

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.04.027>

УДК 336.711

### В. В. Козюк

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки та економічної теорії  
Тернопільського національного економічного університету, член Ради Національного банку України,  
Тернопіль, Україна, [victorkozyuk@ukr.net](mailto:victorkozyuk@ukr.net)  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

## НАДМІРНЕ НАГРОМАДЖЕННЯ ВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ: РОЛЬ ПОЛІТИЧНИХ РЕЖИМІВ ТА НЕЗАЛЕЖНОСТІ ЦЕНТРОБАНКІВ

**Анотація.** Автором здійснено спробу систематизувати теоретичні дискусії довкола політико-економічних драйверів нагромадження резервів. Обґрунтовано, що застосування підходу політичного бізнес-циклу при політико-економічному аналізі нагромадження значних резервів не відображає повноти теоретичної проблеми. Наголошено, що вибір центральних банків щодо акумулювання резервів не заданий, а випливає з політико-економічного консенсусу стосовно дизайну механізму макрофінансової стабільності та каналів адаптації до шоків. Емпірично підтверджено, що схильність до накопичення великих резервів спостерігається в країнах із вищим показником ВВП на одну особу, недемократичним політичним режимом та із залежними центробанками, котрі не обирають гнучкий обмінний курс. При цьому автократії мають кращий набір передумов для гіпертрофії резервів, якщо вони здатні проводити виважену макроекономічну політику, а демократії – для інституціональних траєкторій, у рамках котрих створюється підґрунтя для розвитку альтернативних каналів макроекономічної адаптації.

**Ключові слова:** нагромадження валютних резервів, центральні банки, політичні режими, фінансовий розвиток, якість інститутів.

**Табл. 2. Лист. 38.**

### Viktor Kozziuk

Dr. Sc. (Economics), Professor, Ternopil National Economic University,  
Ternopil, Ukraine, [victorkozyuk@ukr.net](mailto:victorkozyuk@ukr.net)  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

## EXCESSIVE ACCUMULATION OF FOREIGN EXCHANGE RESERVES: THE ROLE OF POLITICAL REGIMES AND CENTRAL BANK INDEPENDENCE

**Abstract.** The most research focuses on motives of international exchange reserves hoarding stress on the validity of monetary mercantilism, precautionary demand or competitive hoarding approaches. Political-economy kinds of papers are mostly highlighting the relevance of political regime to understand differences in reserves accumulations across countries. The political business cycle and reluctance of independent central bank to hold large reserves are recognized as preconditions why democracies are less successful in reserves hoarding. While not rejecting this hypothesis this paper stresses that such focus is not a whole picture on the side of the theory. It is confirmed that central bank's choice to accumulate reserves is not given; rather it's determined by political-economic consensus concerning the design of the macrofinancial stability mechanism to be maintained and concerning the channels of macroeconomic adjustment. It is found and empirically confirmed that propensity towards abnormal reserves accumulation takes place in the countries with higher GDP, less democratic political regime, more dependent central banks that prefer less flexible exchange rates. Also it's

© Козюк В. В., 2020

found that such institutional challenges as a poor rule of law, elites fragmentation and ethnic heterogeneity do not contradict large reserves hoarding in the case of autocracies. Financial openness as well as credit depth corresponds to smaller reserves holdings. Resource richness doesn't demonstrate a key role in reserves accumulation on the example of 164 countries. It is concluded that autocracies have better preconditions for large hoarding but only then they deliver sound macroeconomic policy. At the same time democracies have better preconditions for alternative institutional paths under which the better possibilities for development of alternative channels of macroeconomic adjustment are available.

**Keywords:** international exchange reserves hoarding, central banks, political regimes, financial development, quality of institutions.

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

### **В. В. Козюк**

доктор економічних наук, професор, завідує кафедрою економіки і економічної теорії Тернопільського національного економічного університета, член Ради Національного банку України, Тернопіль, Україна

## **ЧРЕЗМЕРНОЕ НАКОПЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ: РОЛЬ ПОЛИТИЧЕСКИХ РЕЖИМОВ И НЕЗАВИСИМОСТИ ЦЕНТРОБАНКОВ**

**Аннотация.** Автором сделана попытка систематизировать теоретические дискуссии вокруг политико-экономических драйверов накопления резервов. Обосновано, что применение подхода политического бизнес-цикла при политико-экономическом анализе накопления значительных резервов не отражает полноты теоретической проблемы. Подчеркнуто, что выбор центральных банков в отношении аккумуляции резервов не задан, а следует из политико-экономического консенсуса относительно дизайна механизма макрофинансовой стабильности и каналов адаптации к шокам. Эмпирически подтверждено, что склонность к накоплению больших резервов наблюдается в странах с более высоким показателем ВВП на душу населения, недемократическим политическим режимом и с зависимыми центробанками, которые не выбирают гибкий обменный курс. При этом автократии имеют лучший набор предпосылок для гипертрофии резервов, если они способны проводить взвешенную макроэкономическую политику, а демократии – для институциональных траекторий, в рамках которых создается основа для развития альтернативных каналов макроэкономической адаптации.

**Ключевые слова:** накопление валютных резервов, центральные банки, политические режимы, финансовое развитие, качество институтов.

За останніх декілька років темп нагромадження глобальних валютних резервів уповільнився. Підвищення відкритості китайської економіки та корекція глобальних фінансових дисбалансів розглядаються як важливі фактори зміни тренду. А проте тенденція до володіння зовнішніми активами центробанків у масштабах, що істотно перевищують традиційні ліміти (як-от три тижні імпорту чи покриття 100 % зовнішнього короткострокового боргу), нікуди не зникла. Навпаки, збереження ознак неконвенціональної монетарної політики провідних центробанків тільки підвищує чутливість потоків капіталу в країни з ринками, що формуються, до глобальних фінансових умов. Багато країн і далі розглядають валютні резерви як важливу

складову дизайну макрофінансової стабільності, навіть виступаючи таргетерами інфляції [1].

Водночас нагромадження резервів у особливо великих обсягах є неоднорідним. Спостерігаються значні відмінності у здатності окремих країн отримувати вигоди в царині конкурентоспроможності та резистентності до фінансових шоків. Також важливими є ефекти наслідування, або конкурентне нагромадження. Паралельно з цим гетерогенність щодо здатності акумулювати резерви пов'язана безпосередньо з політико-економічними факторами. Останні перебувають у основі якості інститутів, котрі сприяють фінансовому розвитку, що зменшує потребу в резервах для амортизації шоків.

На відміну від макроекономічних драйверів нагромадження резервів, які є досить відомими (відкритість, режим обмінного курсу, режим потоків капіталу, сировинний експорт тощо), політико-економічні фактори залишаються предметом дискусій. Взаємодіючи зі структурними характеристиками економіки, наприклад сировинним багатством, вони зумовлюють вибір режиму макрополітики (демократії схильні до плаваючих курсів, автократії – навпаки), що потенційно повинно визначати їх вагому роль у акумулюванні резервів. Разом із тим інституціональні характеристики країни артикулюють профіль макроекономічної політики, котра або дає можливість нагромаджувати резерви, або ні, й країна схильна їх втрачати. Роль статусу центрального банку в політекономії акумулювання резервів повинна відображати ширший політико-економічний вибір дизайну механізму макрофінансової стабільності. Враховуючи це, а також жваві дискусії в Україні стосовно ролі валютних резервів у забезпеченні фінансової стабільності, дослідження з окресленої тематики є актуальним.

Надмірне нагромадження резервів опинилось у фокусі аналізу глобальних монетарних процесів напередодні світової фінансової кризи. І після неї це питання залишається предметом уваги дослідників. Зростання ролі глобальних факторів у профілі макрофінансової вразливості країн підкреслило важливість резервів як амортизаторів шоків потоків капіталу [2]. Можна виокремити низку ключових пояснень гіпертрофії зовнішніх активів:

– новий (монетарний) меркантилізм. Валютні резерви нагромаджуються з метою уникнення руху курсу в бік паритету купівельної спроможності (ПКС), створюючи передумови для підтримання експортоорієнтованого зростання [3]. Різновидами такого погляду є: фінансовий меркантилізм [4], у рамках якого валютні резерви розглядаються як чинники протекції фінансового сектору країни від зовнішніх стресів, та підхід Бреттон-Вудс II [5; 6], що, втім, менш релевантний у світлі торговельних воєн між США й Китаєм;

– згладжування припливів капіталів. Перевага в ціновій конкуренції тут виступає побічним продуктом (*by-product*) намагання знизити вразливість економіки до шоків у реверсах потоків капіталу [7–9]. Певною мірою логіка аргументів у рамках такого бачення є зіставною з більш ранньою тезою про феномен “страху перед плаванням” (*fear of floating*);

– завбачливий попит на резерви (*precautionary demand*), або самострахування. Азійська криза показала, що резерви слугують єдиним надійним джерелом міжнародної ліквідності. Чим вразливішою є країна до шоків потоків капіталу, тим вагомішу роль відіграють резерви в забезпеченні макрофінансової стабільності [10]. Після глобальної фінансової кризи слушність такого підходу підтвердилася, от лише завбачливий попит трансформувався в більш загальний аналіз резервів як фінансового буфера;

– компенсація шоків продуктивності та згладжування коливань обмінних курсів в умовах слабкості фінансового сектору. У випадку, коли останній не може активно пристосовуватися до шоків, а коливання валютного курсу їх поглиблюють, валютні резерви є найкращою альтернативою [11]. Оскільки уможливають обмеження трансмісії шоків продуктивності й обмінних курсів на фінансовий сектор і решту економіки, тим самим поліпшуючи передумови для зниження макроекономічної волатильності;

– конкурентне нагромадження (*competitive hoarding*). Якщо одна чи декілька країн отримують очевидну перевагу над рештою завдяки акумуляції чималих резервів, інші починають повторювати її дії. Це приводить до колективного зміщення попиту на резерви вгору, що підживлює індивідуальний попит. Виграш у конкуренції нагромадження матиме та країна, яка стикатиметься з меншими втратами від володіння значними резервами, або та, для котрої такі втрати не є вагомими з політико-економічних міркувань [12].

Дещо інакший погляд на нагромадження резервів сформовано в рамках дискусії щодо “трилеми” цілей у відкритій економіці. Несумісність проведення монетарної політики відповідно до пріоритету внутрішньої рівноваги, отримання вигід від фінансової інтеграції та намагання обмежити коливання обмінних курсів може бути істотно послаблена завдяки володінню великими зовнішніми активами. Це дає змогу зменшити залежність величини процентних ставок від зовнішніх шоків із нижчим ризиком вразливості до реверсів у потоках капіталів із одночасною здатністю до згладжування коливань обмінних курсів [13; 14]. Попри те, що цей погляд “макроекономічно універсальний” і емпірично орієнтований, у ньому можна помітити приховані політичні мотиви та складніші інституціональні нюанси визначення пріоритетів монетарної політики.

Серед мотивів нагромадження резервів також виділяється намагання компенсувати нездатність до проведення структурних реформ більшими обсягами міжнародної ліквідності [15]. Така позиція ближча до політико-економічного аналізу, хоча в ній швидше фіксується проблема джерел вразливості до зовнішніх шоків. Вона передбачає наявність певного запасу міцності політичних інститутів, котрі усували би передумови до марнування резервів, що не очевидно за цією логікою. Наприклад, підвищення якості інститутів задля фінансового розвитку чи реалізації антиінфляційного мандату центробанку може наражатися на інтереси популістів або рентоорієнтованих груп. Тобто нездатність проводити структурні реформи є наслід-

ком інституціональної слабкості, політичної фрагментації уряду чи “захоплення держави”.

Політико-економічний аналіз нагромадження резервів, наведений у науковій літературі, не є однорідним. Можна виокремити такі своєрідні сюжетні лінії: роль резервів у електоральному циклі та роль політичних режимів, що більше сприяють акумулюванню резервів у значних обсягах.

Наприклад, за спостереженнями Дж. Айзенмана й Н. Меріон більшості країн із ринками, що формуються, притаманні такі ознаки: нагромадження резервів, зовнішні запозичення, нееластична поведінка бюджетних видатків, неоднорідність уряду щодо здатності дотримуватися принципів максимізації суспільного добробуту, а не демонструвати лояльність до окремих рентоорієнтованих груп [16]. З їхнього дослідження випливає низка важливих політико-економічних висновків. По-перше, автократії краще нагромаджують резерви, хоча є й інші емпіричні дані<sup>1</sup>. По-друге, рівень корупції обернено залежить від резервів, інакше кажучи, корумповані уряди втрачають резерви та нарощують зовнішній борг, перерозподіляючи добробут на користь окремих рентоорієнтованих груп. По-третє, уряди умовно поділяються на жорсткі (*tough*), тобто націлені на максимізацію суспільного добробуту, і м'які (*soft*), тобто схильні до опортуністичної поведінки. Якщо ймовірність переобрання перших знижується, вони схильні поводитись як другі, тоді як другі безвідносно до електорального циклу схильні до втрати резервів та збільшення боргу<sup>2</sup>. Іншими словами, в умовах панування “м'яких” урядів соціальний максимум досягається за менших резервів, оскільки це означає скорочення обсягу обкрадання на користь окремих груп, і навпаки.

Електоральний вимір здатності до нагромадження зовнішніх активів розвивається й у низці інших праць. Так, поведінка резервів чутлива до розгортання електорального циклу. В демократичних країнах із ринками, що формуються, політичний бізнес-цикл часто представлений змінами обсягів резервів, котрі компенсують збільшення видатків і прискорення грошової пропозиції [17]. Зокрема, показано, що в разі зміни урядів після криз наступники будуть схильні до підвищення попиту на резерви як додаткового інструменту втримання макроекономічної ситуації, сприятливої для їх переобрання в майбутньому [18].

<sup>1</sup> Наприклад, нагромадження резервів може асоціюватись із макрофінансовою стабільністю та успішністю уряду, внаслідок чого демократії матимуть схильність до їх нагромадження відповідно до суспільного запиту (див.: Han I. The Political Economy of Reserve Accumulation in the Developing World. *The Korean Journal of International Relations*. 2006. Vol. 46, No. 5. P. 231–248). У цій праці підкреслюється, що, крім фактора демократичного режиму, схильність до нагромадження резервів визначається масштабом економіки країни, її зовнішньою вразливістю та величиною квоти у МВФ як проксі швидкого доступу до міжнародної ліквідності.

<sup>2</sup> Ця модель близька до моделі “обмеж наступника”, відомої з політико-економічного аналізу міжчасових фіскальних рішень (див.: Alesina A., Tabellini G. A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt. *Review of Economic Studies*. 1990. Vol. 57. P. 403–414).



Дещо складніший підхід до електорального аналізу тенденцій змін резервів застосовано К. Джагером, який спеціалізується на питанні політичних режимів [19]. Емпіричним шляхом встановлено, що автократії є успішнішими в нагромадженні резервів, ніж демократії. На його думку, цьому є декілька причин. Політичний бізнес-цикл властивий здебільшого демократіям із відповідними наслідками для акумулювання зовнішніх активів. У таких країнах центробанки є незалежнішими, а тому більшою мірою зосереджені на ціновій стабільності, з якою нагромадження резервів може конфліктувати (за відсутності стерилізації). Так само в демократичних країнах кількість гравців із правом вето (*veto-players*) переважає решту, що не завжди гарантує усунення передумов для політичного бізнес-циклу, але підвищує ймовірність того, що центробанк буде незалежним не тільки формально, а й фактично.

На противагу наведеним підходам нами було показано, що як демократії, так і автократії не є однорідними стосовно здатності нагромаджувати резерви. Також існує складніша модальність вибору дизайну механізму макрофінансової стабільності. Автократії, зорієнтовані на конвертацію сировинного добробуту в оплату лояльності, схильні до фіксованих обмінних курсів, залежних центробанків, значних резервів і фіскальних буферів; демократії, котрі мають якісні інститути, – до незалежних центробанків, плаваючих курсів та розвитку фінансових ринків. І експропріаційні автократії, і слабкі демократії однаково не спроможні забезпечити макрофінансову стабільність, зокрема через конфлікт макроекономічної політики зі здатністю до нагромадження валютних резервів [20–22]. Такі висновки було зроблено на прикладі багатих на ресурси країн, але їх можна екстраполювати й на ширші вибірки.

Утім, залишаються нез'ясованими декілька серйозних питань. Приміром, якщо демократії/автократії не є однорідними, яку роль відіграють інші інституціональні фактори? Відсутність гомогенності суспільства здатна генерувати політичні конфлікти, не сумісні з нагромадженням резервів. Верховенство права може позитивно впливати на сили, що уможливають таку адаптацію до шоків, котра не потребує значних резервів. Аналогічно, незалежність центробанку може бути істотним фактором пріоритету цінової стабільності перед акумулюванням резервів, але так само вагомою для захисту резервів від “захоплення” (*capture*) рентоорієнтованими елітами. Важливим є факт надмірного нагромадження резервів. Оскільки останні генерують істотні фіскальні втрати (й додаткові макрофінансові ризики), постає питання суспільної толерантності до них, або якою мірою центробанк може приймати такі втрати з огляду на політичний режим, за котрого він оперує.

З огляду на зазначене висувається гіпотеза про те, що:

- надмірне нагромадження резервів не може бути нейтральним до політичного режиму, в рамках котрого визначається, хто несе тягар втрат і отримує вигоди від великих резервів;
- чи вагомими для акумулювання зовнішніх активів є фактори однорідності суспільства як передумови мінімізації політичних конфліктів між групами, що конкурують за захоплення політико-економічної ренти;

- чи таке нагромадження повинне обернено залежати від альтернативних інституціональних рішень щодо макроекономічної адаптації (наприклад, якість інститутів має гарантувати справжню незалежність центробанку та сприяти фінансовому розвитку).

В межах пропонованої статті ставиться за мету систематизувати теоретичні дискусії довкола політико-економічних драйверів нагромадження резервів і емпірично протестувати наведену гіпотезу.

### **Політико-економічний аналіз акумулявання надмірних резервів**

Факт надмірного нагромадження резервів почав активно обговорюватися після 2002 р. Більшість азійських експортерів перевищили конвенціональні на той час ліміти достатності резервів у вигляді покриття трьох місяців імпорту або 100 % короткострокової зовнішньої заборгованості [23; 24]. Зміни в глобальній економіці також важливі, але самі по собі вони не пояснюють значної асиметрії в здатності різних країн до нагромадження зовнішніх активів у екстра-обсягах. Цікаво, що сировинні експортери долучилися до тенденції з акумулювання масштабних резервів дещо пізніше, у відповідь на карколомне підвищення цін на природні ресурси. Це уточнення не є принциповим щодо загальної логіки процесу нагромадження надмірних резервів, проте вкрай важливе для розуміння того, що надмірне володіння резервами потребує забезпечення сприятливого політико-економічного підґрунтя, а не виключно підтримання профіциту платіжного балансу. Тут можна навести дві лінії аргументів.

Перша лінія аргументів стосується політико-економічних факторів, які виступають на перший план у світлі того, що акумулювання резервів у великих масштабах здійснюється в середньо- й довгостроковому періодах. На думку автора, у чистому вигляді зазначене суперечить стандартним макроекономічним моделям відкритої економіки. Іншими словами, обов'язковою передумовою для уможливлення цього є побудова відповідного механізму макроекономічної політики на досить тривалий час. Для порівняно стійкого функціонування такого механізму необхідно, щоб і монетарна, й фіскальна політика відповідала принципам стриманості (дисципліни), інакше зміни в сукупному попиті, спричинені корективами в політиці, неодмінно позначатимуться на стані платіжного балансу та потоках капіталу, а також, щоб центробанк і уряд, реалізуючи стриману політику, мали своєрідний політичний імунітет до можливих зрушень у суспільному сприйнятті щодо короткострокових пріоритетів. Такі умови видаються технічними. Втім, оскільки макроекономічна політика здійснюється в політичному середовищі, саме його інститути визначатимуть, наскільки нагромадження чималих резервів буде затребуваним та корисним у політико-економічному сенсі.

Життєздатність акумулювання зовнішніх активів, у свою чергу, теж визначається низкою інституціональних факторів, які повинні сприяти впливу іноземної валюти до країни, а не її відпливу. Це може бути створення

стимулів для експортоорієнтованого зростання, розвиток секторних конкурентних переваг (приклад – фінансова система Сінгапуру чи Гонконгу) або мобілізація сировинної ренти.

По-перше, незалежно від вихідного мотиву, нагромадження значних резервів передбачатиме появу перерозподільчого конфлікту між окремими групами. Наявність політичних формальних чи неформальних інститутів, у рамках котрих такий конфлікт нейтралізується, є важливою передумовою збереження в часі орієнтації на приріст резервів.

По-друге, з великими резервами має асоціюватися певний суспільний вигравш, щоб він утворював базу для усунення конфлікту з приводу реалізації політики їх нагромадження. Для демократій це може бути макроекономічна стабільність у вигляді кращої адаптивності до шоків. Те саме стосується автократій, але з поправкою, що такі резерви повинні слугувати додатковим інструментом компенсації курсових ризиків політики “оплати лояльності”. Нагромадження резервів виключно з метою утвердження геополітичних чи вождистських амбіцій, тобто без певної кореляції у формі підвищення соціального добробуту, є політично вразливим. У демократіях така вразливість впливає з конкуренції за виборців, яким може бути запропоновано альтернативний погляд на економічну політику, в межах котрої необов’язково жертвувати індивідуальним споживанням заради значних резервів як таких. Автократії теж не мають імунітету від політичних переворотів, особливо коли йдеться про боротьбу за сировинну ренту: великі резерви можуть розглядатись як здобич.

По-третє, вважаємо, чим більше обсяг резервів відхилятиметься від конвенціональних лімітів, тим гостріше поставатиме питання оптимальності економічної політики. В демократіях масштабні резерви повинні бути представлені як важлива складова макрофінансової стабільності. Відповідно, значне нагромадження в потенційно неоптимальних масштабах має спиратися на певну політичну легітимізацію, котра поділяється конкуруючими соціальними акторами. Конкурентне політичне середовище повинне мати раціональні аргументи на користь того, чому потрібні саме значні за обсягом, а не просто достатні резерви. І такі аргументи мусять приблизно однаково сприйматися представниками конкуруючих соціальних груп. У автократіях нагромадження в завищених обсягах спирається на дещо інший алгоритм легітимізації. Великі резерви можуть бути “побічним продуктом” політики, яка, з одного боку, сприяє економічному зростанню, з другого – навряд чи могла би бути реалізована за іншого політичного режиму. Жорстка економія експортоорієнтованого зростання чи монополізація доступу до сировинної ренти як спосіб запобігання її марнуванню є характерними прикладами. І вже тоді, коли вони стають ознакою “успіху” авторитарного режиму у сфері економічної політики, легітимізація великих резервів трансформується в критерій оцінки того, чи автократія якимсь чином здійснює “оплату лояльності”, чи перетворюється на тиранію визискуючих еліт. Мотивація останніх, на наш погляд, є однією з причин поглиблення від’єм-



ного значення чистих зовнішніх активів (резерви за мінусом зовнішніх зобов'язань) унаслідок волюнтаристського перерозподілу суспільного добробуту на користь власного непродуктивного споживання<sup>1</sup>.

По-четверте, однорідність суспільства перешкоджає створенню конкуруючими етнічними чи соціальними групами політичного напруження в масштабах, не сумісних із реалізацією економічної політики, сприятливої для нагромадження значних резервів. У випадку демократії гомогенність суспільства усуває передумови для різного сприйняття ролі резервів із метою забезпечення соціального добробуту. На нашу думку, інакше політична конкуренція неодмінно призводитиме до такого змагання за виборця, підсумком якого стане політика, що унеможливає підтримання великих обсягів резервів. Автократії у фрагментаризованих суспільствах можуть підтримувати владу шляхом приблизно рівномірного розподілу "плати за лояльність". У протилежному випадку вони стикаються з проблемою насильства, за якого політична ситуація в країні навряд чи сприятиме підтриманню резервів, більших від оптимальних.

По-п'яте, масштабні резерви генерують істотні витрати на стерилізацію та утримання. Ризик їх збільшення посилюється в міру переходу на плаваючий курс [25; 26]. З цього випливає дискусійне питання, чи повинна фіскальна ціна надмірних зовнішніх активів центробанків прийматися на політичному рівні. Або не вважатися власне ціною з огляду на сам факт володіння резервами, або бути кращою політичною альтернативою в разі недосяжності чи небажаності таких змін у якості інститутів, котрі призведуть до появи інших способів адаптації до шоків, як-от розвиток фінансового сектору або плаваючий курс.

Друга лінія аргументів стосується проблеми вибору на користь саме нагромадження резервів, а не розвитку інститутів, що були б сумісними з альтернативними механізмами пристосування до шоків. Альтернативні канали адаптації до шоків – розвиток фінансового ринку та гнучкий обмінний курс – не працюють окремо, а швидше взаємодоповнюють один одного. Однак для того, щоб вони запрацювали як канали макроекономічної адаптації, щодо котрих існуватиме певний політичний консенсус, потрібні певні інституціональні передумови. Для виконання фінансовим сектором функції адаптації до шоків фінансова система повинна бути розвиненою настільки, щоб ефективно перерозподіляти ризики, забезпечувати доступ до фінансування, адже тоді відбувається згладжування споживання в часі. А рух у напрямі такого рівня фінансового розвитку можливий тільки в разі наявності інститутів забезпечення захисту прав інвесторів і кредиторів. Окрім

<sup>1</sup> Подібні ефекти добре відомі з літератури, де описано хижацьке захоплення ренти та відповідну деградацію макроекономічної дисципліни (див.: Auty R. The Political Economy of Resource-driven Growth. *European Economic Review*. 2001. No. 45. P. 839–846; Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. *Economic Journal*. 2004. Vol. 17. P. 370–400; Arezki R., Bruckner M. Commodity Windfalls, Polarization, and Net Foreign Assets: Panel Data Evidence on the Voracity Effect. *IMF Working Paper*. 2010. No. 209. P. 1–25).

того, сама політична система має бути неекспропріаційною за своєю сутністю. Також для фінансового розвитку необхідна макроекономічна стабільність [27–29]. Низька інфляція й відсутність різких, істотних змін характеру макроекономічної політики є передумовами формування дохідності фінансових інструментів, консистентної з продуктивністю економіки. Інакше будуть серйозні проблеми з попитом на фінансування.

Оскільки, крім правових інститутів і базової модальності політичного режиму, для фінансового розвитку потрібна цінова стабільність, на перший план виступає питання незалежності центробанку як інституціонального рішення. Не менш важливим є те, як таке рішення впливає на можливості щодо вибору оптимального режиму обмінного курсу. Інституціональний вибір на користь посилення автономних функцій центробанку суперечить надмірному нагромадженню резервів, якщо воно буде пріоритетом. Можна припустити, що в більш ординарних ситуаціях незалежність центробанку швидше допомагає із підтриманням певного оптимального рівня резервів, коли це не суперечить ціновій стабільності, але не у випадку з надмірним нагромадженням. При цьому слід зауважити таке.

- Досягнення цінової стабільності спирається здебільшого на відповідний мандат монетарних органів, автономію в прийнятті ними рішень та політичний консенсус із приводу того, що ключові соціальні актори вважають незалежність центробанку. Для забезпечення всіх цих умов необхідне верховенство права [30; 31], котре за визначенням обмежує дії політиків і гарантує, що делегована центробанкам незалежність не скасовується (не підміняється, не перекручується) відповідно до електоральних процесів чи інших суспільних викликів. А верховенство права здебільшого досягається за демократичного політичного режиму. Хоча це не означає, що в автократіях не існує специфічного верховенства права. Воно зазвичай сфокусоване на приватному праві. Питання, що регулюються публічним правом, підпадають під дещо іншу модальність, котра відповідає принципу балансу між збереженням влади автократа й наділенням рентами як “платою за лояльність”. Невипадково, що в автократіях рівень незалежності центробанків нижчий, ніж у демократіях, але останні самі по собі не є гарантією успішності формально незалежних монетарних органів [20; 21]. Поєднання верховенства права та демократичного режиму зближує формальну й фактичну незалежність центробанку. Водночас у разі, коли цінова стабільність є предметом політичного консенсусу, її досягнення можливе й за меншої незалежності центробанку, якщо в суспільстві спостерігається високий ступінь колективної довіри.

- Якщо центробанк фактично незалежний та є суспільний консенсус щодо цінової стабільності, нагромадження валютних резервів у великих масштабах стає малоймовірним у довгостроковому періоді. Звідси випливає припущення, що більш незалежні центробанки не схильні до нагромадження значних резервів [19]. Вони покладаються на досягнення цінової стабільності не через гіпертрофію зовнішніх активів, а через виважену монетарну

політику, котра, у свою чергу, захищена від політичного втручання. А можливість стійкого й тривалого в часі політичного консенсусу щодо пріоритету цінової стабільності перед гіпертрофією резервів великою мірою обумовлюється політичною інтерпретацією ролі валютного курсу в забезпеченні макроекономічної стабільності.

- Оскільки нагромадження резервів і гнучкість валютного курсу перебувають у оберненій залежності (при цьому валютний курс є каналом макроекономічної адаптації), політичний консенсус щодо гнучкішого обмінного курсу утвориться тоді, коли кумулятивні вигоди від цього перевищуватимуть втрати від фіксації. Чим сильніше ефективність гнучкого обмінного курсу підкріплюється розвинутою фінансовою системою, чим більш руйнівними є наслідки фіксації курсу, тим швидше формуватиметься політичний консенсус щодо тієї інституціональної траєкторії, яка фіксуватиме курсову гнучкість, політику цінової стабільності та підтримку верховенства права. А в рамках останнього забезпечується гарантія прав учасників фінансової системи й гарантія невтручання політиків у реалізацію центробанком мандату цінової стабільності. Природно припустити, що таке поєднання є ймовірнішим для демократій. І навпаки, чим більш деструктивними для економіки будуть курсові коливання, чим менше правові інститути сприяють поглибленню фінансової системи, тим вищою є ймовірність існування політичного консенсусу щодо істотнішої фіксації курсу. Але утримання такої фіксації теж потребує відповідної макроекономічної політики. Якщо загальна слабкість інститутів поширюється на центробанк, то його здатність до підтримання фіксованого курсу обмежена в часі. Інакше потрібно усунути вплив на монетарну політику з боку слабких інститутів. У демократіях із такими інститутами зробити це вкрай важко, іноді навіть неможливо. Слабкі інститути створюють широке поле для змагального попуплізму та підпорядкування монетарної політики електоральним цілям, а в окремих випадках – перерозподільчим цілям шляхом “захоплення” регулятора. В автократіях ця проблема розв’язується простіше, адже є можливість радикально скоротити політичні витрати на бюджетні переговори. В результаті більш залежний центробанк орієнтується на підтримку фіксації курсу, а цінова стабільність досягається через контрциклічну фіскальну політику. Нагромадження резервів стає продовженням ув’язки між автократичним режимом, фіксованими курсами й слабким центробанком.

- Випадок із акумулюванням масштабних резервів у сировинних автократіях показує, чому за цього політичного режиму швидше обирається фіксований курс [32; 33]. З одного боку, відповідь на це питання зводиться до того, що це найпростіший спосіб забезпечити макроекономічні передумови лояльності до режиму в умовах контрольованого центробанку; з другого – існує закономірність, що автократія є способом нейтралізувати марнування сировинної ренти шляхом монополізації доступу до неї. А значні надходження валюти до сировинних експортерів поглинатимуться валютними резервами й фондами суверенного багатства, що уможлиблює підтримку

фіксованих курсів, реалізацію контрциклічної фіскальної політики, що в сукупності розв'язує проблему забезпечення макроекономічного підґрунтя для політичної стабільності.

Схильність сировинних економік до фіксованих курсів певною мірою впливає з амплітуди коливання світових цін. Його негативні наслідки краще нейтралізувати за рахунок зміни обсягів резервів, а не номінального курсу, беручи до уваги його вплив на інші сектори економіки в умовах слабого фінансового сектору [32; 34; 35]. А слабкість останнього в сировинних економіках пов'язана з тим, що екстрактивні галузі схильні до чималих зовнішніх запозичень. Утім, національний фінансовий сектор не може задовольнити великі потреби в ресурсах унаслідок низької якості інститутів [36]. Не випадково, якраз сировинний бум початку 2000-х років став переломним моментом, коли автократії випередили демократії на шляху нагромадження масштабних резервів [19]. Природно, що саме специфіка інститутів, котрі це уможливають, виступає на перший план, оскільки боротьба за ренту йде в протилежному напрямку. Водночас приклад азійських експортерів засвідчує, що фактор сировинного багатства може бути не визначальним.

У табл. 1 відображено результати політико-економічного аналізу проблеми нагромадження значних резервів у контексті альтернативних політичних режимів.

**Таблиця 1. Інституціональний вимір нагромадження резервів у розрізі політичних режимів**

<b>Фактори</b>	<b>Автократії</b>	<b>Демократії</b>
Мотив нагромадження	“Побічний продукт” економічної політики, що уможливорює “оплату лояльності” та згодом перетворюється на символ могутності режиму	Створення “подушки безпеки”, що стає ключовим елементом макрофінансової стабільності, щодо якого існує відносна суспільна згода
Електоральний цикл	Чутливість динаміки обсягу резервів до електорального циклу спостерігається лише в окремих випадках	Чутливість тенденції змін резервів до електорального циклу обернено пропорційна силі суспільної згоди з приводу їх ключового значення як макрофінансового буфера
Роль обмінного курсу	Оскільки автократії тяжіють до фіксованих курсів, нагромадження резервів заміщує процес макроекономічної адаптації	Оскільки демократіям частіше властивий плаваючий курс, резерви виконують роль оптимального поєднання різних каналів макроекономічної адаптації
Роль фінансового сектору	Фінансовий сектор може слугувати амортизатором шоку в окремих випадках, коли автократія створює специфічні інститути розвитку фінансової системи. Загалом порівнянна слабкість фінансового сектору спонукає до альтернативної макроекономічної адаптації у вигляді коливання обсягу резервів або змін запасів фіскальних буферів	Сильний фінансовий сектор спроможний слугувати амортизатором шоку, але для цього потрібні якісні інститути, що разом уможливорює альтернативні варіанти макроекономічної адаптації. В інших випадках резерви компенсують інституціональні провали фінансового розвитку. Якщо інститути слабкі, країна буде неспроможна ні розвинути фінансовий сектор, ні нагромадити резерви

Закінчення табл. 1

Фактори	Автократії	Демократії
Значення незалежності центробанку	Інституціональна слабкість центробанку щодо підтримки цінової стабільності компенсується активною фіскальною політикою (фіскальні буфери). Центробанк підлаштовується під потреби щодо підтримання сталого обмінного курсу та відповідного управління значними резервами	В чистому вигляді інституціонально слабкий центробанк не здатний захищати резерви в разі безвідповідальної політики уряду. Разом із тим сильний центробанк може гарантувати цінову стабільність із меншим обсягом резервів. Для акумулювання резервів у великих обсягах необхідне специфічне поєднання "дозованої" незалежності центробанку з політичними передумовами стриманої макроекономічної політики
Фіскальні втрати	Можуть ігноруватися через відсутність альтернативного політичного погляду на економічну політику	Можуть прийматись у разі загалом толерантного ставлення до гіпертрофії резервів
Фрагментаризація суспільства	Нейтралізується специфікою політичного режиму та його здатністю "оплачувати лояльність". У інших випадках значні резерви можуть стати здобиччю конкуруючих суспільних фракцій	Ускладнює нагромадження резервів у великих обсягах, оскільки перерозподільчі наслідки й фіскальні втрати такої політики легко перетворюються на інструмент політичної боротьби між конфліктуючими суспільними групами
Ресурсне багатство	Є основною передумовою гіпертрофії резервів. Фонди суверенного багатства виступають функціональним продовженням активної фіскальної політики	Є основною передумовою гіпертрофії резервів тільки за досягнення певного рівня інституціональної зрілості. Створення фонду суверенного багатства може бути найкращою альтернативою
Експортно-орієнтоване зростання	Слугує важливою передумовою гіпертрофії резервів, яка не є проблемою за політичного режиму, що обмежує політичні запити на більші обсяги поточного споживання	Може призвести до масштабного нагромадження лише в разі переконливої суспільної згоди на утримання від поточного споживання. Однак така ситуація завжди вразлива до альтернативних варіантів стимулювання зростання в конкурентному політичному середовищі, внаслідок чого гіпертрофія резервів є малоймовірною

Складено автором.

### Емпірична оцінка драйверів нагромадження резервів

Автори емпіричних досліджень не одностайні щодо вибору залежної змінної. В окремих випадках це резерви на одиницю населення, резерви до М2 або резерви до ВВП<sup>1</sup>. Те саме стосується незалежних змінних, вибір котрих продиктований конкретними дослідницькими завданнями. Для того щоб підкреслити факт надмірного нагромадження з метою побудови багатofакторної регресійної моделі (тестується в дев'яти специфікаціях, табл. 2), незалежна змінна позначається як "резерви в місяцях імпорту – 3" та "спів-

<sup>1</sup> Див., наприклад: Jäger K. The Role of Regime Type in the Political Economy of Foreign Reserves Accumulation. *European Journal of Political Economy*. 2016. Vol. 44. P. 79–96; Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. *Economic Journal*. 2004. Vol. 17. P. 370–400; Han I. The Political Economy of Reserve Accumulation in the Developing World. *The Korean Journal of International Relations*. 2006. Vol. 46, No. 5. P. 231–248.



відношення резервів і короткострокового зовнішнього боргу – 100 %”. В обох випадках джерелом даних є статистика Світового банку (*World Development Indicators*). Остання змінна гіпотетично краще відповідає ідеї завбачливого нагромадження з мотиву самострахування (*precautionary demand*), але доступна для значно меншого числа країн. За її допомогою було протестовано базове рівняння, яке загалом не відрізнялося від випадку із застосуванням першої змінної, тому ці результати не наводяться. З міркувань статистичної надійності було обрано показник “резерви в місяцях імпорту – 3”, оскільки він покриває набагато більше країн. До вибірки увійшло 164 країни, охоплений період – 2000–2018 рр.

Вибір незалежних змінних у цій статті зумовлений запропонованими теоретичними міркуваннями, на основі яких можна зробити певні припущення про потенційний вплив політико-економічних/інституціональних факторів на здатність центробанків до нагромадження зовнішніх активів. Завдяки цьому обрана залежна змінна тестується на предмет зв'язку з незалежними змінними.

Перелік контрольних незалежних змінних включає:

- $\ln \text{GDP per capita}$  – ВВП на одну особу. Відповідно до більшості теоретичних розвідок припускається, що для нагромадження значних резервів потрібен певний ефект масштабу. Також чимало бідних країн не здатні до нагромадження резервів через слабкість інститутів і атрофію припливу валют. Тому очікується наявність додатного зв'язку між показником  $\text{GDP per capita}$  та обраною залежною змінною. Логарифмування здійснюється для нейтралізації ефекту істотної варіації показників у вибірці. Джерело даних – *World Development Indicators*;

- $\text{FinOp}$  – фінансова відкритість. Теоретично чим фінансово відкритішою є країна, тим гнучкіший у неї обмінний курс, тим більшою мірою потоки капіталу пристосовуються до внутрішніх макроекономічних процесів і тим менш імовірною є її вразливість до серйозних шоків потоку капіталів, що зменшує попит на резерви. Очікується, що зв'язок між фінансовою відкритістю та залежною змінною від'ємний. Кількісним індикатором фінансової відкритості обрано нормалізоване значення Chinn-Ito-індексу зі статистичної бази Aizenman-Chinn-Ito Trilemma Statistics;

- $\ln \text{FinDepth}$  – фінансова глибина. Припускається, що чим глибшою є фінансова система, тим краще вона амортизує шоки, знижуючи попит на резерви. Ця змінна представлена логарифмованим показником співвідношення внутрішнього банківського кредиту приватному сектору та ВВП, узятим зі статистики Світового банку. Хоча вона не повною мірою відображає фінансовий розвиток і може не враховувати модель фінансової системи (ринково-центрична чи банківсько-центрична), для переважної частини країн із низькими й середніми доходами саме фінансова глибина є найбільш показовою. Теоретично передбачуваним є обернений зв'язок;

- $\ln \text{Comm}$  – частка непромислового експорту. Ця змінна обирається як проксі сировинного багатства з поправкою на те, що країни з розвиненим

аграрним сектором мають подібну вразливість. Джерело даних – World Development Indicators. Теоретично сировинне багатство повинне бути прямо пов'язане з попитом на резерви, але таке припущення не є жорстким, оскільки для цього потрібні додаткові інституціональні передумови. Також не всі країни, що нагромадили значні резерви, є сировинними експортерами. Для додаткового контролю використовується змінна Economic Complexity Index (ECI). Оскільки сировинна спеціалізація обернено залежить від економічної складності, ймовірно, що остання може краще пояснити здатність до нагромадження резервів у країнах, не дуже багатих на ресурси. В цьому випадку припускається обернений зв'язок;

- DemInd – змінна політичного режиму. Представлена у вигляді Democracy Index, котрий обраховується Heritage Foundation. Значення індексу, менше 4, вказує на автократичний режим, понад 4 – демократичний (із різними варіантами якості демократії, що не є предметом дослідження). Теоретично зв'язок може бути як прямим, так і оберненим, залежно від додаткових інституціональних передумов, хоча очікується від'ємне значення при коефіцієнті з огляду на інші емпіричні свідчення.

Перелік змінних інституціонального аналізу охоплює:

- RoFL (Rule of Law Index) – індикатор верховенства права зі статистики Світового банку, покликаний репрезентувати якість інститутів як найбільш загальну, але містку інституціональну характеристику країни. Зв'язок тестується безпосередньо (хоча теоретично може бути й прямим, і оберненим) та у взаємодії з індексом незалежності центробанку;

- FE – проксі неоднорідності суспільства. Ця змінна представлена як Fractionalized Elites sub-Index of Fragile State Index, який засвідчує фрагментацію еліт, або дистанцію між інтересами різних суспільних груп, вказуючи на потенційні напруження в суспільстві внаслідок його соціально-економічної неоднорідності. Обраховується Фондом миру (*The Peace Fund*). Припускається, що недостатня однорідність суспільства послаблює здатність до нагромадження резервів;

- EF – альтернативна проксі неоднорідності суспільства. В нашому випадку це показник етнічної фрагментації, визначений для аналізу впливу потенційних міжетнічних напружень на економічні процеси [37]. Аналогічно припускається, що ймовірні конфлікти, зумовлені недостатньою етнічною однорідністю, обмежують здатність до нагромадження резервів;

- GMT – GMT-індекс незалежності центральних банків, оновлений для більшого числа країн [38]. Зважаючи на теоретичні дискусії, припускається, що він повинен перебувати в оберненому зв'язку із залежною змінною. Також для оцінки фактичної незалежності центробанку додатково тестується взаємодія цього показника з індексом верховенства права й індикатором гнучкості обмінного курсу (ExRF), котрий є нормалізованим значенням курсової волатильності зі статистичної бази Aizenman-Chinn-Ito Trilemma Statistics. Змінна курсової гнучкості не обирається безпосередньо для тестування через потенційну наявність нелінійних зв'язків із процесом нагро-

мадження резервів. Але у взаємодії з незалежністю центрального банку вона краще відображає профіль монетарного режиму, в рамках якого має спостерігатися менший попит на валютні резерви.

Результати регресійного аналізу наведено в табл. 2. На основі цих даних можна зробити низку узагальнень. По-перше, є беззаперечним факт, що здатність до нагромадження значних резервів підпорядковується ефекту масштабу. Змінна масштабу економіки має теоретично передбачуваний знак у всіх специфікаціях. Також у всіх них, за винятком однієї, присутня статистична значущість зв'язку. Теоретично цю закономірність можна пояснити тим, що масштаб економіки опосередковано відображає питоме зниження витрат на стерилізацію та інші негативні прояви гіпертрофії резервів. Такий висновок не означає, що здатність до нагромадження резервів зумовлюється виключно рівнем економічного розвитку. Скоріше результати регресійного аналізу вказують на те, що надмірні резерви чутливіші до рівня розвитку економіки в тому розумінні, в якому він уможливає стійкі та істотні обсяги чистого припливу валюти.

По-друге, зафіксовано теоретично передбачуваний обернений зв'язок фінансової відкритості із залежною змінною, хоча його статистична значущість є недостатньою. Водночас очікуваного прямого зв'язку проксі сировинного багатства не спостерігалось. За винятком однієї специфікації, в усіх випадках статистична значущість цієї змінної також недостатня. Отже, можна припустити, що структурні фактори загалом є вагомими при поясненні здатності країни нагромаджувати чималі резерви, але з поправкою на її політико-економічну специфіку. Зазначене чітко видно на прикладі змінної кредитної глибини. Вона має в сімох специфікаціях із дев'яти коректний напрям зв'язку, але в усіх він недостатньо статистично значущий. Специфікація (3) цікава тим, що застосування замість проксі сировинного багатства індексу економічної складності призводить до зміни напряму зв'язку у випадку індикатора кредитної глибини. Це може означати, що чим диверсифікованішою є економіка, тим більше розвинута банківська система потребує захисту з боку резервів. Таке трактування є близьким до феномену фінансового меркантилізму [4]. Аналогічною є ситуація в специфікації (4) з проксі верховенства права. Країни з інститутами низької якості, що прагнуть до поглиблення фінансової системи, збільшують попит на резерви. Втім, у таких специфічних випадках статистична значущість зв'язків є недостатньою. Але це не применшує важливості для окремих країн мотиву нагромадження, що пов'язаний із політикою фінансового протекціонізму.

По-третє, політичний режим є принциповим фактором, котрий обумовлює здатність до нагромадження резервів у великих обсягах. Індекс демократії перебуває в оберненому зв'язку із залежною змінною в усіх специфікаціях рівняння регресії, й такий зв'язок є статистично значущим за винятком специфікації (8). Здатність автократій до нагромадження чималих резервів, однак, не пояснюється суто сировинним фактором, як можна було б очікувати. Швидше за все на користь автократій свідчить певна сукупність

Таблиця 2. Результати регресійного аналізу

Змінна	Специфікації								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ln GDP per capita	1,36798 (2,8846) 0,00467	1,07927 (2,4946) 0,01388	1,20756 (2,1827) 0,03128	0,37911 (0,7105) 0,47941	1,51766 (3,0591) 0,00276	1,42689 (2,951) 0,00386	1,46304 (3,1031) 0,00241	0,6351 (1,5267) 0,13066	1,30922 (3,16823) 0,001961
FinOp	-2,04849 (-1,3688) 0,17368	-1,71269 (-1,2811) 0,20247	-1,01332 (-0,5845) 0,56012	-0,3709 (-0,273) 0,7857	-1,8434 (-1,221) 0,22451	-2,1805 (-1,395) 0,16565	-1,772 (-1,192) 0,23571	-0,0638 (-0,050) 0,96024	-1,72607 (-1,1669) 0,24562
Ln FinDepth	-1,11198 (-1,4323) 0,15472	-0,30585 (-0,4407) 0,66016	0,17165 (0,19252) 0,84771	0,0147 (0,0198) 0,98424	-1,1332 (-1,459) 0,14714	-0,9942 (-1,237) 0,21872	-1,3364 (-1,721) 0,0879	—	—
Ln Comm	-0,90184 (-1,3909) 0,16691	—	—	-0,9329 (-1,597) 0,11411	-0,8206 (-1,257) 0,21149	-1,0349 (-1,531) 0,12849	-1,0494 (-1,625) 0,10684	-1,1002 (-2,131) 0,03607	-0,93862 (-1,509) 0,133901
ECI	—	—	-0,42011 (-0,5443) 0,58741	—	—	—	—	—	—
DemInd	-0,90949 (-3,2749) 0,00139	-0,73942 (-2,8239) 0,00550	-0,85014 (-2,6031) 0,01058	-0,3121 (-0,799) 0,42631	-0,6883 (-1,957) 0,05273	-0,8971 (-3,182) 0,00189	-0,7329 (-2,531) 0,01273	-0,1985 (-0,611) 0,54265	-0,73078 (-2,527) 0,01284
RofL	—	—	—	-5,9875 (-1,117) 0,2672	—	—	—	—	—

Закінчення табл. 2

Змінна	Специфікації								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FE	—	—	—	—	0,29636 (1,0249) 0,30752	—	—	—	—
EF	—	—	—	—	—	1,51139 (0,7549) 0,45189	—	—	—
GMT	—	—	—	—	—	—	-4,5379 (-1,917) 0,05778	—	—
GMT* RoFL	—	—	—	—	—	—	—	-10,204 (-3,384) 0,00109	—
GMT* ExRF	—	—	—	—	—	—	—	—	-1,40767 (-2,3893) 0,018494
Intercept	14,00840 (3,3389) 0,001131	6,68796 (3,3966) 0,000909	5,02533 (1,6713) 0,09764	10,2204 (2,4622) 0,01593	10,2469 (1,8386) 0,06856	13,3754 (3,0923) 0,00249	16,7764 (3,8196) 0,00022	9,9503 (4,0031) 0,00014	12,1308 (3,7887) 0,00024
R <sup>2</sup>	0,1488	0,1013	0,1071	0,107	0,1565	0,1522	0,1752	0,2041	0,1738
F-Statistics	F(5,116) = 4,0559	F(4,128) = 3,6053	F(5,105) = 2,5198	F(6,81) = 1,619	F(6,115) = 3,557	F(6,114) = 3,412	F(6,115) = 4,07	F(5,82) = 4,205	F(5,116) = 4,900

Розраховано за допомогою пакета STATISTICA.



факторів, а саме: нечутливість резервів до політичного бізнес-циклу, неявні гарантії стійкого макроекономічного курсу, здатність до побудови контрциклічних фіскальних механізмів без втрат на бюджетні переговори, селективний підхід до гарантій прав інвесторів, потреба у формуванні резервів для компенсації ризиків погіршення платіжного балансу внаслідок політики “оплати лояльності” тощо.

По-четверте, вагомість політичного режиму простежується також у тому, що такі інституціональні фактори потенційної нездатності до нагромадження резервів, як етнічна фрагментація чи наявність елітних груп, компенсуються спроможністю автократій до раціональної макроекономічної політики. Цей висновок не заперечує того факту, що автократії в неоднорідних суспільствах часто схильні до визискування ренти та експропріації політичних конкурентів. Але якраз такі режими й не здатні до нагромадження резервів через політичну вразливість до переворотів і неспроможність проводити макроекономічну політику, котра усувала б передумови для соціального невдоволення. Тобто автократичні режими, орієнтовані на певну соціальну інклюзію, найбільше зацікавлені в гіпертрофії резервів, оскільки саме з ними пов'язаний успіх компенсації всіх інших інституціональних імперфекцій.

По-п'яте, верховенство права безпосередньо не засвідчило істотного впливу на здатність до нагромадження великих резервів. Спостерігається обернений зв'язок між індексом верховенства права та залежною змінною, але він не є статистично значущим. Проте цікавішим фактом є те, що включення змінної  $RofL$  різко погіршує статистичну значущість решти. Специфікація (4) єдина, в якій жодна змінна, попри коректний напрямок зв'язку, не досягла статистичної значущості. Цей феномен можна пояснити складнішими формами взаємодії між, наприклад, політичним режимом і верховенством права або між останнім та здатністю до перетворення чистого припливу валюти на чинник економічного розвитку.

По-шосте, незалежність центрального банку є також ключовою для розуміння схильності до акумулювання резервів. Як видно зі специфікації (7), незалежні центробанки справді менш схильні до володіння масштабними резервами. Змінна  $GMT$  дуже близька до статистичної значущості. Ще більш промовистою є фактична незалежність, виражена взаємодією змінних  $GMT$ -індексу та індексу верховенства права. У випадку специфікації (8) простежується тісний обернений зв'язок, котрий знижує статистичну значущість показників економічного розвитку й політичного режиму, але посилює значущість оберненого зв'язку нагромадження резервів і сировинного багатства. Зазначене можна пояснити тим, що у випадку фактичної незалежності центральні банки, націлені на цінову стабільність, не схильні до гіпертрофії резервів безвідносно до рівня економічного розвитку, структури експорту та характеру політичного режиму. В цьому якраз і полягає непрямий прояв принципу верховенства права. Фактична незалежність центробанку є важливою точкою для побудови інституціональних траєкторій, у рамках ко-

трих зростає значення альтернативних резервам каналів макроекономічної адаптації. Специфікація (9) підтверджує цю думку. Незалежні центробанки, що проводять політику фактичного плавання обмінного курсу, не виявляють схильності до нагромадження великих резервів. Стейкий політичний консенсус довкола такої практики впливає зі здатності до створення інституціонального підґрунтя для альтернативних варіантів пристосування до шоків. Окрім того, це опосередковано підтверджує схильність автократій до більш залежних центробанків, котрі далекі від політики курсової гнучкості [20; 21].

Наведені результати регресійного аналізу підтверджують, що політико-економічні фактори й інституціональні параметри є важливими при обґрунтуванні варіантів вибору країнами механізмів макроекономічної адаптації. Пріоритет нагромадження валютних резервів визначається не тільки оптимальною курсовою гнучкістю за обмежень у вигляді структурних рис економіки. Він також відображає те, наскільки стійким буде політико-економічний консенсус щодо альтернативних варіантів адаптації. Пріоритет нагромадження актуалізується за умови інституціональних обмежень, подолання яких потребує зусиль у межах заданої політичної структури. Автократії формують кращий набір політико-економічних передумов для гіпертрофії резервів, тимчасом як демократії уможливають появу таких інституціональних траєкторій, у рамках котрих створюються можливості для розроблення альтернативних варіантів макроекономічної адаптації, що не вступають у суперечність із природою демократичного режиму. Незалежність центральних банків, гнучкість обмінного курсу та менш виражена залежність від сировинного багатства є ключовими факторами меншої схильності демократій до нагромадження резервів. Політичний бізнес-цикл і чутливість резервів до нього є швидше поясненням причин зміни обсягів резервів, а не їх масштабного нагромадження. Екстраполяція результатів дослідження на Україну дає підстави стверджувати: навіть якщо поточний рівень резервів нижчий за оптимальний, подальше їх акумулювання не може підмінити необхідність радикального поліпшення якості інститутів як передумови розвитку фінансової системи та підвищення її адаптивності до курсових коливань.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Традиційні теоретичні підходи пояснюють гіпертрофію резервів у категоріях монетарного меркантилізму, самострахування, конкурентного нагромадження тощо. Політико-економічний аналіз зосереджується на тому, який із політичних режимів краще відображає здатність до акумулювання зовнішніх активів. У ролі аргументів найчастіше наводяться вразливість демократій до політичного бізнес-циклу та відсутність у незалежних центробанків схильності до такого акумулювання.

Обмеженість чи то підходу політичного бізнес-циклу, чи то преференцій центробанку полягає в тому, що вони ігнорують декілька принципових моментів, а саме: статус центробанку є не інституціонально заданим, а одним із

варіантів інституціонального вибору; альтернативні нагромадженню резервів канали макроекономічної адаптації можуть розвинути за умови релевантного політико-економічного вибору щодо формування інституціональних передумов для фінансового розвитку та менш болісних курсових коливань; структурні характеристики економіки й суспільства здатні відігравати важливу роль при виборі оптимального дизайну макрофінансової стабільності, оскільки вони визначають профіль політико-економічного консенсусу щодо пріоритетів центробанку; політичне середовище обумовлює ступінь неприйняття фіскального тягаря стерилізації надмірних резервів тощо.

Емпірично підтверджено, що схильність до гіпертрофії резервів визначається рівнем економічного розвитку, авторитарним політичним режимом та вибором менш залежних центральних банків на користь нижчої курсової гнучкості. При цьому фактична незалежність монетарних органів і профіль монетарної політики щодо цінової стабільності й курсової гнучкості зменшують попит на надмірні резерви. Прямий вплив верховенства права, етнічної неоднорідності та групової подільності суспільства не відіграє вагомої ролі, якщо авторитарний режим здатний проводити стриману макроекономічну політику, проявом котрої є й забезпечення чистого припливу валюти, і, відповідно, нагромадження резервів. У демократіях схильність до високого попиту на резерви спостерігається там, де вже досягнутий певний рівень фінансової глибини потребує захисту від інституціональних імперфекцій. Водночас вибір на користь незалежного центробанку та режиму гнучкого курсу передбачає зосередження демократій на інституціональних змінах, що сприяють фінансовому розвитку. На думку автора, для України попит на резерви не повинен вважатися компенсатором недостатньої якості інститутів, які перешкоджають поглибленню фінансової системи.

### Список використаних джерел

1. Monetary Policy Framework in EMES: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability. *BIS Annual Economic Report* / BIS. 2019. P. 31–53. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>.
2. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *NBER Working Paper*. 2008. No. 14217. P. 1–48. URL: <https://doi.org/10.3386/w14217>.
3. Durda C. B., Mendoza E., Terrones M. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism. *IMF Working Paper*. 2007. No. 146. P. 1–54. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451867107.001>.
4. Aizenman J., Lee J. Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding. *The World Economy*. 2008. Vol. 31, Iss. 5. P. 1–22. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2008.01095.x>
5. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper*. 2003. No. 9971. P. 1–48. URL: <https://doi.org/10.3386/w9971>.
6. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries. *NBER Working Paper*. 2004. No. 10332. P. 1–52. URL: <https://doi.org/10.3386/w10332>.

7. The Accumulation of Foreign Reserves / European Central Bank. *ECB Occasional Paper*. 2006. February. No. 43. P. 3–73. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>.

8. Wijnholds O., Sondergaard L. Reserve Accumulation: Objective or By-Product? *ECB Occasional Paper*. 2007. No. 73. September. P. 3–45. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.165.6007&rep=rep1&type=pdf>.

9. Choi W. G., Sharma S., Stromqvist M. Capital Flows, Financial Integration, and International Reserves Holding: The Recent Experience of Emerging Market and Advanced Economies. *IMF Working Paper*. 2007. No. 151. P. 1–36. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451867152.001>.

10. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. *Open Economies Review*. 2007. No. 18 (2). P. 191–214. URL: <https://doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>.

11. Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration. *NBER Working Paper*. 2006. No. 12363. P. 1–36. URL: <https://doi.org/10.3386/w12363>.

12. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture. *NBER Working Paper*. 2007. No. 13277. P. 3–19. URL: <https://doi.org/10.3386/w13277>.

13. Aizenman J., Cheung Y., Ito H. International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There no End of Hoarding? *Journal of International Money and Finance*. 2015. Vol. 52. P. 102–126. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.11.015>.

14. Aizenman J., Chinn M., Ito H. “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics*. 2013. Vol. 21, Iss. 3. P. 447–458. URL: <https://doi.org/10.1111/roie.12047>.

15. The IMF’s Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions: Remarks by R. de Rato Managing Director, International Monetary Fund at the Aspen Institute, Rome, Italy, February 9, 2006. *IMF Speeches*. 2006. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp020906>.

16. Aizenman J., Marion N. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. *Economic Journal*. 2004. Vol. 17. P. 370–400. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1288138>.

17. Dreher A., Vaubel R. Foreign Exchange Reserves and the Political Business Cycle: A Panel Data Analysis. *Journal of International Money and Finance*. 2009. Vol. 28 (5). P. 755–775. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.12.007>.

18. McGrath L. Insuring Against Past Perils: The Politics of Post-Currency Crisis Foreign Exchange Reserves Accumulation. *Political Science Research and Methods*. 2016. Vol. 5, No. 3. P. 427–446. URL: <https://doi.org/10.1017/psrm.2016.9>.

19. Jäger K. The Role of Regime Type in the Political Economy of Foreign Reserves Accumulation. *European Journal of Political Economy*. 2016. September. Vol. 44. P. 79–96. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2016.05.001>.

20. Koziuk V. Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 235. P. 6–25. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.235.006>.

21. Koziuk V. Price Stability and Inflation Targeting in Commodity Economies: Macroeconomics versus a Political Economy? *Вісник Національного банку України*. 2018. № 244. С. 4–25. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2018.244.01>.

22. Козюк В. Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках. *Економічна теорія*. 2016. № 3. С. 82–102. URL: <https://doi.org/10.15407/eip2016.03.082>.

23. Disyatat P. Rationalizing Asia’s Foreign Reserves Build-up. *Bank of Thailand Economic Monitor*. 2003. December. P. 1–8.

24. Gosselin M.-A., Parent N. An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia. *Bank of Canada Working Paper*. 2005. No. 38. P. 1–40. URL: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp05-38.pdf>.
25. Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *NBER Working Paper*. 2006. No. 11952. P. 1–24. URL: <https://doi.org/10.3386/w11952>.
26. Mohanty M., Turner Ph. Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications. *BIS Quarterly Review*. 2006. September. P. 39–52. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0609f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0609f.pdf).
27. Aizenman J., Jinjark Y., Park D. Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis. *NBER Working Paper*. 2015. No. 20917. P. 1–37. URL: <https://doi.org/10.3386/w20917>.
28. Claessens S., Laeven L. Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance*. 2003. Vol. 58. P. 2401–2436. URL: <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x>.
29. Benchmarking Financial Development Around the World / M. Cihak, A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levine. *World Bank Policy Research Working Paper*. 2012. No. 6175. P. 1–32. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12031/wps6175.pdf>.
30. Nurbayev D. The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics*. 2017. Vol. 14 (4). P. 659–687. URL: <https://doi.org/10.1017/S1744137417000261>.
31. Hielscher K., Markwardt G. The Role of Political Institutions for the Effectiveness of Central Bank Independence. *European Journal of Political Economy*. 2012. Vol. 28 (3). P. 286–301. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2011.08.004>.
32. Aliyev R. Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. *CERGE-EI Working Papers*. 2014. No. 527. P. 1–36. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2555469>.
33. Wills S., Van der Ploeg R. Why Do So Many Oil Exporters Peg Their Currency? Foreign Reserves as a De-facto Sovereign Wealth Fund. IMF, 2014. URL: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/lic/pdf/Ploeg1.pdf>.
34. Aliyev I. Procyclicality in Resource-Rich Countries. *Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper*. 2013. No. 1. P. 1–24.
35. Aliyev R. Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. *CERGE-EI Working Papers*. 2012. No. 466. P. 1–49. URL: <https://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp466.pdf>.
36. Kurronen S. Financial Sector in Resource-Dependent Economies. *BOFIT Discussion Papers*. 2012. No. 6. P. 1–35. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2027444>.
37. Alesina A., Devleeschauwer A., Easterly W. Fractionalization. *NBER Working Paper*. 2002. No. 9411. P. 1–72. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.319762>.
38. Crowe C., Meade E. Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*. 2008. No. 119. P. 1–30. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451869798.001>.

## References

1. BIS. (2019). Monetary Policy Framework in EMEs: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability. *BIS Annual Economic Report*, 31–53. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>.
2. