

18/22

ПРЕПРИНТЫ



А. В. Божечкова, У. К. Джункеев
П. В. Трунин, И. И. Яковлева

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ
РЕСУРСНОЙ ЗАВИСИМОСТИ
НА ГЛУБИНУ И СТРУКТУРУ
ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА**

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования «Российская Академия народного хозяйства и государственной
службы при президенте Российской Федерации
(РАНХиГС)

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ РЕСУРСНОЙ ЗАВИСИМОСТИ
НА ГЛУБИНУ И СТРУКТУРУ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Божечкова Александра Викторовна, Центр изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народ-
ного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), с.н.с., ORCID
ID: 0000-0002-1627-2313, bojechkova@ranepa.ru

Джункеев Урмат Кубанович, Центр изучения проблем центральных банков Инсти-
тута прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного
хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), м.н.с., ORCID ID:
0000-0003-0097-4561, dzhunkeev-u@ranepa.ru

Трунин Павел Вячеславович, Центр изучения проблем центральных банков Инсти-
тута прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного
хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), Директор научно-
исследовательского центра, ORCID ID: 0000-0001-8306-9422, Pt@ranepa.ru

Яковлева Ирина Игоревна, Центр изучения проблем центральных банков Института
прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного хозяй-
ства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), м.н.с., ORCID ID: 0000-
0003-0871-8706, yakovleva-ii@ranepa.ru

The Russian Presidential Academy of national economy and public administration
(RANEPA)

ANALYSIS OF THE IMPACT OF RESOURCE DEPENDENCE
ON THE DEPTH AND STRUCTURE OF THE FINANCIAL SECTOR

Alexandra V. Bozhechkova, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), senior researcher, ORCID ID: 0000-0002-1627-2313, bozhechkova@ranepa.ru

Urmat K. Dzhunkeev, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), junior researcher, ORCID ID: 0000-0003-0097-4561, dzhunkeev-u@ranepa.ru

Pavel V. Trunin, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Director of the Research Center, ORCID ID: 0000-0001-8306-9422, Pt@ranepa.ru

Irina I. Yakovleva, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), junior researcher, ORCID ID: 0000-0003-0871-8706, yakovleva-ii@ranepa.ru

Moscow, 2022

Аннотация. В условиях режима инфляционного таргетирования решения в области денежно-кредитной политики оказывают влияние на экономику через финансовый сектор. Учитывая существенную зависимость российской экономики от экспорта сырьевых товаров, **актуальными** являются изучение специфики финансового сектора ресурсных экономик и выявление “узких мест” – факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики Банка России. В настоящем исследовании на примере 109 стран за период 1980-2019 гг. представлена оценка степени влияния ресурсной зависимости на глубину и структуру финансового сектора. Установлено, что для группы развивающихся стран гипотеза «ресурсного проклятия» финансового сектора не отвергается. Это означает, что в условиях ресурсной зависимости глубина банковского сектора снижается, а финансовый сектор в целом оказывается ориентирован в большей степени на фондовые рынки. Во второй части исследования представлена оценка степени влияния показателей развития финансового сектора на эффективность денежно-кредитной политики стран-экспортеров сырья, таргетирующих инфляцию. **Результаты** оценок, полученных системным обобщенным методом моментов, указывают на то, что для ресурсных экономик большую роль в снижении инфляции играют показатели развития фондового рынка, тогда как для нересурсных экономик в этом плане преобладает влияние параметров банковского сектора. Помимо этого, в период после мирового финансового кризиса в результате повышения волатильности мировых цен на сырьевые товары в группе развивающихся ресурсных стран в части влияния на эффективность денежно-кредитной политики наблюдается усиление роли показателей финансовой стабильности. В **перспективе** проведенное исследование может быть дополнено новыми рядами данных, образующимися при учете в рамках эконометрических моделей санкционных эпизодов, оказывающих влияние на развитие финансового сектора в странах – экспортерах сырья.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, независимость денежно-кредитной политики, экономическая интеграция, Евразийский экономический союз, эконометрический анализ.

JEL-коды: E02, E31, E44, E52, C33, C36.

Abstract. Under the conditions of the inflation targeting regime, monetary policy decisions have an impact on the economy through the financial sector. Given the significant dependence of the Russian economy on the export of oil, it is **actual** to study the specifics of the financial sector of resource economies and identify bottlenecks that reduce the effectiveness of the monetary policy

of the Bank of Russia. In this study, using the example of 109 countries for the period 1980-2019, we assessed the degree of influence of resource dependence on the depth and structure of the financial sector. It is revealed that for a group of developing countries, the hypothesis of the "resource curse" of the financial sector is not rejected. This means that in conditions of resource dependence, the depth of the banking sector is decreasing, and the financial sector is more focused on stock markets. In the second part of the study, we investigated the degree of influence of financial sector development indicators on the effectiveness of monetary policy of commodity exporting countries which are also inflation targeters. The **results** of estimates obtained by the system generalized **method** of moments indicate that for resource economies, stock market development indicators play an important role in reducing inflation, whereas for non-resource economies, the influence of banking sector parameters prevails. In addition, in the period after the global financial crisis, as a result of increased volatility of world commodity prices there is an increasing role of financial stability indicators in ensuring the effectiveness of monetary policy in a group of developing resource countries. In the **future**, the study can be supplemented by taking into account, within the framework of econometric models, the sanctions episodes that affect the development of the financial sector in the oil-exporting countries.

Key words: monetary policy, monetary policy independence, economic integration, Eurasian economic union, econometric analysis.

JEL-codes: E02, E31, E44, E52, C33, C36.

Аннотация. В условиях режима инфляционного таргетирования решения в области денежно-кредитной политики оказывают влияние на экономику через финансовый сектор. Учитывая существенную зависимость российской экономики от экспорта сырьевых товаров, **актуальными** являются изучение специфики финансового сектора ресурсных экономик и выявление “узких мест” – факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики Банка России. В настоящем исследовании на примере 109 стран за период 1980-2019 гг. представлена оценка степени влияния ресурсной зависимости на глубину и структуру финансового сектора. Установлено, что для группы развивающихся стран гипотеза «ресурсного проклятия» финансового сектора не отвергается. Это означает, что в условиях ресурсной зависимости глубина банковского сектора снижается, а финансовый сектор в целом оказывается ориентирован в большей степени на фондовые рынки. Во второй части исследования представлена оценка степени влияния показателей развития финансового сектора на эффективность денежно-кредитной политики стран-экспортеров сырья, таргетирующих инфляцию. **Результаты** оценок, полученных системным обобщенным **методом** моментов, указывают на то, что для ресурсных экономик большую роль в снижении инфляции играют показатели развития фондового рынка, тогда как для нересурсных экономик в этом плане преобладает влияние параметров банковского сектора. Помимо этого, в период после мирового финансового кризиса в результате повышения волатильности мировых цен на сырьевые товары в группе развивающихся ресурсных стран в части влияния на эффективность денежно-кредитной политики наблюдается усиление роли показателей финансовой стабильности. В **перспективе** проведенное исследование может быть дополнено новыми рядами данных, образующимися при учете в рамках эконометрических моделей санкционных эпизодов, оказывающих влияние на развитие финансового сектора в странах – экспортерах сырья.

Abstract. Under the conditions of the inflation targeting regime, monetary policy decisions have an impact on the economy through the financial sector. Given the significant dependence of the Russian economy on the export of oil, it is **actual** to study the specifics of the financial sector of resource economies and identify bottlenecks that reduce the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia. In this study, using the example of 109 countries for the period 1980-2019, we assessed the degree of influence of resource dependence on the depth and structure of the financial sector. It is revealed that for a group of developing countries, the hypothesis of the "resource curse" of the financial sector is not rejected. This means that in conditions of resource dependence, the depth of the banking sector is decreasing, and the financial sector is more focused on stock markets. In the second part of the study, we investigated the degree of influence of financial sector development indicators on the effectiveness of monetary policy of commodity exporting countries which are also inflation targeters. The **results** of estimates obtained by the system generalized **method** of moments indicate that for resource economies, stock market development indicators play an important role in reducing inflation, whereas for non-resource economies, the influence of banking sector parameters prevails. In addition, in the period after the global financial crisis, as a result of increased volatility of world commodity prices there is an increasing role of financial stability indicators in ensuring the effectiveness of monetary policy in a group of developing resource countries. In the **future**, the study can be supplemented by taking into account, within the framework of econometric models, the sanctions episodes that affect the development of the financial sector in the oil-exporting countries.

