

ISSN 2310-2624



ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



ЩОКВАРТАЛЬНИЙ
НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№235 Березень 2016

ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№ 235

Щоквартальний науково-практичний журнал
Національного банку України

Регулярно видається з березня 1995 року

Редакційна колегія

Сологуб Д.

Голова Редакційної
колегії, заступник Голови
Національного банку України

Рашкован В.

Заступник Голови
Національного банку України

Ваврищук В.

Директор Департаменту
фінансової стабільності
Національного банку України

Городніченко Ю.

Професор Університету
Каліфорнії, Берклі, PhD

Петрик О.

Альтернативний виконавчий
директор Міжнародного
валютного фонду, доктор
економічних наук

Ніколайчук С.

Заступник Голови Редакційної
колегії, директор Департаменту
монетарної політики та
економічного аналізу
Національного банку
України, кандидат
економічних наук

Кривцов О.

Департамент міжнародного
економічного аналізу Банку
Канади, Директор, PhD

Купе Т.

Професор Київської школи
економіки,
провідний науковий співробітник
Київського економічного
інституту, PhD

**Засновник і видавець:**

Національний банк України

Редакційна колегія забезпечує
дотримання стандартів
видавничої етики

Під час передруку матеріалів,
опублікованих у журналі "Вісник
Національного банку України",
розміщення гіперпосилання на
першоджерело обов'язкове

Редакційна колегія може
публікувати матеріали в
порядку обговорення, не
поділяючи думку автора

Відповідальність за точність
викладених фактів несе автор

Відповідальні за випуск:

Роман Лисенко
roman.lysenko@bank.gov.ua,
Роман Підвисоцький
roman.pidvysotskyi@bank.gov.ua

© Національний банк України 1995–2016
Усі права захищено

Адреса: Україна, м. Київ, 01601, вул. Інститутська, 9

Дизайн і верстка:

ТОВ "ІНПРЕС".

Адреса: Україна, м. Київ, 01135, вул. Золотоустівська, 46, офіс 7.
Телефон: +380 (44) 234-78-68.

ВСТУПНЕ СЛОВО

ГОЛОВИ РЕДАКЦІЙНОЇ КОЛЕГІЇ ЖУРНАЛУ

“ВІСНИК НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

Шановні читачі!

Черговий випуск журналу “Вісник Національного банку України” присвячено питанням, безпосередньо пов’язаним зі сферою відповідальності та регуляторною діяльністю Національного банку України, який поетапно продовжує трансформацію вітчизняного банківського сектору і фінансового ринку. Відповідно до Дорожньої карти з переходу до інфляційного таргетування для запровадження цього режиму в Україні необхідно провести низку реформ. Вони мають бути спрямовані зокрема на підтримку та забезпечення незалежності Національного банку, поетапної валютної лібералізації в Україні та поглиблення аналітичної підтримки прийняття рішень із монетарної політики. У цьому номері видання презентовано дослідження, в яких запропоновано шляхи апробації міжнародного досвіду до вітчизняних умов для надання рекомендацій щодо вирішення питань, особливо актуальних для Національного банку.

Відкривається часопис статтею Віктора Козюка “Незалежність центральних банків у сировинних економіках”, в якій автор перевіряє власну гіпотезу про нижчий рівень незалежності центральних банків у багатих на ресурси країнах. Автор доходить висновку, що вплив ресурсного багатства на вибір рівня незалежності центрального банку відбувається прямо (залежно від рівня частки сировинного експорту) й опосередковано (внаслідок схильності багатих на ресурси країн до нижчого рівня демократії, яким властива більша залежність центральних банків). За допомогою групування країн визначено, що такі показники незалежності центральних банків, як GMT-індекс, ECWN-індекс та індекс транспарентності для групи країн – сировинних експортерів є нижчими, ніж для групи країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються. Підсумки статті, з одного боку, пояснюють значний вплив сировинної спрямованості української економіки на результати монетарної політики НБУ в минулому. З іншого боку, вони є додатковим свідченням важливості останніх змін у посиленні незалежності НБУ для забезпечення цінової стабільності як основного внеску центрального банку в стале економічне зростання країни.

Марія Репко, Олександр Кашко та Ірина Піонтківська в дослідженні “Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу” акцентують увагу на такому інструменті регуляторної політики, як обмеження на рух капіталу. В статті розглянуто результати використання цього інструментарію в різних країнах світу й узагальнено рекомендації міжнародних фінансових організацій у цій сфері. Наголошено, що, зважаючи на глобалізацію економічних

процесів та високий рівень відкритості економіки України, стратегічною метою реформи валютного регулювання має стати поступова лібералізація руху капіталу. Це потребує впровадження низки заходів, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації. Стаття дуже актуальна в контексті поточних планів НБУ щодо лібералізації валютного регулювання.

Питання можливості передбачати макроекономічні тенденції на основі результатів опитувань підприємств, які проводить Національний банк, розглянуто в статті Романа Лисенка та Наталії Колесніченко “Використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств для короткострокового прогнозування економічного розвитку”. Авторами детально проаналізовано кілька методів побудови випереджаючого індикатора економічного зростання, їхні переваги та обмеження. Вибір оптимального показника, який забезпечує високу точність короткострокової оцінки ВВП, здійснено з використанням економетричних моделей.

Сподіваємося, вміщені в часописі матеріали стануть підґрунтям для подальшого обговорення і проведення нових досліджень із зазначених питань та будуть корисними як для представників академічного світу, так і для експертів із питань фінансів та банківської справи.

Редакційна колегія журналу запрошує всіх зацікавлених надсилати матеріали оригінальних досліджень з обґрунтованими висновками і пропозиціями для подальшого розгляду та публікації в журналі “Вісник Національного банку України”.

З повагою

Дмитро Сологуб

ЗМІСТ

Віктор Козюк

Незалежність центральних банків
у сировинних економіках

6

Марія Репко, Олександр Кашко, Ірина Піонтківська

Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу

26

Роман Лисенко, Наталія Колесніченко

Використання результатів опитувань
щодо ділових очікувань підприємств
для короткострокового прогнозування
економічного розвитку

43

Незалежність центральних банків у сировинних економіках

Віктор Козюк

Тернопільський національний економічний університет

Висувається гіпотеза про нижчий рівень незалежності центральних банків у багатих на ресурси країнах. Підтвердження цієї гіпотези здійснюється на основі багатфакторної регресії, однак вплив ресурсного фактора в ній визнається недостатньо значущим порівняно з минулим інфляційним досвідом і характером політичного режиму. Стверджується, що вплив ресурсного багатства на вибір рівня незалежності центрбанків відбувається прямо (залежно від рівня частки сировинного експорту) й опосередковано через схильність багатих на ресурси країн до нижчих рівнів демократії, яким властива і більша залежність центрбанків. Також ця гіпотеза підтверджується на основі групування країн. Воно продемонструвало, що незважаючи на загальну тенденцію до підвищення рівня незалежності центрбанків у світі, для групи сировинних експортерів GMT-індекс, ECWN-індекс та індекс транспарентності виявилися нижчими, ніж для групи країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються. Пояснення цього явища слід шукати в особливостях інституціональних викривлень у сировинних економіках, структурі інтервенціоністської політики подолання “ресурсного прокляття” та особливої ролі, яку відіграють валютні курси і валютні резерви в міжчасовій макроекономічній політиці.

JEL E58, E59, O23, Q33.

Ключові слова: незалежність центральних банків, індекси незалежності центральних банків, “ресурсне прокляття”, сировинний експорт, валютні резерви, валютні курси, якість інститутів.

I. Вступ

Нестабільність цінових трендів на сировину дедалі більше кореспондує з посиленням глобальноцентричних детермінант поведінки ринків первинних ресурсів. Масштаби флуктуацій цін на сировину, синхронізація циклів цінових трендів із циклом глобальної ліквідності, а також посилення зв'язку між світовими сировинними цінами, потоками капіталів та глобальними фінансовими дисбалансами засвідчує, що багаті на ресурси країни, для яких експорт сировини або напівфабрикатів із неї відіграє вагомий роль у структурі економіки, опиняються в якісно інших макрофінансових рамкових умовах порівняно з країнами, для яких коливання умов торгівлі не є настільки значущим, а самі коливання не супроводжуються суттєвими змінами в потоках капіталів та їх алокації. Не випадково, що інтерес до макроекономіки країн – експортерів сировини, відштовхуючись від уже усталених концептів “голландської хвороби” (від англ. – Dutch disease) та “ресурсного прокляття” (від англ. – resource curse), за останнє десятиліття істотно зріс. Це засвідчують спеціальні дослідження міжнародних фінансових організацій як щодо оптимальних фіскальних режимів для країн, багатих на ресурси, так і щодо інклюзивного зростання та сталого розвитку. В численних публікаціях фактично макроекономічні дилеми таких країн розглядаються під іншим кутом зору. Інституціональні та політико-економічні аспекти аналізу макроекономічного профілю сировинних економік указують на те, що вигоди “гонитви за рентою” (від англ. – rent seeking) повністю деформують макроекономічну політику, внаслідок чого традиційні макроекономічні інструменти нерідко перетворюються на прямі важелі перерозподілу добробуту. Органи монетарної політики можуть бути прямо залучені в перерозподільні політичні дилеми або ж у реалізацію інфраструктурних проектів, як і проектів із диверсифікації економіки. Статус центрального банку в сировинній економіці зазнає викривлення в силу інституціональних деформацій.

По-перше, центральний банк може опинитися під тиском унаслідок істотного впливу коливання сировинних цін на внутрішні монетарні процеси. Поєднання значних флуктуацій експортних цін зі змінами умов торгівлі та реверсами потоків капіталу так чи інакше повинно мати корелят у вигляді того, як поведінка сукупного попиту впливає на інфляцію, зростання та зайнятість. Аналогічно важливо і те, як поведінка інфляції впливає на конкурентоспроможність експортного сектору через її вплив на реальний ефективний курс. Можна припустити, що масштаби коливань цін на сировину та реверсів потоків капіталу протягом останніх 20 років є такими, які не можуть не позначатися на інфляційному

(дефляційному) тискові з відповідними наслідками для формування рівня інфляції як середньострокової тенденції. На протидію інфляційному тренду, заданому рівнем цін на сировину в глобальному вимірі, статус центральних банків може відігравати компенсуючу роль, яка, теоретично, ще важливіша, ніж в інших країнах, саме з огляду на проциклічний характер коливань світових сировинних цін.

По-друге, інституціональні відмінності сировинних економік саме і полягають у тому, що в них може мати місце зовсім інший характер зв'язку між статусом монетарних органів і макроекономічним вибором. Режим монетарної та фіскальної політики може деформуватися внаслідок "гонитви за рентою" (або захисту вже "захопленої" ренти) чи внаслідок потреби у здійсненні специфічної структурної політики, цілі якої можуть іти врозрід із традиційним підтриманням цінової стабільності незалежним центробанком. Особливості управління "зовнішнім багатством" (від англ. – external wealth) також накладають свій відбиток на специфічне інституціональне поле функціонування центробанків. Можна припустити, що рівень незалежності центробанку в сировинній економіці буде нижчим саме в силу інституціональних деформацій, пов'язаних із природним ресурсним багатством. Також варто припустити, що рівень самого сировинного багатства може непрямо впливати на рівень незалежності, а опосередковано – через якість інститутів і політичний режим.

З огляду на зростання значення в Україні сировинного сектору (певне зниження ролі металургії, натомість підвищення ролі сільського господарства) та очікування перетворення вітчизняного АПК на глобальну потугу (відносні переваги, з одного боку, глобальний попит – з іншого) питання досліджень макроекономічних та інституціональних закономірностей функціонування економік, багатих на ресурси, набуває особливої ваги. Тим більше актуальними стають питання виявлення відмінностей у базових інституціональних паттернах центробанків у країнах – експортерах ресурсів поряд з іншими країнами і теоретична інтерпретація таких девіацій.

Пояснення нижчого рівня незалежності центробанку в сировинній економіці та емпіричне підтвердження цього є метою статті. Нині це особливо актуально, оскільки останнім часом структурні реформи в багатьох країнах засвідчили наявність загального тренду щодо підвищення рівня автономії монетарних органів.

У статті висувається гіпотеза: в багатих на ресурси країнах існують специфічні макроекономічні пріоритети й інституціональні деформації, які впливають на користь вибору нижчого рівня незалежності центробанку, оскільки нижчий рівень монетарної автономії розглядається функціонально. Теоретичне пояснення того, чому відбувається така функціоналізація менш незалежного центробанку, якщо взяти до уваги загальний тренд щодо підвищення монетарної автономії в світі, потребують розробки. Емпіричне підтвердження нижчого рівня монетарної автономії спиратиметься на міжгрупові порівняння та регресійну модель. Свідченням меншої монетарної автономії буде ситуація, коли для групи багатих на ресурси країн середній рівень незалежності центробанків, визначений за допомогою відповідного індексу, буде нижчим, ніж у середньому по групі країн із ринками, що формуються. Регресійний аналіз покликаний протестувати дану залежність на широкій вибірці країн.

Структура статті є такою: в наступному розділі здійснюється огляд літератури з питань емпіричної верифікації незалежності центробанків та специфіки макроекономічного аналізу сировинних економік; у розділі III пропонується теоретичне пояснення функціонального погляду на залежніший центробанк та подається огляд панівного тренду щодо підвищення незалежності центробанків; у розділі IV здійснюється емпіричне тестування гіпотези про нижчий рівень незалежності центробанків у сировинних економіках; розділ V містить висновки.

II. Теоретичні рамки дослідження: огляд літератури

1. Незалежність центробанків та інфляція: в межах та за межами консенсусу

Уже хрестоматійні на сьогодні дослідження проблеми ролі статусу монетарних органів у детермінації рівнів інфляції, які умовно можна назвати першою генерацією розвідок у цьому напрямі, можна узагальнити таким чином (Grilli et al., 1991; Cukierman et al., 1992; Eijffinger and Schaling, 1993):

- а) рівень незалежності центрального банку має значення щодо рівня інфляції і фактично є нейтральним щодо темпів економічного зростання;
- б) позитивний вплив статусу монетарних органів на економічне зростання забезпечується через його релевантність процесу дезінфляції і досягнення монетарною політикою довіри. Це особливо чітко засвідчив досвід країн із ринками, що формуються, зокрема постсоціалістичних країн Європи;
- в) щільність зв'язку між індексом, який вимірює рівень незалежності центробанків, та рівнем інфляції вища в розвинутих країнах, що є результатом відмінностей між формальним та фактичним статусом;

- г) додаткові ідентифікатори фактичного статусу (коефіцієнт, що визначає фактичний строк перебування керівника на посаді порівняно зі строком, визначеним у законодавстві, – так званий TOR-індекс) допомагають краще зрозуміти політико-економічні фактори слабкого теоретично передбачуваного зв'язку між індексом та інфляцією;
- г) щільність зв'язку може бути досить чутливою до характеру специфікації індексу, що є відображенням складніших інституціональних взаємодій між суспільним вибором, інститутами влади та центральним банком.

Подальші дослідження, які можна назвати продовженням першої генерації розвідок, акцентують увагу на таких питаннях.

По-перше, стандартизація складових незалежності центробанку та виділення “найкращих практик” (Lybeck, 1998) відбувається в більш системному контексті, ніж виключно протиставлення політичної та економічної незалежності, як це мало місце у відомій праці DeBelle and Fischer (1994). При цьому панорамні дослідження виходять за рамки застосування канонічного на сьогодні GMT-індексу (GMT – від Grilli, Masciando, Tabellini (Grilli et al., 1991) (див. Cukierman, 2008; Siklos, 2002; Козюк, 2004).

По-друге, у випадку розвинутих країн щільність зв'язку між індексом незалежності та інфляцією може видатися слабкою внаслідок зниження групової варіації інфляції. Так, коли інфляція стає більш глобальноцентричною, роль статусу монетарних органів може суттєво послаблюватися. Наприклад, так звана глобальна дезінфляція та визнання нижчого рівня інфляції оптимальнішою в умовах вищого рівня відкритості (огляд і аналіз даної проблеми зроблено в Козюк, 2009) можуть знижувати рівень інфляції безвідносно до змін формального статусу прямо або через зміну спонукальних факторів політики, які не обов'язково повинні бути підтвержені на законодавчому рівні. Окремі дослідники стверджують, що стандартні регресійні моделі, в яких аналізується зв'язок між рівнем інфляції та індексом незалежності, не завжди придатні. Квінтільні регресії є кращим інструментом, але навіть вони не завжди дають адекватний для інтерпретації результат. Основна причина цього – істотна відмінність у характері розподілу інфляції в світі і характері розподілу індексу, з допомогою якого вимірюється монетарна автономія (Siklos, 2008).

По-третє, зміни статусу центробанків є складовою ширших структурних реформ, пов'язаних із пошуком інституціональних варіантів пристосування до агресивнішого глобального конкурентного середовища чи до імперфекцій глобальних ринків капіталу. Не випадково, що виявлення змін у статусі в регіональному розрізі не викликає сумніву в тому, що підвищення рівня незалежності центробанків (як політичної, так і економічної) – глобальний тренд (Jacome, 2001; Jacome et al., 2005; Arnone et al., 2006, 2007).

По-четверте, глобальна фінансова криза посилила напругу навколо питання незалежності монетарних органів у світлі формату реалізації неконвенціональної монетарної політики, відновлення ознак “фіскального домінування” та виникнення нових феноменів “фінансового домінування” та “домінування очікувань”. Незважаючи на те, що відсутність формальних змін у напрямі зниження рівня незалежності центробанків співіснує з фактичною згодою на більш акомодативну політику, в дискусіях про наділення монетарних органів повноваженнями щодо застосування макропруденційних інструментів усе-таки простежується логіка збереження автономії монетарних органів (Козюк, 2015; Jacome and Mancini-Griffoli, 2014). На фоні посткризових змін у статусі монетарних органів однозначною є тенденція до підвищення незалежності (особливо в країнах із ринками, що формуються) і посилення прозорості (особливо в розвинутих країнах) (Dincer and Eichengreen, 2014).

Утім, нерівномірний прогрес у досягненні цінової та фінансової стабільності в поєднанні з існуванням відчутних асиметрій не так у формальному статусі центробанків, як у політико-інституціональних імпринтах фактичного позиціонування монетарної політики в координатах макроекономічного вибору, активізував дослідження, які можна охарактеризувати як другу генерацію. Спільним знаменником досліджень такого типу є пошук драйверів зміни рівня незалежності центробанків та їх інституціонального змісту. Такий підхід варто визнати особливо плідним, оскільки він виходить за рамки традиційного протиставлення щільності зв'язку між індексом незалежності й інфляцією в розрізі розвинутих країн та решти світу.

Так, у ряді досліджень підтверджується суттєвий прогрес щодо підвищення рівня незалежності і прозорості монетарних органів та збереження оберненого зв'язку між відповідними індексами та рівнем інфляції. При цьому комбінування індексів та порівняння їх репрезентативності супроводжується пошуком нових факторів наповнення незалежності центробанку конкретним змістом. Наприклад, GMT-індекс здається спрощеним (хоча залишається універсальним; він обрахований для найбільшої кількості центробанків (Arnone et al., 2007) порівняно з розширеним індексом CWN (Cukiermann, Webb, Neuparti) або з індексом (Dincer and Eichengreen, 2014), які послуговуються радикальнішим підходом до розуміння того, що робить центробанк незалежнішим політично, економічно та фінансово.

Щодо драйверів підвищення рівня незалежності монетарних органів, то тут не існує усталеної позиції. Наприклад, Crowe and Meade (2008) на основі CWN-індексу для 99 країн констатують, що підвищення незалежності монетарних органів обернено кореспондує з уже досягнутим її рівнем (тобто чим вищий її початковий рівень, тим менший її приріст у подальшому), але позитивно – з режимом валютного курсу (вибір на користь фіксованого валютного курсу спонукає до вибору на користь більш незалежного центробанку, оскільки це допомагає обмежувати політичний тиск на монетарні рішення, несумісні із цільовим рівнем обмінного курсу), рівнем демократії (демократичні суспільства схильні будувати більш прозорі інституції, а рівень останньої корелює з рівнем монетарної автономії, а також у таких суспільствах – високий рівень толерантності до системи стримувань і противаг). У свою чергу, підвищення незалежності позитивно впливає на зростання якості інститутів у країні, курсової гнучкості і прозорості. Перше особливо важливе, оскільки більш незалежний центробанк унеможливорює м'які бюджетні обмеження, що штовхає до вибору на користь якісніших інститутів, інакше економіці загрожує б перманентна нестабільність та вплив капіталів. Dincer and Eichengreen (2014) на прикладі 89 центральних банків обирають незалежними змінними, що впливають на залежну змінну, індекс незалежності центробанку (CWN-індекс та їх авторський індекс), минулу інфляцію, рівень відкритості, фінансову глибину, ВВП на душу населення, обсяги запозичень із джерел МВФ, якість інститутів (набір змінних відповідно до World Bank Government Efficiency Indicators). Вони констатують, що минула інфляція, співробітництво з МВФ та менш розвинуті фінансові ринки найсуттєвіше впливають на підвищення монетарної автономії в країнах із середніми та низькими доходами. При цьому рівень відкритості і минула інфляція найістотніше впливають на підвищення рівня незалежності в усій вибірці. Також вони стверджують, що рівень останньої традиційно обернено кореспондує з рівнем інфляції та її варіативністю.

Romelli (2015) більш скептичний щодо драйверів посилення монетарної автономії. Він пропонує динамічний індекс незалежності центробанків для 50 країн за період 1972 – 2014 рр., завдяки якому демонструє, що зростання останнього вірогідніше там, де мав місце “зовнішній примус” – співробітництво з МВФ чи вимоги членства у валютному союзі. Козюк (2005, 2009) демонструє, що вигоди від членства в інтеграційному об'єднанні можуть руйнувати коаліцію опору підвищенню монетарної автономії, внаслідок чого формування валютних союзів є потужним драйвером останньої. Іншими словами, макроекономічні та інституціональні вигоди від підвищення незалежності центробанку не завжди очевидні в країнах, де бракує достатнього суспільного примусу до реформ унаслідок складної системи прихованих вигод від маніпулювання монетарною політикою.

Berggren et al. (2011) привертають увагу до зв'язку між підвищенням незалежності монетарних органів та соціальною довірою (від англ. – social trust). Послугуючись неінституціональним підходом до пояснення соціальних конфліктів та витрат на переговори, вони стверджують, що структурні реформи монетарної політики здійснюються не лише тому, що в них існує потреба. Такі реформи є результатом як згоди на їх проведення, так і того, наскільки соціальна довіра між учасниками політичних ринків уможливорює зміни по-суті без перегляду законодавства, яке можна було б кваліфікувати як трансформацію центробанків на формальному рівні. Оскільки рівень соціальної довіри є атрибутивним показником типу суспільства, то, відповідно, не варто очікувати, що статус центробанку має бути гомогенним у розрізі різних типів суспільств. Даний висновок має принципово важливе значення для аналізу сировинних економік, у яких можливості гонити за рентою призводять до виникнення такого потенційного рівня протистояння між соціальними акторами, який несумісний із довірою між ними. З іншого боку, подібний висновок допомагає зрозуміти, чому окремі центробанки навіть за нижчого рівня незалежності успішніші у сфері підтримання цінової стабільності, ніж ті, які наділені більшою автономією.

Продовжуючи тему інституціональних відмінностей між країнами, Bodea and Hicks (2012) вказують на необхідність пояснення менш успішного досвіду боротьби з інфляцією в країнах, що розвиваються, не так проблемами в характері оцінки рівня незалежності (часто піддаються критиці саме методики обрахунку та структури індексів), як питаннями фактичних дій монетарних органів. Їхнє дослідження охоплює 81 країну за період із 1973 року. Відмінності в темпах приросту агрегату М2 аналізуються на тлі ефектів дисципліни (менші обсяги друкування грошей, навіть якщо існують можливості їх збільшити) і довіри (справдження очікувань публіки щодо тих чи інших кроків центробанку) та в розрізі типів правління. За демократичних режимів вірогідність консервативнішого центробанку вища (що виражається в меншому обсязі приросту грошової маси) внаслідок системи стримувань і противаг та можливостей вільної критики уряду. При цьому, крім ефекту дисципліни, центробанк, довіра до якого забезпечується конфігурацією демократичних політичних інститутів, буде схильний створювати передумови для стабільного попиту на гроші шляхом зниження інфляційних очікувань.

Однак Bodea and Hicks (2012) пропонують занадто оптимістичний погляд на роль демократії в забезпеченні незалежності центробанку, що теоретично не завжди узгоджується з аналогічним аналізом фіскальної політики, в якому фрагментація уряду, поляризація інтересів учасників бюджетної коаліції, намагання “обмежити наступника” стають причиною суттєвого відхилення бюджетного дефіциту від оптимального. В екстраполяції на статус монетарних органів це очевидно в світлі протилежних висновків із ряду емпіричних досліджень.

Наприклад, Lucotte (2009) констатує, що підвищення рівня незалежності центробанків у країнах із середніми та низькими доходами за 1995 – 2004 рр. істотно вплинуло на посилення ефекту фіскальної дисципліни, оскільки уряди втратили легкий доступ до сеньйоражу. Тобто статус монетарних органів позитивно позначається на дизайні фіскальної політики. Водночас Heimonen K and Maslowska-Jokinen (2014) стверджують, що позитивні результати підвищення незалежності центробанків у сфері бюджетного дефіциту зовсім не очевидні. Навпаки, у випадку, коли фундаментальна передумова дефіциту бюджету – низька якість інститутів – не вирішена, посилення автономного статусу центробанку призводить до зростання державного боргу. Те саме стосується приватного сектору. Розширення можливостей щодо запозичень, наприклад, унаслідок позитивного впливу ефекту монетарної дисципліни (незалежність центробанку сприяє зниженню рівня інфляції, за нею йде зниження процентних ставок), призводить до підвищення рівня заборгованості там, де не існує відповідних інституціональних передумов для стриманішої економічної поведінки. Про це свідчать статистичні дані щодо 14 країн – членів ЄВС. Тобто можна стверджувати, що характер інституціональної конфігурації конкретного суспільства може асимілювати принцип незалежності центрального банку досить різноспрямовано. З іншого боку, наголос на інституціональних відмінностях сировинних економік потребує відповідного аналізу на прикладі центробанків.

2. Монетарна автономія в сировинних економіках

Незважаючи на те, що в більшості досліджень специфіки макрополітики в сировинних економіках не йдеться про статус центробанку, розгляд такої специфіки важливий. Він допоможе краще зрозуміти логіку формулювання пріоритетів макрополітики як передумову суспільно-політичної мотивації вибору того чи іншого рівня незалежності монетарних органів. Оскільки багатство на ресурси породжує широкий набір “перерозподільних спокус”, традиційний аналіз макрорегуляторів у сировинній економіці сконцентровано на фіскальній політиці (див. для прикладу Aliyev, 2013). Однак реалізація монетарної політики в країнах, що експортують сировину, також підпадає під “спеціалізований” аналітичний погляд, який, на думку Frankel (2010), зумовлюється проблемою проциклічності. Традиційне таргетування інфляції чи різні фіксації валютного курсу неспроможні нейтралізувати аспект проциклічності сировинної економіки, який структурно задається значними шоками умов торгівлі та реверсами в потоках капіталу. Frankel et al. (2008) та Frankel (2010) пропонують перенести акцент на таргетування цін виробників, а не ІСЦ. Також у цих дослідженнях монетарної політики не йдеться про роль статусу центрального банку. Питання про те, як має співвідноситися незалежність центробанку і таргетування цін виробників, не ставиться. А проте цінова стабільність як ціль політики і мандат є критеріальними у формулюванні та забезпеченні монетарної автономії.

Нехтування питанням незалежності центробанку під час розгляду проблеми оптимального монетарного режиму для сировинної економіки, схоже, є своєрідним способом ігнорування того, що цільова функція макрополітики в таких країнах може бути іншою: дивелопменталізм та активістська структурна політика можуть поєднуватися з перерозподілом добробуту між окремими групами. В цьому контексті специфічно виглядає валютний курс. З одного боку, навколо вибору оптимального режиму валютного курсу для багатих на ресурси країн точаться жваві дискусії як щодо проблеми зв'язку між реальною ревальвацією та “ресурсним прокляттям”, так і щодо того, що курс є інструментом перерозподілу добробуту. З іншого боку, питання впливу режиму валютного курсу на вибір щодо статусу центробанку в багатих на ресурси країнах не дебатуються.

На цю проблему можна поглянути з двох боків. Більш незалежний центробанк орієнтується на досягнення цінової стабільності, в результаті чого підтримує гнучкіший курс. Незалежніший центробанк підтримує фіксований курс, а монетарна автономія необхідна для нівелювання тиску на політику, несумісну з режимом фіксованого курсу. У випадку сировинних економік увага дослідників більше прикута до вибору режиму валютного курсу, в рамках якого статус центробанку є однією з пояснюючих змінних. Емпіричні дослідження підтверджують, що чим більше країна залежить від експорту ресурсів, тим вірогідніше, що вона обере фіксований курс. Однак є певні відмінності. Aliyev (2014) підтверджує це на прикладі 145 країн за 1975 – 2004 рр., відзначаючи, однак, що чим поширеніші і сильніші в країні якісні інститути, чим незалежніший центральний банк і чим менш проциклічна фіскальна політика, тим вірогідніше те, що країна обере гнучкіший курсовий режим. У цьому дослідженні вказується на важливу роль незалежності центробанку як передумови вибору гнучкішого курсу, що кореспондує з попередніми дослідженнями про позитивний зв'язок між якістю інститутів у країні та вибором на користь вищої монетарної автономії. Але в цьому дослідженні не сказано про зв'язок між ресурсним багатством і вибором на користь статусу центробанку – чи то в контексті вибору режиму валютного курсу, чи ні.

Водночас Wills and van der Ploeg (2014) стверджують, що нагромадження резервів є найпростішим способом створення квазіфонду суверенного багатства, який додатково служить засобом гарантії підтримання фіксованого курсу, без чого такий фонд міг би зникнути. Делегування центробанку права на створення такого фонду і його захист через фіксований курс, у якому фокусується спосіб підтримання макроекономічної стабільності, є результатом усвідомлення ризику

того, що у випадку створення урядом такого фонду останній міг би бути об'єктом рейдерської атаки чи витрачений конкуруючою кланово-політичною групою. Часто такий фонд узагалі неможливо створити внаслідок політичної корупції, яка через формальні інститути демократії призводить до надмірних видатків, причому не має значення – поточних чи інвестиційних. Wills and van der Ploeg (2014) не полемізують із приводу зв'язку між сировинним багатством та статусом центробанку, але демонструють вигоди від фіксованого курсу на прикладі проблем зі створенням фонду суверенного багатства в Нігерії, його витрачанням у Гані, захопленням у Науру. Тобто в такому ракурсі центробанк повинен бути менш незалежним для захисту фіксованого курсу через створення фонду суверенного багатства, що не вписується в стандартну теорію, на відміну від результатів Aliyev (2014), які співзвучніші традиційному баченню проблеми. Таке більш традиційне бачення сформулював Obstfeld (2000) на підґрунті дискусій після Азійської кризи: макроекономічна стабільність краще досягається з допомогою незалежного центробанку, ніж із допомогою фіксованого курсу. Втім, це не спростовує гіпотези про те, що специфічні інституціональні рамкові умови в країнах, багатих на ресурси (власне, як і специфічна цільова функція макрополітики в них), не виключають політичного вибору на користь менш незалежного центробанку. Причому такий вибір не повинен спиратися на курсовий режим чи рівень державного боргу (які часто враховуються під час аналізу делегування центробанку того чи іншого рівня автономії в країнах із ринками, що формуються), якщо його зумовлюють глибші інституціональні фактори.

III. Вибір на користь менш незалежних центробанків у сировинних економіках: теоретична аргументація і тенденції реформ монетарних органів

1. Політекономія функціонального вибору щодо залежніших центробанків

Пояснення нижчого рівня незалежності монетарних органів у багатих на ресурси країнах потребує додаткового розгляду кола проблем, що дискутуються в теоретичному аналізі проблеми. Методологічно вони мають спиратися на особливості інституціональної структури експортерів сировини та специфічні монетарні проблеми, а саме: вибір режиму валютного курсу, управління валютними резервами тощо. Corden (1982) одним із перших доводить: як плаваючий курс, так і реальна ревальвація фіксованого курсу загрожують витісненню промислового експорту ("голландська хвороба"). Цільова функція центробанку в сировинній економіці потребує поправки на структурні пріоритети. З огляду на те, що фіксований курс у поєднанні з оптимальною міжчасовою політикою дає змогу знизити варіацію ВВП та інфляції, валютні резерви та фіскальні буфери (які пізніше перетворилися на фонди суверенного багатства) починають розглядатись як складова політики "завбачливих заощаджень". Також необхідно врахувати, що подолання ресурсної залежності потребує спеціальної структурної політики, яка може допускати більш контрольований центробанк, монетарний вибір якого щодо пріоритету варіації інфляції чи варіації валютного курсу вписується в довгострокову стратегію уряду. Наприклад, Hausmann та Rigobon (2002) констатують, що інтервенціоністська структурна політика у сфері торгівлі та фінансів краще відповідає логіці боротьби з "ресурсним прокляттям", ніж політика, заснована виключно на дотриманні міжчасових заощаджень та підвищенні алокаційної ефективності фінансових ринків.

Іншою гранню проблеми є інституціональні деформації "гонитви за рентою". Здебільшого констатується, що вони є причиною проциклічності фіскальної політики (Aliyev, 2012). Однак за проциклічністю фіскальної політики в країнах, багатих на ресурси, криється так званий "хижацький уряд" (від англ. – predatory government), "ефект ненажерливості" (від англ. – voracity effect) або відверті соціальні конфлікти, пов'язані зі встановленням контролю за ресурсами та відсутністю гарантій прав власності (Auty, 2001; Arezki and Bruckner, 2010). Звідси важливе для оптимальної політики міжчасових заощаджень питання транзитивності чи персистентності цінового шоку на ринку сировини ігнорується в середовищі слабких інститутів. Більше того, перехід від мінливих позитивних шоків до сталого зростаючого цінового тренду лише посилює боротьбу за ресурси і загострює проблему непродуктивного споживання.

Не вдаючись у дискусію про те, яка політика є оптимальною для ресурсозалежної економіки, слід констатувати, що в межах аналітичної структури ряду макроекономічних та інституціональних ефектів (які наведено в таблиці 1) сировинних експортерів можна побачити пояснення того, чому центральний банк виявляється менш незалежним, ніж в інших випадках. При цьому в такий спосіб робляться припущення про те, наскільки подібний інституціональний дизайн монетарної політики є більш чи менш оптимальним. У таблиці 1 узагальнено набір макроекономічних та інституціональних ефектів та особливостей сировинних економік, у розрізі яких аналітично виділяється роль менш незалежного центробанку.

Таблиця 1. Структурні особливості сировинних економік та незалежність центральних банків: позитивний аналіз

Сировинні економіки: ефекти й особливості	Вибір на користь менш незалежного центробанку	Потенційна оптимальність
<p>Політико-економічна витратність збору податків (від англ. – costly tax collection) та боргове фінансування. Є наслідком інституціональної слабкості уряду у фіскальній сфері</p>	<p>Завбачливе збільшення обсягів валютних резервів є гарантією суверенної платоспроможності і може здешевити зовнішні запозичення. Примус щодо центробанку пов'язаний з утриманням руху курсу вгору та нагромадженням значних резервів</p>	<p>Вибір на користь нижчого рівня незалежності не є оптимальним, оскільки не розв'язує фундаментальну проблему слабкості фіскальних інститутів</p>
<p>Політико-економічна витратність збору податків та сеньйораж. Є наслідком інституціональної фрагментації, що не дає змоги рівномірно розподіляти податковий тягар або коли податкоспроможний сировинний сектор “приватизовано” групами впливу</p>	<p>Макроекономічна нестабільність фрагментованого уряду обмежує можливість здійснювати зовнішні запозичення через політичні ризики, які роблять завбачливе збільшення резервів маловірогідним, натомість спонукають до сеньйоражу. Фіскальне домінування є панівним. У випадку, коли центробанк використовується як інструмент “обмеження наступного уряду” через інфляцію та фінансову нестабільність, у підвищенні рівня його незалежності не зацікавлена жодна група. Те саме стосується доступу до сеньйоражу</p>	<p>Те саме</p>
<p>“Ресурсне прокляття” та запобігання “голландській хворобі”. Приплив значних обсягів валюти підвищує реальний обмінний курс, який витісняє несировинний сектор і заохочує розвиток внутрішнього сектору послуг із високою граничною схильністю до споживання. Структурна політика спирається на усунення передумов реальної переоцінки курсу та допускає пряму підтримку несировинних секторів</p>	<p>Структурні обмеження на реальну ревальвацію можуть потребувати відповідного інституціонального рішення щодо центробанку, особливо коли приплив капіталів потужний і персистентний, внаслідок чого внутрішня цінова стабільність може бути під питанням. Домінування над центробанком щодо пріоритету курсової стабільності, а не цінової, супроводжується фіскальним домінуванням відповідно до пріоритетів промислової політики</p>	<p>Тиск щодо пріоритету курсової стабільності над ціновою не завжди гарантує вирішення проблеми “голландської хвороби” без додаткових заходів у сфері фіскальної політики та регулювання оплати праці. Такий вибір має вірогідну оптимальність лише в сукупності з відповідальністю уряду за неінфляційну політику витрат. Участь центробанку в активній промисловій політиці не є оптимальною, оскільки через інфляційні наслідки та послаблення чутливості до конкуренції підриває стимули до розвитку несировинного експорту</p>
<p>Валютні резерви як квазіфонд суверенного багатства. Збільшення обсягів таких резервів потребує відповідної курсової політики, а управління таким фондом може потребувати особливого фінансового контролю</p>	<p>Тиск на центробанк може бути спричинений проблемою пріоритету такого валютного курсу, який би був консистентний із максимізацією зовнішніх активів у довгостроковому періоді. Також тут присутня проблема контролю за фінансовими та інвестиційними ризиками управління зовнішніми активами. Незалежність центробанку може ускладнювати контроль за якісними аспектами управління зовнішніми активами, оскільки цілі управління ними не завжди можуть спиратися на економічні критерії</p>	<p>Така ситуація свідчить про проблеми інституціонального дизайну контролю за управлінням зовнішніми активами. Також це може бути свідченням політичної неспроможності здійснити поділ зовнішніх активів на монетарні (валютні резерви) та суверенні (фонд суверенного багатства), внаслідок чого нижча незалежність центробанку не може бути виправдана виключно проблемами ефективного контролю</p>

<p>“Хижацький уряд” та збільшення обсягів (“захист”) резервів. Перед урядом, який максимізує споживання обмеженої політико-економічної групи, постає проблема доступу до зовнішніх ринків запозичень. Необхідне для цього збільшення обсягів резервів може розглядатись як макроекономічний крок у напрямі створення монетарної основи фіскальної експансії. Попри те, що це ситуація, яка властива країнам зі слабкими інститутами загалом, випадок сировинної економіки характеризуватиметься поєднанням надмірних витрат зі скороченням зовнішніх надходжень або очікуваннями такого скорочення</p>	<p>Тиск на центробанк може полягати в створенні монетарних передумов для нагромадження резервів, які не є суспільно оптимальними. Збільшення обсягів резервів задля споживання однієї групи відбувається шляхом стиснення споживання решти суспільства. Утримання курсу від рівноважного руху в бік ПКС є одним із прикладів цього. Аналогічно жорсткіша внутрішня монетарна політика може відображати “захист резервів” в умовах, коли основним “погіршувачем” платіжного балансу є “приватизована” фіскальна політика</p>	<p>Поєднання надмірно жорсткої монетарної політики і відверто експансійної фіскальної не є свідченням оптимальності залежнішого центробанку. Така мікс-політика може проводитися відносно невизначений період часу, на тривалість якого впливають або фактори зовнішньої кон’юнктури, або фактори внутрішньої політичної стабільності. Брак незалежності, що призводить до дисбалансу структури сукупних витрат, завершується кризою</p>
<p>“Хижацький уряд” та зниження обсягів резервів. Максимізація споживання однієї політико-економічної групи відбувається шляхом підтримання фіксованого курсу в умовах очікуваного зниження надходжень. Також зниження обсягів резервів є способом обмеження наступних урядів або способом поширити “експропріацію” вартості на вже нагромаджені зовнішні активи</p>	<p>Залежний центробанк допускає підтримання нерівноважного курсу в умовах погіршення платіжного балансу, внаслідок чого його резерви знижуються, а дисбаланси нарощуються. Зниження обсягів резервів може також відбуватися через прямий чи непрямий доступ до обмеженої пропозиції валюти конкретних представників владної групи. Монетарна політика стає перерозподільним інструментом, що раціонує доступ до валюти на користь окремих осіб</p>	<p>Підтримання нерівноважного курсу та втрата резервів із перерозподільних міркувань не можуть свідчити про оптимальність вибору на користь залежного центробанку</p>
<p>“Ефект ненажерливості” – радикальний випадок “хижацького уряду”, який збільшує витрати ще швидше, ніж зростають світові ціни і поліпшуються умови торгівлі. Має місце в умовах саме очікуваного і персистентного підвищення сировинних цін, під час якого експропріація вартості прогресує в масштабах, наслідком яких є втрата мотивації до економічної активності агентів, котрі не входять до правлячої групи, експансія витрат зменшує резерви та збільшує зовнішній борг</p>	<p>За “ефекту ненажерливості” монетарні передумови міжчасових заощаджень інституціонально усуваються, завдяки чому очікування стабільних та зростаючих зовнішніх надходжень супроводжуються нагромадженням чистих зовнішніх зобов’язань та сповільненням економічної активності. Тиск на центробанк відбувається як у напрямку усунення нагромадження резервів, підтримки нерівноважного курсу, уможливлення вивезення капіталу та створення перешкод для доступу до валюти інших економічних агентів</p>	<p>Випадок найбільш кричущого прояву неоптимального інституціонального дизайну макроекономічної політики. Відсутність незалежності центробанку не лише не є контрвагою фіскальній експансії, а й є її монетарним продовженням із відвертим перерозподільним акцентом, що завершується проциклічністю, яка межує з перманентною кризою</p>
<p>Валютно-курсовий вимір ренти. Вимір ренти в іноземній валюті та джерело її утворення можуть справляти вплив на вибір політики валютного курсу з відповідними наслідками для грошової пропозиції та резервів. У випадку, коли основним джерелом ренти є зовнішні надходження, зростає зацікавленість у виборі курсу (чи в широкому сенсі – інструменті економічної політики), що стимулює експортерів безвідносно до загальної рівноваги економіки. У випадку, коли основним джерелом ренти є внутрішня експропріація, підтримання сталого курсу може відображати намагання підвищити вартість внутрішніх надходжень в іноземній валюті, чим сприяти розширенню можливостей вивезення капіталу</p>	<p>Центробанк стає інституціональною формою перерозподільного застосування валютного курсу та регулювання потоків капіталу. Підтримання експортерів не завжди гарантує збільшення обсягів резервів унаслідок вивезення капіталу. В другому випадку вивезення капіталу стає зовнішнім продовженням внутрішньої експропріації (рейдерства), а залежний центробанк потрібен для уможливлення доступу до валюти й обходу формальних обмежень на рух капіталів</p>	<p>Такий вибір не є оптимальним, оскільки передбачає перерозподільний характер валютно-курсової політики, а рішення у сфері регулювання та нагляду за потоками капіталів перетворюються на прояв “приватизованого” інституту</p>

Джерело: складено автором.

Водночас особливості сировинних економік в аспекті функціонального погляду на незалежність центробанку допускають потенційну оптимальність нижчого рівня монетарної автономії, але не детермінують її безумовно. Це означає, що можуть існувати умови, в яких багатство на ресурси розглядається джерелом загрози “ресурсного прокляття”. Тобто може існувати суспільно усвідомлений факт (незалежно від політичного режиму) необхідності боротьби з ресурсною залежністю. Запобігання “ресурсному прокляттю” може стати суспільним вибором і не бути предметом суспільного компромісу чи підставою для опортуністичної поведінки. В таких випадках залежніший центральний банк не є однозначним оптимальним вибором, оскільки традиційна монетарна автономія не виключає кращого макроекономічного результату і не суперечить можливостям проведення політики структурної диверсифікації та міжчасового згладжування. Минулий інфляційний досвід як детермінанта реформ статусу центробанків також може не залежати від рівня ресурсного багатства, але у випадку, коли останнє ставало причиною проведення політики, що закінчувалася прискоренням інфляції (наприклад, Венесуела), вибір на користь вищого рівня незалежності може розглядатися в традиційному макроекономічному контексті, а не в ракурсі долання обмежень ресурсного характеру.

2. Панівний тренд реформ центральних банків

Оскільки статус центрального банку не є інституціональним інваріантом як в аспекті нижчого, так і в аспекті вищого рівня незалежності, питання реформ монетарних органів залишається актуальним компаративним фоном аналізу випадку експортерів ресурсів. Питання таких реформ тим більше актуальне, якщо взяти до уваги як мінімум дві тенденції.

Перша. Коливання цін та потоки капіталу дедалі більше синхронізовані з фазами поведінки глобальної ліквідності, внаслідок чого масштабні зміни в припливах і відпливах іноземної валюти охоплюють більше сфер економіки і фінансів. Проблема проциклічності сировинної економіки починає звучати з посиленням наголосом на аспектах фінансової стабільності й фінансових дисбалансах. Тобто синхронізація руху світових цін ресурсів та цін активів із вектором руху капіталів не просто поглиблює конфлікт щодо стабільності цін та курсу, а додає до нього фінансовий вимір: цикл зовнішніх запозичень приватного сектору, невідповідність валютної структури активів і зобов’язань у реальному та фінансовому секторах, нарощування зовнішніх активів паралельно з погіршенням стану платіжного балансу, бульбашка на ринку нерухомості, надмірний леверидж сектору домогосподарств тощо.

Друга. Мірою соціальної капіталізації ресурсного добробуту (від англ. – *resource wealth*) формується тенденція до поглиблення внутрішнього ринку. Завдяки цьому розширюється гама впливів на інфляцію, а поведінка сукупного попиту в окремі періоди циклу глобальних сировинних цін відхиляється від жорсткої зумовленості кон’юнктурою світових ринків. У такий спосіб активізується більш традиційний зв’язок між ціновою стабільністю та сукупним попитом, унаслідок чого структурні зміни активізують передумови і для більш репрезентативної модальності зв’язків між макроекономічними процесами та інституціональним форматом монетарної політики. Ув’язка між незалежністю центробанків та інфляцією стає особливо важливою там, де не спостерігатиметься маргіальних випадків ресурсного багатства, а в таких випадках масштаби коливань глобальної ліквідності потенційно затребуватимуть інституціональної адаптації, образи якої формуватимуться трендом структурних реформ монетарної політики за останній час.

Реформи центральних банків однозначно вказують на те, що посилення політичної та економічної незалежності є однозначним фактом, який знаходить своє підтвердження у зміні величини відповідних індексів. Так, Arnone et al. (2007) підтверджують, що підвищення і політичної, й економічної незалежності монетарних органів відбувається в одному і тому самому напрямі, хоча й із певними нюансами для регіонів світу і груп країн. Зокрема, для країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються, характерний більш видимий прогрес у підвищенні саме економічної незалежності (див. таблицю 2).

Таблиця 2. Регіональні тренди підвищення незалежності центральних банків. GMT-індекс для 163 країн

	Політична		Економічна		Загальна	
	1980-ті	2000-ні	1980-ті	2000-ні	1980-ті	2000-ні
Африка	0.17	0.37	0.52	0.72	0.33	0.53
Азія та Океанія	0.21	0.54	0.41	0.73	0.30	0.63
Європа	0.32	0.79	0.27	0.98	0.30	0.88
Близький Схід	0.25	0.40	0.36	0.68	0.30	0.53
Латинська Америка	0.36	0.50	0.36	0.88	0.36	0.067
Загалом	0.28	0.56	0.38	0.84	0.32	0.68

Джерело: Arnone et al. (2007).

Застосування евентуального, а не формального (зростання значення індексу) підходу до оцінки тенденцій у сфері незалежності центробанків також відображає значне її посилення внаслідок відповідних реформ. Що прикметно, розподіл реформ у часі досить щільно корелює з періодами після криз. На основі даних Romelli (2015) можна побачити своєрідні “сплески” реформ, починаючи з 1972 року. Реформи кінця 1970-х-1980-х явно пов’язані з наслідками високої інфляції в розвинутих країнах. Реформи ранніх 1990-х – із процесами євроінтеграції. З 1997-го по 2002 рік тривала модернізація центробанків у країнах із ринками, що формуються, у відповідь на Азійську кризу та пошук інституціональних альтернатив негнучким курсам. Із 2007 року ми є свідками продовження інституціональної адаптації до посткризової нестабільності, коли незалежність монетарних органів, як і раніше, вважається важливим елементом адаптації до нового макрофінансового оточення. Реформи мовою індексів незалежності центробанків також підтверджують однозначність тренду щодо посилення інституціонального захисту монетарних органів (таблиця 3). Важливо зазначити, що з кожного наступного періоду стартовий рівень середнього, мінімального та максимального значення відповідних індексів щодо відповідної групи країн підвищується.

Таблиця 3. Індеси незалежності центральних банків у розрізі періодів та кількості реформ

Роки		1972 – 1979	1980 – 1989	1990 – 1999	2000 – 2009	2010 – 2014
Кількість країн		28	30	49	50	50
ECBI	Кількість реформ	8 (3; 5)	9 (2; 7)	42 (3; 39)	31 (2; 29)	11 (5; 6)
	Середнє значення	0.490	0.503	0.594	0.755	0.777
	Мінімальне	0.201	0.206	0.206	0.387	0.399
	Максимальне	0.783	0.783	0.963	0.963	0.963
GMT	Кількість реформ	6 (3; 3)	6 (2; 4)	37 (3; 34)	26 (2; 24)	8 (4; 4)
	Середнє значення	0.401	0.411	0.528	0.720	0.744
	Мінімальне	0.063	0.063	0.063	0.125	0.125
	Максимальне	0.750	0.750	1	1	1
CWN	Кількість реформ	8 (2; 6)	7 (0; 7)	37 (2; 35)	24 (1; 23)	5 (0; 5)
	Середнє значення	0.390	0.412	0.533	0.746	0.774
	Мінімальне	0.090	0.135	0.135	0.193	0.193
	Максимальне	0.735	0.799	0.979	0.979	0.979

Примітка 1. ECBI – динамічний індекс незалежності центробанків Romelli. GMT – індекс Grilli, Masciando, Tabellini. CWN – індекс Cukierman, Webb, Neyapti.

Примітка 2. Пояснення до графі “Кількість реформ”: загальна кількість реформ (кількість реформ, що знижують значення індексу). Джерело: Romelli (2015).

Найбільш значущий у цьому плані період 1990-х, упродовж якого відбулося найістотніше підвищення рівня незалежності центробанків та сформувалося емпіричне підґрунтя для “найкращих практик”, що згодом набули широкого визнання. Повільніше підвищення рівня незалежності в подальшому свідчить про відносно високий уже досягнутий її рівень, що зазначають і інші автори (див. Dincer та Eichengreen, 2014), але не виключає того, що триваючі монетарні реформи мають іншу якість – вони більшою мірою концентруються на “нюансах” інституціональних відносин із гілками влади, системи призначень та політичної відповідальності керівництва. Це, по-суті, ті складові незалежності, які досить легко фруструвати в рамках політичного опору утвердженню її принципу як фундаментальної інституціональної практики, чим особливо вирізняються країни зі слабкими інститутами. Якщо принципал допускає відхилення від соціально оптимального рівня інфляції або ж отримує приховані (чи явні) вигоди від квазіфінансових операцій, або ж прямо залучений у фінансове домінування, то агент, яким би статусом він не був наділений, має небагато шансів на поведінку, девіантну щодо принципала. Не випадково, що саме якість інститутів висувається на передній план при визначенні драйверів підвищення рівня незалежності центробанків у дослідженнях другої генерації (Crowe and Meade, 2008; Dincer and Eichengreen, 2014).

