и создавать предпосылки для развития и углубления финансовой системы.

Обзор литературы по данному вопросу можно условно разделить на несколько групп: роль валютных резервов и финансовой системы в компенсации внешних шоков; институциональные искажения в сырьевых экономиках, которые resultируют в неспособности накапливать внешние активы, несмотря на предпосылки для этого в виде положительного шока мировых цен; базовые детерминанты финансового развития и дискуссии вокруг относительной важности их макроэкономических и институциональных составляющих; особенности финансового развития в богатых ресурсами странах.

Так, приспособление страны к внешним шокам возможно по нескольким каналам адаптации: гибкий валютный курс и развитая финансовая система, которая через распределение рисков делает возможным доступ к финансированию; фиксированный курс и изменение объема внешних активов, благодаря которым происходит как компенсация реверса платежного баланса, так и более мягкая реакция финансовой системы на отток капиталов, в результате чего резервы центробанка превращаются в прямой способ доступа к финансированию. Эмпирические исследования достаточно четко указывают на наличие альтернативности указанных способов адаптации, в результате чего накопление резервов часто противопоставляется развитию финансовой системы, но при этом признается, что выполнение ею функции приспособления к шокам возможно только при достижении определенного уровня развития (Aizenman et al., 2006; Mody et al., 2004; Prasad et al., 2004; Aghion et al., 2006). Впрочем, такое противопоставление является не столько вопросом нормативного выбора, сколько выбора следующей лучшей опции: если страна не может обеспечить углубление финансовой системы для выполнения ею роли амортизатора макрофинансовых шоков, тогда накопление значительных резервов является лучшей альтернативой. В то же время выбор в пользу последнего может отразиться на определенной атрофии институтов, "ответственных" за финансовое развитие, так же как и потеря политических интенций к структурным реформам, которые поощряют углубление финансовой системы и доступность финансирования. Неслучайно, что накопление резервов рассматривается как определённый способ создания специфических условий развития финансового сектора, так же как и способ компенсировать институциональную неспособность сбора налогов, следствием чего выступают внешние заимствования под неявные гарантии в виде значительных внешних активов (Aizenman et al., 2004; 2006).

Несмотря на то, что накопление резервов (монетарный аспект) и создание фондов суверенного богатства (фискальный аспект) являются отражением применения межвременной макроэкономической политики, наиболее оптимальной для сырьевой экономики, динамика внешних активов является отражением не только реакции на ценовые шоки, но и качество работы институтов. Так, наиболее радикальное выражение модели "хищнического правительства" (от англ. – predatory government) – "эффект ненасытности" (от англ. – voracity effect) – указывает на то, что в случае монополизации ренты одной из политико-экономических групп непроизводительное потребление и демотивирующее инвестиции перераспределение собственности может достигать таких масштабов, что страна даже при росте сырьевых цен оказывается в состоянии падения внешних активов и приумножения внешнего долга (Arezki et al., 2010). Иными словами, в случае, когда погоня за рентой сопровождается экспроприационной активностью политико-экономических групп, пришедших к власти или пытающихся её монополизировать путём утверждения автократии, финансовое развитие может оказаться под вопросом. Недостаточная защита прав собственности, перераспределение активов, связанное кредитование и т.п., будучи типичными институциональными искажениями в странах, богатых ресурсами,

неспособных перестроить качественные институты (Auty, 2001a; 2001b), так или иначе делает невозможным углубление финансовой системы.

С одной стороны, литература относительно детерминант финансового развития неоднородна в плане теоретического объяснения основных драйверов углубления финансовой системы. С другой стороны, она в основном не оперирует вопросами институциональных искажений в сырьевых экономиках, которые проявляются в наиболее радикальной форме. Относительно первого можно выделить следующие основные направления дискуссий:

- финансовое развитие чувствительно к макроэкономической стабильности, в частности, требует низкой и предсказуемой инфляции (Boyd et al., 2001; Eichengreen et al. 1999). Последняя, в свою очередь, является следствием реализации эффективного монетарного режима центробанком, пользующегося доверием. В более широком контексте финансовое развитие положительно коррелирует с политической стабильностью (Roe et al., 2011), в которой макроэкономическая стабильность является естественной производной, поскольку не предусматривает перманентных перераспределительных конфликтов, проциклического оппортунистического поведения политических акторов. Неслучайно, что зрелые и ответственные демократии в основном характеризуются самыми низкими показателями вариации инфляции и экономического роста (Satyanath et al., 2004);

- защита прав инвесторов и хорошо функционирующая правовая система являются фундаментальным институциональным драйвером углубления финансовой системы, что положительно сказывается как на расширении возможностей генерировать доступ к финансированию, так и на спросе на финансовые продукты. В свете этого финансовое развитие возможно лишь при условии комплексного сочетания эффективной правовой системы, справедливого судопроизводства, защиты прав инвесторов и заимодавцев. Эти институциональные измерения эффективной экономики одинаково важны для развития финансовых посредников и финансовых рынков (La Porta et al., 1998). При этом структура финансовой системы (посредничество рынков или посредничество банков) не является определяющей. Хотя на ранних этапах финансового развития доминирование банков может играть более положительную роль, поскольку более интенсивный мониторинг заемщиков обеспечивает лучшую аллокацию ресурсов и более дешевый вариант финансирования по сравнению с рынками, финансирование через которые сопровождалось бы более высокими затратами на мониторинг заемщиков и, соответственно, более высокими надбавками за риск (Demirguc-Kunt et al., 1999; 2011);

- финансовое развитие не может быть оторванным от структурных особенностей финансовой системы страны, которые, в свою очередь, задаются структурными характеристиками экономики. В странах с избытком капитала будут доминировать компании, которые требуют значительных инвестиций, поэтому доступность финансирования будет обеспечиваться при посредничестве рынков. Отсюда стимулы развития финансовых рынков будут накладываться на структуру экономики и будут обеспечивать финансовое развитие. В странах с избытком труда будут доминировать небольшие компании, доступ к финансированию которых будет лучше обеспечиваться незначительными банками. Поэтому финансовое развитие будет чувствительно к банковскому регулированию и доступности финансирования для мелких заемщиков (Demirguc-Kunt et al., 2011; Lin et al., 2009). В то же время в случае, когда в стране доминируют компании, требующие финансирования из внешних источников (акционерный капитал, долгосрочный долг), финансовое развитие является критически важной предпосылкой экономического роста. Если компании могут обходиться финансированием из внутренних источников (нераспределенная прибыль), финансовое развитие не является критически важным. Однако в случае структурных сдвигов, которые обеспечивают долгосрочные из-

менения в экономике, значение финансового развития, без которого финансирование новых секторов экономики невозможно, существенно возрастает. При этом защита прав собственности является такой же важной составляющей положительного влияния доступности финансирования, как и глубина финансовой системы (Rajan et al., 1998; Claessens et al., 2003).

Особенности развития финансового сектора в сырьевых экономиках теоретически выводятся из выше рассмотренных базовых детерминант. В ряде исследований делается акцент на обратной связи между ресурсным богатством и уровнем финансового развития. Например, причиной низких уровней финансового развития в нефтедобывающих странах является то, что данный сектор является ограниченно чувствительным к внешнему финансированию при высоком уровне контроля со стороны инсайдеров. В то же время другие сектора не развиваются достаточно потому, что базовый сектор может обходиться без финансовых институтов (Nili et al., 2007). В более широком контексте сырьевые экономики нуждаются в масштабных инфраструктурных проектах, которые в основном финансируются через внешние частные и суверенные заимствования, а поэтому внутренняя финансовая система может оставаться относительно недоразвитой. Эмпирические свидетельства этого подтверждают, что ресурсное богатство обратно коррелирует с такими индикаторами финансового развития, как внутренний кредит в ВВП, М2 к ВВП, спред между кредитными и депозитными ставками. При этом доминирование сырьевого экспорта сказывается на том, что в структуре финансирования будут доминировать внешние займы (Kurronen, 2012). Сравнение уровня развития финансовой системы в странах Азии и Латинской Америки говорит в пользу первых (Aizenman et al., 2015), что является косвенным свидетельством положительной связи между низкой ресурсной зависимостью и высоким уровнем развития финансового сектора.

Как видно из указанных исследований, анализ финансового развития в контексте особенностей монетарной политики в сырьевых экономиках выглядит неполным. Например, в ряде работ отмечается, что богатые ресурсами страны склонны к фиксированным курсам (Aliyev, 2014; Wills, 2014). С одной стороны, это способствует более весомой роли управления внешними активами в структуре макроэкономического менеджмента. С другой стороны, фиксированные курсы не рассматриваются как однозначно благоприятные для финансового развития из-за высокой уязвимости к реверсам в потоках капитала, даже если валютный риск в структуре процентных ставок мешает углублению финансовой системы (Eichengreen et al., 1999). Но при этом способность накапливать валютные резервы следует считать отражением действия политических институтов ограничения хищнического отношения к ресурсной ренте то ли при демократическом, то ли при авторитарном режиме. Иначе, отсутствие институционального сдерживания (безответственная демократия или экспроприационные авторитария) относительно расточительного потребления ресурсной ренты так или иначе отразилось бы на экспансии потребления и непродуманных инвестициях, которые несовместимы с возможностями накопления внешних активов. Также использование данных, полученных на основе интегрального подхода к оценке финансового развития – расчета индекса, который учитывает развитие и финансовых институтов, и финансовых рынков (Cihak et al., 2012; Svirydzienka, 2016), показывает, что сырьевые экономики могут иметь как высокие, так и низкие значения индикаторов глубины финансовой системы и доступности финансирования.

Это говорит о том, что финансовое развитие может быть в более сложной связи с тем, как тот или иной политический режим создает макроэкономические и институциональные предпосылки для него при посредничестве способности накапливать внешние активы. Если накопление валютных резервов является монетарной формой проявления характера распределения ресурсной ренты и при этом результирующей избранного монетар-

ного режима, который может находиться с финансовым развитием в зоне конфликта целей экономической политики, то сочетание в анализе политического режима внешних активов центробанков и индекса финансового развития позволит лучше понять структурные особенности сырьевых экономик и углубить теоретические подходы к их классификации по соображениям институциональных макрофинансов, что является целью этой статьи.

Структурные особенности сырьевых экономик могут оказывать влияние на процессы финансового развития напрямую и опосредованно. Такую ситуацию следует связывать с рядом моментов. Борьба за доступ к ренте может продолжаться на перманентной основе, если этому способствуют соответствующие институты. Как правило, это ситуация слабой демократии, неспособной построить фундамент для общественно приемлемых правил игры, которые бы открыли доступ к ресурсам и распределение ренты от них составляющей оптимального выбора между рыночной эффективностью и социальной справедливостью. Широкий набор политико-экономических и социально-дистрибутивных конфликтов, возникающих на почве борьбы за доступ к ресурсам и соответствующей ренты, будут отражаться на неустойчивости любых конфигураций политических сил, в результате чего оппортунистическое поведение каждой из них приведет к нестабильности – политической и, соответственно, макроэкономической.

Автократия, в противовес слабой демократии, устраняет борьбу за доступ к ресурсам, монополизируя его, и перераспределяет ренту в соответствии с политическими или социально-экономическими предпочтениями. Последние могут иметь ярко выраженные признаки экспроприации, а могут отражать имплицитный общественный консенсус: автократия, монополизируя доступ к ренте, отвечает за устранение ее хищнического расходования и перераспределяет ее часть в пользу общества в обмен на лояльность. В противовес этим подходам ответственная демократия устанавливает правила игры на постоянной основе, в результате чего ресурсная рента может рассматриваться как составляющая социального благосостояния. Конкретная форма конвертации такой ренты в социальное благополучие, так же, впрочем, как и перераспределение ренты автократией в обмен на лояльность, может быть институционально вариативной. Причем вариативность здесь будет означать как различия по конкретным объемам социальных обязательств богатой ресурсами государства траекторий роста социального благосостояния, так и различия по макроэкономическим инструментам оптимальной межвременной макроэкономической политики.

Эта политика является крайне важной в свете того, что от масштаба колебания сырьевых цен, транзитивности или персистентности ценовых трендов на сырьевых рынках, вектора потоков капитала напрямую зависят инфляция, покупательная способность, динамика ВВП, фискальные переменные и тому подобное. Однако в аспекте финансового развития здесь имеют место определенные нюансы, поскольку первый зависит не только от институциональных и макроэкономических предпосылок, а также структурных. Без соответствующей востребованности финансирования и требования в доступе к нему на микроуровне углубления финансовой системы может не происходить. То есть политический режим, качество институтов, которое он генерирует, эффективность межвременной макрополитики и т.п. должны формировать предпосылки для того, чтобы структура экономики отражала потребность в финансовом развитии. С другой стороны, профиль финансовой системы не может быть оторван от структуры экономики, а его формирование в соответствии с потребностями, например, преодоление "ресурсного проклятия", является сложной задачей. Saborowski (2009) демонстрирует: важность цели финансового развития четко подтверждается тем, как более глубокая финансовая система способна ослаблять завышение валютного курса в условиях притока капиталов, тем самым снижая вероятность актуализации "голландской болезни".

Так, табл. 1. обобщает то, как драйверы финансового развития, известные из теоретических исследований, могут искажаться в сырьевых экономиках, формируя предпосылки для того или иного профиля финансовой системы.