Содержание

Введение	7
1. Теоретические аспекты влияния ресурсной зависимости на развитие финансового сектора	9
1.1. Гипотеза «ресурсного проклятия» в контексте финансового развития	9
1.2. Каналы влияния ресурсной зависимости на финансовый сектор	10
2. Эконометрический анализ влияния ресурсной зависимости на развитие финансового сектора и его структуру	14
2.1. Стилизованные факты относительно развития и структуры финансового сектора в условиях ресурсной зависимости	14
2.2. Эмпирический анализ связи между ресурсной зависимостью и развитием финансового сектора и его структурой	21
3. Анализ эффективности денежно-кредитной политики в условиях ресурсной зависимости	26
Заключение	32
Список использованных источников	34

Введение

В условиях режима инфляционного таргетирования решения в области денежно-кредитной политики оказывают влияние на экономику через финансовый сектор. Изменение ключевой ставки транслируется в изменение процентных ставок на всех сегментах финансового рынка; по каналам трансмиссионного механизма монетарной политики оно оказывает влияние на макроэкономические показатели. Как показывают эмпирические исследования, в странах – экспортерах ресурсов в силу действия целого комплекса факторов финансовый сектор может в течение долгого времени оставаться недостаточно развитым, что снижает эффективность денежно-кредитной политики. Ряд исследователей трактуют это явление как один из аспектов «ресурсного проклятия». Кроме того, страны, зависимые от экспорта ресурсов, сталкиваются со значительной волатильностью, обусловленной колебаниями цен ресурсов, что может представлять угрозу для финансовой и макроэкономической стабильности. В связи с этим актуальным представляется исследование характера влияния ресурсной зависимости на показатели, характеризующие финансовый сектор и его структуру; такое исследование, кроме того, способствует выявлению “узких мест” – факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики Банка России.

Цель настоящего исследования – анализ особенностей развития финансового сектора в условиях ресурсной зависимости и выявление его роли в реализации денежно-кредитной политики.

Для выполнения цели перед авторами настоящего исследования поставлены следующие задачи. Во-первых, определить каналы, посредством которых происходит влияние ресурсной зависимости на развитие финансового сектора. Во-вторых, оценить влияние ресурсной зависимости на показатели, характеризующие развитие финансового сектора, в том числе глубину, стабильность, а также на его структуру. В-третьих, оценить роль эффективного развития финансового сектора в плане достижения целей по инфляции странами, осуществляющими таргетирование инфляции, в контексте ресурсной зависимости.

В соответствии с задачами построена структура исследования. В первом разделе изучаются основные теоретические аспекты ресурсного проклятия. Во втором разделе представлены ключевые стилизованные факты, отражающие специфику развития финансового сектора в ресурсных экономиках, а также приведены результаты эконометрической оценки влияния ресурсной зависимости на ключевые характеристики финансового сектора. В третьем разделе представлена эконометрическая оценка влияния финансового сектора на эф-

эффективность денежно-кредитной политики в терминах инфляции, волатильности инфляции, а также степени отклонения инфляции от целевого ориентира в странах – экспортерах сырья, где денежные власти таргетируют инфляцию.

1. Теоретические аспекты влияния ресурсной зависимости на развитие финансового сектора

1.1. Гипотеза «ресурсного проклятия» в контексте финансового развития

Прежде чем перейти к рассмотрению гипотезы «ресурсного проклятия» в контексте развития финансового сектора, представляется необходимым определить некоторые базовые понятия, участвующие в формулировании указанной гипотезы и используемые в обзорной и эмпирической части настоящей работы.

Ресурсы зачастую определяют как факторы производства, предоставляемые природой. При таком подходе к ним относят сельскохозяйственные земли и полезные ископаемые. Полезные ископаемые возможно разделить на две группы: минеральные ресурсы (олово, золото, свинец, цинк, железо, медь, никель, серебро, бокситы и фосфаты) и сырьевые ресурсы (нефть, газ, уголь). Однако, согласно классификации ООН [1] и Всемирного банка [2], к природным ресурсам также относятся лесные ресурсы и сельскохозяйственная продукция. В настоящем исследовании под ресурсами будем понимать все перечисленные, за исключением сельскохозяйственных земель; при этом акцент будет делаться на сырьевые и минеральные ресурсы.

Ключевыми при формулировании гипотезы «ресурсного проклятия» являются понятия наделенности и зависимости. Они зачастую отождествляются в литературе; соответственно, для их количественной оценки используются схожие или одинаковые показатели. В работе Дж. Сакса и А. Уорнера [3], которая считается отправной точкой для большинства исследований в области «ресурсного проклятия», в названии и тексте используется понятие «наделенность»; при эконометрическом же анализе оценивается скорее влияние ресурсной зависимости на отдельные макроэкономические показатели (поскольку в рамках такого анализа используются не показатели запасов, а доля доходов от экспорта ресурсов ВВП). В настоящей работе будет рассматриваться понятие ресурсной зависимости, которое, следуя [4], можно определить как неспособность экономики переработать ресурсы с должной эффективностью – «избыточность ресурса для экономики». «Ресурсная наделенность» обозначает то, что страна имеет крупные запасы ресурсов. Понятие «наделенность» не отражает степень использования ресурсов, тогда как «зависимость» соответствует ситуации, зачастую возникающей вследствие «ресурсного богатства», при которой для экономики характерны существенные доходы от добываемых ресурсов.

Несмотря на трудности интерпретации, возникающие вследствие смешения понятий «зависимости» и «наделенности», в течение длительного времени в экономической литера-

туре обсуждается вопрос влияния ресурсной зависимости на различные макроэкономические показатели. В 1993 г. Аути [1] дал определение «ресурсному проклятию» как ситуации, когда происходит замедление темпов роста экономик – экспортеров ресурсов относительно других стран. В серии работ Дж. Сакса и А. [2] с помощью эконометрических методов эта гипотеза не была отвергнута. В настоящее время вопрос о влиянии ресурсной зависимости на процессы экономического роста можно охарактеризовать как дискуссионный; однако представление о «ресурсном проклятии» постепенно трансформировалось от отрицательного влияния структуры ресурсных экономик на процессы экономического роста до комплексного феномена, охватывающего и другие сферы экономики.

Развитый финансовый сектор обеспечивает инвестиционные возможности, способствует инновациям, облегчает управление рисками и, следовательно, способствует политике по сокращению свойственного ресурсным экономкам неравенства [7]. Однако вопросы, связанные с особенностями функционирования финансового сектора в условиях ресурсной зависимости, затрагиваются лишь в отдельных работах. Одним из первых гипотезу об отрицательном влиянии ресурсной зависимости на финансовый сектор сформулировал Т. Гилфасон [8]; он полагал, что стимулы к развитию финансового сектора в странах – экспортерах ресурсов снижаются, поскольку внутренняя финансовая система оказывается второстепенной по отношению к зарубежным финансовым рынкам. Позже в исследованиях [3] «ресурсное проклятие» в контексте финансового сектора определяется как ситуация, при которой экономики – экспортеры ресурсов характеризуются относительно более низким уровнем развития финансового сектора, и могут возникать условия для сдерживания развития банковского сектора.

1.2. Каналы влияния ресурсной зависимости на финансовый сектор

1.2.1. Каналы, связанные с «ресурсным проклятием»

Группа каналов, связанных с «ресурсным проклятием», предполагает отрицательный характер влияния ресурсной зависимости на финансовый сектор или рассматривает факторы, которые затрагиваются «ресурсным проклятием» в широком смысле. Заметим, что для тех каналов, которые затрагиваются «ресурсным проклятием» в широком смысле, тип влияния ресурсной специализации на финансовый сектор может быть и положительным.

Канал «ресурсного проклятия»

Выделяя канал «ресурсного проклятия», будем следовать первоначальной формулировке гипотезы – то есть понимать под «ресурсным проклятием» только результирующее отрицательное влияние ресурсной специализации на процессы экономического роста. Ряд каналов, описываемых ниже, действуют через «ресурсное проклятие», но в них задействованы его различные модификации, поэтому они рассматриваются как отдельные каналы.

В условиях «ресурсного проклятия» наблюдается замедление темпов экономического роста; соответственно, принимая во внимание положения теории спроса Дж. Робинсон, следует ожидать, что ресурсные экономики вследствие снижения спроса на услуги финансового сектора характеризуются более низким уровнем развития финансового сектора по сравнению с более диверсифицированными экономиками.

Каналы «голландской болезни»

В литературе по «ресурсному проклятию» финансового сектора канал «голландской болезни» описывается лишь в общих чертах – [Ов] [Ов] [Ов] [Ов] – как некий механизм, через который ресурсная зависимость может оказывать влияние на финансовое развитие.

Первый механизм действует через «эффект перемещения ресурсов». Он состоит в сжатии торгуемого нересурсного сектора вследствие роста спроса на рабочую силу со стороны ресурсного сектора, переживающего бум. Торгуемый сектор – при неизменном уровне развития технологии и меньшем количестве задействованного труда – способен обеспечить более низкий уровень выпуска. Его доходы падают; в контексте финансового развития снижается спрос со стороны торгуемого сектора на кредитные ресурсы, что негативно сказывается на глубине финансового сектора.

Второй механизм тоже описывается с помощью «эффекта перемещения ресурсов», но действует через торгуемый и неторгуемый сектор. Он подразумевает положительное влияние ресурсной зависимости на финансовое развитие, возникающее в силу притока ресурсных доходов, который. В свою очередь, обусловлен бумом добывающего сектора. Тогда часть ресурсных доходов расходуется на товары и услуги неторгуемого сектора; следовательно, растет спрос на соответствующие товары, и увеличиваются доходы неторгуемого сектора. Неторгуемый сектор начинает предъявлять относительно более высокий спрос на услуги финансового сектора.

Третий механизм раскрывается с помощью «эффекта расходов», который также называют «эффектом использования доходов»; это справедливо, поскольку указанный эффект связан с притоком в страну иностранной валюты и последующим улучшением платежного баланса. Этот механизм в контексте финансового развития описывается в работе [11].

Таким образом, механизмы влияния «голландской болезни» на финансовый сектор вариативны; результирующее влияние определяется соотношением разнонаправленных эффектов.

Канал волатильности

Страны-экспортеры ресурсов сталкиваются со значительными колебаниями валютного курса, цен ресурсов и соответствующих доходов. На основе теоретической модели Плогг может быть выделен один из относящихся к «ресурсному проклятию» механизмов влияния волатильности, связанной с ресурсной зависимостью, на финансовый сектор через процессы экономического роста. Волатильность ресурсных доходов приводит к снижению темпов экономического роста при первоначальном низком уровне финансового развития; это, согласно теории спроса, негативно сказывается на финансовом развитии. Соответственно, при первоначальном недостаточном уровне развития финансового сектора страна – экспортер может попадать в «ловушку» финансового развития и ресурсной зависимости.

Другой механизм, в котором ключевую роль играет волатильность, приводится в работе [12]; автор высказывает гипотезу, согласно которой высокая волатильность цен ресурсов сопровождается высокой макроэкономической волатильностью. Соответственно, концентрированная структура экспорта ресурсных экономик делает их хронически подверженными шокам условий торговли и в целом более волатильными. Премия за риск в таких экономиках выше по сравнению с менее подверженными колебаниям цен ресурсов; доступ к заемным средствам становится более дорогими. Снижаются уровень инвестиций и объем выдаваемых кредитов в экономике; это, в свою очередь, негативно сказывается на развитии финансового сектора, в частности, на его глубине.

Институциональные каналы

Хотя в исследовании [13] показано, что институты оказывают значимое положительное влияние на финансовое развитие в том числе и стран, не являющихся экспортерами ресурсов, для ресурсных экономик институциональные каналы играют особую роль. В ресурсных экономиках могут возникать отдельные группы интересов, чье поведение направлено на получение природной ренты. Так, в работе У. Томпсона [26] утверждается, что «государственные и частные акторы направляют усилия прежде всего на получение ресурсной ренты, а не на развитие производства, стремясь формировать институты, способствующие прежде всего рентоориентированному поведению, а не развитию предпринимательства».

Один из институциональных каналов «ресурсного проклятия» финансового сектора может быть выделен на основе описанной выше модели Ходлера [17]. В зависимости от

уровня институционального развития и условий исполнения контрактов ресурсная зависимость либо препятствует развитию финансового сектора в целом, либо не оказывает на него значимого влияния. При «плохих институтах» контракты, скорее, не исполняются. Если институты «хорошие», то вероятность исполнения контрактов выше, что нивелирует негативное влияние ресурсной зависимости на развитие финансовой системы.

1.2.2. Каналы «ресурсного богатства»

Хотя на основе обзора эмпирических работ можно предположить, что ресурсная специализация негативно сказывается на финансовом развитии, существуют механизмы, которым соответствуют иные причинно-следственные связи. Они противоположны каналам «ресурсного проклятия» по своему результирующему влиянию на финансовое развитие каналы «ресурсного богатства».

Один из подобных каналов – канал «ликвидности», предложенный в работе [11]. Этот канал действует через сопутствующий ресурсной обеспеченности приток ресурсных доходов. В результате роста доходов происходит увеличение объема депозитов в банковском секторе; соответственно, растет и объем выдаваемых кредитов. Результирующее влияние ресурсного богатства на финансовый сектор положительное – происходят углубление этого сектора за счет роста объема выдаваемых кредитов и повышение его эффективности – поскольку привлечение депозитов сопровождается выдачей кредитов.

Таким образом, механизмы влияния ресурсной зависимости на финансовое развитие крайне вариативны. Тип оказываемого влияния на финансовый сектор меняется от отрицательного до положительного. Ключевой фактор для реализации того или иного механизма – набор характеристик, которым обладает экономика – экспортер ресурсов.

2. Эконометрический анализ влияния ресурсной зависимости на развитие финансового сектора и его структуру

2.1. Стилизованные факты относительно развития и структуры финансового сектора в условиях ресурсной зависимости

Перед тестированием с помощью эконометрических методов гипотезы «ресурсного проклятия» в контексте финансового развития проведем предварительный анализ данных и сформулируем стилизованные факты относительно состояния финансового сектора в ресурсных экономиках. Стилизованные факты сформулированы для выборке из 109 стран за период с 1980 г. по 2019 г. Источниками данных являются базы WDI, GFDD, МВФ .

С учетом классификации стран по степени по ресурсной зависимости к нересурсным развитым относится 64 страны, а к ресурсным – 45 стран¹.

Проведем корреляционный анализ рассматриваемых показателей финансового развития и доли ресурсной ренты в ВВП. Из оценок парных коэффициентов корреляции, представленных в таблице ниже, может быть сделан вывод о том, что ресурсная зависимость оказывает негативное влияние на все показатели, кроме капитализации фондового рынка и спреда по ставкам по кредитам и депозитам. Даже при переходе от парных коэффициентов корреляции к частным – с учетом различий в ВВП на душу населения и в уровнях инфляции – сохраняется значимость отрицательного влияния ресурсной зависимости для всех показателей, кроме спреда по процентным ставкам. В случае частных корреляций оказывается значимым коэффициент корреляции между капитализацией фондовых рынков и долей ресурсной ренты в ВВП. Особого внимания заслуживает оценка коэффициента корреляции при коэффициенте структуры – она значимая положительная; однако, как будет обсуждаться далее в настоящем разделе, указанный эффект наблюдается в силу того, что в Алжире имел место стремительный рост банковского сектора, который существенным образом сказался на общем коэффициенте структуры для ресурсных экономик.

¹ Ресурсные страны отобраны по 75% перцентилю ресурсной ренты (% ВВП) по классификации ООН.

Таблица 1

Коэффициенты корреляции между долей ресурсной ренты в ВВП индивидуальными показателями финансового развития и тремя базовыми индексами МВФ

		FD	FM	FI	Credit	Capita- lization	Liq_ liab	Spread	Z- score	Deposit	Str
Парный коэф- фициент	Rent	-0,23	-0,14	-0,30	-0,26	-0,05	-0,24	-0,05	-0,10	-0,24	0,30
	t-stat	-5,65	-3,39	-7,56	-6,43	-1,32	-6,02	-1,19	-2,42	-5,86	7,48
Частный с уче- том различий в ВВП на душу населения	Rent	-0,45	-0,34	-0,48	-0,37	-0,19	-0,29	-0,02	-0,11	-0,34	0,34
	t-stat	- 11,88	-8,67	- 12,89	-9,47	-4,52	-7,27	-0,41	-2,56	-8,51	8,51

Примечание: Использованы данные по выборке из 109 стран на периоде с 1980 г. по 2019 г. после балансировки.

Исходя из представленных в таблице коэффициентов корреляции могут быть сделаны выводы о том, что ресурсная зависимость оказывает значимое негативное влияние на интегральные показатели, характеризующие финансовое развитие в целом (FD), состояние финансовых рынков (FM) и финансовых институтов (FI). Также отрицательно коррелируют с долей ресурсной ренты в ВВП такие индивидуальные показатели финансового развития, как доля кредитов частному сектору в ВВП, отношение ликвидных обязательств к ВВП, Z-score, отношение депозитов к ВВП. Соответственно, согласно корреляционному анализу, в ресурсных экономиках ниже глубина и стабильность финансового сектора.

Тенденции развития финансового сектора на основе анализа интегральных показателей

Рассмотрим сначала основные тенденции развития финансового сектора для широкой выборки стран с расклассификацией на основе двух критериев – ресурсной зависимости и уровня экономического развития. Для их выявления проанализируем средние и медианные значения исчисляемых и презентуемых МВФ индекса финансового развития в целом и индексов развития финансовых рынков и институтов (рисунок 1). Уровень развития финансового сектора на протяжении рассматриваемого периода времени в целом повышается как в ресурсных экономиках, так и в экономиках, не являющихся таковыми. Утверждать о наличии существенного воздействия «ресурсного проклятия» на финансовый сектор в первом приближении нам позволяет тот факт, что экономики, отнесенные к ресурсным, отстают по индексу финансового развития от нересурсных. Первый стилизованный факт заключается в том, что уровень развития финансового сектора в ресурсных экономиках, как правило, ниже, чем в нересурсных. Этот факт сформулирован на основе анализа медианных и средних значений индексов финансового развития, рассчитанных на подпериодах с 1990 г. по

1996 г. и с 2013 г. по 2019 г.; ему соответствует также проведенный выше корреляционный анализ.

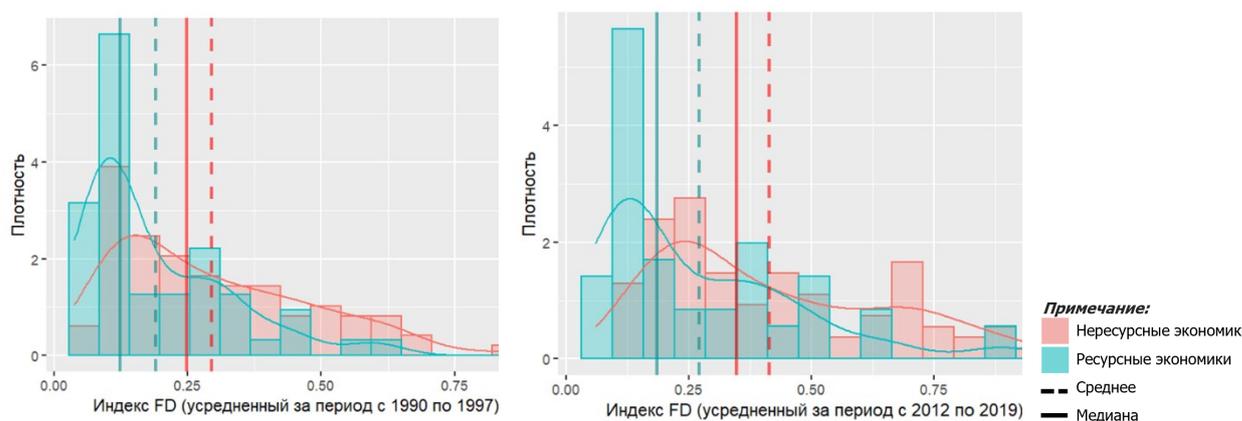


Рис. 1. Гистограммы для индекса финансового развития

Источник: Составлено авторами на основе данных МВФ.

В аналогичном направлении меняются и индексы компонент, входящих в общий индекс финансового развития. Так, средние значения индексов развития финансовых рынков растут на втором подпериоде относительно первого (для ресурсных экономик с 0,11 до 0,18, для нересурсных с 0,20 до 0,25). Растет и индекс развития финансовых институтов (для ресурсных экономик с 0,24 до 0,26, для нересурсных с 0,3 до 0,47). На основе сопоставления группы стран – экспортеров ресурсов с прочими странами можно сделать вывод о том, что общие тенденции к улучшению состояния финансового сектора сохраняются для обеих групп стран. Тем не менее следует принимать во внимание, что в большинстве своем ресурсные экономики характеризуются относительно более низким первоначальным развитием как финансовых рынков, так и институтов; для них характерен догоняющий тип развития. Таким образом, первый факт может быть дополнен утверждением о том, что негативному влиянию ресурсной зависимости в странах – экспортерах ресурсов подвержены как финансовые институты, так и финансовые рынки, если последние измеряются с помощью показателей, публикуемых МВФ.

Теперь в рамках анализа динамики индекса финансового развития обратимся к учету третьих факторов. Рассмотрим диаграмму рассеяния (рисунок 2), на которой по оси абсцисс отображены значения ВВП на душу населения, а по оси ординат – значения индекса финансового развития МВФ. Страны с более высоким подушевым ВВП имеют более высокий уровень финансового развития. Однако есть отдельные страны – экспортеры ресурсов (например, Бруней, ОАЭ), которые характеризуются более низким уровнем развития финансового сектора, чем страны с аналогичным значением ВВП на душу населения с диверсифицированным экспортом.

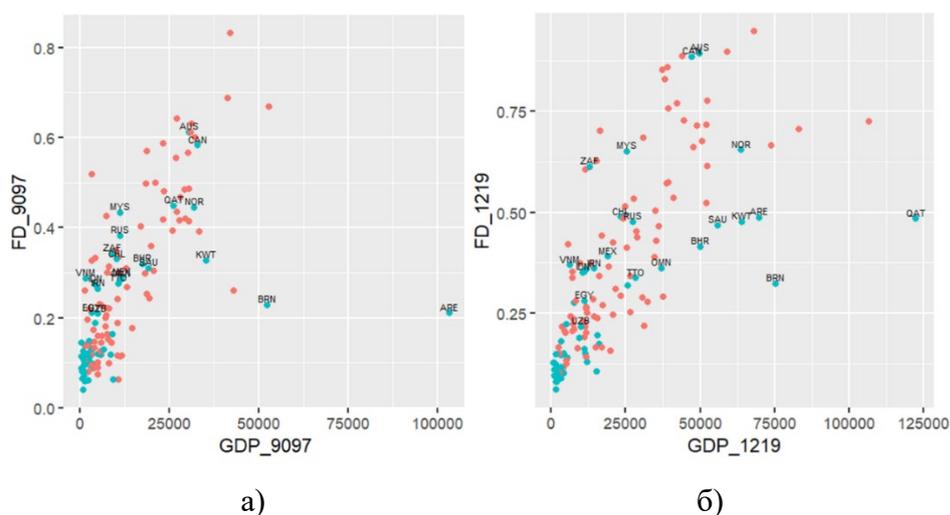


Рис. 2. Диаграмма рассеяния для индекса финансового развития и ВВП на душу населения

Источник: Составлено авторами на основе данных МВФ и Всемирного банка.

Примечание: Синий цвет соответствует ресурсным экономикам, красный – нересурсным. GDP 9097 – средний подушевой ВВП на душу населения в период с 1990 г. по 1997 г., названия отдельных стран приведены в виде кодов ISO3С.

Относительно более высокий уровень развития финансового сектора характерен для стран, имеющих качественные политические институты. Заметим, что эта тенденция не является специфической для стран – экспортеров ресурсов. Так, для стран с более диверсифицированным экспортом сохраняется зависимость между финансовым развитием и качеством политических институтов, измеренным на основе данных из проекта WGI (рисунок 3). Среди стран – экспортеров ресурсов наблюдается явное смещение в область с «плохими» политическими институтами, что может служить одной из причин их отставания в финансовом развитии от более диверсифицированных экономик. При рассмотрении отдельно группы стран – экспортеров ресурсов следует отметить, что, как правило, наличие суверенных фондов характерно для стран с более высоким уровнем институционального развития.

В подгруппе стран – экспортеров с суверенными фондами уровень развития финансового сектора выше, чем в странах – экспортерах ресурсов без суверенных фондов, однако остается открытым вопрос причинности. Так, страны – лидеры по институциональному развитию среди экспортеров ресурсов (Австралия, Норвегия, Канада, Чили) характеризуются наличием суверенных фондов.

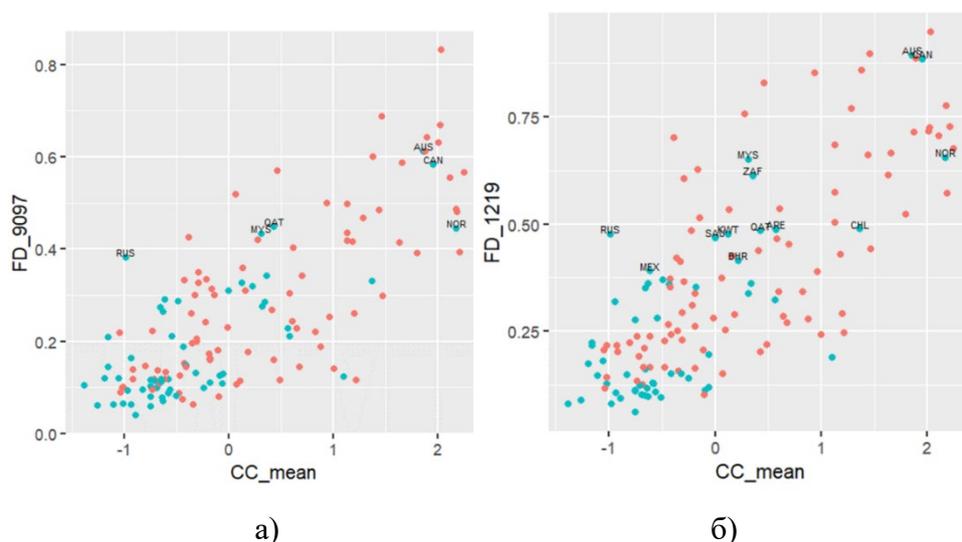


Рис. 3. Диаграмма рассеяния для индекса финансового развития и индекса качества политических институтов

Источник: Составлено авторами на основе данных МВФ и Всемирного банка.

Примечание: Синий цвет соответствует ресурсным экономикам, красный – нересурсным. CC_mean – среднее значение индекса качества политических институтов.

Тенденции развития финансового сектора на основе анализа индивидуальных показателей

При анализе тенденций развития финансового сектора на основе индивидуальных показателей мы учитываем разделение стран на группы по уровню экономического развития. Рассматриваемые показатели и их средние представлены в таблице ниже.

Таблица 2

Индивидуальные показатели развития финансового сектора

	Кредиты частному сектору (% ВВП)				Депозиты (% ВВП)				Капитализация рынка акций (% ВВП)				Капитализация рынка корпоративных облигаций (% ВВП)				Капитализация рынка гос. облигаций (% ВВП)			
	Н-1	Р-1	Р-0	Н-0	Н-1	Р-1	Р-0	Н-0	Н-1	Р-1	Р-0	Н-0	Н-1	Р-1	Р-0	Н-0	Н-1	Р-1	Р-0	Н-0
1985	75	37	27	31	59	37	25	36	34	28	86	34	-	-	-	-	-	-	22	-
1995	66	70	24	33	56	59	26	35	40	48	50	38	24	28	-	-	44	29	46	27
2005	101	108	29	38	72	67	32	47	65	71	59	47	46	38	26	15	41	15	26	34
2015	96	142	45	56	80	90	45	56	67	60	59	51	50	43	15	23	52	29	20	35

Источник: Составлено авторами на основе данных Всемирного банка.

Примечание: Р – ресурсные экономики, Н – нересурсные экономики, 0 – развивающиеся, 1 – развитые; в выборку входят 109 стран, 45 стран отнесены к ресурсным, 64 – к нересурсным, 34 – развитых, 75 – развивающихся, Н-1 – 31, Р-1 – 3, Р-0 – 42, Н-0 – 33.

Наблюдается отставание группы ресурсных развивающихся экономик по показателям доли кредитов частному сектору в ВВП и доли депозитов в ВВП по сравнению с прочими группами стран; при этом упомянутая группа стран характеризуется относительно высоким

уровнем капитализации рынка акции – лидерами являются Малайзия и ЮАР. Влияние ресурсной зависимости на капитализацию рынков корпоративных и государственных облигаций может быть охарактеризовано как неоднозначное. Отметим, что показатели, касающиеся рынка облигаций, не будут детально анализироваться из-за значительных пропусков данных.

Наиболее показательной для ресурсных экономик является динамика коэффициента структуры, представленная на рисунке ниже.

Поведение коэффициента структуры позволяет говорить о явном доминировании в структуре финансового сектора ресурсных экономик фондовых рынков, а не банков. Исключение составляет Алжир; тем не менее развивающиеся ресурсные экономики по этому показателю отстают от развивающихся нересурсных.

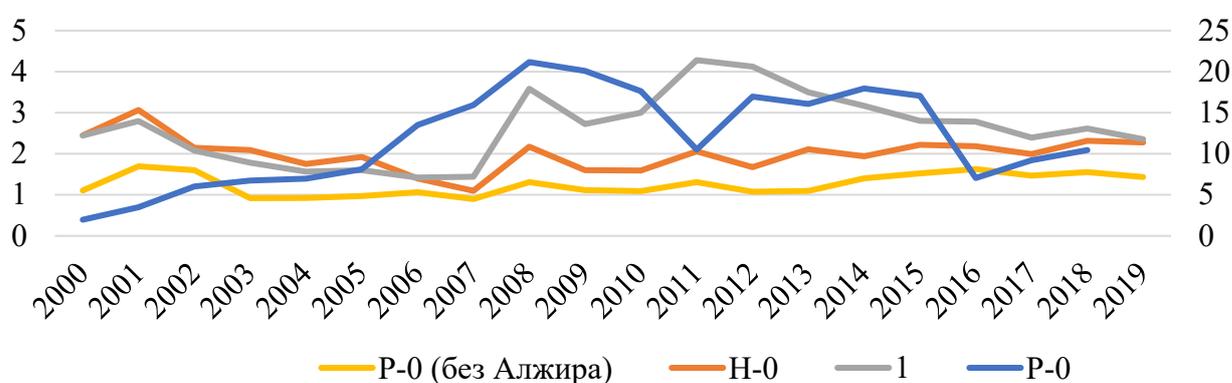


Рис. 4. Динамика коэффициента структуры для ресурсных экономик

Источник: Составлено авторами.

Примечание: Р – ресурсные экономики, Н – нересурсные экономики, 0 – развивающиеся, 1 – развитые; в выборку входят 109 стран, 45 стран отнесены к ресурсным, 64 – к нересурсным, 34 – развитых, 75 – развивающихся, Н-1 – 31, Р-1 – 3, Р-0 – 42, Н-0 – 33. Значения для группы развивающихся ресурсных стран с учетом Алжира приведены по вспомогательной оси.

Таким образом, уровень развития финансового сектора в развивающихся ресурсных экономиках оказывается, как правило, ниже, чем в нересурсных. Ресурсная специализация может сдерживать финансовое развитие, несмотря на схожие показатели экономического развития (в частности, ВВП на душу населения). Сформулированные в настоящем разделе факты возможно систематизировать нижеследующим образом.

Глубина финансового сектора

В ресурсных развивающихся экономиках глубина финансового сектора, измеряемая с помощью доли кредитов частному сектору в ВВП, ниже по сравнению с другими странами.

Также ниже доля депозитов в ВВП, которая, согласно классификации из базы GFDD, относится к другим характеристикам финансового сектора, отличным от глубины, стабильности, эффективности и доступности.

Для ресурсных развивающихся экономик характерен относительно высокий уровень капитализации рынка акций. Как развитые, так и развивающиеся ресурсные экономики опережают нересурсные с сопоставимым уровнем экономического развития по показателю капитализации рынка акций.

Стабильность финансового сектора

Влияние ресурсной зависимости на такой показатель стабильности финансового сектора, как Z-score, выглядит неоднозначным. Однако внутри группы развивающихся стран прослеживается явное отставание ресурсных от нересурсных по показателю стабильности банковского сектора.

Эффективность финансового сектора

Не выявлено значимых различий между ресурсными и нересурсными экономиками по показателю эффективности финансового сектора, в частности, по спреду между ставками по кредитам и депозитам.

Структура финансового сектора

Для ресурсных экономик в структуре финансового сектора, как правило, характерно преобладание финансовых рынков над банковским сектором, что соответствует результатам теоретических моделей. Тем не менее начиная с 2014 г. в ресурсных экономиках наблюдается смещение в сторону банкоориентированного финансового сектора; это обусловлено переоценкой страновых рисков инвесторами (желтая линия на рисунке 4) в условиях снижения цен на сырьевые товары и роста волатильности условий торговли.

Общие наблюдения относительно третьих факторов

Помимо классификации стран по уровню экономического развития, принималось во внимание качество политических институтов и наличие в ресурсных экономиках суверенных фондов. Было установлено, что ресурсные экономики с хорошими институтами могут превосходить другие по отдельным показателям, в особенности по характеристикам развития фондовых рынков – за счет высокой инвестиционной привлекательности. Также в ресурсных странах с суверенными фондами, сдерживающими влияние волатильности условий торговли на экономику, выше уровень развития как фондового рынка, так и банковского сектора – по сравнению с ресурсными странами без таких фондов.

По результатам представленного в настоящем разделе анализа можно утверждать, что динамика рядов отдельных показателей финансового развития указывает на отставание ре-

сурсных развивающихся экономик от прочих по показателям глубины финансового сектора, что соответствует гипотезе «ресурсного проклятия» финансового сектора. Негативное влияние ресурсной зависимости прослеживается и для других показателей. Однако в соответствии с целями настоящего исследования основными показателями, на которые мы будем ориентироваться в рамках эконометрического анализа, станут те из них, что характеризуют глубину и структуру финансового сектора.

2.2. Эмпирический анализ связи между ресурсной зависимостью и развитием финансового сектора и его структурой

Основываясь на результатах обзора профильных теоретических и эмпирических работ, мы считаем возможным утверждать, что в странах – экспортёрах ресурсов снижаются стимулы к развитию финансового сектора, поскольку внутренняя финансовая система оказывается второстепенной по отношению к зарубежным финансовым рынкам, куда перемещается капитал. Принимая во внимание приведенный выше обзор теоретических моделей, а также анализ стилизованных фактов, можно сформулировать следующие гипотезы, соответствующие «ресурсному проклятию» финансового сектора:

- рост ресурсной зависимости оказывает отрицательное влияние на показатели, характеризующие глубину финансового посредничества;
- увеличение степени ресурсной зависимости не оказывает сдерживающего влияния на показатели глубины фондовых рынков в ресурсных экономиках;
- снижение степени ресурсной зависимости может приводить к повышению стабильности банковского сектора;
- структура финансового сектора в ресурсных экономиках в большей степени ориентирована на фондовые рынки, чем банки.

Оцениваемая эконометрическая модель имеет следующий вид:

$$\log(F_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(GDP_{it-1}) + \alpha_2 \log(RES_{it-1}) + \alpha_3 CPI_{it} + \alpha_3 X + \gamma_t + \beta_i + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

где F_{it} – мера финансового развития; GDP_{it} – реальный ВВП на душу населения; CPI_{it} – инфляция по ИПЦ; γ_t – фиксированные временные эффекты; β_i – фиксированные страновые эффекты; X – прочие контрольные переменные.

Описание данных

Для анализа были собраны данные за период с 1980 г. по 2019 г. по максимально возможной выборке стран по ВВП на душу населения по ИПС в постоянных ценах 2017 г. в

долларах США из баз Penn Table 10.0 и WDI; по доле ресурсной ренты в ВВП и инфляции по ИПЦ из базы Всемирного банка WDI; по доле кредитов частному сектору в ВВП из базы GFDD. Сформированная нами выборка состоит из 141 страны, 45 из которых отнесены к ресурсным, а при ее составлении принимались во внимание следующие факторы:

- критерий доступности данных;
- население более 1 млн человек;
- исключены мелкие островные государства.

В таблице 3 представлен перечень альтернативных объясняемых и объясняющих переменных и источники данных по ним. Отметим, что список объясняющих переменных более обширный, чем был представлен в параграфе, посвященном описанию постановки модели. Подобные переменные используются для проверки устойчивости результатов. К ним относятся: коэффициент финансовой открытости (индекс Чин – Ито), коэффициент Джини, доля прямых иностранных инвестиций в ВВП, мера открытости экономики.

Расстроим оценки, полученные для моделей в уровнях, где в качестве объясняемой переменной выступает доля кредитов частному сектору в ВВП (таблица 4, 1.1-1.7, 2.1-2.2). При переменной, характеризующей ресурсную зависимость, получен отрицательный статистически значимый коэффициент, который позволяет говорить о проявлениях «ресурсного проклятия» в контексте финансового развития.

Результаты оценки моделей для доли кредитов частному сектору в ВВП

1980-2019	Доля кредитов частному сектору в ВВП								
	Развивающиеся							Развитые	
	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.5)	(1.6)	(1.7)	(2.1)	(2.2)
Доля ресурсной ренты в ВВП (-1)	-0,064 ** (0,029)	-0,041 ***	0,011 (0,038)	-0,076 *** (0,026)	-0,059 ** (0,040)	-0,018 * (0,010)	-0,072 ** (0,032)	0,072 (0,078)	0,046 (0,042)
ВВП на душу населения (-1)	0,268 *** (0,096)	0,507 ***	0,324 *** (0,130)	0,291 *** (0,928)	0,293 *** (0,100)	0,125 *** (0,042)	0,540 *** (0,075)	0,481 * (0,244)	0,718 ** (0,275)
Инфляция	-0,005 * (0,002)	-0,005 ***	-0,005 (0,004)	-0,004 (0,011)	-0,004 * (0,002)	-0,005 *** (0,000)	-0,000 (0,003)	-0,003 (0,008)	-0,015 (0,012)
Коэффициент финансовой открытости (Chinn-Ito)		0,009							
Коэффициент Джини			0,011 * (0,007)						
Доля прямых иностранных инвестиций в ВВП*				0,022 (0,231)					
Мера открытости экономики					-0,446 *** (0,210)				
Константа	0,97 (0,738)	0,996	0,015 (1,072)	0,829 (0,250)	0,724 (0,354)	0,11 (0,026)	-1,318 (0,650)	-1,089 (2,379)	-4,687 * (2,728)
R2-within	0,298	0,231	0,484	0,334	0,326	0,08	0,247	0,449	0,599
R2-between	0,558	0,492	0,456	0,535	0,574	0,02	0,544	0,104	0,275
R2-overal	0,456	0,427	0,397	0,453	0,419	0,06	0,464	0,212	0,374
Число наблюдений	2613	2088	702	2417	2549	2592	548	867	961

Примечание: Модель 1.6 – в первых разностях, 1.7 – для пятилетних непересекающихся средних, в 2.2 – зависимая переменная капитализация фондового рынка.

При переходе к расширенным спецификациям практически для всех моделей с долей кредитов частному сектору в ВВП в качестве объясняемой переменной сохраняется значимость и знаки коэффициентов при ключевой объясняющей переменной – доле ресурсной ренты в ВВП (модели 1.2-1.5). Соответственно, можно утверждать, что полученный результат о сдерживающем влиянии ресурсной зависимости на глубину финансового сектора достаточно устойчивый.

Результаты оценки моделей для различных показателей финансового развития

1980-2019	Различные показатели финансового развития								
	(1.8)	(1.9)	(1.10)	(1.11)	(1.12)	(1.13)	(1.14)	(1.15)	(1.16)
Доля ресурсной ренты в ВВП	-0,070 *** (0,029)	0,161 ** (0,075)	0,080 ** (0,040)	0,012 (0,09)	-0,113 * (0,06)	-0,044 (0,029)	0,000 (0,025)	-0,035 (0,036)	-0,022 ** (0,011)
ВВП на душу населения	0,263 *** (0,094)	-0,243 (0,153)	-0,471 ** (0,224)	0,227 (0,241)	0,259 (0,176)	0,07 (0,065)	-0,041 (0,089)	0,134 (0,751)	0,110 ** (0,045)
Инфляция	-0,004 * (0,002)	0,003 (0,010)	0,010 (0,000)	-0,007 (0,010)	0,001 (0,010)	0,000 (0,001)	0,001 (0,002)	-0,001 (0,002)	-0,005 *** (0,000)
Переменная взаимодействия ресурсной ренты и дамми на наличие суверенного фонда	0,069 (0,102)								0,040 (0,029)
Константа	0,997 (0,727)	2,997 * (1,594)	-0,122 (0,012)	-2,462 *** (0,266)	-1,523 (0,342)	2,761 *** (0,544)	2,893 *** (0,746)	1,843 *** (0,618)	
R2-within	0,299	0,224	0,260	0,346	0,144	0,351	0,053	0,418	0,079
R2-between	0,509	0,010	0,239	0,143	0,013	0,090	0,021	0,197	0,015
R2-overal	0,425	0,000	0,223	0,081	0,008	0,168	0,000	0,276	0,057
Число наблюдений	2613	900	827	992	751	2973	1666	3049	2592

Примечание: Модели 1.8 (в уровнях) и 1.16 (в разностях) с дамми на наличие суверенного фонда для доли кредитов частному сектору в ВВП, 1.9 (в уровнях) и 1.10 (в разностях) – модели для капитализации фондового рынка, 1.11 (в уровнях) – модель для объема торгов на фондовом рынке в уровнях, 1.12 (в уровнях) - модель для коэффициента структуры финансового сектора, 1.13 (в уровнях)– модель для доли ликвидных обязательств в ВВП, 1.14 (в уровнях) – для Z-score, 1.15 (в уровнях) – для доли депозитов в ВВП.

Обратимся к моделям с показателями глубины фондовых рынков в качестве зависимой переменной. Для показателей, характеризующих глубину фондовых рынков, получены результаты, во многом согласующиеся со сформулированными выше стилизованными фактами, подтверждающими, что ресурсная зависимость не является сдерживающим фактором для развития фондовых рынков. Полученные оценки коэффициентов либо положительные (модель для капитализации фондового рынка 1.9) и статистически значимые, либо незначимые вовсе (модель для объема торгов на фондовом рынке 1.11). Как было показано выше, ресурсная зависимость скорее не ограничивает развитие фондовых рынков в ресурсных развивающихся экономиках, а эмиссия акций играет достаточно важную роль в распределении ресурсов.

На основе анализа показателей глубины финансовых рынков и институтов может быть сделан вывод о том, что ресурсная зависимость ограничивает углубление банковского сектора. Этот вывод подтверждается также при использовании коэффициента структуры финансового сектора в качестве объясняемой переменной. Действительно, полученные

оценки указывают на то, что коэффициент структуры снижается при увеличении степени ресурсной зависимости (модель 1.12). Эта закономерность отражает тот факт, что финансовый сектор в ресурсных экономиках ориентирован в большей степени на фондовые рынки.

Полученные для развитых стран оценки доли кредитов частному сектору и капитализации фондового рынка в ВВП (модели 2.1 и 2.2) и для развивающихся стран для таких показателей, как Z-score и отношение депозитов к ВВП, указывают на незначимость влияния ресурсной зависимости (модели 1.13-1.15). Незначимый коэффициент при доле ресурсной ренты в ВВП в построенных для развивающихся стран моделях, где в качестве зависимой переменной выступает Z-score и ВВП на душу населения, противоречит ожидаемому, но может быть объяснен ограниченностью выборки, на которой производилось оценивание, в силу недостижения критерия доступности данных. В моделях 2.1 и 2.2, оцененных по данным для развитых стран, незначимость оценки коэффициента при доле ресурсной ренты в ВВП может быть обусловлена тем, что соответствующая группа стран имеет достаточно диверсифицированную экономику, подкрепленную качественными политическими институтами, обеспечивающими условия для исполнения контрактов, препятствующими поиску ренты. Если развитая страна и относится к ресурсной, то проводимая в ней экономическая политика направлена на снижение рисков, связанных с добывающим сектором.

Анализируя полученные оценки, представляется возможным заключить, что характер эффекта, оказываемого ресурсной зависимостью на развитие финансового сектора, варьируется в зависимости от значения рассматриваемого показателя, характеризующего развитие финансового сектора. Гипотеза «ресурсного проклятия» финансового сектора в постановке, предполагающей, что в условиях ресурсной зависимости глубина банковского сектора снижается, а финансовый сектор в целом ориентирован в большей степени на фондовые рынки, не отвергается. Полученные оценки не позволяют говорить о негативном влиянии ресурсной зависимости на показатели стабильности, однако такой результат может быть обусловлен спецификой показателя стабильности, для которого характерно большое количество пропущенных наблюдений в особенности для развивающихся ресурсных экономик.

3. Анализ эффективности денежно-кредитной политики в условиях ресурсной зависимости

Анализ особенностей реализации денежно-кредитной политики в странах – экспортерах ресурсов представляет существенный интерес не только в силу специфики развития финансового сектора, выявленной в предыдущей главе, но и в связи с тем, что механизмы влияния внешних шоков на экономику этой группы стран могут отличаться от аналогичных механизмов для нересурсных экономик. Так, шоки цен на нефть могут оказывать асимметричное воздействие на страны – экспортеры и импортеры энергоресурсов по прямому (канал издержек производителей) и косвенному (эффект переноса валютного курса в цены) каналам. В условиях наличия трений и несовершенств финансовых рынков релевантная реакция монетарных властей на те или иные внешние колебания представляется решающей для достижения поставленных целей монетарной политики, в частности, целевых ориентиров по инфляции.

Как отмечалось выше, развитие финансового сектора играет существенную роль в обеспечении эффективности монетарной политики. В настоящем разделе представлены эконометрические оценки воздействия показателей развития финансового сектора, а также перехода к режиму инфляционного таргетирования на инфляцию в странах – экспортерах сырья, а также в нересурсных странах.

Основными источниками статистической информации являются отчеты и базы данных Всемирного банка и Международного валютного фонда. Выборочная совокупность состоит из 141 страны за период с 1990 г. по 2019 г. Для реализации эконометрического исследования страны были разделены на группы по следующим критериям: 1) переход к режиму инфляционного таргетирования; 2) уровень экономического развития; 3) степень зависимости от сырьевых ресурсов.