Що ж до певного збільшення кількості реформ упродовж 2010 – 2014 років, унаслідок яких індекс незалежності знижується (таблиця 3), то їх слід пов'язувати не так із безпосереднім переосмисленням парадигми автономії монетарних органів після глобальної фінансової кризи, дискусії про що мають місце (Козюк, 2015), як із трансформацією функцій та відповідальності центробанків у сфері банківського нагляду. Відмінності в структурі індексів, наведених у таблиці 3, це добре ілюструють. Порівняно з GMT-індексом CWN-індекс є більш комплексним, складним і враховує ширше коло елементів монетарної автономії. Але GMT-індекс чутливіший щодо повноважень у сфері банківського нагляду (згідно з підходом GMT чим більше відповідальності покладено на центробанк у цій сфері, тим менш незалежним він є). Подібна ситуація і щодо ECVI-індексу. Зміни в системі фінансового регулювання та посилення відповідальності монетарних органів за фінансову стабільність мали місце в окремих країнах, яскравим прикладом чого є Банк Англії. Відповідно збільшення кількості реформ, котрі знижують незалежність центробанків, припадає саме на питання банківського нагляду, що вловлює GMT-індекс і ігнорує CWN-індекс, а не на питання інституціональних принципів монетарної політики.

IV. Експорт ресурсів та незалежність центробанків

1. Сировинний експорт і незалежність монетарних органів: порівняльний аналіз у розрізі груп країн

Для перевірки гіпотези про нижчий рівень незалежності центробанків у сировинних економіках було проведено групове порівняння величини розширеного CWN-індексу, GMT-індексу та індексу транспарентності центробанку в розрізі розвинутих країн (перша група); країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються (друга група); а також країн, багатих на ресурси (третья група). Як уже зазначалося, перші два індекси композиційно відрізняються. Вони обраховані для відмінних періодів часу й охоплюють різну кількість країн, які в окремих випадках не збігаються. З одного боку, ті самі групи, які оцінюються на основі середніх значень відмінних індексів, не можна порівнювати прямо, оскільки вони мають дещо відмінний склад. З іншого боку, диференціація складу груп у розрізі доступних індексних значень дає змогу тестувати аналогічність тенденції у випадку, коли середньогрупові значення індексів матимуть ідентичні паттерни. Тобто відмінний склад груп та композиція індексів можуть бути використані як незалежне підтвердження гіпотези та взаємне підсилення аргументів, які спиратимуться на відокремлений аналіз у розрізі відмінних індексів.

Теоретичною гіпотезою є таке: якщо ресурсний фактор справді впливає на вибір рівня незалежності центрального банку, то середнє значення відповідного індексу щодо третьої групи країн повинно бути нижчим, ніж щодо перших двох. Особливо важливо, щоб середнє значення щодо третьої групи було нижчим, ніж у другій, яку представляють країни з низькими та середніми доходами, – за широким набором інституціональних та структурних показників вони подібні до більшості сировинних експортерів, і на ці країни останнім часом припадає найбільша кількість реформ центробанків. Результати, що містяться в таблицях 4 – 6, повністю підтверджують висунуту гіпотезу.

Таблиця 4. GMT-індекс у розрізі груп країн

	1980-ті	2000-ті
Розвинуті країни	0.48 (18 країн)	0.75 (27 країн)
Країни з ринками, що формуються, та країни, що розвиваються	0.34 (57 країн)	0.59 (135 країн)
Країни – експортери сировини	0.34 (17 країн)	0.55 (44 країни)
Країни – “екстра-експортери” сировини, частка сировинного експорту > медіанне значення у 65%	0.27 (9 країн)	0.49 (28 країн)
Країни – “екстра-експортери” енергетичних ресурсів, частка сировинного експорту > медіанне значення у 35%	0.24 (3 країни)	0.47 (22 країни)
Країни – “екстра-експортери” металів, частка сировинного експорту > медіанне значення у 12%	0.27 (4 країни)	0.62 (11 країн)
Країни – “екстра-експортери” продовольчих ресурсів, частка сировинного експорту > медіанне значення у 15%	0.40 (9 країн)	0.59 (15 країн)

Примітка. Згруповано автором на основі переліку країн – експортерів сировини та емпіричної бази визначення “екстра-експортерів” IMF (2015). GMT-індекс міститься в Arnone et al. (2007).

Так, дані таблиці 4 дають змогу виділити кілька важливих моментів. По-перше, рівень незалежності центробанків у світі однозначно підвищився. При цьому багаті на ресурси країни не є винятком. У середньому для них, як і для другої групи країн, також властиве суттєве підвищення значення відповідного оцінюючого індексу. Тобто загальний тренд щодо підвищення монетарної автономії, описаний вище, стосується й аналізованих країн. По-друге, рівень незалежності для третьої групи виявився нижчим, ніж для другої групи, і суттєво нижчим, ніж для першої, що підтверджує висунуту гіпотезу. По-третє, характер ресурсного багатства має значення. В країнах – експортерах енергоресурсів середнє значення GMT-індексу виявилось найнижчим у розрізі всіх наведених груп, тоді як в експортерів металів та продовольства дане значення інколи вище, ніж у другій групі. По-четверте, приріст GMT-індексу за відповідні роки в експортерів металів найвищий, а в експортерів продовольства він підвищився з найвищої стартової позиції. По-п'яте, можна припустити, що характер ресурсного багатства також має значення. Величина ренти, будучи похідною типу ресурсу, яким багата країна, справляє вплив на те, в який спосіб інституціоналізується боротьба за доступ до неї з відповідними наслідками для незалежності монетарних органів.

Таблиця 5 демонструє зміни розширеного CWN-індексу з кінця 1990-х. Специфікою є те, що згідно з даним індексом рівень незалежності центробанків у розвинутих країнах виявився нижчим, ніж у решті країн світу. Це можна пояснити пізнішими реформами на основі кращих практик. Крім того, група розвинутих країн не складається з країн-членів ЄВС, які представлені у ній Європейським центральним банком, тоді як у таблиці 4 GMT-індекс подано в розрізі груп країн. Групування в розрізі “екстра-експортерів” не проводилося через обмеженість даних. Що ж до висунутої гіпотези про нижчий рівень незалежності центробанків у багатих на ресурси країнах, то вона і тут дістала підтвердження. Значення відповідного індексу для третьої групи нижче, ніж для другої. Також значення даного індексу для другої групи підвищилось істотніше, ніж для третьої.

Таблиця 5. Розширений CWN-індекс у розрізі груп країн

	1998	2004	2010
Розвинуті країни (12 країн + ЄЦБ)	0.32	0.39	0.35
Країни з ринками, що формуються, та країни, що розвиваються (74 країни)	0.47	0.53	0.54
Країни – експортери сировини (22 країни)	0.43	0.47	0.47

Примітка. Згруповано автором на основі переліку країн-експортерів сировини IMF (2015). Розширений CWN-індекс міститься в Dincer та Eichengreen (2014).

Таблиця 6 демонструє зміну індексу прозорості центробанків. На відміну від даних таблиці 5, результат значно ближчий до випадку з GMT-індексом. Рівень прозорості монетарних органів у розвинутих країнах набагато вищий, ніж у решті світу. Тобто для розвинутих країн монетарна ефективність досягається не лише шляхом формальної незалежності, а й завдяки підвищенню прозорості. Центробанки багатих на ресурси країн виявилися при цьому найбільш закритими.

Таблиця 6. Індекс прозорості в розрізі груп країн

	1998	2004	2010
Розвинуті країни (18 країн + ЄЦБ)	6.78	9.13	10.53
Країни з ринками, що формуються, та країни, що розвиваються (100 країн)	2.63	4.03	5.0
Країни – експортери сировини (35 країн)	2.35	3.55	4.32

Примітка. Згруповано автором на основі переліку країн – експортерів сировини в IMF (2015). Індекс прозорості міститься в Dincer та Eichengreen (2014). Максимальне значення індексу прозорості – 15.

Найнижчий рівень транспарентності центробанків експортерів ресурсів можна розглядати в контексті загального нижчого рівня незалежності. Це ситуація, коли низька незалежність і транспарентність підсилюють одна одну, підтверджують висунуту гіпотезу і є відображенням інституціонального вибору. Цю проблему можна розглянути також у ракурсі інших структурних характеристик сировинних економік. Наприклад, з огляду на виявлену в Dincer and Eichengreen (2014) зумовленість підвищення транспарентності рівнем розвитку та глибиною фінансових ринків низька відкритість і прозорість центробанків у країнах третьої групи не повинна дивувати, якщо взяти до уваги результати дослідження Kirgogen (2012). Низький рівень розвитку внутрішнього фінансового сектору в аналізованій групі країни можна кваліфікувати як такий, що знижує політико-економічний попит на транспарентність центробанку, що результатує у величині відповідного індексу. З іншого боку, згідно з Wills and van der Ploeg (2014) валютні резерви в країнах – сировинних експортерах є квазіфондом суверенного багатства, транспарентність управління якими залишається низькою. Проте низька транспарентність управління зовнішніми активами найбільш вірогідна або за автократичних режимів, або в умовах слабких інститутів. Це означає, що зв'язок між політичним режимом та ресурсним багатством також потрібно брати до уваги.

Для додаткового тестування гіпотези про зумовленість рівня незалежності центробанків сировинним фактором було застосовано індекс зміни керівників (TOR-індекс від англ. – turnover rate). Відповідно до Cukierman (1992), Cukierman et al. (1992) він покликаний оцінити кореспонденцію між формальною незалежністю, яку оцінює індекс, і фактичною, яка впливає з того, чи всю передбачену законодавством каденцію керівництво центробанку перебуває на своїх посадах. Дані таблиці 7 також не розходяться з висловленою гіпотезою.

Таблиця 7. TOR-індекс у розрізі груп країн

	<i>Кількість країн</i>	<i>Середнє значення індексу</i>
<i>Розвинуті країни</i>	26	0.16
<i>Країни з ринками, що формуються, та країни, що розвиваються</i>	105	0.22
<i>Країни-експортери сировини</i>	37	0.28

Примітка. Згруповано автором на основі переліку країн – експортерів сировини IMF (2015). Індекс обраховано за 1970 – 2004 рр. (Dreher et al., 2007).

Як видно з таблиці 7, значення цього індексу найвище саме для багатих на ресурси країн, а найнижче – для розвинутих. Утім, TOR-індекс справедливо критикують. Він адекватно описуватиме ситуацію з розбіжністю між формальною та фактичною незалежністю центробанку лише у випадку, коли призначений керівник як агент орієнтується на нижчий суспільно оптимальний рівень інфляції, ніж принципал. У категоріях Rogoff (1985) це ситуація, коли агент консервативніший, ніж принципал, унаслідок чого жорсткіша монетарна політика не підтримується керівництвом країни внаслідок електоральних чи інших опортуністичних міркувань. У випадку, коли керівник центробанку не відповідає критерію консервативності згідно з Rogoff (1985), величина TOR-індексу може не відображати низький рівень фактичної незалежності: принципала задовольняє слабкий керівник центробанку безвідносно до рівня формальної незалежності. З огляду на ці міркування результати, подані в таблиці 7, потребують обережної інтерпретації, враховуючи неоднорідність багатих на ресурси країн.

Наприклад, згідно з підрахунками Dreher et al. (2007) найбільшим стабільний період роботи після призначення на посади був у керівників центральних банків країн Перської Затоки, а найчастіше змінювалися на своїх посадах керівники центробанків країн Латинської Америки та окремих розвинутих країн, де боротьба з інфляцією була незадовільною або суперечливою і непослідовною. Якщо взяти до уваги характер політичного режиму, то можна припустити, що в автократичних країнах TOR-індекс буде нижчим унаслідок жорсткої контрольованості агента принципалом, тоді як у демократичних – його низьке значення буде наслідком того, що за якісних інститутів призначення та звільнення відбувається на основі професійних критеріїв. Високі значення TOR-індексу будуть у країнах зі слабкими інститутами, передусім у сировинних економіках, де центробанк є інструментом або об'єктом боротьби за доступ до ренти з боку конкуруючих політико-економічних груп. Іншими словами, рівень демократії – достатній для процедурних можливостей частих змін керівників центробанку, але її якість залишається низькою для призначення керівників, інтенції яких у сфері монетарної політики відповідали б запиту на політику, яку в ідеалі мав би проводити центробанк із відповідним рівнем незалежності.

Зв'язок між незалежністю центробанку, режимом валютного курсу та рівнем демократії відображає інший аспект проблеми. В таблиці 8 відображено розподіл країн – експортерів ресурсів за монетарним режимом, у розрізі якого обраховані середньогрупові значення GMT-індексу та індексу демократії.

Таблиця 8. Монетарні режими в країнах, багатих на ресурси

Монетарний режим	Прив'язка до долара США	Прив'язка до іншої валюти чи кошика валют	Таргетування грошової маси	Таргетування інфляції
Країни	Ірак, Ангола, Гаяна, Казахстан*, Монголія, Саудівська Аравія, Болівія, Мавританія, Східний Тимор, Суринам, Тринідад і Тобаго, Туркменістан, Венесуела, В'єтнам, Ємен, Еквадор, Бахрейн, Оман, ОАЕ, Катар	Камерун, Чад, ЦАР, Республіка Конго, Екваторіальна Гвінея, Габон, Малі, Кувейт, Лівія, Росія, Сирія, Ботсвана, Іран, Азербайджан, Алжир, Бруней	Гвінея, Нігерія, Папуа Нова Гвінея, Судан, Замбія	Індонезія, Перу, Чилі, Мексика, Норвегія
Кількість країн	20	16	5	5
Частка, що припадає на багаті на сировину країни, %	43	32	11	11
Частка країн, що здійснили вибір на користь даного монетарного режиму серед усіх країн, %	34	26	11	23
Середній GMT-індекс	0.54	0.46	0.49	0.70
Індекс демократії	4.34	3.30	4.35	7.58

Примітка. Значення індексу демократії, що відображає автократичний режим, – 0 – 4; гібридний режим – 4.1 – 5.94; слабка демократія – 6.03 – 7.94; повна демократія – понад 8.03.

Джерело: розподіл країн за критерієм монетарного режиму відповідно до Wills and van der Ploeg (2014). GMT-індекс міститься в Arnone et al. (2007). Індекс демократії відповідно до Economist Intelligence Unit.

На основі даних таблиці 8 можна зробити ряд висновків. По-перше, для країн із фіксованим курсом і таргетерів грошової маси середній рівень незалежності центробанку є навіть нижчим, ніж по групі експортерів сировини в цілому з таблиці 4. Рівень незалежності монетарних органів для таргетерів інфляції порівняний у середньому з рівнем розвинутих країн. Це підтверджує дослідження Aliyev (2014). Іншими словами, гіпотеза про те, що більш незалежний центробанк потрібен для захисту фіксованого курсу, не підтверджується на прикладі сировинних економік. Вищий рівень монетарної автономії властивий таргетерам інфляції і є свідченням інституціональної зрілості таких країн. По-друге, факт інституціональної зрілості сировинної економіки в аспекті вибору монетарного режиму та рівня незалежності центробанку підтверджується характером політичного режиму. Країни, подані в таблиці 8 як таргетери фіксованого курсу чи грошової маси, в більшості є автократичними. І лише таргетери інфляції мають рівень демократії, властивий багатьом розвинутих країнам. По-третє, перехід до таргетування інфляції та вибір щодо автономії монетарних органів загалом є відображенням ролі демократичних інститутів у нейтралізації функціонального використання монетарної політики в процесі перерозподілу сировинної ренти. По-четверте, в контексті особливих автократичних аспектів перерозподілу ренти фіксований курс виглядає краще інтегрованим у механізми управління зовнішнім багатством, для чого потрібен менш транспарентний центробанк, що робить результати в таблиці 6 рельєфнішими. З іншого боку, курсова стабільність може розглядатись як складова соціального контракту автократії з суспільством, у рамках якого “стабільність” і добробут (там, де він ґрунтується на забезпеченій стабільністю курсу платоспроможності) є “платою за лояльність” до монополії на політичну владу та ресурсну ренту.

2. Економетрична оцінка зв'язку між монетарною автономією та сировинним експортом

Для додаткової перевірки гіпотези про зв'язок між сировинним багатством і рівнем незалежності центробанку було використано регресійний аналіз. Попри те, що багатство на ресурси не завжди вимірюється часткою експорту сировини, саме вивезення товарів первісного видобутку (виращування) або товарів із низьким ступенем доданої вартості розглядається як найрепрезентативніша структурна ознака відповідних країн.

Існує кілька підходів до визначення критеріїв віднесення країн до сировинних експортерів. Найпростіший використано в Aliyev (2013), де країною, багатою на ресурси, визнається та, частка сировинного експорту якої перевищує 50% у структурі загального експорту. Аналогічна змінна ресурсного багатства фігурує і в інших працях (Aliyev, 2012; Aliyev, 2013). МВФ послуговується дещо іншим підходом. Країною, багатою на ресурси, вважається та, в якій частка сировинного експорту за 1962 – 2014 рр. не опускалася в середньому нижче 35% загального експорту, а чистий сировинний експорт за аналогічний період часу перевищує 5% валової зовнішньої торгівлі (експорт + імпорт) (IMF, 2015). Загалом ці підходи практично ідентичні, але останній є структурно жорсткішим, оскільки виключає країни, в яких буде значне проміжне сировинне споживання.

В емпіричних моделях оцінка впливу сировинного фактора часто здійснюється на прикладі широкої вибірки країн без аналітичних групувань. Це дає змогу оцінити силу впливу змінної багатства на ресурси, якою є здебільшого частка сировинного експорту, на залежну змінну в ширшому діапазоні структурних характеристик країн. Подібним є дослідження Kirgonen (2012) щодо визначення особливостей впливу сировинного експорту на структуру фінансового сектору (багатство на ресурси пригнічує розвиток банківського сектору, але заохочує зовнішні запозичення; ринкова модель фінансової системи є вірогіднішою в країнах – експортерах сировини; сировинний сектор не потребує значного внутрішнього фінансового сектору, оскільки спирається на значні зовнішні запозичення для фінансування масштабних проектів, а рента є гарантією платоспроможності, внаслідок чого слабкий розвиток фінансового посередництва обмежує можливості доступу до фінансування в інших секторах, чим поглиблює проблему “ресурсного прокляття”). В її регресійній моделі аналізуються 133 країни, а незалежною змінною є частка “мінерального експорту”, що еквівалентно сумі трьох позицій із World Development Indicators: Structure of Merchandise Exports, а саме: Agricultural Raw Materials + Fuels + Ores and Metals.

Для визначення впливу сировинного фактора на рівень незалежності центральних банків було протестовано вибірку зі 150 країн за допомогою багатфакторної регресії типу:

$$Y = a + b1 \times \ln X1 + b2 \times \ln X2 + b3 \times X3, (1)$$

де Y – GMT-індекс. Як уже зазначалося, цей індекс обраховано для найбільшої кількості країн (Arnone et al., 2007). Він досить репрезентативно оцінює формальний статус монетарних органів, навіть попри те, що поступається широтою охоплення параметрів, важливість яких підкреслюється в пізніших дослідженнях (Dincer and Eichengreen, 2014);

X1 – минула інфляція. Значення показника минулої інфляції в літературі оцінюється як важливий драйвер посилення монетарної автономії в тому сенсі, що чим суворішим був інфляційний досвід країни, тим більше вона схильна до такого антиінфляційного інституту, як незалежний центральний банк. За показник минулої інфляції обрано середнє значення зміни ІСЦ за 1987 – 1996 рр. З одного боку, впродовж цього періоду завершилася смуга гіперінфляцій. З іншого – він передував наймасштабнішій смузі реформ центральних банків у багатьох країнах світу. Важливість даної незалежної змінної обґрунтовується тим, що досвід інфляції незалежно від багатства на ресурси може справляти вплив на показник GMT-індексу. Причому застосування цієї змінної дає змогу елімінувати ризик неоднорідності сировинних експортерів у плані успішності монетарної політики в ширшій вибірці країн. Логарифмування використано з метою нівелювання впливу значних дисперсій, оскільки багато країн за обраний період перебувало в стані гіперінфляції;

X2 – частка сировинного експорту з World Development Indicators: Structure of Merchandise Exports, що обраховується як сума позицій: Agricultural Raw Materials, Fuels, Ores and Metals. У випадку острівних країн використовується позиція Food, оскільки для аграрного виробництва тропічної зони важко відділити продукти харчування від аграрної сировини. Логарифмування використовується з метою нівелювання значних дисперсій, коли в одній групі перебувають країни з мінімальним ресурсним багатством і максимальним;

X3 – Democracy Index (Economist Intelligence Unit). Цей індикатор обрано з двох міркувань. По-перше, як уже зазначалося, між рівнем демократії або якістю інститутів, що кореспондують із рівнем демократії, та незалежністю центробанків існує переконливий позитивний зв'язок. По-друге, як свідчить література з питань політичної економії ресурсного багатства, останнє часто демонструє протилежну кореспонденцію з рівнем демократії. Тобто це ситуації, коли авторитарний режим монополізує ренту й усуває конкуруючі політико-економічні групи, уникаючи таким чином “хижацького” ставлення до ресурсів, або перерозподіляє її на свою користь у суспільно прийнятних межах.

Обернений зв'язок між багатством на ресурси та рівнем демократії пов'язується з низкою причин. З одного боку, диктаторський режим дає змогу усунути доступ конкуруючих політико-економічних, соціальних чи етнічних груп до ренти, монополізувати її або перерозподіляти відповідно до умовно соціальних преференцій, які б кореспондували з підтриманням лояльності до режиму. При цьому у випадку слабких інститутів такий режим допускає обмеження "хижацької держави" з відповідними перерозподільними конфліктами та макроекономічною нестабільністю, що є наслідком боротьби за доступ до ресурсів. Подібним є випадок фрагментації держави, коли відсутність соціальної довіри між чітко окресленими етнічними чи політико-економічними групами призводить до ситуації "хижацького" використання тимчасового доступу до ресурсів, пов'язаного з електоральним циклом, однією з конкуруючих груп. З іншого боку, масштаби ренти допускають, що встановлення диктаторського режиму є виграною стратегією щодо одержання односторонніх вигод, які повністю покривають витрати на експропріацію та підтримання контролю за суспільством у подальшому. По-третє, початковий демократичний режим в умовах "ресурсного прокляття" не виключає того, що доступ до ренти стає джерелом "приватизації" політичних інститутів. Унаслідок цього демократичні інститути зазнають деградації і перетворюються на ерзац прихованого перерозподільного консенсусу або на джерело соціальної нестабільності, економічного популізму та макроекономічної вразливості. В усіх трьох випадках повинна простежуватися логіка зв'язку з незалежністю центрального банку через ув'язку якості демократії та якості інститутів.

Більшість досліджень сировинних економік у цьому контексті фокусується на фіскальній політиці, яка прямо пов'язана з доходами від ресурсів та перерозподілом ренти (огляд подано в Aliyev, 2013), або на проблемі валютного курсу, тоді як незалежність центральних банків безпосередньо не аналізується. Таблиця 8 підтверджує, що фіксація курсу обернено кореспондує з рівнем незалежності центробанку, а роль політичного режиму при цьому зберігає свою актуальність, що допускає необов'язковість включення змінної курсового режиму до моделі (1). Дані в таблиці 8 дозволяють відкинути вірогідність біваріантного зв'язку між ступенем курсової гнучкості та рівнем незалежності монетарних органів.

Результат регресійного аналізу (таблиця 9) у першому наближенні допускає незначну статистичну значущість ресурсного фактора.

Таблиця 9. Результат регресійного аналізу зв'язку між рівнем незалежності центральних банків, минулою інфляцією, часткою сировинного експорту і політичним режимом

Незалежні змінні	GMT-індекс	
	<i>b</i>	<i>t-statistics</i>
<i>Ln</i> Минула інфляція	0.037 (0.008)	4.3495
<i>Ln</i> Частка сировинного експорту	-0.003 (0.0128)	-0.2364
<i>Democracy Index</i>	0.051 (0.0071)	7.2975
<i>R</i>	0.585	
<i>R²</i>	0.343	
<i>Adjusted R²</i>	0.329	
<i>F</i>	(3.146) = 25.352	

Примітка. Отримано на основі даних щодо 150 країн із допомогою програмного пакета STATISTICA.

Дані таблиці 9 свідчать, що в усіх випадках знак коефіцієнтів є теоретично передбачуваним: минула інфляція, так само як і рівень демократії, позитивно позначаються на ступені незалежності центральних банків. При цьому рівень демократії є найсуттєвішим фактором із найбільш значущим коефіцієнтом. Змінна ресурсного багатства не виявляється домінантою визначення рівня GMT-індексу. За значущістю вона поступається індексу демократії (найвищий коефіцієнт) і змінній минулої інфляції.

Із результатів регресійного аналізу можна зробити висновок про відсутність істотної зумовленості рівня незалежності центральних банків ресурсним багатством у межах широкої вибірки країн. Однак так само можна зробити висновок, що

такий зв'язок може мати непрямий характер – через посередництво зв'язку між ресурсним багатством та політичним режимом. Тобто політико-інституціональні характеристики країни та інфляційний досвід, можливо, є важливішими факторами, ніж ресурсне багатство. Але останнє справляє вплив на рівень незалежності монетарних органів через обернений зв'язок між багатством на ресурси і рівнем демократії, що верифіковано в ряді інших досліджень. Тобто рівень незалежності монетарних органів прямо визначається минулою інфляцією і рівнем демократії, тоді як ресурсозалежність діє, швидше, опосередковано, хоча чітко простежується у випадку групових порівнянь (див. вище). Кореляційна матриця (таблиця 10) повністю підтверджує висловлені припущення.

Таблиця 10. Кореляційна матриця зв'язків між змінними регресійної моделі (1)

	<i>Ln Минула інфляція</i>	<i>Ln Частка сировинного експорту</i>	<i>Democracy Index</i>	<i>GMT-індекс</i>
<i>Ln Минула інфляція</i>	1.00	0.002529	-0.140396	0.219373
<i>Ln Частка сировинного експорту</i>	0.002529	1.00	-0.400290	-0.233033
<i>Democracy Index</i>	-0.140396	-0.400290	1.00	0.506168
<i>GMT-індекс</i>	0.219373	-0.233033	0.506168	1.00

Примітка. Отримано на основі даних щодо 150 країн із допомогою програмного пакета STATISTICA.