Эмпирические исследования, с одной стороны, демонстрируют единодушную картину низших уровней финансового развития сырьевых экономик. Значительная зависимость последних от внешних заимствований является проявлением нехватки зрелости финансовой системы (Kurronen, 2012). Наиболее характерное для этого – обратная связь между ресурсным богатством и долей внутреннего кредита к ВВП – отражает совокупность структурных особенностей стран, экспорт ресурсов в которых является определяющим. В свете того, что соотношение между внутренним кредитом и ВВП рассматривается как основной индикатор глубины финансовой системы, обратная связь между ним и ресурсным богатством (измеренным с помощью доли минерального экспорта в структуре общего экспорта) также указывает на существенные проблемы с финансовым развитием на основе банковского посредничества. Последнее крайне важно для диверсификации структуры экономики и доступа к финансированию заемщиков, которые не имеют политической "защиты" или же не генерируют поток доходов, что гарантируется доступом к ренте, и которые сталкиваются в силу этого с высокими процентными ставками. Рис. 1. подтверждает данный тезис. Впрочем, по мнению Kurronen (2012), которая также получила подобный характер связи, его следует трактовать как нелинейный в понимании того, что незначительный уровень сырьевого богатства ассоциируется с наращиванием финансовой глубины. Косвенно это подтверждается на примере сравнения финансового развития в Азиатских и Латиноамериканских странах (см. Aizenman et al., 2015). Впрочем, первые отличаются от последних более быстрым переходом к экспортно ориентированному росту на основе машиностроения, более низким уровнем внешней задолженности, бюджетных дефицитов, инфляции и ее вариации, а также значительно более высоким уровнем валютных резервов в долгосрочном периоде.

Впрочем, более широкий взгляд на проблему финансового развития, представленный (Cihak et al., 2012; Svirydzenka, 2016) в виде соответствующего индекса, который учитывает уровень развития финансовых институтов, финансовых рынков, их эффективность и доступность финансирования, побуждает к более осторожному толкованию вывода о том, что в сырьевой экономике могут доминировать только внешние заимствования, рыночное посредничество, востребованное крупными компаниями. Исходя из характера распределения значения индекса финансового развития (Cihak et al., 2012; Svirydzenka, 2016) видно, что отдельные богатые ресурсами страны достигли существенного прогресса в сфере углубления финансовой системы в целом или же имеют достаточно существенные предпосылки для этого в виде привлечения капитала. Учитывая это, утверждение об обратной связи между сырьевым богатством и финансовым развитием требует дальнейшего уточнения, в частности, в свете гипотезы о неоднородности самих экспортеров ресурсов. Например, межгрупповые сравнения (табл. 2) индекса финансового развития показывают, что его усредненные значения для сырьевых экспортеров в общем находятся на уровне стран с формирующимися рынками, и не отклоняются значительно. При этом средние значения такого индекса как для сырьевых экономик, так и для стран с формирующимися рынками, существенно уступают развитым странам. В общем эта тенденция отличается от ситуации, например, по уровню независимости центральных банков и их транспарентности в сырьевых экономиках, для которых соответствующий индекс оказался ниже по сравнению с развитыми странами и странами с формирующимися рынками (Козюк, 2016).

Таблица 1

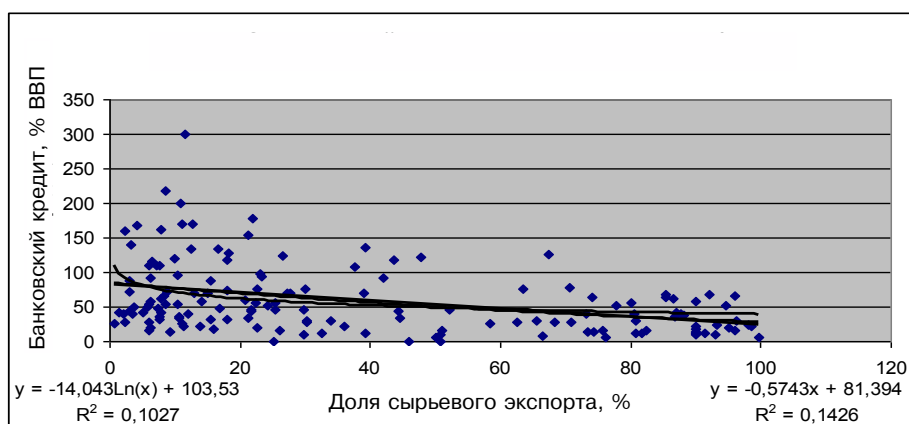
**Драйверы финансового развития: макроэкономические и институциональные искажения в сырьевой экономике**

Теоретически идентифицированные драйверы финансового развития	Природа искажений в сырьевой экономике*	Последствия для финансового развития и профиля финансовой системы*
Макроэкономическая стабильность	Значительные амплитуды колебания мировых сырьевых цен являются проциклическими. С циклами мировых цен связаны циклы потоков капитала, которые либо чрезмерно разогревают финансовый сектор, или приводят к финансовым кризисам. Платежный баланс и, соответственно, курсовая стабильность крайне чувствительны к тому, как реагируют потребление и инвестиции на потоки капитала. Перманентный характер выбора между ценовой и курсовой стабильностью делает внутренние процентные ставки волатильными	Макронестабильность тормозит стимулы к финансовому развитию из-за отсутствия номинальных якорей ожиданий. Долгосрочные ставки высоки. Заимствования за рубежом в иностранной валюте доступны для крупных экспортноориентированных заемщиков, менее уязвимых к риску несоответствия валютной структуры активов и пассивов. Процикличесность потоков капитала является составляющей механики кредитного цикла. Ограниченные возможности для развития несырьевых секторов приводят к тому, что кредитный бум фокусируется на рынке активов, а сжатие кредита корреспондирует с обвалом цен активов и бегством капиталов
Политическая стабильность	В условиях фрагментированного (неоднородного) общества или в условиях отсутствия институтов ответственной демократии борьба за ренту приводит к политической нестабильности. Это может иметь форму фискального оппортунизма (чрезмерная экспансия социальных гарантий, которые не вписываются в цикл поступлений от экспорта сырья; политика "ограничь преемника" в виде электро-рально обусловленных чрезмерных заимствований и т.п.), а может – открытой формы конфронтации между политическими бизнес-группами или кланами, которые манипулируют применением политическими институтами репрессивных / ограничивающих инструментов. Автократия может также быть нестабильной, особенно когда "инвестиции" в ее свержение окупаются через монополизацию ренты конкурентами	Политическая нестабильность может депрессивно влиять на финансовое развитие через: прямой негативное влияние со стороны макроэкономической нестабильности; перераспределительные конфликты, которые делают невозможным институциональные предпосылки для долгосрочных операций с приемлемым уровнем риска, или генерируют высокий уровень транзакционных издержек; отсутствие доверия, делающего издержки мониторинга заемщиков настолько высокими, что финансовые операции становятся возможными только между связанными лицами; вероятность репрессивных действий со стороны конкурирующих групп побуждает к вывозу капиталов, лишает экономику возможностей развиваться и т.д.
Гарантии прав собственности	Борьба за ренту может негативно сказываться на гарантиях прав собственности. Конкуренция за ренту делает права собственности относительными, поскольку господствующие группы не заинтересованы в конечном установлении таких гарантий, рассчитывая на возможности воспользоваться преимуществами этой ситуации. Откровенные экспроприационные действия "хищнического правительства" (ситуация возможна при очень слабой демократии с приватизированными институтами власти и репрессивной автократии) и его сателлитов используют недостаток гарантий прав собственности для максимизации активов. В автократии с "социальным контрактом" права собственности могут существовать в виде инструмента политико-экономического контроля	Отсутствие гарантий прав собственности полностью фрустрирует аллокационный механизм финансов и банковского дела. Доступность финансирования ограничена для тех, кто может рассчитывать на более высокий уровень защиты собственности на активы