Разделение стран на группы с точки зрения режима денежно-кредитной политики основано на результатах исследования [18], в рамках которого была собрана база данных по странам, перешедшим к режиму инфляционного таргетирования, а также на данных из годовых отчетов МВФ [19]. Из всей выборочной совокупности 39 стран перешли к режиму инфляционного таргетирования, тогда как в 102 странах монетарные власти придерживаются альтернативных режимов денежно-кредитной политики.

Классификация стран по уровню экономического развития основана на методологии Всемирного банка, в основе которой лежит рассмотрение показателя уровня доходов на душу населения (Годовые отчеты по финансовому развитию стран [20]). Из всей выбороч-

ной совокупности 45 стран относятся к категории развитых экономик, 96 стран – к развивающимся. По аналогии с предыдущим разделом 45 стран отнесены к ресурсным экономикам по показателю доли ресурсной ренты в ВВП.

Принимая во внимание сформулированные выше стилизованные факты, а также результаты обзор теоретических и эмпирических исследований, можно предложить следующий набор исследовательских гипотез:

- развитие финансового сектора способствует повышению эффективности режима инфляционного таргетирования в терминах снижения инфляции;
- имеет место неоднородность влияния индикаторов финансового развития на инфляцию в странах с разной степенью ресурсной зависимости: для ресурсных экономик большую роль играют фондовые рынки, тогда как в нересурсных странах – банковский сектор;
- имеет место усиление влияния индикаторов стабильности финансового сектора на инфляцию после мирового финансового кризиса в странах – экспортерах сырья.

Для оценки воздействия перехода к режиму инфляционного таргетирования и развития финансового сектора на динамику инфляции применяется системный обобщенный метод моментов, в рамках которого регрессионные уравнения обладают следующей функциональной формой (3.1):

$$\Delta \ln(P_{i,t}) = \alpha_i + \mu_t + \beta_1 \Delta \ln(P_{i,t-1}) + \beta_2 IT_{i,t} + \beta_3 \Delta \ln(F_{i,t-1}) + \beta_4 \Delta \ln(X_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}, \quad (3.1)$$

где $\ln(\cdot)$ – логарифм по основанию экспоненты; Δ – оператор разности первого порядка;

μ_t – фиксированные эффекты по годам;

α_i – фиксированные эффекты по странам;

$P_{i,t}$ – индекс потребительских цен в i -й стране в период t ;

$IT_{i,t}$ – индикаторная функция, равная единице в случае перехода i -й страны к режиму инфляционного таргетирования в период t ;

$F_{i,t-1}$ – показатели развития финансового сектора;

$\epsilon_{i,t}$ – регрессионные ошибки;

$X_{i,t}$ – контрольные переменные, выбор которых основан на результатах проведенных ранее научных исследований по данной тематике: первый лаг инфляции, темп роста денежной базы в широком определении, темп роста реального ВВП, открытость экономики в форме суммы экспорта и импорта в ВВП [21], [22].

Показателями развития финансового сектора являются индексы МВФ (агрегированный уровень развития финансового сектора, глубина, эффективность, доступность и стабильность финансовых рынков и институтов).

Аналогичная методология оценки моделей вида (3.1) апробирована в ряде научных исследований [18], [23], [24]. Новация настоящего подхода по сравнению с [23] и [24] – учет в модели показателя степени ресурсной [OBI:OBI] , в которой оцениваются модели с фиксированными эффектами, в настоящей работе в качестве инструментальных переменных используются лаговые величины показателей развития финансового сектора, что позволяет преодолеть проблему эндогенности, которая связана с наличием обратной причинно-следственной связи между переменными. Следуя положениям работы [OBI:OBI] , мы исключаем наблюдения, для которых годовая инфляция превышает 40%.

По аналогии с работой [24] оценка моделей проводится на двух периодах: до и после мирового финансового кризиса 2008 г., – что связано не только со структурными сдвигами в экономике, но и с изменениями в динамике цен на сырьевые товары. Авторы предполагают, что разделение всего исследуемого периода на два отдельных подпериода позволит выявить асимметричное воздействие на инфляцию изменений цен на нефть (или асимметричный эффект переноса изменения цен на сырьевые товары в инфляцию) [OBI:OBI] отмечают, что до мирового финансового кризиса наблюдалось стремительное развитие финансового сектора ряда стран – экспортеров энергоносителей, но после кризиса 2008 г. в результате эпизодов длительного падения цен на энергоносители и соответствующего пересмотра инвесторами своих рисков указанная тенденция существенно замедлилась.

Общее количество моделей, оцененных системным обобщенным методом моментов, составило 270; из них 135 моделей относятся к первому подпериоду (1990-2007 гг.) и 135 – к периоду с 2010 г. по 2019 г. В таблице 6 приведена часть наиболее интересных результатов проведенных эконометрических оценок, полученных на основе общей выборки стран.

Согласно полученным результатам, для ресурсных экономик уровень эффективности финансовых институтов, индекс степени развития и глубины финансовых рынков, объем торговли на фондовом рынке (в % ВВП) являются статистически значимыми переменными, способствующими замедлению инфляции. Этот вывод согласуется со стилизованными фактами, отражающими специфические особенности структуры финансового сектора в ресурсных экономиках. Как отмечалось выше, в ресурсных экономиках преобладает рыночно-ориентированный финансовый сектор, тогда как ресурсные экономики с доминированием банкоориентированного финансового сектора скорее являются исключением. Эконометрические оценки также показали, что для нересурсных экономик статистически

значимыми факторами замедления инфляции остаются объем банковских кредитов (в % ВВП), индекс глубины финансовых институтов.

Установлено, что рост волатильности на фондовом рынке приводит к ускорению инфляции в ресурсных экономиках. Также обнаружена статистически значимая взаимосвязь между переходом к режиму инфляционного таргетирования и замедлением инфляции в нересурсных экономиках. Полученные в ряде случаев статистически незначимые коэффициенты при переменной режима инфляционного таргетирования для ресурсных экономик могут быть связаны с тем, что большинство стран – экспортеров сырья придерживаются режима управления валютным курсом; тогда как стран, практикующих инфляционное таргетирование, в этой группе меньшинство, что не позволяет в полной мере выявить исследуемые эффекты от перехода к таргетированию инфляции в терминах ценовой стабильности.

Обратимся к оценкам коэффициентов при контрольных переменных. Во-первых, в ресурсных экономиках выявлен значимый эффект переноса валютного курса в инфляцию. Подобный результат связан с тем, что волатильность цен на сырьевые товары приводит к колебаниям валютного курса, сказывающимся на ценах на импортные товары, а также на ценах на конечные потребительские товары. Во-вторых, повышение темпов роста реального ВВП ассоциируется с ростом инфляции как в ресурсных, так и в нересурсных экономиках, что полностью согласуется с теоретическими представлениями.

При оценке эконометрических моделей на периоде до мирового финансового кризиса (с 1990 г. по 2007 г.) выявлены результаты, аналогичные полученным для периода после мирового финансового кризиса: развитие финансового сектора способствует замедлению инфляции в как в группе ресурсных, так и в группе нересурсных экономик.

Таблица 6

Оценки эконометрических моделей для всех стран, 2010-2019 гг. (системный обобщенный метод моментов)

	Зависимая переменная: инфляция ИПЦ, среднее значение за год									
	Глубина финансовых институтов		Банковские кредиты (% ВВП)		Эффективность финансовых институтов		Развитие финансовых институтов		Объем торговли на фондовом рынке (% ВВП)	
Тип стран	Ресурсные	Нересурсные	Ресурсные	Нересурсные	Ресурсные	Нересурсные	Ресурсные	Нересурсные	Ресурсные	Нересурсные
Инфляция, лаг 1	1,090*** (0,038)	1,100*** (0,028)	1,090*** (0,034)	1,093*** (0,029)	1,108*** (0,035)	1,130*** (0,030)	1,085*** (0,040)	1,061*** (0,030)	1,080*** (0,049)	1,088*** (0,040)
Режим инфляционного таргетирования	-0,006 (0,024)	-0,027 (0,019)	-0,017 (0,019)	-0,026* (0,013)	-0,019 (0,021)	-0,031** (0,014)	-0,004 (0,023)	0,019 (0,024)	-0,00 (0,010)	-0,018 (0,016)
Развитие финансового сектора	-0,068 (0,064)	-0,137** (0,059)	-0,121** (0,055)	-0,186*** (0,069)	-0,115* (0,064)	-0,112 (0,082)	-0,164* (0,089)	-0,423*** (0,104)	-0,005* (0,002)	-0,003* (0,002)
Темп роста реального ВВП, %	0,009 (0,006)	0,001 (0,004)	0,012* (0,006)	0,012*** (0,004)	0,010* (0,005)	0,003 (0,003)	0,016 (0,010)	0,002 (0,005)	0,004 (0,006)	0,004 (0,003)
Темп роста обменного курса долл. США, %	0,009*** (0,002)	-0,002 (0,004)	0,005** (0,002)	-0,001 (0,003)	0,008*** (0,002)	0,002 (0,002)	0,008*** (0,003)	-0,013 (0,005)	0,008* (0,004)	0,005** (0,002)
Тест Саргана	1,00	0,970	1,00	0,952	1,00	0,966	1,00	0,954	1,00	1,00
Тест автокорреляции 1-го порядка	0,419	0,026	0,398	0,017	0,321	0,032	0,388	0,014	0,866	0,472
Тест автокорреляции 2-го порядка	0,043	0,049	0,022	0,075	0,046	0,096	0,058	0,062	0,996	0,068
Количество наблюдений	706	1325	706	1325	706	1325	706	1325	311	582

Примечание: В скобках под коэффициентами приведены стандартные ошибки, устойчивые к гетероскедастичности. Источник: составлено авторами.