Як видно з даних таблиці 10, найщільніше величина індексу незалежності корелює з індексом демократії, а останній обернено корелює зі змінною ресурсного багатства. Минула інфляція також прямо корелює з GMT-індексом. Тоді як між ресурсним багатством і змінною минулою інфляцією практично немає зв'язку. Це означає, що країни, багаті на ресурси, могли суттєво відрізнитися характером інфляційного досвіду – так само, як і країни, в котрих така структурна характеристика, як ресурсна домінанта експорту, не виражена. Важливо також зазначити, що рівень демократії обернено кореспондує з рівнем інфляції в минулому. Це можна трактувати досить однозначно: демократичніші країни прагнуть підтримувати нижчий рівень інфляції незалежно від того, наскільки вони багаті на сировину. Водночас кореляційна матриця підтверджує, що вплив сировинного багатства на рівень незалежності, швидше, відбувається опосередковано через політичний режим – схильність експортерів ресурсів до авторитарного режиму, який не завжди співіснує з високою інфляцією. Приклад країн Перської затоки це підтверджує. Опосередковано кореляційна матриця дає змогу побачити, що у випадку, коли ресурсне багатство співіснує і з низьким рівнем демократії, і з низькою інфляцією, монополізація доступу до ренти є не так експропріаційною, як свідчить про інституціональну реакцію на усунення “хижацької поведінки”. Водночас поєднання ресурсного багатства з низьким рівнем демократії та високою інфляцією вказує на наявність боротьби за ренту. В першому випадку незалежність центрального банку може не розглядатись як бажана з огляду на суттєве фіскальне домінування, зорієнтоване на міжчасову оптимізацію. А в другому – вона може розглядатись як перешкода на шляху боротьби за ренту. У випадку ж із вищим рівнем демократії поєднання ресурсного багатства і високої інфляції може вказувати на те, що конкуруючі політико-економічні та етнічні групи розглядають центробанк як інструмент отримання переваг у рамках електорального циклу.

3. Структурні реформи в багатих на ресурси країнах та проміжні висновки для України

Постазійський цикл зростання світових цін на сировину загострив увагу на структурних реформах у багатих на ресурси країнах. Більшість із них стосується питань фіскальної політики, оптимальних міжчасових заощаджень, створення фондів суверенного багатства, диверсифікації економіки. Також вони торкнулися реформ монетарних органів. Перш за все вони стосувались адаптації політики цінової стабільності до середовища сильного тиску на номінальний валютний курс та зростання валових потоків приватних капіталів. У найбільш загальній формі вони засвідчили, що незалежність центробанку допомагає вирішувати проблему ресурсної залежності завдяки тому, що фіскальна політика стає відповідальнішою, а базовий принцип суспільно-політичного пріоритету запобігання “ресурсному прокляттю” дотримується на інституціональному рівні. Наприклад, Чилі, Перу, Мексика, Алжир, Азербайджан, Казахстан тощо змогли продемонструвати послаблення “ефекту гойдалки” (від англ. – seesaw effect) – коли позитивні зміни в одній сфері призводять до погіршення в іншій унаслідок браку зацікавленості в реформах за змістом, а не за формою. Згідно з Acemoglu et al. (2008) “ефект гойдалки” у випадку центробанків передбачає, що підвищення рівня незалежності може привести до успіхів у боротьбі з інфляцією, але спричинити збільшення, наприклад, державного боргу. Acemoglu et al. (2008) стверджують, що цей ефект найчастіше спостерігається або в суспільствах із жорсткими політичними обмеженнями (авторитарний режим), або в слабких суспільствах (безвідповідальна демократія). Сировинні економіки

в силу своєї інституціональної специфіки підпадають під ризик обох типів політичних обмежень, що опосередковано підтверджується емпіричним зв'язком між змінною ресурсного багатства та змінною політичного режиму (див. таблиці 8 – 9). Вихід із проблеми можливий на основі комплексного оновлення інституціонального формату макроекономічної політики, в рамках якої варіант низької незалежності центробанку не розглядатиметься функціонально опортуністичними групами.

Для України питання зв'язку між незалежністю НБУ та інституціональними викривленнями сировинних економік має принципове значення. З одного боку, частка сировинного експорту (згідно з World Development Indicators) не вказує на те, що вітчизняна економіка є типовим прикладом ресурсного багатства. З іншого боку, вона продемонструвала вкрай високу чутливість до світових сировинних цін, в Україні інституціональні викривлення боротьби за ренту є типовими, а довгострокове підвищення попиту на продовольство та аграрну продукцію поглиблюють залежність вітчизняного експорту від кон'юнктури глобального попиту. Це означає, що вибір інституціональної модальності функціонування НБУ повинен спиратися на приклади країн, у яких ресурсне багатство не є домінантою. В країнах із репрезентативним ресурсним багатством або незначною часткою експорту сировини монетарна політика користується інституціональним захистом і розглядається як важливий принцип макроекономічної політики. Необхідність руху обраною траєкторією щодо посилення незалежності НБУ повинна зумовлюватися не співпрацею з МВФ чи євроінтеграційним вибором (відповідність формального статусу критеріям оцінки ЄЦБ в рамках Звіту про конвергенцію), а політико-економічним консенсусом щодо структурних реформ, зорієнтованих на створення суспільства якісних інститутів. У цьому контексті наміри НБУ щодо реалізації мандата цінової стабільності повинні бути чіткіше кристалізовані, порядок призначення керівництва допускає простір для вдосконалення завдяки підвищенню обізнаності суспільства з позицією кандидатів щодо основних напрямів роботи центрального банку ex ante, квазіфіскальні операції повинні бути мінімізовані, а фіскальне домінування – ліквідоване. Це саме стосується ролі валютного курсу в макроекономічних пріоритетах. Підтримання відносної стабільності реального ефективного курсу через м'яку девальваційну реакцію на зниження сировинних цін може мати місце як короткостроковий захід. У довгостроковому періоді він перетвориться на субсидування сировинних експортерів. Політика цінової стабільності і м'якої девальвації, яку проводив Національний банк Польщі, проводилася за зовсім іншої структури експорту і якості інститутів, а тому не може бути відтворена за аналогією.

V. Висновки

У дослідженнях зв'язку між незалежністю центробанків та макроекономічною ситуацією виділилися дві генерації. В рамках першої робився акцент на специфікації індексу незалежності й інтерпретації теоретично передбачуваних зв'язків і відхилень від них. У рамках другої – на виявленні драйверів підвищення рівня незалежності та її зв'язку з політико-інституціональними характеристиками країн. Останнім часом у світі сформувалась однозначна тенденція щодо підвищення рівня незалежності центробанків, а якість інститутів та якість демократії визнаються найвагомішими її драйверами. Сировинні економіки виділено в окремих клас теоретичних та емпіричних досліджень, у рамках яких наголошується на проблемах боротьби за ренту, впливу такої боротьби на фрустрацію інститутів, специфічного формулювання пріоритетів макроекономічної політики, переваги вибору фіксованого курсу та орієнтації на нагромадження зовнішніх активів. Нестандартні макроекономічні пріоритети й інституціональні викривлення припускаються як детермінанти менш незалежних центробанків у багатих на ресурси країнах. Ця гіпотеза підтверджена на основі міжгрупового порівняння середніх групових значень індексів незалежності і транспарентності монетарних органів. Регресійний аналіз на прикладі 150 країн засвідчив, що сировинний фактор має, швидше, опосередкований (через обернений зв'язок між ресурсним багатством і рівнем демократії та прямий зв'язок між останнім і GMT-індексом) вплив на рівень незалежності центробанків. При цьому фактор минулого інфляційного досвіду в сукупності з якістю демократії є вагомим, що свідчить про можливий нелінійний зв'язок між змінною ресурсного багатства та незалежністю монетарних органів. Міжгрупові порівняння засвідчили, що як за GMT-індексом, так і за CWN-індексом та індексом транспарентності рівень незалежності центробанків у країнах, кваліфікованих як сировинні експортери, виявився нижчим, ніж щодо групи країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються. У сировинних економіках також простежується загальна тенденція до підвищення незалежності центробанків, але її рівень істотно нижчий, ніж у країнах, де ресурсний фактор не є домінуючим. Аналітична структура моделей макрополітики в сировинних економіках та інституціональних спотворень у них допускає можливість вписати пояснення причини більшої залежності центробанків. Виділено політико-економічну витратність збору податків, боротьбу з “голландською хворобою”, феномен валютних резервів як квазіфонд суверенного багатства, явище “хижацького уряду”, “ефект ненажерливості”, валютний вимір походження ренти, які проаналізовані в контексті особливостей валютно-курсного вибору, впливу на політику щодо валютних резервів та сеньйоражу, завдяки чому наведено теоретичне пояснення функціонального погляду на менш незалежний центробанк у сировинній економіці. Водночас визнається сумнівна оптимальність такого інституціонального вибору. Стверджується, що ризики посилення ресурсної залежності вітчизняної економіки повинні розглядатися в контексті політики побудови якісних інститутів, у рамках яких незалежність НБУ є принциповою засадою макроекономічної стабільності.

Література

- Acemoglu D., Johnson S., Querubin P., Robinson J. (2008). When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence. NBER Working Paper. No14033.: 1 – 73.
- Aliyev I. (2013). Procyclicality in Resource-Rich Countries. Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper. No. 1/2013.: 1 – 24.
- Aliyev R. (2012). Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. CERGE-EI Working Papers. No.466.: 1 – 49.
- Aliyev R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. CERGE-EI Working Papers. No.527.: 1 – 36.
- 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.
- Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. (2006). The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence. IMF Working Paper. WP/06/227.: 1 – 56.
- Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. (2007). Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. IMF Working Paper. WP/07/88.: 1 – 53.
- Auty R. (2001). The Political Economy of Resource-driven Growth. European Economic Review. 45: 839 – 846.
- Auty R. (2001). Resource Abundance and Economic Development. Oxford: Oxford University Press.
- Berggren N., Daunfeldt S.-O., Hellstrom J. (2012). Social Trust and Central Bank Independence. Paper Presented at World Congress of Public Choice Societies, Miami.: 1 – 23.
- Bodea Cr., Hicks R. (2012). Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. November 6.: 1 – 42.
- Crowe C., Meade E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. IMF Working Paper WP/08/119: 1 – 30.
- Cukierman A. (1992). Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Cukierman A. (2008). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future. European Journal of Political Economy. Vol. 24. (4): 722 – 736.
- Cukierman A., Webb S., Neyapti B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. World Bank Economic Review 6 (3): 353 – 398.
- Debelle G., Fischer S. (1994). How Independent Should Central Bank Be?. Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, ed. by J. Fuhrer, 195-221. Boston: Federal reserve Bank of Boston.
- 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.
- Dreher A., Sturm J.-E., de Haan J. (2007). Does High Inflation Cause Central Bankers to Lose Their Job? Evidence Based on a New Data Set. KOF Working Papers. No. 167.: 1 – 21.
- Eijffinger S., Schaling E. (1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 184 (March): 49 – 89.
- Frankel J. (2010). How Can Commodity Producers Make Fiscal and Monetary Policy Less Procyclical?. Paper Presented on High Level Seminar on Natural Resources, Finance and Development, Algiers, Nov. 4 – 5, 2010.: 1 – 34.
- Frankel J., Smit B., Sturzenegger F. (2008). Fiscal and Monetary Policy in Commodity Based Economy. Economics of Transition. 16. No. 4.: 417 – 448.

- Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. (1991). Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy* 6 (13): 341 – 392.
- Habib M.M., Manolova Kalamova M. (2007). Are There Oil Currencies? The Real Exchange Rate of Oil Exporting Countries. ECB Working Paper. No. 839.: 1 – 39.
- Hausmann R., Rigobon R. 2002. “An Alternative Interpretation of the “Resource Curse”: Theory and Policy Implications”. NBER Working Paper. No. 9424.: 1 – 59.
- Heimonen K., Maslowska- Aliyev I. (2013). Fiscal Policy Jokinen A. 2014. “Central Bank Independence and Sovereign Debt Crisis. Any Link?. Aboa Centre for Economics Discussion Paper. No. 93.: 1 – 29.
- IMF. (2015). Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. *World Economic Outlook*. October. 2015. Chapter 2.
- Jacome L. (2001). Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. IMF Working Paper. WP/01/212.: 1 – 40.
- Jacome L., Mancini-Griffoli T. (2014). A Broader Mandate. *IMF Finance and Development*. June.: 47 – 50.
- Jacome L., Vazquez F. (2005). Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. IMF Working Paper. WP/05/75.: 1 – 41.
- Kurronen S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. BOFIT Discussion Papers. No. 6.: 1 – 35.
- Lucotte Y. (2009). The Influence of Central Bank Independence on Budget Deficits in Developing Countries: New Evidence from Panel Data Analysis. *Universite d’Orleans, CNRS*. May.: 1 – 31.
- Lybeck T. (1998). Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. IMF Occasional Paper. OP/98/1.
- Mattoo A., Subramanian A. (2008). Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization. Institute for International Economics Working Paper. WP-08-02.
- Obstfeld M. (2000). Globalization and Macroeconomics. *NBER Reporter*. Fall.
- Rogoff K. (1985). The Optimal Degree to Commitment to a Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*. No. 100.: 1169 – 1190.
- Romelli D. (2015). Regulatory Reforms and Central Bank Independence. *University of Cergy-Pontoise*.
- Siklos P. (2002). *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Siklos P. (2008). No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries. *Paolo Baffi Centre Research Paper*. 2008-02: 1 – 42.
- Wills S., van der Ploeg R. (2014). Why Do So Many Oil Exporters Peg Their Currency? Foreign Reserves As A De-facto Sovereign Wealth Fund. Paper Presented at the joint RES-SPR Conference on “Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries”. IMF. Wash. DC. – Jan. 30 – 31, 2014.
- Козюк В.В. (2004). Незалежність центральних банків. Тернопіль: Карт-бланш. – 248 с.
- Козюк В.В. (2005). Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. Тернопіль: Астон. – 512 с.
- Козюк В.В. (2009). Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. Тернопіль: THEU, Економічна думка. – 728 с.
- Козюк В. (2015). Незалежність центральних банків після глобальної фінансової кризи: “сіра зона статус-кво”. *Вісник Національного банку України*. № 2 (228). – С. 16 – 25.

Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу

■ **Марія Репко**
Центр економічної стратегії

■ **Олександр Кашко**
Центр економічної стратегії

■ **Ірина Піонтківська**
Центр економічної стратегії

Головну увагу в дослідженні зосереджено на такому інструменті регуляторної політики, як обмеження на рух капіталу та валютне регулювання. У статті висвітлено міжнародний досвід управління потоками капіталів, розглянуто результати політики багатьох країн світу щодо управління рухом капіталу та валютного регулювання, а також підсумовано рекомендації міжнародних фінансових організацій із цього приводу.

З огляду на глобалізацію економічних процесів та високий рівень відкритості економіки України, стратегічною метою реформи валютного регулювання в країні має стати поступова лібералізація руху капіталу. Саме це зокрема зафіксовано в Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом, інших документах. Для того, щоб повною мірою скористатися перевагами лібералізації та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу, необхідно впровадити низку заходів, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації.

Викладений підхід загалом відповідає Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року, Меморандуму між МВФ та Україною й Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом.

JEL: F2, F3, G18, G28

Ключові слова: транскордонний рух капіталу, валютне регулювання, лібералізація, міжнародний досвід.

1. Чому міжнародний досвід лібералізації актуальний для України?

Падіння економіки та вплив капіталу внаслідок розгортання воєнних дій та політико-економічної кризи у 2014–2015 роках змусили НБУ вдаватися до жорстких заходів валютного регулювання, щоб заспокоїти валютний ринок та зменшити тиск на платіжний баланс. Запроваджені НБУ заходи адміністративного валютного регулювання допомогли стабілізувати валютний ринок та поліпшити стан платіжного балансу, проте ці заходи разом із застарілою конфігурацією валютного регулювання стримують процес відновлення економічного зростання. Тому питання лібералізації валютного регулювання нині є одним із найбільш пріоритетних в економічній політиці держави.

Для України це тим більше важливо, що протягом усього періоду незалежності транскордонний рух капіталу був обмеженим, особливо щодо інвестування резидентів за кордон, а чинна законодавча рамка збереглася із ранніх пострадянських часів.

З одного боку, порівняно легкий прилив боргового капіталу під час висхідного економічного циклу в середині 2000-х через валютне кредитування обернувся на розвороті глобального тренду в 2008–2009 роках стрімким зростанням левериджу компаній та погіршенням якості активів банківської системи внаслідок девальвації гривні. В подальшому схожа проблема спіткала державу: оскільки дефіцит бюджету і платіжного балансу фінансувався завдяки зовнішнім запозиченням, після кризи 2014–2015 року боргове навантаження на бюджет стрімко зросло. Девальвація гривні збільшила оцінку боргу, деномінованого в іноземній валюті, і відповідає приблизно за дві третини зростання відношення сукупного державного боргу до ВВП.

З іншого боку, в часи незалежності економічні агенти-резиденти України практично не мали змоги інвестувати в закордонні активи. Таке інвестування обмежувалося в основному офшорними юрисдикціями з метою оптимізації оподаткування, а також інвестиціями великого бізнесу. Навіть за умов абсолютно обмеженого доступу українських резидентів усередині країни до світових фінансових ринків ринок цінних паперів так і не дістав належного розвитку, не зростає якість корпоративного управління. Якісний та широкий ринок фінансових послуг (управління активами, недержавні пенсійні фонди, хедж-фонди тощо) за цих умов також не розвинувся. Причинами такого стану (хоча дані питання потребують окремого дослідження) можуть бути відсутність конкуренції за кошти інвесторів з боку іноземних емітентів із високими стандартами прозорості, корпоративного управління та якісного захисту прав акціонерів і кредиторів. Не останню роль тут відіграла також відсутність в Україні ефективної судової системи. Основними інвестиційними інструментами залишилися депозити в банках та (для населення) готівкова іноземна валюта.

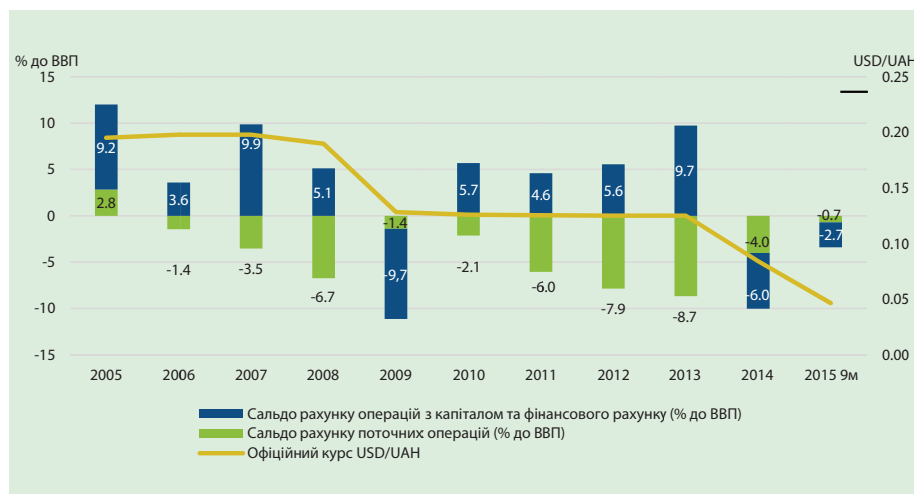
Водночас стандарти нагляду банківської системи були порівняно слабкими, що давало змогу недобросовісним власникам банків з українським капіталом виводити кошти вкладників на пов'язані компанії, а також використовувати банківські установи в ролі розрахункових центрів для власного бізнесу. З початку 2014 року НБУ вивів з ринку 64 банки, у п'яти банках працює тимчасова адміністрація. Загалом це близько 40% загальної кількості банків, які працювали на ринку до кризи 2014 року. Характерно, що жоден із ліквідованих банків не належав іноземним банківським групам. Станом на кінець 2015 року з 13 найбільших українських банків (приблизно 80% активів банківської системи) лише п'ять належали українським власникам (три з них – державні). Таким чином, є всі підстави стверджувати, що лібералізація руху акціонерного капіталу в пострадянські часи і поява в результаті цього в Україні іноземного банківського капіталу сприяла стабільності вітчизняної банківської системи.

З огляду на глобалізацію економічних процесів та високий рівень відкритості економіки України, стратегічною метою реформи валютного регулювання в країні має стати поступова лібералізація руху капіталу. Саме це зокрема зафіксовано в Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом та інших документах. Для того, щоб повною мірою скористатися перевагами лібералізації та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу, необхідно впровадити низку заходів, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації.

Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки приплив іноземного капіталу дає змогу фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. В довгостроковій перспективі приплив капіталу сприяє розвитку фінансового сектору в країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій усередині країни шляхом полегшення доступу економічних агентів до фінансових ресурсів, стимулюючи таким чином економічний розвиток.

Згідно з рекомендаціями IMF (2013a) зняття обмежень на рух капіталу, запроваджених для боротьби з кризовими явищами, має бути поступовим і виваженим кроком, оскільки зниження бар'єрів на міжнародний рух капіталу в країнах, що розвиваються, несе економічні ризики для країн-реципієнтів. Висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює сильну волатильність цих потоків у країнах, що розвиваються. Це призводить до ще більш вираженої циклічності економічних процесів – періодів зростання та спаду. В Україні ми мали змогу спостерігати подібний ефект під час криз 2008 – 2009 рр. та 2014 – 2015 рр., коли розворот тренду припливу боргового капіталу зумовлював важкі кризи платіжного балансу та призводив до стрибкоподібної девальвації гривні після тривалих періодів фіксованого курсу (див. рисунок 1).

Рисунок 1. Платіжний баланс та офіційний курс USD/UAH



Джерело: статистичні дані Національного банку України.

Тому в процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували і практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу з метою зменшення негативних наслідків для своїх економік різкого припливу чи відпливу капіталу (Kose and Prasad, 2012; World Bank, 2005). Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці.

Зокрема, агрегований із різних джерел міжнародний досвід щодо використання обмежень на рух капіталу (IMF, 2013a; IMF, 2013b) свідчить, що:

- використання адміністративних обмежень повинно бути тимчасовим антикризовим заходом;
- приплив капіталу легше контролювати, ніж його відплив;
- запровадження обмежень має бути одномоментним і широкомасштабним;
- ефективність обмежень на рух капіталу вища, якщо фінансова система країни має високі стандарти регулювання та нагляду, котрі знижують ризики уникнення таких обмежень;
- запровадження нових обмежень тягне за собою великі адміністративні витрати.

У процесі лібералізації необхідно враховувати досвід країн, котрі вже пройшли цей шлях, та рекомендації міжнародних організацій, які супроводжували даний процес або сприяли йому в різних країнах. Це допоможе мінімізувати ризики розгортання кризових явищ та досягти максимального економічного ефекту в результаті лібералізації. Тому головну увагу в своєму дослідженні ми зосереджуємо на висвітленні міжнародного досвіду з цього питання та рекомендаціях міжнародних організацій, котрі необхідно врахувати в подальшій політиці управління рухом капіталів в Україні.

2. Переваги та ризики лібералізованого руху капіталу

З огляду на глобалізацію та нинішній рівень розвитку фінансових інструментів і послуг, а також на відкритий характер економіки України, де значною є частка імпорту й експорту, фінансова лібералізація, безперечно, прискорить економічний розвиток, сприятиме ефективнішому використанню ресурсів (як фінансових, так і матеріальних), допоможе поширенню сучасних технологій та поліпшить можливості диверсифікації ризиків. У підсумку це створить підґрунтя для сталого та збалансованого економічного розвитку і зростання добробуту населення.

Повна лібералізація руху капіталу стимулюватиме приплив довгострокового капіталу в реальний сектор економіки та реалізацію економічного потенціалу України. Можливість вільного виходу з інвестицій в українські активи та спрощення процедур конвертації і переказу валют є важливим фактором припливу нових інвестицій та розвитку й посилення ліквідності внутрішнього фінансового сектору. А це, в свою чергу, сприятиме розвитку інструментів хеджування валютного ризику та інших фінансових інструментів. У результаті підприємства реального сектору матимуть кращі умови фінансування – як завдяки розширенню кількості інструментів, так і завдяки нижчій вартості капіталу. Вкладники отримають вигідніші умови розміщення своїх заощаджень, у тому числі пенсійних. Підвищення ліквідності грошового ринку посилить попит на гривню за рахунок додаткових іноземних гравців, що зменшуватиме навантаження на резерви НБУ в періоди спекулятивних коливань.

Для українських компаній та населення лібералізація відпливу капіталу розширить можливості для диверсифікації активів. Полегшення доступу економічних агентів до закордонних фінансових ресурсів сприятиме згладжуванню коливань в обсягах споживання та інвестицій у випадку зовнішніх шоків на основних експортних ринках.

Водночас, фінансова лібералізація сприятиме глибшій інтеграції України в глобальні економічні процеси, що може спричинити більшу волатильність валютного курсу та потребуватиме підвищення стандартів управління ризиками як на рівні регулятора, так і з боку інших учасників ринку.

Таблиця 1. Переваги та недоліки вільного руху капіталу для економік, що розвиваються

	<i>Вільний рух капіталу</i>	<i>Обмежений рух капіталу</i>
<i>Переваги</i>	Кращий доступ до міжнародного інвестиційного капіталу	Фінансування дефіцитів за неринковими ставками
	Нижча/ринкова вартість фінансових ресурсів для реального сектору	Більш автономна монетарна політика
	Наявність широкого спектра фінансових інструментів для внутрішнього інвестора	Можливість надання урядом преференцій окремим учасникам ринку
	Розвинутий фінансовий сектор	Нижча волатильність обмінного курсу/можливість утримання фіксованого курсу
	Розвиток пенсійних фондів завдяки можливостям диверсифікації	
	Вища бюджетна дисципліна	
	Вища продуктивність використання інвестиційних ресурсів	
	Конкурентніше середовище	
<i>Недоліки/ризики</i>	Висока волатильність потоків капіталу	Обмежений доступ реального сектору до фінансових ресурсів
	Фінансування бюджетного дефіциту на ринкових засадах	Менш конкурентне середовище у фінансовому секторі
	Більша волатильність обмінного курсу	Вища вартість фінансових ресурсів
	Необхідність упровадження високих стандартів пруденційного нагляду	Вища ймовірність непродуктивних інвестицій
	Менша автономність (необхідність активнішої) монетарної політики	Вища вартість ведення бізнесу
	Вища ймовірність розгортання кризових явищ	Низький ступінь розвитку фінансового сектору
		Обмежений спектр фінансових інструментів для внутрішнього інвестора
		Низький рівень ризику менеджменту у фінансовому секторі
		Більша ймовірність ринкових викривлень (пошук ренти, корупція)
	Високі витрати на адміністрування обмежень	

Джерело: Центр економічної стратегії.