Теоретически идентифицированные драйверы финансового развития	Природа искажений в сырьевой экономике*	Последствия для финансового развития и профиля финансовой системы*
Гарантии прав инвесторов / заимодавцев	Неразвитая / фрустрированная правовая система, или "приватизированная" судебная система делают гарантии прав инвесторов относительными. Права инвесторов и заимодавцев также могут быть слабо защищенными из-за попытки сохранить правовые предпосылки для экспроприационной политики доминирующей в определенный момент политико-экономической группы. Группы-конкуренты следуют той же логике, а потому консенсус по защите прав инвесторов и заимодавцев не реализуется в формировании сильных институтов гарантий таких прав	Относительный характер защиты прав инвесторов / заимодавцев приводит к невозможности финансового развития, прежде всего рыночного посредничества. Банковское посредничество может развиваться в рамках связанного кредитования, поскольку права заимодавцев "гарантируются" инсайдерским корпоративным контролем. Приход внешних инвесторов становится ограниченным, в результате чего в финансовом секторе начинают доминировать структуры, адаптированные к возможности нести транзакционное бремя поддержания относительных прав инвесторов / заимодавцев. С другой стороны, доминирование связанного кредитования как формы корпоративного контроля, которое замещает расходы мониторинга платежеспособности, ограничивает углубление финансовой системы, которая оказывается неспособной обеспечивать долгосрочные, масштабные ресурсы под приемлемые проценты. Компенсация этого происходит в форме внешних заимствований экспортно ориентированных сырьевых или квазисырьевых компаний, которые менее чувствительны к несоответствию валютной структуры активов и пассивов, но требующих значительных объемов финансирования для масштабных проектов
Структурные предпосылки доминирования банковского сектора	Отсутствие доверия между основными игроками, конкурирующими за доступ к ренте, и значительные транзакционные издержки защиты прав собственности отражают общую политико-правовую картину экономики с слабыми институтами и авторитарным подходом к контролю за экономическими агентами	Высокие издержки мониторинга, риски экспроприации и обмана аутсайдеров в совокупности со слабыми гарантиями прав инвесторов / заимодавцев ограничивают развитие рыночного посредничества. В то же время, возможности для развития банковского посредничества концентрируются в рамках связанного кредитования. Недостаток доверия, контроль инсайдеров и потребности в вывозе капитала за "контролируемые" соглашения востребуют банковское посредничество. "Приватизация" банковского регулирования может выглядеть более простым по сравнению с контролем над рынками в целом
Структурные предпосылки доминирования рыночного посредничества	Доминирование крупного бизнеса, связанного с сырьевым и квазисырьевым экспортом, требует доступа к мощным источникам финансирования. Имплитные гарантии "стабильности" крупному бизнесу делают его заемщиком, по которому экономические агенты могут выступить кредиторами, приняв моральный риск	Связанное кредитование как ограничитель развития банковского сектора, а также неспособность последнего генерировать значительные долгосрочные капиталы для финансирования масштабных проектов крупных компаний приводит к формированию предпосылок для востребованности рыночной формы посредничества.

Примечание. \* Имеется в виду теоретически наиболее неблагоприятная ситуация, или ситуация, когда страна не проводит специальную политику финансового развития.



**Рисунок 1. Сырьевой экспорт и финансовая глубина**

*Примечание.* Работает на основе данных World Development Indicators (www.worldbank.org) и Kurropon (2012).

*Таблица 2*

**Индекс финансового развития в разрезе групп стран**

Группы стран	Значения индекса
Все страны (183 страны)	0,23
Развитые страны	0,57
Страны с формирующимися рынками	0,23
Страны с низкими доходами и развивающиеся страны	0,11
Богатые ресурсами страны*	0,245

*Примечание 1.* \* – группа богатых ресурсами стран состоит из 52 государств, определенных на основе методики МВФ. Согласно ей богатыми ресурсами страны такие, в которых экспорт сырья или полуфабрикатов составляет не менее 35% общего экспорта в течение длительного периода (с 1962), а чистый экспорт сырья за аналогичный период превышает 5% валовой внешней торговли (экспорт + импорт) (IMF (2015)). В этот перечень не включены Ирак и Туркменистан из-за ограниченности данных, а также ряд африканских стран-экспортеров драгоценных камней.

*Примечание 2.* Значение индекса, кроме группы богатых ресурсами стран, – Svirydzienka (2016). Значение индекса для группы богатых ресурсами стран – авторские расчеты на основе данных Svirydzienka (2016).

Как видно из данных табл. 2, для богатых ресурсами стран присущ уровень финансового развития, который даже несколько выше по сравнению со средним значением для всех стран и стран с формирующимися рынками. При этом он более чем в два раза выше того, который присущ группе беднейших стран. Можно предположить, что, несмотря на теоретически значимые потенциальные барьеры для финансового развития, которые создаются институциональными искажениями и макроэкономической уязвимостью богатых сырьем стран (табл. 1), некоторые из них генерируют достаточно предпосылок для того, чтобы финансовая система углублялась. Например, эффективная межвременная макроэкономическая политика в виде накопления валютных резервов может создавать предпосылки для финансового развития по следующим направлениям: прямой эффект банковской ликвидности, связанный с расширением денежного предложения в ответ на накопление внешних активов; косвенный эффект имплицитных гарантий курсовой и макрофинансовой стабильности, что открывает возможности для внешних заимствований частного сектора; косвенный эффект поддержания профицита платежного баланса, который снижает курсовую составляющую в структуре процентных ставок.

Впрочем, следует признать, что исключительно накопление резервов недостаточно для объяснения того, почему отдельные богатые ресурсами страны могут воспользоваться преимуществами предпосылок для накопле-

ния внешних активов, а другие нет. Например, поддержание платежного профицита в условиях сырьевого бума во многом опирается на то, насколько органы макрополитики ограничивают проциклическое непроизводительное потребление. Аналогично, накопление резервов и внутренняя банковская ликвидность не превратятся в угрозу для макрофинансовой стабильности в случае, когда доступны развитые инструменты стерилизации ликвидности или центробанк сдерживает инфляцию цен активов. Это же касается внутренней инфляции в целом, которая должна была быть достаточно чувствительной к сырьевым ценам с учетом тяготения богатых ресурсами экономик к фиксированным курсам и накоплению резервов. Другими словами, то, обернется ли ресурсный бум внутренней макрофинансовой экспансией или нет и, аналогично, превратится обвал сырьевых цен во внутренний финансовый кризис, технически зависит от оптимальной микс-политики. Но на институциональном уровне возможность выбора в пользу такой политики зависит от того, насколько в стране существуют институциональные предпосылки для того, чтобы такая микс-политика была ориентирована на нейтрализацию переноса флуктуаций сырьевых цен на внутреннюю макрофинансовую нестабильность.

В то же время оптимальная межвременная политика прежде всего является отражением того, какой у страны характер доступа к ресурсной ренте и как она распределяется. Борьба за ренту, её непродуктивное расходование, политические коллизии попыток ее монополизации, неустойчивость коалиций временного доступа к ней и т.д. могут иметь много форм проявления, но, как правило, имеют стандартное макроэкономическое проявление – быстрое преобразование ресурсного бума в дефицит платёжного баланса, рост внешнего долга и потерю валютных резервов. Из этого можно сделать вывод, что политический режим, который олицетворяет институциональный формат доступа к ресурсной ренте и ее распределение, поддерживает те или иные более широкие институциональные координаты. В них доступ к ренте и её распределение является наиболее радикальным выражением так же, как экономическая и политическая власть, приобретённая за счёт такой ренты, применяется за пределами ресурсного сектора, благодаря чему распространяется на всю экономику. Это значит, политический режим из-за качества генерируемых институтов должен коррелировать со структурными детерминантами финансового развития не только путём характерных особенностей обеспечения прав собственности, защиты прав инвесторов и т.д., а также путём характерных форм макроэкономической стабильности. Возможность генерировать внешние активы является одной из наиболее простых, но в то же время наиболее интегральных таких форм, поскольку свидетельствует то, насколько страна на институциональном уровне стремится нейтрализовать деструктивное влияние сырьевого богатства то ли в сфере непроизводительного потребления, то ли в сфере популистского завышения социальных стандартов, то ли в сфере расточительных инвестиций ("стройки века") и др.

Иными словами, способность накапливать резервы, условия для финансового развития и характер политического режима должны отражать институциональную взаимосвязь, модальность которой должна быть критериальным фактором дифференциации богатых ресурсами страны. Такая дифференциация необходима для того, чтобы объяснить, почему существуют определенные парадоксы типа отмеченной в литературе обратной связи между сырьевым богатством и выявленном нами отсутствием отклонения в нижнюю сторону уровня финансового развития сырьевых экспортеров, или почему при потенциальной теоретической валидности высокой вероятности барьеров на пути финансового развития отдельные богатые ресурсами страны демонстрируют неплохой результат в этой сфере.

Как теоретическую максиму можно выдвинуть гипотезу о том, что в рамках двух полярных политических режимов – демократии и автократии – могут поддерживаться институты, допускающие такой доступ к ресурсной ренте и ее распределение, в рамках которых макрополитики и финансовое развитие взаимодополняют друг друга, или макронестабильность и политическое напряжение делают невозможным накопление резервов и мешают финансовому развитию (табл. 3). При этом следует принять во внимание подтвержденную в ряде исследований связь между тем, что в демократических странах вероятность выбора в пользу плавающих курсов выше. Прежде всего это опосредуется более высоким уровнем независимости центробанка, выбор относительно которой коррелирует с качеством институтов и уровнем демократии (Dincer, Eichengreen, 2014, Козюк, 2016). То есть оптимальная межвременная политика в виде накопления резервов (создание фондов суверенного богатства здесь не учитывается) не является доминирующим инструментом приспособления к шокам на мировых сырьевых рынках. Создание институциональной и макроэкономической среды для финансового развития является важной предпосылкой для того, чтобы более глубокая финансовая система перебирала на себя в совокупности с плавающим курсом приспособление к сырьевым шокам. Иными словами, можно предположить, что как при демократии, так и автократии могут формироваться институциональные предпосылки как для углубления финансовой системы (в том или ином направлении), так и наоборот, но при этом структура микс-политики может отличаться. Табл. 3. обобщает эту гипотезу.

Таблица 3

**Финансовое развитие в разрезе политических режимов:  
роль валютных резервов**

	Демократия		Автократия	
	Ответственная	Безответственная	Экспроприационная / Слабые институты	Ограничительно-сохраняющая
Ключевые подходы в отношении политического режима к ресурсному богатству	Стремится функционировать в соответствии с интересами общества и поддерживается социальным капиталом политических актеров и элит	Является следствием популизма и конкурентной борьбы за доступ к ресурсной ренте и ее монополизации, свидетельствуя попытки максимизировать выгоды от электро-рально ограниченного доступа к власти политическими актерами и элитами	Ориентированная на самообогащение лидера / клана / политической бизнес-группы путем монополизации доступа к ренте и ее распределения в соответствии с эгоистическими интересами максимизации собственного благосостояния	Благодаря устранению / ограничению конкуренции за доступ к ресурсам обеспечивает распределение ренты в соответствии с характерным имплицитно общественным консенсусом, который не исключает как высокий уровень приемлемого социального расслоения, так и предложения специфического (ментальная чувствительность) набора общественных благ
Финансовое развитие	Роль валютных резервов не является определяющей, поскольку достижение макростабильности обеспечивается альтернативными путями. Их эффективность во многом опирается на	Роль валютных резервов является крайне важной, поскольку они являются индикатором макрофинансовой стабильности. Причина этого заключается в значительных рисках кризиса	Валютные резервы могут быть единственным источником финансового развития в виде неявной страховки внешних заимствований. Экспроприационный характер политического режима ис-	Валютные резервы являются важными, но не ключевыми факторами финансового развития. Они способствуют развитию через каналы макростабильности, неявной страховки внешних

	Демократия		Автократия	
	Ответственная	Безответственная	Экспроприационная / Слабые институты	Ограничительно-сохраняющая
	то, какой уровень глубины демонстрирует финансовая система. Отсюда, финансовое развитие поощряется через каналы качества институтов и макроэкономической стабильности	платежного баланса в результате проциклической фискальной политики, социального популизма и расточительного потребления как свидетельств политической конкуренции за доступ к ресурсной ренте. Однако накопление резервов затруднено, а реверсы сальдо платежного баланса генерируют высокие надбавки за риск в структуре процентных ставок, что тормозит финансовое развитие. В свою очередь качество институтов также низкое	ключает финансовое развитие по соображениям качества институтов и уровня доходов	заимствований, снижения валютного риска в структуре процентных ставок, насыщения ликвидностью банковской системы. Но при этом определенный уровень социального благополучия делает возможным спрос на финансовые инструменты. Относительный характер защиты прав собственности не исключает достижения баланса между социальным благополучием и гарантиями прав инвесторов. Валютные резервы могут выступать буфером ликвидности политики структурной диверсификации

Источник: составлено автором.