Аналогично результатам по общей выборке стран развитие финансового сектора способствует замедлению инфляции как в ресурсных, так и нересурсных развивающихся экономиках. Так, в развивающихся ресурсных экономиках замедлению инфляции способствует рост значения показателя глубины финансовых рынков и объема торговли на фондовом рынке (% ВВП). При этом рост волатильности на фондовом рынке, напротив, приводит к ускорению инфляционных процессов, что в группе развивающихся ресурсных экономик подчеркивает важность стабилизации конъюнктуры на финансовом рынке для достижения целевых показателей по инфляции. В группе развивающихся нересурсных стран, наряду с переходом к режиму инфляционного таргетирования, способствуют снижению инфляции также и такие показатели, как объем банковских кредитов (% ВВП), индекс развития финансовых институтов, индекс эффективности и доступности финансовых институтов. В этой связи можно отметить существенные структурные различия в специфике влияния финансового сектора на ценовую стабильность развивающихся стран. Для ресурсных экономик значительную роль играют финансовые рынки (в частности, фондовый рынок), тогда как для нересурсных – финансовые институты (банковский сектор). Полученные результаты эконометрического оценивания соответствуют сформулированным в Разделе 2 стилизованным фактам.

Заключение

В теоретической литературе понятие «ресурсного проклятия» в контексте работы финансового сектора означает более низкий уровень финансового развития в целом по сравнению со странами с более диверсифицированной экономикой. В свою очередь, недостаточно развитый финансовый сектор может сдерживать результативность денежно-кредитной политики стран – экспортеров сырья, снижая работоспособность каналов трансмиссионного механизма

На основе проведенного анализа тенденций развития финансового сектора в 109 странах в период 1980-2019 гг. можно сделать вывод о том, что уровень развития финансового сектора в развивающихся ресурсных экономиках, как правило, ниже, чем в нересурсных. Ресурсная специализация может сдерживать финансовое развитие, несмотря на схожие показатели экономического развития между странами. Так, для развивающихся ресурсных экономик характерно отставание от нересурсных по показателю глубины финансового сектора, измеряемому как доля кредитов частному сектору в ВВП, также по доле депозитов в ВВП, по характеристикам стабильности финансового сектора, в частности, параметру Z-score. Этот факт частично подтверждает справедливость гипотезы ресурсного проклятия финансового сектора для указанной группы стран.

Результаты эконометрических оценок с использованием двунаправленных моделей на выборке из 109 стран за период 1980-2019 гг. показывают, что характер эффекта, оказываемого ресурсной зависимостью на развитие финансового сектора, варьируется и зависит от рассматриваемого финансового показателя, а также от уровня экономического развития страны. Рост доли ресурсной ренты в ВВП развивающихся стран приводит к снижению доли кредитов частному сектору в ВВП.

Ресурсная зависимость не является сдерживающим фактором для развития фондовых рынков. Полученные оценки коэффициентов при доле ресурсной ренты в ВВП либо положительные (модель для капитализации фондового рынка (в % ВВП)) и статистически значимые, либо незначимые (модель для объема торгов на фондовом рынке (в % ВВП)). Как отмечалось выше, ресурсная зависимость скорее не ограничивает развитие фондовых рынков в ресурсных развивающихся экономиках, а эмиссия акций играет достаточно важную роль в распределении ресурсов.

Проведенные оценки для группы развивающихся стран показали, что ресурсная зависимость не оказывает значимого влияния на показатель стабильности банковского сектора Z-

score, а также отношение депозитов к ВВП. Этот результат, по всей видимости, связан с ограниченной доступностью данных для выборки, на которой производилась оценка.

Вторая часть исследования посвящена вопросам денежно-кредитной политики и ее эффективности в условиях ресурсной зависимости. Результаты эконометрических оценок воздействия показателей развития финансового сектора, а также перехода к режиму инфляционного таргетирования на инфляцию за период 1990-2019 гг. свидетельствуют о некоторых различиях в степени влияния объясняющих переменных для групп ресурсных и нересурсных стран.

Оценки, полученные системным обобщенным методом моментов, указывают на то, что для ресурсных экономик большую роль в снижении инфляции играют показатели развития рыночно-ориентированного сектора, тогда как для нересурсных экономик преобладает влияние параметров банковского сектора. Помимо этого, в период после мирового финансового кризиса в результате повышения волатильности мировых цен на сырьевые товары для группы развивающихся ресурсных стран наблюдается усиление роли показателей финансовой стабильности в обеспечении эффективности денежно-кредитной политики в терминах инфляции и ее волатильности.

Таким образом, проведенное исследование показало, что ресурсная зависимость стран – экспортеров сырья может налагать определенный отпечаток на развитие финансового сектора и его структуру. Наиболее ярко это проявляется в развивающихся ресурсных экономиках, для которых характерно отставание от развивающихся нересурсных стран по показателям глубины и стабильности финансового сектора, а также преобладание рыночно-ориентированного финансового сектора. Учитывая ключевую роль финансового сектора в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики, уровень финансового развития оказывает значимое влияние на эффективность монетарной политики в странах – экспортерах сырья, таргетирующих инфляцию. В этой связи существенно важными для достижения целевых ориентиров по инфляции и снижению ценовой волатильности для группы развивающихся ресурсных стран, в число которых входит Российская Федерация, представляются меры, направленные на повышение глубины и эффективности финансового сектора, а также обеспечение финансовой стабильности. Последнее предполагает высокую значимость реализации мер макропруденциальной политики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. State of Commodity Dependence. United Nations ed. 2021.
2. // Total natural resources rents: [сайт]. [2022]. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS>
3. Sachs J.D., Warner A.M. Natural resource abundance and economic growth // National Bureau of Economic Research. 1995. No. 5398. P. 54.
4. Полтерович В., Попов В., and Тонис А. Экономическая политика, качество институтов и механизмы «ресурсного проклятия». Москва: Высшая школа экономики, 2007.
5. Badeeb R.A., Lean H.H., and Clark J. The evolution of the natural resource curse thesis: A critical literature survey // Resources Policy. 2017. No. 51. pp. 123-134.
6. Sachs J.D., Warner A.M. The curse of natural resources // European economic review. 2001. Vol. 45. No. 827-838.
7. Rajan R., Zingales L. Financial dependence and growth // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. No. 3.
8. Gylfason T. The international economics of natural resources and growth // Minerals and Energy. 2007. Vol. 22.
9. Beck T. Finance and oil: is there a resource curse in financial development? // European Banking Center Discussion Paper. 2011.
10. Столбов М., Солнцев О., and Голошапова И. Ресурсная зависимость и финансовое развитие // Мировая экономика и международные отношения. 2018. Vol. 62. No. 5.
11. Dwumfour R., Ntow-Gyamfi M. Natural resources, financial development and institutional quality in Africa: Is there a resource curse? 2018. No. 59.
12. Kurronen S. Financial sector in resource-dependent economies // BOFIT Discussion Papers. 2012. No. 6.
13. Huang Y. Political institutions and financial development: an empirical study // World Development. 2010. Vol. 38. No. 12.
14. Томпсон У. Морозная Венесуэла? «Проклятие природных ресурсов» и политика России // Экономическая политика. 2007. No. 3.
15. Mehlum H., Moene K., and Torvik R. Institutions and the Resource Curse // The Economic journal. 2006. Vol. 508. No. 116.
16. Ross R. The political economy of the resource curse // World Politics. 1999. Vol. 2. No. 55.
17. Bhattacharyya S., Hodler R. Do Natural Resource Revenues Hinder Financial Development? The Role of Political Institutions // Research Committee on Development Economics (AEL), German Economic Association. 2011.
18. Картаев Ф.С., Черничин А.К., "Финансовое развитие и успешность инфляционного таргетирования," *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, No. 1, 2020. pp. 41-61.

19. International Monetary Fund, "Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions," 2019.
20. World Bank, "Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis," *Global Financial Development Report*, 2019.
21. Lin S., Ye H., "Does inflation targeting really make a difference? Evaluating the treatment effect of inflation targeting in seven industrial countries," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 8, 2007. pp. 2521-2533.
22. Lin S., Ye H., "Does inflation targeting make a difference in developing countries?," *Journal of Development Economics*, Vol. 89, 2009. pp. 118-123.
23. Brito R., Bystedt B., "Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence," *Journal of Development Economics*, Vol. 91, No. 2, 2010. pp. 198-210.
24. Kartaev P., Medvedev I., "Monetary policy and the effect of the oil prices pass-through to inflation," *Russian Journal of Economics*, Vol. 5, No. 3, 2019. pp. 211-219.
25. Arvai Z., Prasad A., and Katayama K., "Macroprudential Policy in the GCC Countries," *IMF Staff Discussion Note*, Vol. SDN, No. 01, March 2014.

В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