Ризики лібералізації руху капіталу багатократно зростають, якщо лібералізацію проводить країна, яка не досягла достатнього рівня фінансового та інституційного розвитку (як приклад – перші спроби лібералізації в Туреччині та Ізраїлі (IMF, 2013b). За відсутності відповідного рівня пруденційного регулювання та нагляду (який має постійно вдосконалюватися з огляду на розвиток фінансових інновацій) фінансова відкритість економіки може створити стимули для фінансових інституцій брати на себе занадто високі ризики, що, зрештою, призводить до припливу короткострокових волатильних інвестицій, особливо в невиноробничі сектори (наприклад, на ринок нерухомості). Це може спричинити утворення “цінових бульбашок” на таких ринках. Раптовий відплив короткострокових інвестицій спроможний викликати кризу ліквідності й банківські труднощі (World Bank, 2005). Проте нещодавні дослідження (Hartwell, 2014) довели, що ймовірність розгортання кризових явищ зменшується з поглибленням процесу фінансової лібералізації за умови проведення виваженої макроекономічної політики та гнучкості обмінного курсу.

З точки зору регулятора вільний рух капіталу накладає обмеження на проведення автономної грошово-кредитної політики для невеликої відкритої економіки, якою є Україна, оскільки центральний банк постає перед “класичною трилемою”: не можна одночасно контролювати вартість грошей усередині країни, обмінний курс та рух капіталу. Грошово-кредитна політика фінансово відкритих економік, що розвиваються, може мати певний ступінь автономності, хоча й існують обмеження щодо цілей, яких вона здатна досягти (Obstfeld, 2015). Obstfeld (2015) зазначає, що в країнах, де немає фіксованого валютного курсу, існує значний рівень монетарної автономії, зокрема, щодо впливу на короткострокові процентні ставки, але в довгостроковій перспективі процентні ставки демонструють високий ступінь кореляції в різних країнах із невисокою залежністю від режиму валютного курсу.

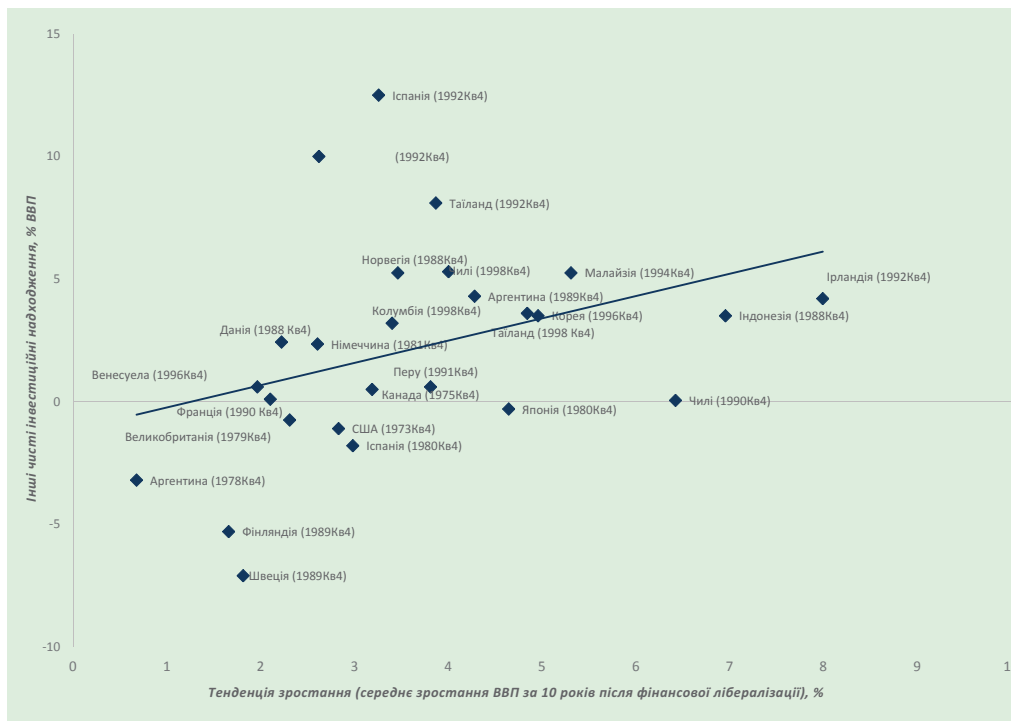
3. Міжнародний досвід

З огляду на загальну глобалізацію у світі, загалом серед країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою нині зберігається тенденція до лібералізації фінансових потоків. Зміни в індексі обмежень на рух капіталу (Chinn and Ito, 2015) (розраховується на основі щорічного звіту МВФ щодо валютообмінних режимів та обмежень на рух капіталу (IMF, 2012, 2013, 2014 Annual Reports) свідчать, що кількість економік світу, котрі класифікуються як здебільшого фінансово відкриті, із середини 1990-х до 2010 року зросла із 78 до 93 з-поміж 185 країн (Chinn and Ito, 2015). Втім, кількість здебільшого фінансово закритих економік за той самий період зменшилася лише незначним чином (із 65 до 62).

Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки приплив іноземного капіталу дає змогу фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. Також вільний міжнародний рух капіталу дає змогу диверсифікувати інвестиції. Емпіричні дослідження (Saadi and Sun, 2012) впливу потоків капіталу на економічний розвиток свідчать про позитивний ефект від припливу прямих іноземних інвестицій та інших неборгових потоків, особливо для країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою, в тому числі завдяки позитивному впливу імпорту сучасних технологій. У довгостроковій перспективі приплив капіталу сприяє розвитку фінансового сектору в країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій усередині країни, полегшуючи доступ економічних агентів до фінансових ресурсів та стимулюючи економічний розвиток. У країнах, котрі повністю лібералізували рух капіталу, спостерігалася тенденція до сталого економічного зростання в довгостроковій перспективі не лише завдяки припливу прямих іноземних інвестицій (позитивний вплив яких на економічний розвиток країн-реципієнтів добре задокументовано в економічній літературі), а й за рахунок припливу більш волатильних категорій інвестицій (IMF, 2013b). Рисунок 2 демонструє позитивну кореляцію між чистим припливом іноземних інвестицій за статтею “Інші інвестиційні надходження”¹ після повної фінансової лібералізації та середніми темпами економічного зростання впродовж десяти років потому. Це опосередковано свідчить на користь лібералізації в довгостроковому періоді, хоча і не є доказом прямої залежності одного від іншого, оскільки, крім іноземних інвестицій, на економічне зростання може впливати багато інших факторів.

¹ “Інші інвестиційні надходження” – категорія інвестицій, якій притаманна висока волатильність, до неї не входять прямі та портфельні іноземні інвестиції і похідні фінансові інструменти. IMF, (2007) Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6th Edition, Chapter 6. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/chap6.pdf>.

Рисунок 2. Кореляція між довгостроковим економічним зростанням та зміною обсягів припливу інвестицій із-за кордону в період: один рік до лібералізації/один рік після лібералізації



* Тенденція зростання визначається як середнє зростання реального ВВП протягом десяти років після повної лібералізації.

Джерело: IMF (2013b).

Не варто забувати про те, що висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює волатильність потоків капіталу з- та в країну, і це також призводить до більш вираженої циклічності внутрішніх економічних процесів – періодів зростання та спаду. Таким чином, для країн, що розвиваються (якщо вони є реципієнтами потоків капіталу), це може посилювати циклічні коливання та ризики, пов’язані з ними, і потребуватиме відповідного і швидкого коригування фіскальної та монетарної політики.

Досвід країн, котрі лібералізували рух капіталу, свідчить, що в перші роки після відкриття рахунку капіталу відбувався масовий приплив капіталу в країну (IMF, 2012a; IMF, 2013b; Hartwell, 2014). Це спричиняло девальваційний тиск на валюту країни-реципієнта, протистояти якому за допомогою стерилізаційних операцій центрального банку не завжди вдавалося. В результаті конкурентоспроможність експортних товарів знижувалася з подальшим погіршенням торговельного балансу, ціни в неторговельних секторах зростали невідповідно швидко (бум на ринках нерухомості), як і внутрішнє кредитування, споживання та інвестиції за рахунок припливу фінансових ресурсів із-за кордону, в тому числі короткострокового боргу. Все це, зрештою, призводило до погіршення макроекономічних показників – розширення дефіциту поточного рахунку, підвищення інфляційного тиску, сповільнення зростання ВВП і згодом – до зменшення припливу або й до відпливу іноземного капіталу навіть за відсутності інших негативних факторів.

У зв’язку із циклічними коливаннями на глобальних ринках різка зміна припливу капіталу відпливом призводила до того, що девальваційний тиск зростав, ціни на ринках нерухомості падали, а рівень проблемних активів на балансах банківських установ збільшувався надвисокими темпами. Залежно від масштабу цих процесів країни поставали або перед тимчасовими фінансовими труднощами, або перед системними кризами платіжного балансу, банківськими та/або валютними кризами. Все це потребувало коригування монетарної та фіскальної політики, а то й повернення до використання обмежень на рух капіталу.

Накопичений досвід подолання наслідків та застосування різних антикризових інструментів дають можливість зробити висновки щодо ефективності використання різних заходів політики контролю за рухом капіталу, які допомагають уникнути або зменшити негативні наслідки волатильності потоків капіталу для країн, що розвиваються.

3.1. Характер заходів з управління рухом капіталу

У процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували і практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу та з метою зменшення для своїх економік негативних наслідків різкого припливу чи відпливу капіталу (IMF, 2012, 2013, 2014 Annual Reports).

Адміністративні та ринково орієнтовані інструменти управління рухом капіталу

Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці. Розрізняють дві широкі категорії обмежень на рух капіталу (Klein, 2012) (див. таблицю 2):

- 1) адміністративні обмеження (отримання дозволів, заборони на окремі трансакції);
- 2) ринково орієнтовані або цінові заходи контролю (оподаткування, резервні вимоги тощо).

Таблиця 2. Приклади обмежень руху капіталу та окремі випадки їх застосування

Обмеження відпливу капіталу		Обмеження припливу капіталу	
<i>Адміністративні</i>			
Заборона репатріації дивідендів	Україна (2014–2015), Малайзія (1998)	Ліміти на залучення короткострокового капіталу резидентами	Індонезія (2011)
Обмеження (мораторій) на зняття депозитів та купівлю готівкової іноземної валюти	Україна (2014–2015), Аргентина (1994, 2001)	Мінімальний період утримання внутрішніх активів на балансі до перепродажу	Індія, Індонезія (2011)
Обов'язковий продаж експортної виручки	Україна (1998, 2014), Таїланд (1997)	Отримання дозволу або вимога реєстрації міжнародних запозичень	Корея (2010), Кіпр, Україна
Період затримки виведення виручки нерезидентів від продажу внутрішніх активів за межі країни	Ісландія (2008)	Обмеження строковості боргових запозичень	Індія, Україна (2008)
Мінімальний період перебування іноземного капіталу в країні	Чилі (1990-ті), Індія		
Затримка конвертації доходів нерезидентів від продажу внутрішніх активів (від 5 днів до 12 місяців)	Україна (2008), Малайзія (1998)		
Заборона конвертації активів, деномінованих у внутрішній валюті	Ісландія (2008)		
<i>Ринково орієнтовані (цінові обмеження)</i>			
Оподаткування виручки нерезидентів від продажу цінних паперів	Малайзія (1998)	Оподаткування процентного доходу та доходів від продажу внутрішніх цінних паперів нерезидентами	Корея (2011), Таїланд (2010)
Множинність обмінних курсів	Аргентина (2002–2013), Венесуела (2003–2015)	Резервування частини припливу короткострокового капіталу на окремих рахунках у центробанку	Чилі (1990-ті), Словенія (1995–1999)
		Оподаткування портфельних інвестицій та припливу боргового капіталу	Бразилія (2009)

Джерела: Міжнародний валютний фонд, Національний банк України, Центр економічної стратегії.

Адміністративні обмеження, як правило, є менш прозорими, більш дискреційними (відданими на розсуд чиновника, який приймає рішення) та більше викривлюють діяльність економічних агентів, тоді як ринково орієнтовані покликані, радше, дестимулювати певні трансакції (підвищуючи їхню вартість, а не повністю їх забороняючи) та є прозорими, зрозумілими й обов'язковими для всіх правилами гри, за якими працює ринок.

Тривалість застосування заходів контролю за рухом капіталу

Вважається, що тривале застосування політики контролю за рухом капіталу в більшості випадків має негативні наслідки для економіки (IMF, 2012a; Klein, 2012; Saborowski et al., 2014). Зокрема, воно знижує рівень дисципліни учасників фінансових ринків та контролю за державними фінансами, звужує простір для фінансування інвестиційних проектів та зменшує можливості резидентів для диверсифікації своїх активів, негативно позначаючись на економічному зростанні. Також існують витрати держави, пов'язані з моніторингом і контролем дотримання валютних регулювань та інших обмежень. Існування обмежень непрямо заохочує економічних агентів до пошуку ренти й корупційних дій, аби обійти заборони. Таким чином, тривале використання обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним, оскільки змушує регулятора постійно видозмінювати регулювання, щоб обмеження поширювалися на більше коло транскордонних операцій, а це невпинно збільшує витрати для держави та економічних агентів.

Виятком у цьому сенсі, щодо якого точаться дискусії, є Китай, де рух капіталу тривалий час був обмежений, що не заважало його економіці зростати. Контроль за рухом капіталу в Китаї обходили (Ma and McCauley, 2007) завдяки паралельному існуванню широких "офшорного" та "оншорного" валютних ринків. З 2009-го до 2014 року основною проблемою був контроль над припливом, а не над відпливом капіталу, яка змінилася на протилежну лише у 2015 році. Поточні тренди в китайській економіці та на фондовому ринку ще чекають свого дослідника з точки зору дієвості та доцільності механізмів контролю за рухом капіталів, що застосовувалися владою протягом тривалого часу. Але в будь-якому випадку для України приклад Китаю є не таким показовими, як приклади менших держав (Польщі, Ісландії, азійських країн), оскільки вона належить до невеликих відкритих економік.

Як сформулював Krugman (1998), для того, щоб контроль за рухом капіталу став ефективним інструментом у подоланні кризи і не перетворився на причину економічної стагнації, структурних деформацій, відсутності іноземних інвестицій та подальшого перетікання коштів у тіньовий сектор, необхідно, щоб ці обмеження:

- якомога менше впливали на зовнішньоекономічну діяльність бізнесу;
- не застосовувалися занадто довго, щоб не викликати структурних спотворень в економіці;
- не використовувалися для захисту переоціненої валюти та не трансформувалися з інструменту тимчасової боротьби зі спекулянтами на перманентну систему протекціонізму;
- сприяли реальним реформам, а не були альтернативою їм.

3.2. Передумови для повного зняття обмежень на рух капіталу

З огляду на уроки глобальної фінансової кризи, МВФ наразі не рекомендує впроваджувати заходи щодо повного відкриття рахунків капіталу країнам, які не досягли певного рівня розвитку внутрішнього фінансового сектору та інституційної спроможності. Міжнародний досвід свідчить, що лібералізація руху капіталу має більше шансів бути успішною у випадку проведення виваженої фіскальної, монетарної та валютної політики (IMF, 2012a; Arvai, 2005). Гнучкість обмінного курсу може допомогти згладжувати шоки від волатильності потоків капіталу для реальної економіки (IMF, 2012b).

Згідно з рекомендаціями МВФ, виробленими з урахуванням досвіду країн-учасниць (IMF, 2012a; IMF, 2012b), які впроваджували заходи щодо лібералізації рахунків капіталу, передумовами для зняття обмежень на рух капіталу є:

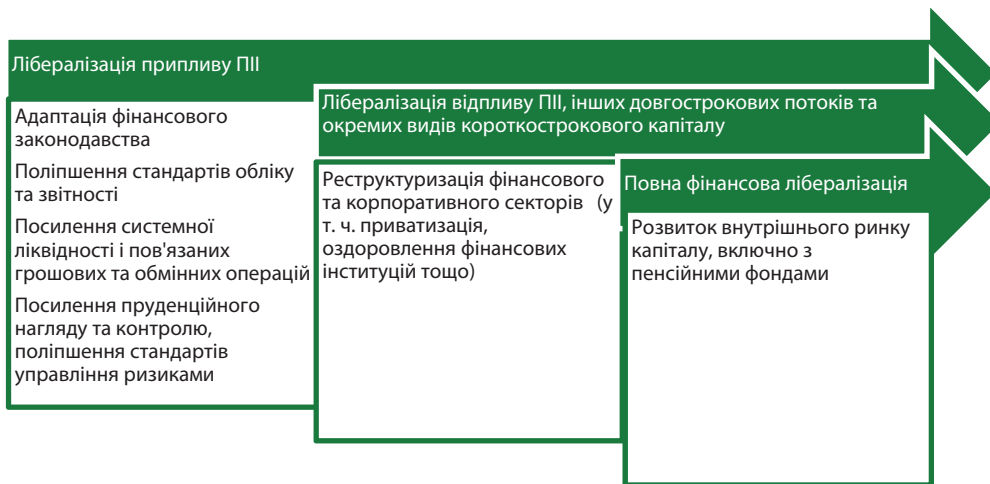
- стає економічне зростання;
- низька інфляція та висока гнучкість обмінного курсу;
- достатній рівень міжнародних резервів;
- значна частка ПІІ та акціонерного капіталу в складі припливу капіталу;
- достатній рівень розвитку фінансового сектору;
- високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання;
- позитивне сприйняття інвесторами якості державного управління та інституцій у країні;
- відкритість економіки у зовнішньоторговельних відносинах.

3.3. Послідовність кроків щодо лібералізації рахунку капіталу

Фахівці одностайні в хибності ідеї одномоментної лібералізації потоків капіталу, навіть за досягнення наведених вище передумов.

Агрегувавши досвід різних країн, МВФ рекомендує дотримуватися певної послідовності в знятті обмежень на рух капіталу задля зменшення негативних наслідків високої волатильності міжнародного капіталу (IMF, 2012b), див. рисунок 3.

Рисунок 3. Узагальнена схема послідовності заходів лібералізації руху капіталу



Джерело: IMF (2012b). <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.

3.4. Вибір темпів лібералізації руху капіталу

Протягом останніх десятиліть темпи лібералізації потоків капіталу уповільнилися через повторюване розгортання кризових явищ у різних країнах. Багато країн запроваджували нові чи поверталися до застосовуваних раніше заходів, якими обмежувався транскордонний рух капіталу під час кризових епізодів, щоб зменшити негативні наслідки високої волатильності капітальних потоків на свої економіки (Ізраїль, країни Латинської Америки, Ісландія).

Досвід одномоментної, миттєвої лібералізації в Ізраїлі у 1977 році свідчить, що шокові рецепти за відсутності належної макроекономічної стабільності та розвинутих фінансових ринків можуть сильно поглибити кризу (IMF, 2013b).

Ізраїль: подвійна спроба фінансової лібералізації

Перша лібералізація, 1977 р., так званий “Великий вибух”

- Раптовий початок та швидкий перебіг
- Нестабільність політики, що погіршувало макроекономічні умови
- Фінансові ринки перебували під контролем регулятора, не було розвинутих ринків капіталу і грошових ринків
- Спричинила зростання інфляції та вплив капіталу разом зі стрімкою девальвацією
- Визнана провальною і згорнута в 1979 р.

Друга лібералізація, 1987 р.

- Поступова, впроваджувалася повільно
- Порівняно стабільна, поліпшувала макроекономічні умови
- Впроваджувалася разом із макроекономічними реформами, зниженням інфляції, поступовою лібералізацією обмінного курсу і дерегуляцією на ринках капіталу

Завершена в 2005 р.

Джерело: IMF (2013b).

Нині економісти одностайні в тому, що лібералізація має проводитися з прив'язкою не до дат і строків, а до настання певних подій чи етапу розвитку економіки (IMF, 2013a; IMF, 2012a; IMF, 2012b).

Світовий досвід свідчить: лібералізація руху капіталу є тривалим процесом, оскільки потребує комплексних реформ і розбудови ринкової інфраструктури. Час, потрібний для всіх необхідних перетворень усередині країни, щоб створити передумови для безпечного відкриття рахунку капіталу, залежить від специфіки кожної країни, але навіть в індустріально розвинутих країнах цей процес був досить тривалим (скажімо, в Японії на лібералізацію руху капіталу пішло 16 років (IMF, 2013b)).

За останні десятиліття серед країн, що розвиваються, можна назвати небагато прикладів швидкої фінансової лібералізації, після якої не відбувалося б криз. Порівняно безболісно (в межах 7 – 10 років) процес лібералізації руху капіталу відбувався в країнах Центральної та Східної Європи (Arvai, 2005), що, ймовірно, пов'язано з їхніми успіхами в євроінтеграційних процесах та підтримкою з боку Європейського Союзу. На момент відкриття рахунку капіталу такі країни, як Польща, Угорщина, Чехія та Словенія вже мали досить розвинуті фінансові сектори та інституції, а також були реципієнтами великих обсягів ПІІ. Серед країн Центральної та Східної Європи порівняно швидко відбувалися лібералізаційні процеси в Чехії: основні заходи було здійснено протягом 1993 – 1995 рр., а остаточне відкриття рахунку капіталу завершилося до 2001 року, (Arvai, 2005). Протягом цього періоду в Чехії мав місце один кризовий епізод – валютна криза 1997 року, яка спровокувала відхід від політики фіксованого обмінного курсу. Перебіг фінансової лібералізації в Польщі (Arvai, 2005; Kokoszcyński, 2001) був більш тривалим і поступовим, ніж у країнах-сусідах (тривав 16 років), проте країні вдалося уникнути кризових епізодів і не довелося повторно запроваджувати вже зняті обмеження (див. розділ **Досвід Польщі**).

В Ісландії лібералізація руху капіталу за умов відсутності належного пруденційного регулювання та обмежень на приплив капіталу перевищила можливості економіки, і це призвело до глибокої кризи, яку запустила глобальна криза 2008 року (Ostaszewski, 2013; IMF, 2015). Повернення до практики обмежень на рух капіталу в Ісландії було необхідним кроком із боку влади, щоб отримати змогу керувати процесом макрофінансової стабілізації (див. розділ **Досвід Ісландії**).

Прикладами успішного та неуспішного процесу лібералізації потоків капіталу та використання обмежень на рух капіталу під час Азійської кризи є відповідно Малайзія і Таїланд. Комплексний підхід допоміг Малайзії протистояти глобальній фінансовій кризі з меншими втратами (див. розділ **Досвід Таїланду та Малайзії**).

Процес лібералізації рахунку капіталу в Південній Кореї впродовж останнього десятиліття загалом узгоджувався із загальноновизнаним інтегрованим підходом, коли зняття обмежень відбувалося на тлі виваженої макроекономічної політики (IMF, 2012).

Досвід Польщі

Передумови

Державна політика. Становлення державної політики припадало на 1990-ті роки, після розпаду Радянського Союзу, коли Польща переживала період трансформації від планової економіки до ринкової. На самому початку трансформації країна зазнала гіперінфляції, частиною стабілізаційної програми після суттєвої девальвації став фіксований валютний курс із прив'язкою до долара (Kokoszcyński, 2001). У 1991 році, зі зростанням частки розвинутих ринків у структурі зовнішньої торгівлі, Польща відмовилася від фіксованого курсу, перейшовши на режим повзучої прив'язки до кошика валют (crawling peg). У 1994 році завдяки поліпшенню торговельного балансу та припливу капіталу, пов'язаному з приватизацією, стала можливою часткова конвертованість польського злотого: спочатку в режимі валютного коридору (crawling band), а згодом – у режимі переходу до гнучкого курсу. Завдяки цьому в країні з'явився валютний ринок, паралельно з ним виник фондовий ринок як результат приватизації. Усі важливі індикатори (процентні ставки, курси валют, кредитні обмеження) жорстко контролювалися (Financial Regulation in the European Union, 2016).

Фінансовий сектор. Реконструкція фінансової системи відбувалася разом із тектонічними трансформаційними процесами в економіці країни. На початку 1990-х років фінансовий сектор країни складався в основному з банківських установ, крім них існувала лише одна державна страхова компанія. Таким чином, Польща відбудовувала фінансову систему із самого початку.

Економічне зростання. У 1990 році перший пострадянський польський уряд упровадив Програму трансформації економіки, покликану стабілізувати економіку, здійснити структурні реформи та пройти перші кроки на шляху від планової до ринкової економіки.

Процес трансформації

Стадія 1. Реконструкція фінансової системи та її регулювання. Масштабна трансформація фінансової системи Польщі розпочалася в 1989 році і тривала до кінця 1990-х. Парламент прийняв Банківський акт та Акт про Національний банк Польщі, сформувавши таким чином дворівневу фінансову систему, почалося створення комерційних банків. Зняття обмежень на діяльність банків з іноземним капіталом також належить до раннього часу трансформації – умови ліцензування для нових банків були простими, і 1991 року в країні вже налічувалося 72 комерційні банки. Багато з них були європейськими і брали активну участь у процесі приватизації. Таким чином встановилися економічні зв'язки Польщі з країнами ЄС навіть без формального входження до Європейського Союзу.

Стадія 2. Формальна інтеграція. Формальна інтеграція Польщі з Європейським Союзом та вступ країни до ОЕСР потребували змін до регулювання фінансових ринків, у тому числі створення цілковито нового регулювання – і Польща час від часу просто адаптувала вже існуючі в ЄС нормативні документи. У 1997 році було внесено зміни до базових нормативних актів, і регулювання фінансового сектору в Польщі стало повністю відповідати директивам ЄС. Невеликі розбіжності, що залишалися, усунуто 2004 року. Новим Валютним актом від 2002 року було скасовано більшість обмежень на рух капіталів із країнами Євросоюзу та ОЕСР. Резиденти Польщі отримали право вільно інвестувати кошти на ринках капіталу цих країн, мати рахунки в іноземних банках та вкладати кошти на такі рахунки. Це не призвело до економічної катастрофи. Відплив капіталу щодо портфельних операцій з акціями, який спостерігався у 2001 – 2003 роках (–0.2%–0.4% ВВП), змінився на приплив у 2004 – 2005 рр. в розмірі 0.4% – 0.7% ВВП, капіталізація внутрішнього ринку акцій зросла майже втричі – з 13.7% ВВП у 2001-му до 30.9% ВВП у 2005 році.

Стадія 3. Продовження лібералізації. Із 2007 року Польща в основному приводила своє регулювання до стандартів ЄС, зокрема щодо лібералізації операцій інвестиційних фондів та регулювання боргових операцій. Обмеження на розрахунки іноземною валютою між резидентами всередині країни не було зняте. У 2010 році запроваджено рівні умови захисту інвесторів у фінансові інструменти (вимоги європейської Директиви Markets in Financial Instruments Directive), зокрема в частині деталізації та якості інформації про інструменти й умови надання фінансових послуг, оцінки розуміння клієнтом продукту і пов'язаних із ним ризиків, верифікація відповідності продукту обізнаності та кваліфікації інвестора.

Висновки

У процесі поступового приведення законодавства у відповідність до європейських директив та лібералізації руху капіталу Польщі вдалося інтегруватися до світової фінансової системи, уникнувши суттєвих криз, пов'язаних із впливом капіталу. Навіть під час кризи 2008 року жодна фінансова інституція не збанкрутувала, проблемні кредити залишалися більш-менш контрольованими. Основні причини успіху такої політики – сильне пруденційне регулювання та нагляд за ринком фінансових послуг, а також гнучка реакція регулятора на зовнішні та внутрішні виклики (зміна вимог до капіталізації, прийняття акта щодо державних гарантій під час рекапіталізації фінансових установ, численні офіційні рекомендації з управління кредитним та валютним ризиком, щодо роботи з деривативами тощо).

Джерела: IMF (2013b), Kokoszczyński (2001), Financial Regulation in the European Union (2016).

Досвід Ісландії

Передумови

Державна політика. З 1980-х років уряд Ісландії взяв курс на лібералізацію, дерегуляцію та зниження рівня втручання держави в економіку. Протягом 1990-х років Центральний банк перейшов до режиму інфляційного таргетування, повноцінно запровадженого в 2001 році, та плаваючого обмінного курсу. В цей же час Ісландія, приєднавшись до Європейського економічного простору, законодавчо задекларувала вільний рух капіталу.

Фінансовий сектор. У 2003 році було завершено приватизацію трьох найбільших банків країни, уряд розпочав надання державних гарантій щодо іпотечних кредитів. Це спричинило кредитний бум, а вища за середньоєвропейську відсоткова ставка зробила дуже вигідними для нерезидентів вкладення в ісландську валюту і похідні інструменти. За умов повністю лібералізованого руху капіталу банки отримали фактично безконтрольний доступ до закордонних запозичень і спрямували їх на внутрішній ринок та в іноземні активи з високою доходністю. Кредитний ринок країни розвивався темпами, які не відповідали розвитку економіки: ісландські банки, користуючись кредитним плечем, станом на 2007 рік збільшили сумарні активи до 1000% від ВВП.

Економічне зростання. Ісландська економіка зростала (+25% протягом 2003 – 2007 рр. кумулятивно) за рахунок валютних спекуляцій за схемою керрі-трейд, високої процентної ставки Центрального банку і зміцнення національної валюти за рахунок переважаючого припливу капіталу. Це створило надмірну заборгованість приватного сектору (борг компаній станом на 2008 рік сягнув 308% від ВВП), а також значну залежність країни від зовнішнього фінансування.

Криза

Стадія 1. Розвиток кризи. З банкрутством Lehman Brothers та обвалом світових фондових ринків почався стрімкий відплив капіталу з країни. Ціна на фінансові активи і нерухомість усередині країни обвалилася, зникла можливість рефінансувати борги. Внаслідок цього ісландські банки втратили ліквідність, і банківський сектор згорнувся. Це спричинило паніку на фінансових ринках і значний відплив капіталу, що вилилося в дефіцит платіжного балансу та девальвацію ісландської крони.

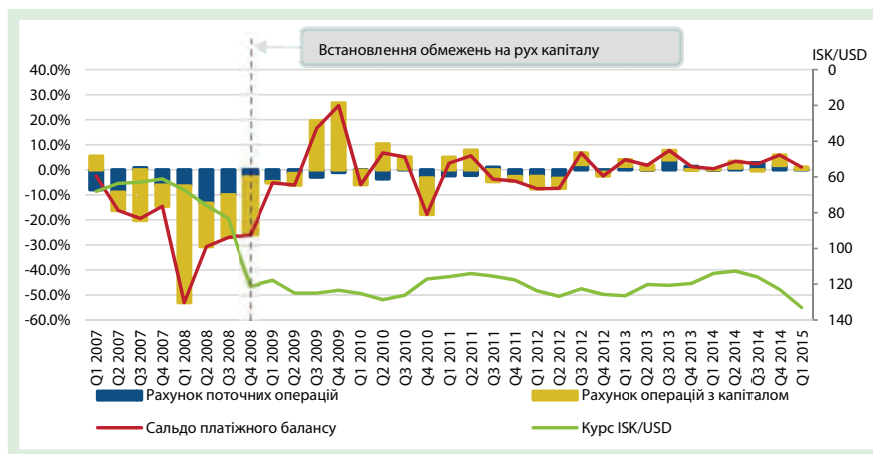
Стадія 2. М'яке регулювання. Рятуючи ситуацію, уряд був змушений націоналізувати три найбільші банки. Але оскільки Ісландія законодавчо задекларувала вільний рух капіталу, центробанк не мав достатніх повноважень для врегулювання ситуації. Центробанк підвищив відсоткову ставку до 18%, але це не допомогло, і "втеча" капіталу тривала. Уряд уклав угоду з МВФ на період 2008 – 2011 рр.

Стадія 3. Адміністративні обмеження. Для запровадження додаткових обмежень на рух капіталу, котрі вимагалися, зокрема, угодою stand by з МВФ, Ісландії довелося законодавчо розширити можливості центрального банку щодо впливу на рух капіталу. Першими обмеженнями на рух капіталу, запровадженими центральним банком у листопаді 2008 року, заборонявся або суттєво обмежувався будь-який транскордонний рух капіталу, не пов'язаний із міжнародною торгівлею. Введення обмежень мало миттєвий ефект: у цьому ж кварталі (IV кв. 2008 р.) практично повністю припинився відплив капіталів та стабілізувався обмінний курс (див. рисунок 4).

Стадія 4. "Закручування гайок". Оскільки із часом економічні суб'єкти навчилися обходити обмеження, регулятор був змушений переглянути їх у 2009-му та 2011 роках – переважно в бік посилення регулювання. Часткові винятки було зроблено для державних компаній та інституцій або тих компаній, де держава мала значну частку. Незважаючи на це, за час дії обмежень за кордон різними методами було виведено до третини активів збанкрутілих банків.

Стадія 5. Стагнація. Вищезгадані обмеження на рух капіталу, встановлені в листопаді – грудні 2008 року, діють і досі. За оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, утримання обмежень на рух капіталу щороку обходиться ісландській економіці в 2 – 3% зростання ВВП. У вересні 2009 року було представлено першу програму фінансової лібералізації, яка не отримала належної підтримки і не була втілена, – зрештою, як і друга програма, представлена в березні 2011 року.

Рисунок 4. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Ісландії



Джерело: за даними центрального банку Ісландії.

Стадія 6. Лібералізація. Таким чином, обмеження проіснували до 2015 року. За цей час вирівнявся платіжний баланс і вже третій рік поспіль спостерігається його позитивне сальдо (за 2014 р. профіцит становив 1.45 млрд. дол. США), а ВВП почав зростати з 2011 р. У 2015 році було прийнято програму лібералізації. Сукупний обсяг коштів, що будуть виведені у випадку одночасного скасування обмежень, за оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, становить понад 1700 млрд. крон (~12 млрд. дол. США, 70% від ВВП), IMF (2012a). Маса активів у розмірі 9 млрд. дол. США (52% від ВВП) у разі повної лібералізації руху капіталу може бути виведена з країни в найкоротші строки і тим самим порушити макроекономічну стабільність, спровокувавши валютну паніку. Тому серед цієї маси коштів Міністерство фінансів виділило такі групи активів:

- номіновані в кроні кошти вкладників збанкрутілих банків (~3.5 млрд. дол. США, 20% від ВВП);
- номіновані в іноземних валютах вимоги збанкрутілих банків до резидентів (~2.8 млрд. дол. США, 16.5% від ВВП);
- номіновані в кроні фінансові інструменти у власності нерезидентів (~2.1 млрд. дол. США, 12.4% від ВВП).

Для кожної з цих груп була розроблена власна стратегія лібералізації, покликана максимально згладити вплив на макроекономічну ситуацію. Звісно, потенційні фінансові потоки не обмежуються окресленими вище групами, тому з розширенням фінансової свободи в Ісландії центральним банком запроваджується пруденційний нагляд та обов'язкова авторизація для здійснення інвестицій з метою недопущення повторення негативної практики передкризових років.

Висновки

На фоні лібералізації руху капіталу за неналежного рівня пруденційного нагляду та інституційних обмежень регулятора (накладених підписаними міжнародними договорами) Ісландія постала перед значними економічними труднощами, наслідки яких не пододала й досі. Впродовж семи років у країні діють суворі обмеження на рух капіталу, котрі стосуються майже всіх аспектів міжнародного руху капіталу. На даний момент уряд Ісландії створив дорожню карту для поступового зняття обмежень на рух капіталу, чітко визначивши ключові групи активів та окрему політику для кожної з них. Особливе місце в планах уряду та центробанку посідає посилення пруденційного нагляду з метою недопущення подібної ситуації в майбутньому.

Джерела: Ostaszewski (2013), IMF (2015), Capital Accounts Liberalization Strategy (2015), Central Bank of Iceland (2011).

Досвід Таїланду та Малайзії

Передумови

Економічне зростання. Економіка Таїланду стрімко розвивалася протягом 1980-х – 1990-х років із середнім темпом зростання 7.6% на рік. Сумарно з 1980-го до 1996 р. ВВП Таїланду зріс у 3.9 раза. Завдяки низькій вартості робочої сили експорт країни мав значні конкурентні переваги, його обсяги швидко нарощувалися. Основними факторами, що визначили приплив зовнішніх інвестицій, стала рецесія в США та низькі відсоткові ставки ФРС, які зумовили потік інвестицій зі США за кордон. Таїланд у цей час був привабливою країною для інвестицій завдяки високій відсотковій ставці центрального банку (13% у 1995 р.), валюті, прив'язаній до долара США, та лібералізованому руху капіталу.

Державна політика. З 1993 року Банк Таїланду вирішив розвивати тайську фінансову систему як регіональний фінансовий центр. Ключову роль у цьому процесі мало відіграти створення системи офшорних банківських інституцій (Bangkok International Banking Facilities, або BIBFs). У 1994 році було послаблено валютний контроль та підвищено зручність здійснення трансферів за кордон (інвестицій та кредитів). Відсоткові ставки залишалися високими, національна валюта була прив'язана до долара.

Фінансовий сектор. Основною схемою роботи ліцензованих BIBF було залучення іноземних коштів для надання позик як резидентам (out-in-операції), так і нерезидентам (out-out-операції). При цьому недостатня прозорість ведення бізнесу, слабкий банківський нагляд, занижені вимоги до капіталу та неадекватні процедури банкрутства заохочували недобросовісні практики банків. У поєднанні з низькою вартістю кредитів це призвело до скуповування низькоякісних активів та спекуляцій, особливо у сфері нерухомості, де інвестиції були захищені урядом.

Криза

Стадія 1. Розвиток кризи. З початком зростання відсоткових ставок ФРС США та пов'язаного з ним зміцнення долара почався зворотний рух інвестицій (із країн Південно-Східної Азії до США). Для азійських валют, прив'язаних до долара, вища вартість долара означала зниження конкурентоспроможності експорту на глобальних ринках та проблеми з платіжним балансом.

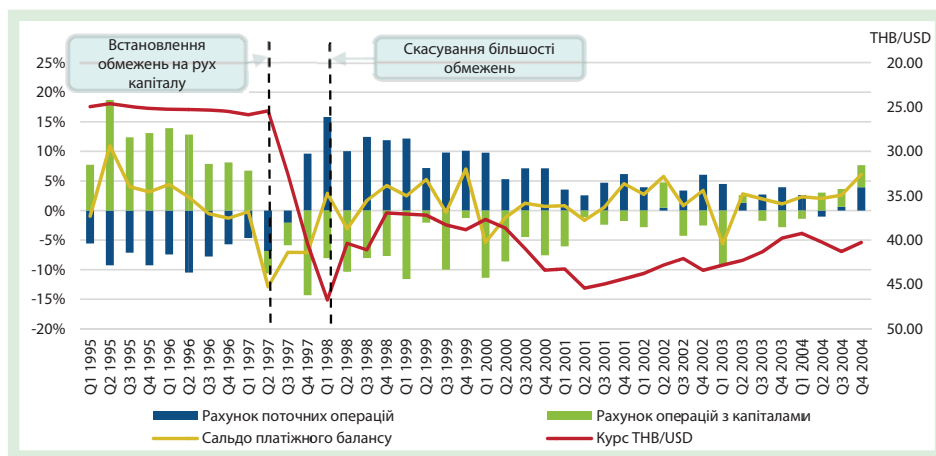
Стадія 2. М'яке регулювання, ринкові методи. З грудня 1996 року посилення тиску на національну валюту змусило центральний банк збільшити відсоткові ставки з 5% до 9%, щоб запобігти втечі капіталу та почати валютні інтервенції, аби утримати все ще фіксований курс бата.

Стадія 3. Адміністративні обмеження. Але вже у травні 1997 року, ставши перед проблемою спекулятивних атак на курс національної валюти, Банк Таїланду запровадив прямі обмеження на більшість транскордонних валютних

операцій, крім міжнародної торгівлі та інвестицій. Було створено дворівневий валютний ринок, де фіксований курс використовувався для торговельних операцій, а решта трансакцій проводилася за ринковим курсом. Це не зупинило відплив капіталу, але різко знизило ліквідність фінансової системи. Тиск на національну валюту не зменшувався, центральний банк продовжував інтервенції і за 1996 – 1997 роки міжнародні резерви Таїланду скоротилися з 38.6 млрд. доларів США до 26.8 млрд. доларів, або від 34% до 25% зовнішнього боргу країни.

Стадія 4. Лібералізація обмінного курсу. Зрештою, 2 червня 1997 року центробанк Таїланду запровадив режим плаваючого обмінного курсу тайського бата, що призвело до значної девальвації, подальшого збільшення боргового тиску і посилення кризи. Низька довіра, непевність щодо обмінного курсу та паніка через наявність обмежень на рух капіталу тільки посилили відплив, незважаючи на те, що короткострокові відсоткові ставки піднялися до більш як 20%. Колапс однієї з найбільших фінансових корпорацій країни Finance One викликав додаткову паніку серед інвесторів. Банківський сектор, особливо BIBFs, підсилив амплітуду фінансової кризи. Комерційні банки зафіксували чистий відплив капіталу в 1997 р. в обсязі 4.7 млрд. дол. США та 4.3 млрд. дол. США – в 1998 р. Тоді ж через систему банків BIBFs було виведено 1.7 млрд. дол. США в 1997 р. та 9.6 млрд. дол. США в 1998 р. (див. рисунок 5).

Рисунок 5. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Таїланді



Джерело: за даними центрального банку Таїланду.

Стадія 5. Скасування обмежень. Банк Таїланду, виконуючи програму stand by МВФ на суму 3.9 млрд. дол. США, укладену 20 серпня 1997 р., скасував на початку 1998 року практику подвійного режиму обмінного курсу та решту обмежень. Згодом центральний банк посилив вимоги щодо резервування та класифікації активів і зобов'язав банки резервувати мінімум 20% від суми позики протягом кожного звітного періоду, а також повністю зберігати такий рівень резервів до 2000 року. Це створило сприятливий фундамент для подальшого зростання, підсиленого вирівнюванням конкурентоспроможності експорту внаслідок девальвації.

Висновки

На відміну від інших країн регіону, Таїланд не зміг запобігти кризі. За твердженнями деяких тайських посадовців, запроваджені обмеження на рух капіталу лише поглибили проблеми. Науковці погоджуються, що обмеження на рух капіталу запровадили надто пізно, вони не були достатньо комплексними і тому не лише не дали бажаного ефекту, а й спричинили паніку та пришвидшили виведення капіталу.

При цьому широко визнано, що саме слабкий нагляд за банками та фінансовими корпораціями з боку центрального банку Таїланду і надмірний леверидж були ключовими причинами швидкого колапсу економіки після запровадження плаваючого режиму обмінного курсу.

Досвід Таїланду часто протиставляють практиці Малайзії, оскільки ці країни, схожі за рівнем економічного розвитку, структурою економіки та фінансового сектору, постали перед однаковими проблемами, породженими як несприятливою економічною кон'юнктурою, так і внутрішніми проблемами. Але, на відміну від Таїланду, антикризова політика Малайзії виявилася набагато ефективнішою і дала змогу запобігти відпливу капіталу та значному економічному спаду. Малайзійська система обмежень на рух капіталу нівелювала будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною

валютою та повернула контроль над впливом капіталу за допомогою раннього реагування на потенційні загрози та плаваючого курсу національної валюти рингіта, що не давав значної вигоди від спекуляції валютою, як це було в Таїланді, де центральний банк намагався втримати курс. Малайзії, щоправда, більше пощастило з моментом початку кризи: це сталося пізніше, ніж у Таїланді, а рік виходу з кризи збігся з економічним відновленням в інших країнах регіону.

Головними завданнями системи контролю за рухом капіталу, впровадженої урядом Малайзії, були такі:

- нівелювати будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною валютою;
- усунути офшорний ринок рингіта і подвійний курс;
- посилити автономію грошово-кредитної політики;
- ізолювати економіку від впливу подальшого погіршення світової фінансової кон'юнктури.

Для досягнення цих цілей повністю перекидалися всі транскордонні фінансові трансакції, крім торгівлі, та впроваджувалася вимога обов'язкового продажу валюти. Валютні операції могли проводитися виключно із санкції влади, для отримання якої необхідно було довести торговельний характер угоди або те, що кошти є прямими інвестиціями.

Основна різниця між результатами політики контролю за рухом капіталу в Таїланді та Малайзії полягала в тому, що:

- Таїланд зазнавав спекулятивних атак і запровадив обмеження на рух капіталу як захисний механізм для підтримки курсу валюти. Натомість Малайзія не потерпала від надзвичайного спекулятивного тиску під час запровадження таких обмежень, оскільки на той час курс не був фіксованим;
- обмеження на рух капіталу в Малайзії були дуже широкими і мали на меті знищити всі наявні лазівки для виведення валюти. Натомість обмеження, запроваджені Таїландом (принаймні якщо судити ретроспективно) були недостатньо комплексними. Зокрема, залишалися значні можливості виведення валюти через систему BIFs, не було налагоджено належного контролю за фіктивністю зовнішньоторговельних угод, не було перекрито можливість виведення капіталів через цінні папери та фондовий ринок;
- Таїланд застосував обмеження в розпал кризи, натомість уряд Малайзії запровадив обмеження, коли на фінансових ринках спад тільки почався. Важливим моментом тут є останній факт. Ця різниця в моменті запровадження може бути ключовим фактором, що пояснює негативний результат тайської політики контролю над рухом капіталу.

Джерела: Bank of Thailand (2009), Lauridsen (1998), Jongwanich at al. (2011), Watanabe at al. (2002), Hali at al. (2000).

4. Загальні висновки

Міжнародний досвід свідчить про те, що тривале застосування політики контролю за рухом капіталу має негативні наслідки для економіки, оскільки викривляє ринкові умови та змінює мотивацію учасників ринку. До того ж збереження подібної політики підвищує витрати держави на адміністрування такої політики.

Україна, економіка якої потребує великих інвестиційних ресурсів для розвитку, має всі шанси виграти від повної фінансової лібералізації. З огляду на поточний рівень інтегрованості України в глобальну економічну систему та необхідність залучення великих обсягів інвестицій для структурної модернізації, повна лібералізація потоків капіталу є бажаним результатом ринкових перетворень країни, оскільки сприятиме повнішій реалізації її економічного потенціалу. До того ж лібералізація руху капіталу узгоджується зі стратегічною метою України щодо інтеграції в ЄС.

Перехід до повної лібералізації може відбуватися різними темпами залежно від досягнення необхідних для цього передумов. Нам слід враховувати досвід інших країн, що провели лібералізацію руху капіталів, та застереги МВФ. Зокрема, лібералізація має більше шансів на успіх, якщо її здійснюють як тісно скоординовану фіскальну, монетарну та валютну політику разом із проведенням реформ, котрі підвищують спроможність ринків та інституцій. Важливим є також пруденційний нагляд та управління ризиками в банківській системі.

Світовий досвід також свідчить, що політика лібералізації повинна проводитися досить виважено, даючи можливість для адаптації та ринкових перетворень. Доцільно поетапно відкривати доступ різним потокам капіталу, класифікуючи їх як більш чи менш ризикові для економіки. При цьому лібералізація може бути досить тривалим процесом. Так, навіть у країнах Європи від початку змін до повної лібералізації минало до десяти років.

Література

- Arvai Z. (2005), Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. IMF Working Paper No. 05/213, November 2005.
- Bank of Thailand (2009), Capital flows in Thailand: Trends, Determinants and Implication for Central Bank Policies. February 2009 <https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/ArticleAndResearch/DiscussionPaper/dp022009thai.pdf#search=capital%25201997>.
- Central Bank of Iceland (2011), Capital Account Liberalization Strategy. Report to the Minister of Economic Affairs. 25 March 2011 <http://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8673>.
- Chinn M., Ito H. (2015), The Chinn-Ito index – a de jure measure of financial openness http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.
- Financial Regulation in the European Union. (2016), Edited by Kattel R., Kregel J., Tonveronachi M., Routledge Taylor&Francis Group, London, UK.
- Hali J., Edison H.J., Reinhart C. M. (2000), Capital Controls During Financial Crises: the Case of Malaysia and Thailand. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2000/662/ifdp662.pdf>.
- Hartwell C. (2014), If You're Going through Hell, Keep Going: Non-linear Effects of Financial Liberalization in Transition Economies. Institute for Emerging Markets Studies (IEMS).
- IMF (2012a), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. IMF Staff Policy Paper. November 14, 2012.
- IMF (2012b), Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Staff Policy Paper. March 13, 2012. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
- IMF (2013a), Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows.
- IMF (2013b), Capital Flows Management: Lessons from International Experience, IMF and PBC Joint Conference Summaries and Presentations, Edited by Rodlauer M., N'Diaye P., March 2013.
- IMF (2015), Iceland: Selected Issues. IMF Country Report No. 15/73. February 20, 2015.
- IMF (2012, 2013, 2014), Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, various issues.
- Jongwanich J., Socorro Gochoco-Bautista M., Lee J.W. (2011), When are Capital Controls Effective? Evidence from Malaysia and Thailand. <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/28804/economics-wp251.pdf>.
- Klein M. (2012), Capital Controls: Gates versus Walls. Brookings Papers on Economic Activity Fall 2012.
- Kokoszcyński R. (2001), From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland. Paper presented at the IMF seminar "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?", Washington, DC, March 19 – 20, 2001. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/kokos.pdf>.
- Kose A., Prasad E. (2012), Capital accounts: Liberalize or Not. Finance&Development magazine, March 28, 2012.
- Krugman P. (1998), An open letter to Prime Minister Mahathir. September 1, 1998. <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>.
- Lauridsen L. (1998), The Financial Crisis in Thailand: Causes, Conduct and Consequences. <http://kumlai.free.fr/RESEARCH/THESE/TEXTE/INEQUALITY/Thaillande/The%20Financial%20Crisis%20in%20Thailand.pdf>.
- Ma G. and McCauley R. N. (2007), Do China's capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalisation. Bank of International Settlements Working Paper No. 233, August 2007.

- Ministry of Finance and Economic Affairs of Iceland (2015), Capital Accounts Liberalization Strategy. (2015). June 2015 <https://eng.fjarmalaraduneyti.is/media/frettatengt2015/Capital-Account-Liberalisation-English.pdf>.
- Ostaszewski P. (2013), Iceland – Political Implications of the Financial Crisis of 2008 and Road to Changes in the Economic Policy and in the Model of Democracy. Forum Scientiae Oeconomia Volume 1 (2013) No. 1 <http://www.wsb.edu.pl/container/FORUM%20SCIENTIAE/numer%201/forum-1-2013-art4.pdf>.
- Obstfeld M. (2015), Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization. in Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses, Edited by Raddatz C., Saravia D., Ventura J., Central Bank of Chile, 2015. http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/Trilemmas_last%20draft.pdf.
- Saadi Sedik T. and Sun T. (2012), Effects of Capital Flow Liberalization – What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies. IMF Working Paper No 12/275.
- Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. (2014), Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. IMF Working Paper No. 14/8, January 2014.
- Watanabe K., Akama H., Mifune J. (2002), The Effectiveness of Capital Controls and Monitoring: The Case of Non-internationalization of Emerging Market Currencies. <http://www.emeap.org/wp-content/uploads/2015/04/final.pdf>.
- World Bank (2005), Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong? Chapter 7 in Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. World Bank, Washington, DC.

Використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств для короткострокового прогнозування економічного розвитку

■ Роман Лисенко
Національний банк України

■ Наталія Колесніченко
Національний банк України

Статтю присвячено дослідженню можливостей використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств, яке проводить Національний банк України, для короткострокового прогнозування економічного розвитку, зокрема ВВП України. Розглядаються різні методи побудови випереджаючого індикатора економічного розвитку, їх переваги та обмеження. Вибір найкращого показника, який забезпечує вищу точність прогнозів ВВП, здійснюється з використанням економетричних моделей.