Для эмпирического тестирования гипотезы о гетерогенности сырьевых экспортеров (гетерогенность позволяет объяснить, почему обратная связь между сырьевым богатством и глубиной финансовой системы может сосуществовать со средним уровнем финансового развития в богатых ресурсами странах, который не уступает среднемировому (см. табл. 2), использован метод группировки. Выборка составляет 52 страны с формирующимися и развивающимися рынками, которые, согласно методике МВФ определены как богатые ресурсы (*IMF*, 2015). Группировка осуществлена по трем показателям: индекс финансового развития (*Svirydzenka*, 2016); валютные резервы к ВВП, % (*World Bank Development Indicators*); индекс демократии (*Democracy Index, Economist Intelligence Unit*). Для причисления стран к той или иной группе по соответствующим показателям были построены регрессионные модели (не приводятся ввиду их вспомогательного характера) для определения связи между индексом демократии и индексом финансового развития, индексом демократии и резервами к ВВП, валютными резервами в ВВП и индексом финансового развития. Линия тренда отражает пороговые значения отнесения стран к той или иной группе (по принципу выше или ниже тренда), кроме индекса демократии, поскольку значение последнего содержательно нагружены: более 4,0 – демократия (в разрезе видов); меньше 4,0 – автократия. Во всех случаях получен теоретически предполагаемое направление связи: прямое – между индексом демократии и индексом финансового развития, а также между валютными резервами в ВВП и индексом финансового развития; обратное – между индексом демократии и валютными резервами к ВВП. Угловой характер расположения линии тренда побуждает к необходимому предположению о некоторых различиях пороговых значений в разрезе демократий и автократий, что, впрочем, не стало критическим при фактической группировке.

Принимая во внимание теоретическое группирование стран в табл. 3, алгоритм эмпирического группирования выглядит следующим образом:

группа 1 – если индекс демократии более 4,0 + индекс финансового развития выше трендового (более 0,3) + валютные резервы к ВВП ниже трендового (ниже 25%). Предполагается, что чем выше уровень демократии, тем сильнее институты, тем в большей степени страна использует такую микс-политику, которая предусматривает стимулы для углубления финансовой системы, макроэкономическую стабильность и гибкий валютный курс, в результате чего роль валютных резервов в обеспечении макростабильности не является ключевой;

группа 2 – если индекс демократии более 4,0 + индекс финансового развития ниже трендового (ниже 0,3) + валютные резервы к ВВП ниже трендового (ниже 25%). Предполагается, что слабая демократия не способна обеспечить качество институтов, достаточное для такой микс-политики, которая бы создавала стимулы для финансового развития, при этом макроэкономическая стабильность не позволяет накапливать значительные резервы;

группа 3 – если индекс демократии ниже 4,0 + индекс финансового развития ниже трендового (ниже 0,2) + валютные резервы к ВВП ниже трендового (ниже 30%). Предполагается, что экспроприационная автократия генерирует такие институты, которые не совместимы со способностью финансовой системы к углублению, а максимизация благосостояния отдельных групп приводит к экспансии непроизводительного потребления и инвестиций, которые делают невозможным накопление резервов;

группа 4 – если индекс демократии ниже 4,0 + индекс финансового развития выше трендового (более 0,2) + валютные резервы к ВВП выше трендового (более 30%). Предполагается, что автократия, которая монополизировала доступ к ренте и распределяет ее в соответствии с имплицитно общественным договором создает стимулы для финансового развития и способна к накоплению резервов, поскольку последние являются весомым фактором макроэкономической стабильности.

Результаты эмпирического группирования не подтвердили полностью гипотезу о теоретическом разделении стран-экспортеров сырья на четыре группы. Гетерогенность таких стран значительно выше, что подтверждается на основе выделения восьми групп. Результат группирования в виде восьми групп не отрицает полностью гипотезу о 4 группах богатых ресурсами стран, но существенно уточняет ее, позволяя лучше понять типологию макрофинансовых проявлений ресурсного богатства. Описание таких групп представлено в табл. 4.

На основе данных табл. 4 можно сделать следующие **выводы**. Во-первых, между сырьевым богатством и уровнем демократии существует обратная связь, как это предусматривают институциональные исследования. Для четырех групп демократических стран среднее значение доли минерального экспорта составило 36,38%, тогда как для автократических – 66,09%. Однако политический режим сам собой не определяет предпосылки для финансового развития. Характер политического режима важен в контексте того, какое качество институтов он генерирует, какой уровень общественного благосостояния гарантирует, и как соотносится с обеспечением макроэкономической стабильности. В то же время политический режим имеет значение. Средний уровень индекса финансового развития для 4 групп демократических стран составляет 0,33, тогда как аналогичный показатель для автократических – 0,29. При этом для накопления резервов ресурсный фактор является преобладающим, коррелируя с обратной зависимостью между ресурсным богатством и уровнем демократии. Среднее значение резервов к ВВП для 4 групп демократических стран составило 25,88%, а для автократических – 46,40%. Можно однозначно утверждать, что автократии как системы с закрытым доступом склонны полагаться на внешние активы в процессе макроэкономического

Таблица 4

**Группирование богатых ресурсами стран  
и теоретическая типологизация**

Группа (Состав)	Среднегрупповые значения показателей	Типологическое описание
Группа 1. (Аргентина, Бразилия, Чили, Колумбия, Индонезия). Соответствует группе 1 табл. 3.	DI = 7,1 FDI = 0,46 ER = 12,5 % MinEX = 30,7%	Демократии со зрелыми реформами. Достигнутое качество институтов делает возможным финансовое развитие и ослабление ресурсной зависимости (низкое значение минерального экспорта в структуре общего экспорта). Валютные резервы не являются определяющим средством обеспечения макростабильности. Микс-политика опирается на плавающие курсы, обеспечение ценовой стабильности (большинство стран является таргетерами инфляции) и контрциклический фискальный дизайн (фискальные правила + фискальные буфера (жесткий пример Чили))
Группа 2. (Монголия, Малайзия, Тринидад и Тобаго)	DI = 6,7 FDI = 0,45 ER = 42,7 % MinEX = 42,6%	Демократии на пути реформ. Качество институтов способствует финансовому развитию. Последнему также способствует накопление значительных резервов, что коррелирует с высоким уровнем сырьевого богатства. То есть отход от весомой роли внешних активов в структуре микс-политики может лимитироваться менеджментом поступлений от сырьевого экспорта. Это же может вызывать эклектичный характер монетарных режимов
Группа 3. Боливия, Гайана, Перу, Папуа Новая Гвинея, Уругвай	DI = 6,5 FDI = 0,24 ER = 33,6 % MinEX = 36,5%	Бедные демократии, которые стремятся к реформам. Качество институтов уже является достаточным для того, чтобы накопления внешних активов не было ограничено хищническим отношением к ресурсам. В то же время такое качество в совокупности с низким уровнем доходов еще недостаточно для активного финансового развития
Группа 4. Гана, Мозамбик, Мавритания, Нигер, Никарагуа, Парагвай, Замбия, Коста Рика, Эквадор, Гватемала, Гондурас, Венесуэла Соответствует группе 2 из табл. 3.	DI = 5,7 FDI = 0,18 ER = 14,7 % MinEX = 35,7%	Слабые (безответственные) демократии. Качество институтов не является достаточным для того, чтобы обеспечить устранение социально-политических конфликтов вокруг доступа к ренте. С другой стороны, среднее значение сырьевого экспорта является вторым снизу, указывая, что величина ренты не является таковой, что могла бы "окупить инвестиции в ее монополизацию". Вследствие склонности к перераспределительным конфликтам уровень финансового развития и накопления валютных резервов являются низкими
Группа 5. Ангола, Азербайджан, Кот'Д'Ивуар, Камерун, Габон, Гвинея, Нигерия, Судан, Чад, Таджикистан, Йемен Соответствует группе 3 из табл. 3.	DI = 2,99 FDI = 0,12 ER = 12,3 % MinEX = 59,7%	Автократии со слабыми институтами. Последние допускают варианты от перераспределения ренты в экспроприационные политики. Уровень сырьевого богатства является самым низким среди автократических групп, что отражает ограниченный потенциал для поиска такого общественного договора, который бы гарантировал сочетание обогащения групп, причастных к ренте, и широких слоев населения. Перераспределительные / экспроприационные практики в совокупности с низким уровнем доходов ограничивают финансовое развитие. Накопление внешних активов затруднено расточительными расходами и непродуктивным потреблением. Открытые политические конфликты и военные действия также являются ограниченными
Группа 6. Россия, Саудовская Аравия Соответствует группе 4	DI = 2,6 FDI = 0,56 ER = 59,2 %	Автократии, объединяющие бережливость и имплицитный договор об общественном благосостоянии. Высокий уровень сырьевого богатства