JEL Codes: E3, E4, E5.

Ключові слова: ділові очікування, ВВП, короткострокове прогнозування.

I. Вступ

У світовій практиці нині значного поширення набуло використання результатів опитувань суб'єктів економіки (у тому числі – підприємств) щодо майбутніх очікувань економічного розвитку для прогнозування основних макроекономічних змінних: економічної активності, споживання, інвестицій, обсягів промислового виробництва, зайнятості тощо.

Зазвичай очікування – це якісні, тобто не кількісні показники, що характеризують суб'єктивне оцінювання підприємствами своєї поточної та прогнозованої ділової активності. Запитання можуть стосуватися широкого кола інформації щодо діяльності підприємств, гнучко адаптуватися під аналітичні потреби замовників опитування та включати ту інформацію, якої немає в офіційній статистиці. Найбільшою перевагою опитувань є те, що їхні результати зазвичай випереджають публікацію фактичних статистичних даних. Це дає можливість зробити попередню оцінку, наприклад, такого показника, як ВВП.

З цією метою за результатами опитувань будуються випереджаючі індикатори щодо економічного розвитку в цілому та за різними напрямками – споживання, інвестиції, попит, зайнятість тощо – для короткострокових оцінок економічного розвитку, зокрема, з метою оцінки поворотних точок економічного циклу. Горизонт прогнозування може становити від одного кварталу до одного року та залежить від горизонту запитань (на наступний квартал або рік). Очікування за окремими запитаннями або показниками узагальнюються як баланс очікувань – різниця між часткою відповідей респондентів, які очікують поліпшення або зростання показника, та часткою відповідей респондентів, котрі очікують погіршення або зниження показника. Агрегований показник – індекс ділових очікувань – будується на основі балансів очікувань за кількома запитаннями.

Найпоширенішими є такі методика побудови індексу:

- за допомогою визначення середнього або середньозваженого значення балансів очікувань респондентів;
- за допомогою методу головних компонентів;
- за допомогою факторного аналізу.

Ключовою проблемою побудови індексу ділових очікувань є визначення переліку показників, які мають враховуватися під час його складання, та вибір найбільш адекватної методики складання індексу. Велика кількість показників ускладнює побудову індексу, а штучне її обмеження підвищує ризики неврахування суттєвих факторів, які мають вплив на динаміку макроекономічних показників.

Прикладом індексу, для розрахунку якого використовується середнє або середньозважене значення оцінок суб'єктів опитування, може бути Purchasing Managers' Index, який використовується у звіті Manufacturing ISM Report on Business (більш відомий як PMI ISM у секторі послуг, виробничому та секторі ділової активності компаній, зареєстрованих у Нью-Йорку). Це композитний індекс трьох сезонно згладжених індикаторів, які мають у ньому однакову вагу. Незважаючи на досить просту методику розрахунку, PMI ISM є доволі потужним індикатором, який дає змогу оцінювати динаміку економічного розвитку саме в короткостроковому періоді. Поширеною також є модифікація цього підходу шляхом коригування індикаторів, що входять до складу індексу, за допомогою визначених ваг. Очевидною перевагою цього методу є його простота, хоча, з іншого боку, існує суттєвий ризик впливу суб'єктивних факторів (значення ваг).

У свою чергу, метод головних компонентів також вельми поширений і використовується під час розрахунку Ifo Business Climate Index (Німеччина), Purchasing Managers' Index (ЄС), Synthetic Economic Barometer (Банк Бельгії), Business Confidence (Резервний банк Австралії), тобто в країнах, у яких не відбувається шоківих трансформацій та різких змін умов економічної діяльності. Відповідно до Pichette (2012) застосування методу головних компонентів дає змогу уникнути суб'єктивності під час обрання показників, включених до індексу, і, що особливо важливо, – під час розрахунку ваг показників, які включені до складу індексу.

Національний банк України (далі – НБУ) проводить щоквартальні опитування щодо ділових очікувань підприємств із 2006 року. Як і інші установи, що проводять опитування, НБУ розраховує агрегований індекс результатів опитувань – Індекс ділових очікувань (далі – ІДО), який базується на очікуваннях підприємств щодо перспектив їх розвитку у наступні 12 місяців, зокрема щодо фінансово-економічного стану, обсягів реалізації продукції та послуг, інвестицій і зайнятості. ІДО розраховується як середнє значення балансів відповідей. Ґрунтуючись на принципах побудови індексу, він має виступати випереджаючим індикатором економічного розвитку з інтервалом в один рік, тобто мати можливість допомагати в прогнозуванні ВВП. Водночас попередні дослідження (Колесніченко, 2010; Петрик і Колесніченко, 2012) свідчать, що ІДО віддзеркалює переважно поточний стан розвитку економіки. Зокрема, їх розрахунки вказують на наявність суттєвого прямого взаємозв'язку між ІДО та ВВП у поточному кварталі, при збільшенні часового лагу зв'язок погіршується. Отже, поточна методика розрахунку ІДО дає суперечливі результати. Втім, навіть за таких умов ІДО може використовуватися як випереджаючий індикатор розвитку української економіки, принаймні з лагом в один квартал уперед, оскільки попередня оцінка ВВП оприлюднюється Державною службою статистики України (далі – ДССУ) на 45-й день після закінчення кварталу, а розгорнута оцінка – на 90-й день, тоді як ІДО дає змогу зробити оцінку ВВП вже наприкінці поточного кварталу.

Застосування методу головних компонентів для побудови альтернативного випереджаючого індикатора за результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств, яке проводить НБУ, теоретично може підвищити якість та збільшити горизонт прогнозу ВВП. Це потребує аналізу взаємозв'язку між динамікою індексу та динамікою реального ВВП і порівняння зі взаємозв'язком між ВВП та ІДО. Важливим кроком стане побудова та оцінка економетричних моделей для прогнозування ВВП і його компонентів із використанням ІДО та індексу, побудованого за методом головних компонентів. Це дасть змогу аргументовано обрати найкращу модель для короткострокового прогнозування ВВП.

Стаття побудована таким чином. У розділі II міститься огляд літератури, присвяченої побудові випереджальних індикаторів за результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств та оцінці взаємозв'язків між такими індикаторами та фактичними показниками економічного розвитку, зокрема, ВВП. У розділі III наведено основні характеристики опитувань щодо ділових очікувань підприємств, які проводить Національний банк України, і висвітлено побудову агрегованого індексу методом головних компонентів та аналіз отриманого показника. У розділі IV міститься порівняльна оцінка взаємозв'язку між ВВП, ІДО та індексом, побудованим за методом головних компонентів. У цьому ж розділі побудовано моделі для прогнозування ВВП і його складових із використанням цих показників та проведено їхню оцінку, на основі чого здійснено аргументований вибір найкращого показника для прогнозування ВВП у короткостроковому періоді. Останній розділ містить висновки за результатами дослідження.

II. Огляд літератури

У дослідженнях, у яких розглядаються питання використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств для оцінювання та прогнозування показників економічної активності (зокрема, динаміки реального ВВП), як правило, вирішуються три основні завдання:

1. Чи включати результати опитувань як додатковий показник до складу комплексної макроекономічної моделі, чи будувати модель на базі лише показника ділових очікувань і оцінювати його вплив на залежну, макроекономічну змінну (наприклад, реальний ВВП)?

2. Чи доцільно будувати агрегований індекс ділових очікувань? Чи справді він матиме вищу прогностичну спроможність, ніж відповіді підприємств на окремі запитання, наприклад, щодо інвестицій, обсягу продажів тощо?

3. Який метод агрегування даних якісніший у контексті його подальшого використання в прогностичній моделі?

Питанню використання результатів очікувань підприємств присвячено дослідження Dovern (2006), який оцінює вплив показників ділових очікувань на модель прогнозування реального ВВП Німеччини (в річному вимірі та до попереднього кварталу) і його складових. У ролі показників ділових очікувань Dovern обирає агреговані індикатори, які щомісяця публікуються Інститутом економічних досліджень IFO (Німеччина), зокрема індекс ділових очікувань¹ (IFO business expectation index). Він доходить висновку, що включення агрегованих індикаторів, які відображають результати ділових очікувань, істотно поліпшує прогностичні характеристики моделі прогнозу змін ВВП порівняно з попереднім кварталом. При цьому включення показників ділових очікувань для прогнозування змін ВВП у річному вимірі не поліпшує прогностичні характеристики.

Bascos-Deveza (2011) за результатами проведеного кореляційного аналізу робить висновок щодо наявності високого рівня взаємозв'язку між індексом ділових очікувань, який фактично є середньозваженим значенням балансів відповідей підприємств, і темпів зростання реального ВВП Філіппін. Щоправда, у своєму дослідженні автор лише констатує високе значення кореляції між цими показниками і не наводить кількісних оцінок моделей прогнозування темпів зростання ВВП.

Досліджуючи посилення прогностичних властивостей макроекономічних моделей, Piette and Langenus (2014) на прикладі моделі Національного Банку Бельгії – BREL² отримують аналогічні результати. Автори доводять, що включення показників ділових очікувань до складу моделі поліпшує її статистичні характеристики, що особливо важливо для оцінки ВВП поточного кварталу до моменту публікації фактичних статистичних даних.

Ряд досліджень присвячено вивченню прогностичних властивостей як окремих індикаторів (балансів відповідей) ділових очікувань підприємств, так і агрегованих індексів за результатами опитувань.

Одним із перших досліджень цієї проблеми є праця групи авторів із Національного інституту економічних досліджень Швеції (м. Стокгольм) (Hansson, Jansson and Löf, 2003), присвячена можливості прогнозування макроекономічних показників Швеції (насамперед реального ВВП) за допомогою показників ділових очікувань Swedish Business Tendency Survey³. Якість прогностичних характеристик індексу ділових очікувань було отримано шляхом порівняння результатів та характеристик трьох моделей:

- а) базової VAR-моделі, до якої було включено лише макроекономічні змінні (рівень зайнятості, коротко- та довгострокові процентні ставки, рівень заробітної плати, інфляції та обмінного курсу);
- б) VAR-моделі, для яких змінною був індекс ділових очікувань, розрахований згідно з динамічною факторною моделлю (DFM);
- в) VAR-моделі, для якої змінною був один зі стандартних індексів економічної активності – PMI.

Автори зазначають, що найкращі результати було отримано саме для тієї VAR-моделі, яка містила агрегований показник, розрахований на основі динамічної факторної моделі (DFM). Більше того, ця модель дає можливість отримати якісний прогноз реального ВВП не лише в короткостроковому (до двох кварталів), а й у довгостроковому періоді (до восьми кварталів).

Метою дослідження Kabundi (2004) є визначення можливості прогнозування реального ВВП Франції за допомогою індикаторів ділових очікувань, які збирає, опрацьовує та публікує Національне бюро статистики Франції. Для побудови агрегованого індексу ділових очікувань, як і в дослідженні Hansson, Jansson and Löf (2003), було обрано факторну динамічну модель GDFM, за допомогою якої визначено головні компоненти для композитного індексу ділових очікувань (COM). Автор визначає, що рівень кореляції між композитним індексом та зміною реального ВВП Франції в річному вимірі становить 0.86. Прогностичні властивості індексу ділових очікувань COM для ВВП оцінюються за допомогою порівняння з моделлю випадкового блукання. Дослідник доходить висновку, що отриманий індикатор дає змогу прогнозувати квартальне значення ВВП Франції з досить високою точністю.

¹ Відображає очікування фірм у сфері виробництва, будівництва, торгівлі на наступні шість місяців.

² BRidge equations with predictors selected on the basis of an ELastic net procedure.

³ Опитування проводить Шведське бюро статистики.

Greef and Nieuwenhuize (2009) у своєму дослідженні розглядають переваги індикатора Національного банку Бельгії за результатами опитування підприємств, який фактично є середньозваженим показником. Автори зазначають, що в цілому достатньо переглядати лише вагу окремих питань у складі такого агрегованого індексу. Використання інших підходів, зокрема методу головних компонентів недоцільне, оскільки зазначений метод не поліпшує отримані результати і є складним для розуміння суспільства.

Etter and Graff (2011), навпаки, наголошують на зручності інтерпретації агрегованого індексу ділових очікувань, який побудовано за допомогою методу головних компонентів для економіки Перу. Цей метод дослідники застосовують для побудови композитного випереджального індикатора для економіки Перу на основі опитувань щодо бізнес-тенденцій, які проводить Центральний резервний банк Перу. Автори обмежуються лише констатацією результатів кореляційного аналізу, який свідчить про тісний взаємозв'язок між темпами зростання реального ВВП та отриманого індикатора, що становить 0.85. Прогнозні оцінки ВВП за допомогою цього індикатора в дослідженні не наводяться.

Питанню можливості прогнозування показників ділової активності (темів зростання реального ВВП та інвестицій) за допомогою опрацювання результатів опитувань щодо ділових очікувань присвячено дослідження Pichette and Rennison (2011). Для отримання агрегованого індексу щодо ділових очікувань підприємств за результатами опитування Банку Канади (Business Outlook Survey, далі – BOS) автори використовують метод головних компонентів та обґрунтовують можливість використання першого головного компонента (PC1) як ефективного індикатора економічної активності, зокрема для оцінювання інвестиційних витрат підприємств. Такий результат дуже важливий, оскільки зміну зазначеного показника зазвичай складно спрогнозувати, а кількість індикаторів для його оцінки обмежена. Це частково пояснює той факт, що в більшості інших праць (Hansson, Jansson, and Löf, 2003; Kabundi, 2004; інші) основним макроекономічним показником є ВВП. Крім того, Pichette and Rennison (2011) доходять висновку, що результати питання щодо майбутніх обсягів продажів та інвестицій в обладнання містять корисну інформацію для прогнозування динаміки реального ВВП та інвестицій у реальному секторі економіки. Включення цих показників до відповідних прогнозних моделей ВВП та його складових (зокрема, інвестицій) посилює ефективність прогнозування та поліпшує статистичні оцінки моделей.

Наступне дослідження Pichette (2012) присвячено проблемі вибору найоптимальнішої методики побудови агрегованого індексу ділових очікувань підприємств. Автор порівнює прогнозні характеристики агрегованих індикаторів, які побудовані за допомогою трьох основних методів, а саме: середнього арифметичного, методу головних компонентів та факторного аналізу. Отримана інформація оцінюється за допомогою регресійного аналізу. На основі порівняння прогнозних оцінок кожної моделі автор робить висновок, що всі три підходи дають дуже схожі результати та мають майже однакові прогностичні оцінки.

Питанню прогнозування реального ВВП Франції за допомогою окремих показників ділової активності присвячено дослідження Вес and Mogliani (2013). Одним із завдань цієї праці є порівняння результатів для прогнозу квартального ВВП Франції за умови включення до складу лінійних регресійних моделей лише окремих складових агрегованих індексів ділових очікувань, які публікуються Банком Франції, Національним бюро статистики та Markit Purchasing Managers Index. А також порівняння отриманих результатів із моделлю, до складу якої включені всі складові агрегованих показників зазначених опитувань ділових очікувань (Full-information models). Отримані результати свідчать про значно якісніші статистичні характеристики саме Full-information models, зокрема, R^2 (adjusted) дорівнює 0.89, тоді як для моделі, в якій використано окремі показники, не перевищує 0.75. Значення RMSE також було мінімальним саме для Full-information models, що дає підставу зробити в тому числі й висновок про доцільність включення до складу моделі прогнозування показників результатів опитувань різних установ (незалежно від кількості опитаних підприємств).

Piette and Langenus (2014) дійшли висновку, що результати досліджень з питань прогнозування ділової активності Бельгії не дають переконливих аргументів щодо переваги включення агрегованих індексів до показників моделі. Автори зазначають, що дезагреговані дані відповідей підприємств є значно інформативнішими та дають якісніші оцінки порівняно з агрегованими індикаторами.

Підсумовуючи огляд літератури, можемо зробити такі висновки. По-перше, включення результатів очікувань підприємств до моделі прогнозування макроекономічних показників (перш за все реального ВВП) є доцільним. По-друге, єдиного підходу щодо методики розрахунку та складових такого показника немає. Це може бути обґрунтовано як особливостями структури економічних систем (наприклад, вагомість сфери послуг для прогнозування ВВП Бельгії, а отже, і важливість відповідей представників саме цього сектору). Водночас ніхто з дослідників не отримав переконливих аргументів на користь того, що агрегований показник, розрахований відповідно до комплексних методів (таких як метод головних компонентів або факторна динамічна модель), має якісніші прогнозні характеристики, ніж середньозважене середнє або навіть окремі баланси відповідей.

III. Дані, розрахунки агрегованих показників та їх аналіз

НБУ проводить щоквартальні опитування щодо ділових очікувань підприємств із 2006 року. Учасників опитувань (а це близько 900 підприємств нефінансового сектору економіки у 22 регіонах)⁴, обрано таким чином, щоб відображати регіональну та галузеву структуру економіки⁵. Результати опитувань – це суб'єктивні оцінки та очікування підприємств щодо поточного стану та перспектив їх розвитку (таких, як обсяги продажів, інвестиції, зайнятість), макроекономічних тенденцій (зокрема, інфляційних та курсових очікувань), стану співпраці з банківською системою України (потреб у кредитуванні, оцінки кредитних умов тощо).⁶

Основною перевагою опитувань є отримання інформації, яка надходить швидше (оскільки опитування проводяться в середині кварталу) або навіть відсутня в офіційній статистиці. Це дає підстави для використання результатів опитувань у ролі випереджаючого індикатора, в тому числі під час вироблення рішень із монетарної політики. Іншими перевагами опитувань є їх добровільність та конфіденційність. Тобто можемо очікувати, що результати опитувань відображають правдиву оцінку керівниками стану як підприємства, так і економічного середовища. Це дає змогу оцінити умови, в яких суб'єкти економічної діяльності приймали рішення щодо своїх планів та не робити поправку на їхню можливу тіньову діяльність.

Отримана за результатами опитувань інформація трансформується з якісних показників у кількісні дані шляхом розрахунку чистого балансу очікувань. Зростання балансу очікувань та додатний баланс означають позитивні зміни в економіці, тоді як баланс очікувань, що знижується, та від'ємний баланс означають негативні зміни.

Із 2010 року НБУ розраховує зведений індекс ділових очікувань (ІДО) щодо перспектив розвитку підприємства у наступні 12 місяців. Результати праць Колесніченко (2010) і Петрика та Колесніченко (2012) свідчать про наявність суттєвого прямого взаємозв'язку між ІДО та ВВП у поточному кварталі. Водночас такі результати є суперечливими, оскільки ці прогнози підприємств повинні були б передбачати розвиток ситуації через рік від дати опитувань, а не відображати поточну ситуацію. Втім, навіть за таких умов ІДО може використовуватись як випереджаючий індикатор розвитку української економіки принаймні на один квартал уперед, оскільки попередня оцінка ВВП оприлюднюється ДССУ на 45-й день після закінчення кварталу, а розгорнута оцінка – на 90-й день.

Трансформація результатів опитувань у кількісні показники

Розрахунок чистого балансу очікувань за і-м запитанням здійснюється за формулою:

$$A_i = \frac{s_i^+ - s_i^-}{s_i} = a_i^+ - a_i^-,$$

де A_i – баланс відповідей за і-м запитанням, s_i^+ – кількість підприємств, які відповіли, що показник поліпшиться/зросте, s_i^- – кількість підприємств, які відповіли, що показник погіршиться/знизиться, s_i – загальна кількість підприємств, котрі відповіли на і-те запитання. Таким чином, a_i^+ – це частка підприємств, які очікують зростання показника, a_i^- – частка підприємств, які очікують зниження показника (у відсотках).

ІДО розраховується як середнє балансів очікувань на запитання щодо перспектив розвитку підприємства у наступні 12 місяців за формулою:

$$IDO = \frac{\sum_{i=1}^5 A_i}{5} + 100.$$

Під час розрахунку ІДО використовуються баланси очікувань за такими запитаннями:

- 1) Як би ви оцінили фінансово-економічний стан вашого підприємства в наступні 12 місяців?
- 2) Як зміняться загальні обсяги реалізації продукції (послуг) вашого підприємства в наступні 12 місяців?
- 3) Як зміняться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців інвестиційні видатки на виконання будівельних робіт?
- 4) Як зміняться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців інвестиційні видатки на машини, обладнання, інструмент та інвентар?
- 5) Як зміниться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців кількість працівників?

⁴ За винятком Автономної Республіки Крим, Донецької та Луганської областей.

⁵ НБУ використовує квотну вибірку, яка формується пропорційно до внеску регіону та конкретного виду діяльності у виробництво валової доданої вартості України.

⁶ Детальніше методологію опитування висвітлено в "Методичних засадах проведення опитувань щодо ділових очікувань підприємств Національним банком України", див. за посиланням: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=76819>.

Для побудови агрегованого індексу за допомогою методу головних компонентів із використанням результатів опитувань, яке проводить НБУ, було використано розширений перелік запитань (таблиця 1) порівняно з тими, що використовуються під час розрахунку ІДО. Відповідно до теоретичних припущень усі ці запитання характеризуються взаємозв'язком з економічною активністю в країні. Усі дані є щоквартальними результатами опитувань підприємств за період із II кварталу 2006 року по III квартал 2015 року.

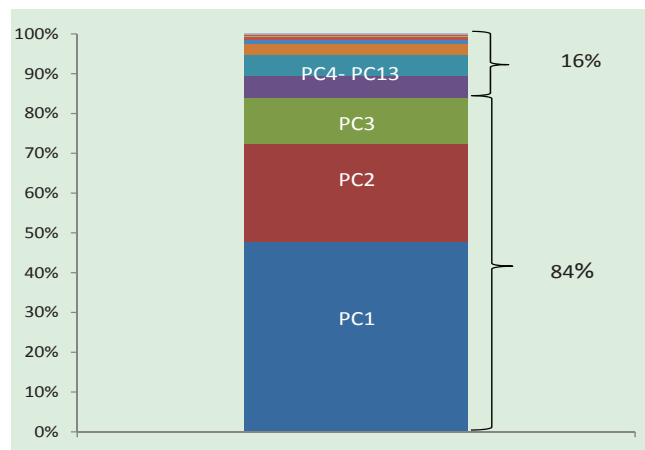
Таблиця 1. Запитання, які використовуються під час розрахунку індексу за методом головних компонентів

№	Запитання
A1	Як би ви оцінили поточний фінансово-економічний стан вашого підприємства?
A2	Як би ви оцінили фінансово-економічний стан вашого підприємства в наступні 12 місяців?
A3	Як зміняться загальні обсяги реалізації продукції (послуг) вашого підприємства в наступні 12 місяців?
A4	Як зміняться обсяги реалізації продукції (послуг) вашого підприємства на зовнішньому ринку в наступні 12 місяців?
A5	Яким є поточний рівень залишків готової продукції власного виробництва порівняно з бажаним?
A6	Визначте поточну спроможність вашого підприємства задовольнити неочікуване збільшення попиту (наявність вільних потужностей)?
A7	Як зміняться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців інвестиційні видатки на виконання будівельних робіт?
A8	Як зміняться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців інвестиційні видатки на машини, обладнання, інструмент та інвентар?
A9	Як зміняться на вашому підприємстві в наступні 12 місяців кількість працівників?
A10	Як зміняться витрати на одиницю продукції на вашому підприємстві в наступні 12 місяців?
A11	Як зміняться потреби в запозичених коштах для фінансування вашої діяльності в наступні 12 місяців?
A12	Як змінилися за останні три місяці умови для отримання вашим підприємством банківського кредиту?
A13	Плани підприємства щодо отримання кредиту

Сутність методу головних компонентів полягає в скороченні розмірності матриці вхідних даних за умови максимального збереження інформації. Опис алгоритму розрахунку головних компонентів викладено зокрема в Stock J., Watson M. (2002) та Pichette (2012). В загальному вигляді головні компоненти a_j ($j=1... k$) є лінійною комбінацією вхідних змінних x_j ($j = 1, \dots, n$). Однією з властивостей цього методу є зменшення корисності інформації з порядком компоненти, тобто фактично доцільно розглядати лише перші декілька компонент (як правило, – не більше перших чотирьох).

Для нашого випадку перші три компоненти описують близько 84% динаміки фактичних значень (рисунок 1), а отже, доцільно сконцентруватися саме на їх аналізі відповідно до правила Кайзера (Kaiser's rule).

Рисунок 1. Внески головних компонентів



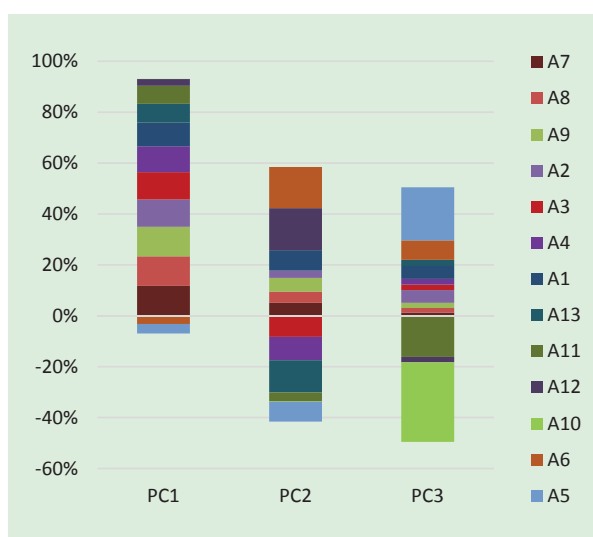
Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Вплив кожного із запитань A1 – A13 на динаміку головних компонентів визначається за допомогою відповідних коефіцієнтів або ваг (таблиця 2, рисунок 2). Оскільки кожен із головних компонентів є ортогональним (тобто перпендикулярним) один щодо іншого, то значення коефіцієнтів у кожному головному компоненті відповідно змінюється. Аналіз структури кожного з компонентів та значення коефіцієнтів питань, які увійшли до складу кожного з трьох головних компонентів, свідчить про таке.