Группа (Состав)	Среднегрупповые значения показателей	Типологическое описание
из табл. 3.	MinEX = 70,95%	ства делает сочетание максимизации благосостояния тех, кто имеет доступ к ренте, и повышение благосостояния в среднем в обществе. Это положительно сказывается на финансовом развитии, даже если права собственности и защита инвесторов являются проявлениями квазиконтроля экономическими агентами. Монополизация доступа к ренте сопровождается относительно экономным отношением к ресурсному богатству. Для обеих стран характерны значительные резервы и фонды суверенного богатства. При этом роль валютных резервов в обеспечении макростабильности является существенной. Последнее является следствием как значимости ресурсных поступлений, так и выбора курсовой политики (фиксация в Саудовской Аравии, ограниченная гибкость в России)
Группа 7. Ливия, Республика Конго, Алжир	DI = 3,5 FDI = 0,11 ER = 96,99 % MinEX = 71,1%	Экономно-перераспределительные автократии. Ресурсное богатство (самое высокое в среднем в разрезе всех групп), сочетаясь с попыткой защитить ресурсные поступления от "хищнической траты", способствует накоплению масштабных резервов (также самое высокое значение в разрезе групп). При этом перераспределение ресурсной ренты может быть недостаточным для уровня благосостояния в обществе, с которым ассоциируется спрос на финансовые услуги и соответственно процесс финансового развития, а может сочетаться с таким уровнем экономических ограничений, которые делают невозможным углубление финансовой системы. В то же время перераспределение ренты может опираться на достигнутый уровень политических свобод (самый высокий уровень индекса демократий среди автократий). Внешние активы (резервы и фонды суверенного богатства) и фиксированный курс являются основой макростабильности
Группа 8. ОАЭ, Бахрейн, Бруней, Казахстан, Кувейт, Оман, Катар	DI = 2,97 FDI = 0,36 ER = 17,1 % MinEX = 62,6%	Автократии, стремящиеся к диверсификации структуры экономики (или девелопменталистские автократии). Ресурсное богатство используется для диверсификации экономики, что требует значительных объемов инвестиций. Это сказывается на незначительном уровне валютных резервов. При этом достигнутый уровень структурных изменений по поддержанию социального благосостояния создает предпосылки для финансового развития. Последний еще не является достаточным для перехода на более гибкий курс и снижение роли валютных резервов в обеспечении макростабильности. Масштабы ресурсных поступлений также требуют активной роли внешних активов в структуре микс-политики

*Примечание.* DI – индекс демократии (Economist Intelligence Unit); FDI – индекс финансового развития (Svirydzenka, 2016); ER – валютные резервы в ВВП (World Bank Development Indicators); MinEX – доля минерального экспорта в общем экспорте (World Bank Development Indicators).

*Уточнение 1.* Типологическая дефиниция групп стран не является жесткой и допускает коррекцию.

*Источник:* составлено автором.

менеджмента (в частности адаптации к шокам) не только потому, что являются монетарной связью с фиксированными курсами, к которым склонны богатые ресурсами страны (см. выше), а потому что управление внешними активами является централизованным и, по сути, субордини-



рованными, тогда как демократиям как системам с открытым доступом более свойственны децентрализованные механизмы, с чем в большей степени корреспондирует процесс финансового развития.

Во-вторых, несмотря на то, что финансовое развитие более чувствительно к релевантному качеству институтов, чем к политическому режиму направления, его корреспонденция с тем или иным монетарным режимом является более сложной. Однозначно можно утверждать, что чем меньше ресурсная рента, тем более демократичной является страна и тем в большей степени в ней наблюдается тенденция к проведению структурных реформ, которые бы делали возможным финансовое развитие и поддержание макроэкономической стабильности не на основе определяющей роли валютных резервов, а на основе того, что глубина финансовой системы, включая плавающий курс, должна выступать основным каналом приспособления к шокам. Можно утверждать, что именно незначительная рента побуждает страны к таким реформам, иначе поступлений от сырьевого экспорта может просто не хватить для генерирования резервов, которые сделали бы возможным поддержание курсового режима, отличного от плавания. В случае значительной ресурсной ренты финансовое развитие является чувствительным к тому, насколько страна заинтересована в нем или из соображений политики структурной диверсификации, или из соображений реализации масштабных инфраструктурных проектов, несмотря на то, что при отсутствии демократических свобод права собственности могут быть искаженными. В случае, когда основным мотивом стимулировать финансовое развитие является инфраструктурная экспансия, неявные гарантии в виде накопленных внешних активов могут выступить его драйвером. Не случайно, что для группы 6 индекс финансового развития оказался самым высоким, опередив группы 1–2, где самый высокий уровень демократии.

В-третьих, менее продвинутые на пути реформ демократии, а также демократические страны со слабыми институтами все равно демонстрируют лучшие перспективы в сфере финансового развития, чем автократии экспроприационного, дистрибутивного характера или автократии со слабыми институтами. Последние не имеют преимуществ над аналогичными демократиями даже в способности накапливать валютные резервы. Это четко свидетельствуют результаты сравнения данных по группе 4 и группе 5. Объяснить такую картину можно с той позиции, что слабые демократии создают по крайней мере базовый уровень гарантий прав собственности, тогда как автократии, которые не стремятся к консенсусу относительно общественного благосостояния, или непоследовательные в этой сфере, склонны к карательным экспроприациям, в результате чего институты гарантий прав собственности не пользуются доверием. Расточительные расходы в таких странах выглядят более вероятными, чем в слабых демократиях, где наличие политической конкуренции делает неэффективную политику электорально уязвимой, даже если и не гарантирует политико-экономической стабильности.

В-четвертых, характер ресурсного богатства имеет значение. Почти все автократии богаты на энергоносители, тогда как демократии в ресурсном плане крайне неоднородны. При этом при доминировании аграрного экспорта выше вероятность попадания страны в статус слабой демократии и еще выше вероятность недостатка способности финансовой системы к углублению. Самые высокие уровни финансового развития демонстрируют или страны, где в структуре экспорта доминируют металлы, или структура сырьевого экспорта более разнообразна, что видно на примере сравнения групп 1–3 и группы 4. Такой вывод корреспондирует с выше рассмотренными исследованиями относительно структурных особенностей финансового развития: аграрные страны не являются капита-

лонасыщенными, в результате чего не генерируют предпосылок для углубления финансовой системы.

В-пятых, уровень доходов является важной предпосылкой финансового развития, поскольку от этого будет зависеть характер спроса на финансовые продукты. Валютные резервы в этом плане не столь важны. При этом роль политического режима будет весома не сама по себе, а из-за его способности гарантировать такое распределение и перераспределение доходов, чтобы формировалась критическая масса экономических агентов – демандеров финансовых услуг. То есть нестабильность роста доходов или отсутствие такового в слабых демократиях и в перераспределительных или экспроприационных автократиях выглядят ограничителями финансового развития, а отсюда и структурной диверсификации. Иными словами, бедность может корреспондировать и со значительными и с незначительными валютными резервами, но не с глубокой финансовой системой. Более того, отсутствие последней может требовать более жесткой стерилизации растущих от сырьевых поступлений валютных резервов, тем самым ограничивая возможности заимствовать внутри под низкие ставки, но привлекая приток капиталов извне.

Приведённые обобщения крайне важны для Украины (индекс финансового развития 0,257, валютные резервы 13,9% ВВП (до начала кризисных событий конца 2013 года)), которая согласно рассмотренному подходу позиционирована в группе 4 (слабая демократия). Широко известные показатели качества институтов подтверждают это. Впрочем, структурные сдвиги в пользу усиления роли аграрного сектора в экспорте без положительных изменений в области качества институтов и создания стимулов для развития более сложных видов экономической активности будут означать консервирование негативной тенденции к превращению отечественной экономики на типичную сырьевую страну со слабой демократией и перманентной политико-экономической нестабильностью. Восстановление валютных резервов еще некоторое время потребует асимметричной гибкости валютного курса, что в условиях спада сырьевых цен может восприниматься как толерирование сырьевому экспорту, даже несмотря на оптимальность в краткосрочном периоде. Впрочем, в долгосрочном периоде более гибкий валютный курс, меньшая зависимость от резервов должны обеспечиваться на основе стимулов для финансового развития, который так или иначе выступит фактором структурной диверсификации. В то же время, с учётом характерных особенностей корпоративного управления в Украине (концентрированное владение, связанное кредитование, офшоринг) без радикальных изменений в области усиления гарантий прав собственности, прав инвесторов и заимодавцев финансовое развитие будет выглядеть невозможным даже несмотря на шаги по рационализации монетарной политики.

**Выводы.** Теоретически ресурсное богатство должно находиться в обратной связи с уровнем финансового развития в силу специфических макроэкономических и институциональных искажений, свойственных сырьевым экономикам. Отдельные эмпирические исследования подтверждают это. Однако сравнение индекса финансового развития в разрезе групп стран показывает, что в богатых ресурсами странах среднее значение такого индекса находится на уровне среднемирового и незначительно выше среднего для стран с формирующимися рынками. Такую парадоксальную ситуацию следует объяснить на основе неоднородности сырьевых экспортеров. Неоднородность задается тем, как тот или иной политический режим формирует институциональный формат доступа к ресурсной ренте и ее перераспределение. Способность накапливать валютные резервы является отражением того, как соответствующие институты предотвращают расточительное отношение к ресурсным поступлениям и способствуют выбору в пользу эффективной межвременной поли-

тики. С другой стороны, резервы могут структурно создавать предпосылки для финансового развития через канал ликвидности и неявного страхования внешних заимствований, а могут не играть весомой роли, если страна выбирает политику создания качественных институтов, способствующих финансовому развитию, которое, в свою очередь, повышает эффективность плавающего курса как канала приспособления к внешним шокам. Выдвинута гипотеза о том, что политический режим, уровень финансового развития и накопления резервов являются важными критериями типологии сырьевых экономик. Теоретическое группирование таких стран (ответственная демократия, слабая демократия, экспроприационная / перераспределительная автократия, ограничительно-сохраняющая автократия), впрочем, не нашло однозначной поддержки со стороны эмпирических данных, которые существенно уточняют выдвинутую гипотезу и указывают на наличие восьми групп стран, для каждой из которых характерна своя комбинация уровня ресурсного богатства, уровня демократии, величины индекса финансового развития и накопления резервов. Из анализа групповых данных четко видно, что: уровень демократии находится в обратной связи с ресурсным богатством; демократии менее склонны к накоплению резервов и имеют в общем более высокий потенциал финансового развития, чем автократии; только те автократии могут обеспечить финансовое развитие, где есть достаточное ресурсное богатство для реализации неявного консенсуса относительно общественного благосостояния; демократии со слабыми институтами демонстрируют лучшую ситуацию и по уровню финансового развития, и по накоплению валютных резервов, чем автократии со слабыми институтами в результате достижения базового уровня гарантий прав собственности и политической конкуренции; демократии со слабыми институтами из-за перманентных конфликтов за доступ к ресурсной ренте могут уступить автократии в способности проведения политики структурной диверсификации, но при этом они уступают вторым величине сырьевого богатства. Выявленные закономерности связи между уровнем финансового развития, валютными резервами и политическим режимом позволяют лучше понять типологические особенности макрофинансовых проявлений ресурсного богатства, поскольку отражают связь между институтами и выбором микс-политики. Украина по уровню рассматриваемых показателей соответствует признакам группы демократий со слабыми институтами. Поскольку в условиях отечественной экономики финансовое развитие не может опираться на ресурсное богатство, структурные реформы в направлении гарантий прав собственности, прав инвесторов, повышение уровня эффективности корпоративного управления выступают драйверами углубления финансовой системы при условии, что общее повышение качества институтов в стране скажется на снижении уровня имущественного расслоения и рационализации монетарной политики в направлении обеспечения ценовой стабильности.

### Литература

- 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., Jinjark 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).
- Svirydzhenka 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).

Поступление в редакцию 11.04.2016 г.

---

---

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

*Viktor Koziuk*

**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.