Таблиця 2. Значення коефіцієнтів у структурі головних компонентів

Індикатори	pc1	pc2	pc3
A7	0.378284	0.15514	0.029207
A8	0.374323	0.13509	0.041912
A9	0.373807	0.166187	0.049064
A2	0.346234	0.087475	0.116725
A3	0.345504	-0.25284	0.051414
A4	0.326348	-0.28299	0.052355
A1	0.300891	0.24508	0.119373
A13	0.236324	-0.3864	0.056431
A11	0.22871	-0.10799	-0.37935
A12	0.084745	0.506187	-0.05053
A10	0.000756	-0.00492	-0.73463
A6	-0.10368	0.494853	0.179853
A5	-0.12113	-0.23716	0.489953

Рисунок 2. Ваги (коефіцієнти) запитань A1 – A13 у складі перших трьох головних компонентів



Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Перший головний компонент (PC1) включає більшість змінних, які можуть використовуватися для оцінки та прогнозу економічної активності, зокрема:

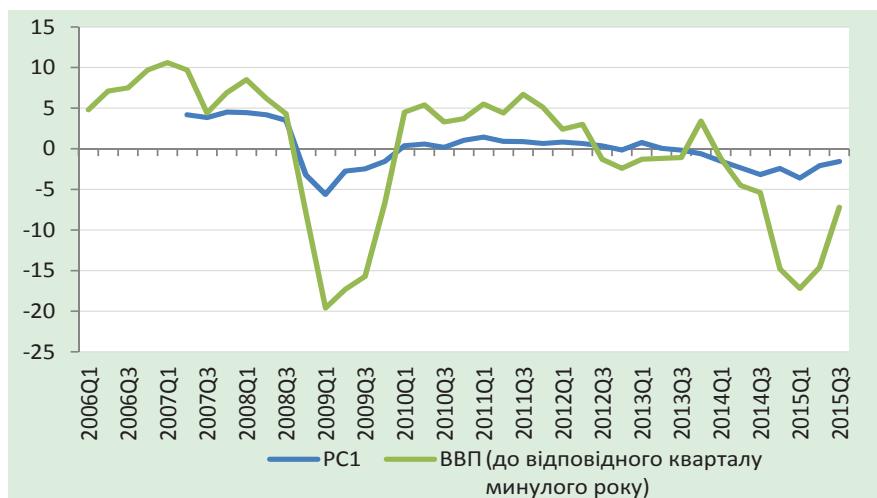
- усі прогнозні оцінки менеджменту підприємств на один рік:
 - зміна обсягу інвестицій у будівництво та обладнання (A7 та A8);
 - зміна кількості працівників (A9);
 - зміна фінансово-економічного стану підприємства (A2);
 - зміна загальних обсягів реалізації продукції підприємства (A3);
 - зміна обсягів реалізації продукції підприємства на зовнішньому ринку (A4).
 - оцінка поточного фінансово-економічного стану підприємства (A1).

З економічної точки зору така структура першого головного компонента цілком прийнятна, оскільки зазвичай збільшення інвестицій, зростання зайнятості, нарощування обсягів реалізації призводять до зростання економічної активності (зокрема, ВВП), а поточний розвиток підприємства впливає на оцінку майбутніх перспектив.

Водночас вплив змін умов кредитування досить незначний, що пояснюється як складністю протягом останніх семи років доступу підприємств до кредитних ресурсів, так і високою їх вартістю. Негативно впливає на економічну активність у структурі PC1 збільшення незавантажених потужностей на підприємстві (A6) та обсягів залишків готової продукції на складах (A5), що також видається обґрунтованим.

Враховуючи зазначене, перший головний компонент може використовуватися в ролі випереджаючого індикатора економічної активності.

Рисунок 3. Зміна реального ВВП та PC1 (%)

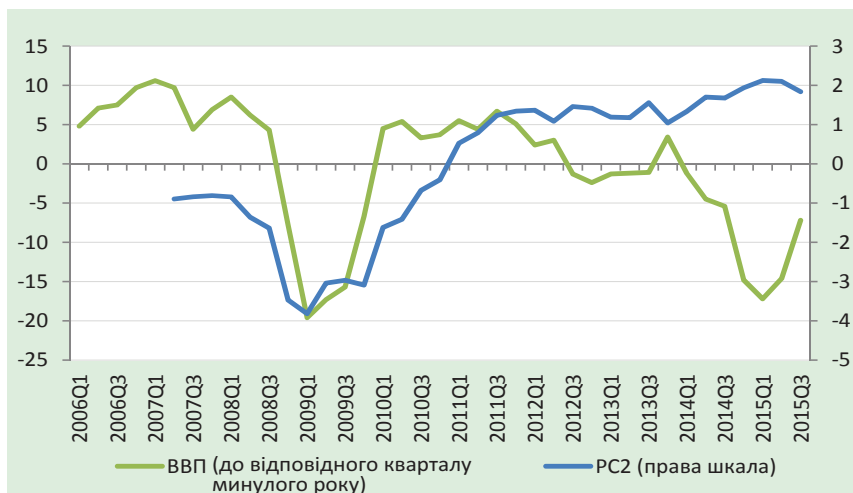


Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Структура другого головного компонента (PC2) більше відповідає завданню оцінки впливу на економічний розвиток фінансових умов діяльності підприємств. Так, ключовими факторами, які впливають на значення цього компонента, є складність доступу підприємства до банківського кредиту (A12), тобто жорсткість кредитних умов, а також збільшення незавантажених потужностей (A6).

Аналіз динаміки PC2 (рисунок 4) свідчить, що починаючи з III кварталу 2010 року умови кредитування майже не впливають на динаміку ВВП та ділову активність в Україні. Фактично саме в цей період сформувалися надзвичайно несприятливі умови для кредитування, які не змінилися і досі. За цих умов підприємства не зацікавлені в кредитуванні для підтримки та/або стимулювання розвитку власної діяльності. Цікавим також є аналіз балансу кредитних умов та планів підприємств щодо отримання кредитів протягом 2007 – 2009 рр. До загострення фінансово-економічної кризи у 2008 році підприємства наголошували на суттєвих проблемах із доступністю до кредитних ресурсів, які врівноважувалися низьким попитом на ці ресурси. Тому значення PC2 було близьким до нуля, оскільки плани підприємств щодо кредитування (A13) та очікування змін в обсягах реалізації продукції (A3 та A4) нівелювалися складністю доступу до банківських ресурсів (A12) та спроможністю задовольнити неочікуваний попит (A6).

Рисунок 4. Зміна реального ВВП та РС2 (%)

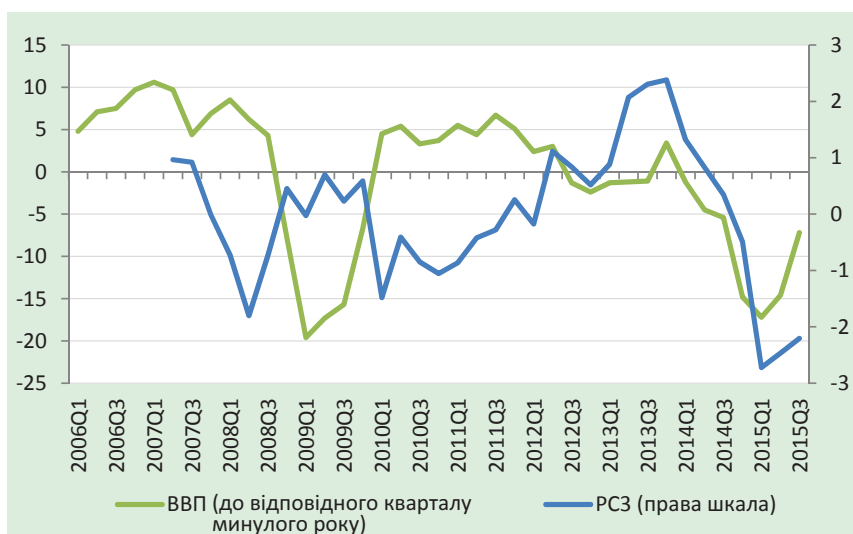


Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Ключовими факторами, які впливають на значення третього головного компонента (PC3), є зміна витрат на одиницю продукції на підприємстві у наступні 12 місяців (A10) та рівень залишків готової продукції власного виробництва (A5). Зміна витрат на одиницю продукції включена до складу індексу з від'ємним знаком (таблиця 2), оскільки зростання витрат може негативно впливати на ділову активність.

Аналіз динаміки третього головного компонента (PC3) та ВВП (рисунок 5) свідчить, що до I кварталу 2014 року очікування підприємств щодо збільшення витрат на одиницю продукції було нейтральним щодо економічної активності. Загалом це характерно для малої сировинної економіки, ціни та попит на продукцію якої формуються на зовнішніх ринках. Різка девальвація обмінного курсу гривні та спричинене нею зростання собівартості продукції з одночасним зниженням світових цін та попиту на експортну продукцію українських підприємств сформувало відповідні очікування підприємств (негативний суттєвий вплив собівартості, який не компенсувався іншими факторами), котрі вперше за всю історію спостережень збіглися з динамікою ВВП в країні.

Рисунок 5. Зміна реального ВВП та PC3 (%)



Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Найбільші відхилення між динамікою ВВП та всіх трьох головних компонентів спостерігаються протягом періодів найбільшого загострення криз в Україні, тобто в IV кварталі 2008-го – I кварталі 2009 року, I – II кварталах 2015 року. Характерним для всіх періодів є переоцінка кризових явищ підприємствами, тоді як у стабільні періоди очікування підприємств були кращими за макроекономічні показники (крім 2013 року, коли очікування погіршувалися швидше, ніж знижувався рівень ділової активності).

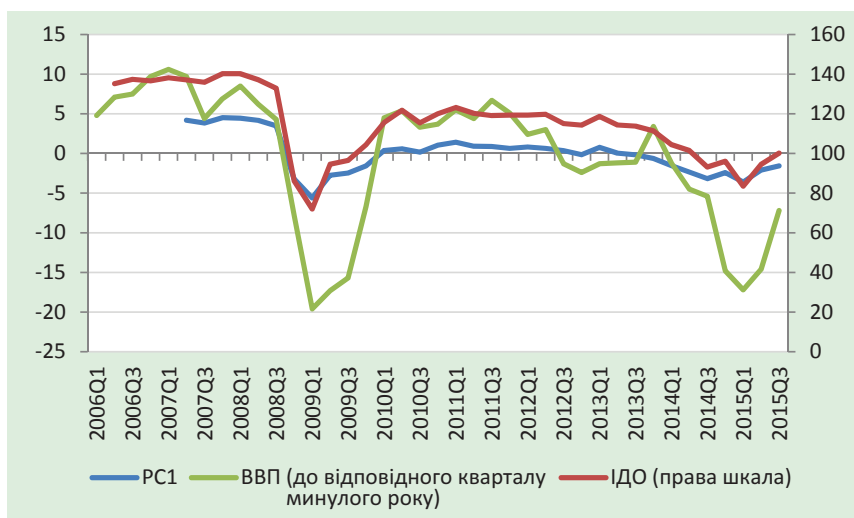
IV. Використання агрегованих індексів для прогнозування ВВП

Для оцінки прогностичної сили побудованого індикатора PC1 та його порівняння з прогностичною силою ІДО було проведено кореляційний аналіз цих показників та реального ВВП (таблиця 3). Найщільніший зв'язок виявлено між річною зміною ВВП (до відповідного кварталу минулого року) та ІДО і PC1 в поточному кварталі, що пов'язано з 12-місячним горизонтом запитань. Таким чином, сезонність уже виключена з результатів опитувань. При цьому зв'язок між ВВП та ІДО дещо кращий порівняно зі зв'язком між ВВП та PC1.

Таблиця 3. Кореляція між ІДО, PC1 та зміною реального ВВП

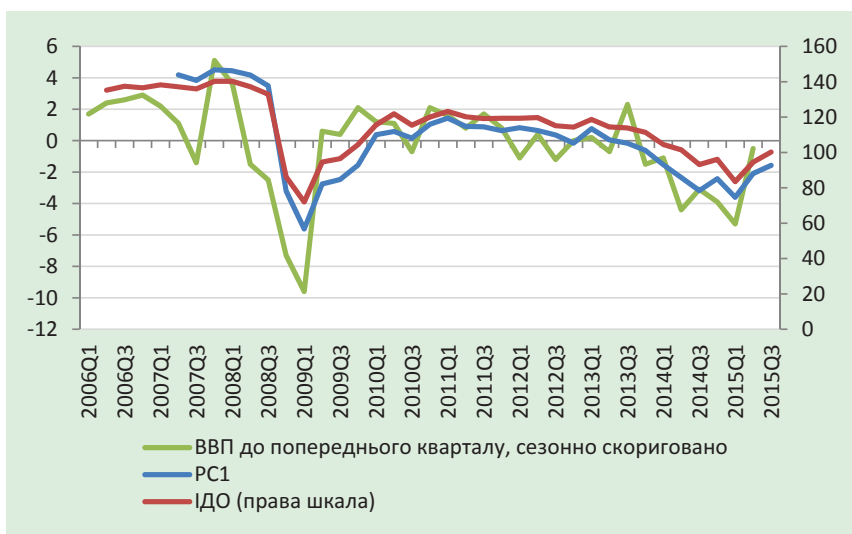
Ляг	Зміна ВВП до попереднього кварталу, сезонно скориговано		Зміна ВВП до відповідного кварталу минулого року	
	ІДО	PC1	ІДО	PC1
-4	0.1346	-0.0220	0.1020	-0.0444
-3	0.4587	0.3483	0.2702	0.1543
-2	0.6525	0.5588	0.4789	0.3857
-1	0.7350	0.6470	0.7289	0.6524
0	0.7103	0.6201	0.9105	0.8580
1	0.3248	0.2114	0.8344	0.7461
2	0.0024	-0.0841	0.5918	0.4881
3	-0.1130	-0.2552	0.3099	0.1772
4	-0.1847	-0.3628	0.0023	-0.1726

Рисунк 6. ІДО, PC1 та зміна реального ВВП (%)



Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Рисунок 7. ІДО, PC1 та зміна реального ВВП (%)



Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ.

Наявність тісного взаємозв'язку між показниками ВВП, ІДО та PC1 дає змогу використовувати їх для короткострокової оцінки економічного розвитку. З цією метою нами побудовано лінійні регресійні рівняння для різного набору показників:

- на основі ВВП за попередній квартал (базове для оцінки якості прогнозу⁷):

$$GDP_t = c_1 + \alpha_1 \times GDP_{t-1} + \varepsilon_{t1} \quad (1),$$

- на основі PC1:

$$GDP_t = c_2 + \alpha_2 \times GDP_{t-1} + \beta_2 \times PC1_t + \varepsilon_{t2} \quad (2),$$

- на основі балансу очікувань щодо загального обсягу продажів (BA):

$$GDP_t = c_3 + \alpha_3 \times GDP_{t-1} + \beta_3 \times BA_t + \varepsilon_{t3} \quad (3),$$

- на основі ІДО:

$$GDP_t = c_4 + \alpha_4 \times GDP_{t-1} + \beta_4 \times IDO_t + \varepsilon_{t4} \quad (4).$$

Наступним кроком стала побудова відповідних рівнянь для складових ВВП – кінцевих споживчих витрат (далі – споживання) та валового нагромадження основного капіталу (далі – інвестиції) за тим самим принципом. У ролі балансу очікувань для рівняння (3) щодо споживання використовувався баланс очікувань щодо загального обсягу продажів, а для інвестицій – баланс очікувань щодо інвестицій у будівництво. Рівняння будувалися окремо для різних вимірів ВВП та його компонент: змін порівняно з відповідним кварталом минулого року (далі – в річному вимірі, р/р) та порівняно з попереднім кварталом, сезонно скориговано (далі – у кварталному вимірі, кв/кв). Як і за побудови PC1, рівняння оцінено на періоді з II кварталу 2006 року по III квартал 2015 року.

Статистичні характеристики базового рівняння (1) для ВВП, інвестицій та споживання як у кварталному, так і в річному вимірі (таблиця 4) вказують на доволі слабку прогностичну спроможність моделі AR(1). Це означає, що прогностичну силу моделі необхідно посилити шляхом включення додаткових змінних, зокрема показників, які характеризують ділові очікування підприємств.

⁷ Являє собою авторегресійне рівняння AR(1).

Таблиця 4. Статистичні характеристики базового рівняння⁸

	GDP_t кв/кв	GDP_t р/р	Inv_t кв/кв	Inv_t р/р	$Cons_t$ кв/кв	$Cons_t$ р/р
C	-0.14 [-0.34]	-0.34 [-0.45]	-1.17 [-0.71]	-1.17 [-0.62]	0.36 [0.65]	-0.36 [-0.39]
GDP_{t-1} кв/кв	-0.53 [3.78]					
GDP_{t-1} р/р		0.85 [9.65]				
Inv_{t-1} кв/кв			0.34 [2.14]			
Inv_{t-1} р/р				0.85 [10.25]		
$Cons_{t-1}$ кв/кв					0.39 [2.32]	
$Cons_{t-1}$ р/р						0.89 [10.56]
R² (adjusted)	0.28	0.89	0.12	0.75	0.14	0.76
RMSE–ratio	2.87	3.41	10.07	20.51	3.41	9.72

Включення показників ділових очікувань – першого головного компонента (PC1) (рівняння 2), окремих балансів відповідей (ВА) (рівняння 3), індексу ділових очікувань (ІДО) (рівняння 4) – суттєво поліпшило оцінки та статистичні характеристики базової моделі як для ВВП, так і для його складових – споживання та інвестицій (таблиця 5).

Найкращі оцінки отримано в рівняннях, до яких включено ІДО (крім інвестицій), що вельми несподівано, оскільки ІДО є фактично простим середнім балансів відповідей. Водночас такий висновок відповідає результатам Greef and Nieuwenhuize (2009), котрі наполягали на недоцільності застосування методу головних компонентів, а також і Pichette (2012), яка не отримала переконливих аргументів на користь застосування цього методу.

Для інвестицій найякісніші характеристики отримано в рівнянні, до якого включено баланс очікувань щодо інвестицій у будівництво. Такий результат відповідає висновкам Pichette (2012) та Piette and Langenus (2014) у контексті більшої інформативності та прогностичної сили окремих балансів відповідей, а не агрегованих показників.

Отримані результати також підтвердили наявність статистично значущого зв'язку між очікуваннями підприємств та діловою активністю в звітному кварталі t , тобто очікування є адаптивними і залежать від поточної ситуації та зміни ситуації в минулому, а не є прогнозом ситуації на рік наперед. Такий результат повністю узгоджується з результатами інших досліджень, зокрема Kabundi (2004), Piette and Langenus (2012), Pichette (2012) та інших.

Статистичні оцінки та характеристики як рівнянь, так і окремих показників у цілому адекватні й відповідають результатам, отриманим іншими дослідниками. Водночас деякі статистичні характеристики рівнянь гірші, ніж в інших дослідників (зокрема, в праці Pichette (2012) щодо ВВП Канади). Втім, враховуючи суттєві структурні зміни в економіці України та шокове зниження ВВП внаслідок криз у 2008 – 2009 рр. та 2014 – 2015 рр., це досить прийнятний результат.

⁸ Значення в таблиці – розраховані коефіцієнти; значення в дужках [] – t -статистика.

Таблиця 5. Найкращі статистичні характеристики розширених рівнянь⁹

	GDP_t кв/кв	GDP_t р/р	Inv_t кв/кв	Inv_t р/р	$Cons_t$ кв/кв	$Cons_t$ р/р
C	-0.14 [-6.1]	-35.28 [-7.47]	-3.7 [-2.38]	-7.61 [-4.42]	-16.03 [-5.92]	-30.93 [-5.93]
GDP_{t-1} р/р		0.38 [4.51]				
$Cons_{t-1}$ р/р						0.58 [6.97]
Inv_{t-1} кв/кв				0.26 [2.47]		
IDO_t	-0.12 [-6.1]	0.3 [7.41]			0.14 [6.25]	0.27 [5.57]
BA_t			0.34 [4.04]	0.89 [4.75]		
R^2 (adjusted)	0.5	0.89	0.35	0.87	0.53	0.87
RMSE–ratio	2.05	3.41	8.31	8.39	2.32	4.87

Отримані результати свідчать, що прийнята в НБУ методика розрахунку ІДО передбачає зміни в динаміці ВВП та споживанні як складової ВВП з більшою достовірністю, ніж індекс, побудований за методом головних компонентів. Отже, ІДО цілком може використовуватися для короткострокового прогнозування ВВП та його складових із використанням розроблених рівнянь. Водночас доволі високі значення RMSE, найімовірніше, є наслідком високої волатильності ВВП, споживання та інвестицій у період, який є базою для розрахунків.

V. Висновки

Мета нашого дослідження – перевірка можливості використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств, яке проводить НБУ з 2006 року, для короткострокового прогнозування ВВП України та його складових (інвестицій та споживання). Його результати дали можливість зробити такі висновки.

По-перше, результати опитувань щодо ділових очікувань підприємств мають потужні прогностичні властивості для оцінки ділової активності України. Статистичні характеристики рівнянь, до складу яких включено агреговані показники ділових очікувань або окремі запитання, були набагато кращими за результати базової моделі. З іншого боку, результати свідчать, що прогностичні оцінки підприємств, швидше, відображають їхній поточний стан, а не розвиток у наступні 12 місяців. Отже, очікування підприємств в Україні є адаптивними, тобто залежать від поточної ситуації та зміни ситуації в минулому. Такий висновок не можна вважати несподіваним, оскільки подібні результати отримано і в більшості інших досліджень стосовно використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств у прогнозуванні економічного розвитку.

По-друге, індекс ділових очікувань, який розраховується НБУ і є фактично простим середнім балансів відповідей на запитання щодо перспектив діяльності підприємства у наступні 12 місяців, передбачає зміни ВВП та споживання як складової ВВП з більшою достовірністю, ніж індекс, розрахований за методом головних компонентів (перший головний компонент). Отже, ІДО цілком може використовуватися для короткострокового прогнозування ВВП з використанням розробленого рівняння. Це несподіваний результат, оскільки збільшення переліку складових індексу теоретично дає змогу точніше врахувати вплив найменших змін різних показників на зміну ВВП. Водночас це не суперечить результатам проведених досліджень Pichette (2012) і узгоджується з висновками як Greef and Nieuwenhuyze (2009) щодо недоцільності використання методу головних компонентів, так і Piette and Langenus (2014) у контексті більшої доцільності використання окремих балансів відповідей для побудови моделей, ніж агрегованих показників.

По-третє, використання методу головних компонентів виявилось досить корисним саме для оцінки розширеного переліку факторів, які, проте, впливають на динаміку ділової активності. Зокрема, перший головний компонент базується на поточних оцінках та прогнозі; другий більшою мірою пов'язаний зі складністю доступу до банківського кредитування, що дає можливість оцінити вплив фінансових умов на економічну активність. Ключовими факторами, які впливають на значення третього головного компонента, є витрати на одиницю продукції на підприємстві та рівень залишків готової продукції. Це дає змогу оцінити вплив попиту і коливання цін виробників на стан економіки.

⁹ Значення в таблиці – розраховані коефіцієнти; значення в дужках [] – t-статистика.

Література

- Banerjee A., Marcellino M., and Masten I. (2003), Leading Indicators for Euro-area Inflation and GDP Growth, Working Paper No 235.
- Bascos-Deveza T. (2011), Quantifying qualitative data from expectation surveys: how well do expectation surveys forecast inflation?, IFC Bulletin No 34, Bank for International Settlements, pp. 128 – 137.
- Burkart O., Coudert V. (2000), Leading Indicators of Currency Crises in Emerging Economies, Banque de France.
- Cesaroni T. (2010), Estimating potential output using business survey data in a svar framework, Economics Bulletin, Vol. 30 no.3 pp. 2249 – 2258.
- Chamberlin G. (2007), Forecasting GDP using external data sources, Economic & Labour Market Review, Vol 1 No 8, Office for National Statistics, pp. 18 – 23.
- Cheung C. (2009), Are Commodity Prices Useful Leading Indicators of Inflation?, discussion paper/document d'analyse 2009-5. Bank of Canada.
- Etter R., Graff M. (2011), A composite leading indicator for the Peruvian economy based on the BCRP's monthly business tendency surveys. DT. N° 2011-006 Serie de Documentos de Trabajo Working Paper series. Banco Central de Reserva del Peru.
- Greaft I., Nieuwenhuyze C. (2009), The National Bank of Belgium's new business survey indicator, National Bank of Belgium.
- Hansson J., Jansson P., Löf M. (2003), Business Survey Data: Do They Help in Forecasting the Macro Economy?, Working Paper No. 84, The National Institute of Economic Research.
- Klein L., Ozmucur S. (2004), Some Possibilities for Indicator Analysis in Economic Forecasting, Oxford University Press, pp. 243 – 257.
- Martin M. (2004), The Bank of Canada's Business Outlook Survey, Bank of Canada Review, pp 3 – 8.
- Martin M., Papile C. (2004), The Bank of Canada's Business Outlook Survey: An Assessment, Bank of Canada Review, working paper 2004-15 / document de travail 2004-15.
- Moon H., Lee J. (2013), Forecast evaluation of economic sentiment indicator for the Korean economy, IFC Bulletin No 36, Bank for International Settlements, pp. 180 – 190.
- Pichette L., Rennison L. (2011), Extracting Information from the Business Outlook Survey: A Principal-Component Approach, Bank of Canada Review, pp. 21 – 28.
- Pichette L. (2012), Extracting Information from the Business Outlook Survey Using Statistical Approaches, discussion paper/document d'analyse 2012-8, Bank of Canada.
- Stock J., Watson M. (1989), New indexes of coincident and leading economic indicators, NBER Macroeconomics Annual, ed. By O. Blanchard, and S. Fischer, pp. 351 – 394, MIT Press.
- Stock J., Watson M. (2002), Forecasting Using Principal Components From a Large Number of Predictors December 2002, Vol. 97, No. 460, pp. 1167 – 1179.
- Stock, J. & Watson, M. (2002). Macroeconomic forecasting using diffusion indexes. Journal of Business and Economic Statistics, 20, 147 – 162.
- Колесніченко Н. (2010), Побудова синтетичного індексу за результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств Національним банком України // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 6. – С. 6 – 9.
- Петрик О., Колесніченко Н. (2012), Опитування щодо ділових очікувань підприємств як інструмент прогнозування та комунікацій центрального банку // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 11. – С. 3 – 11.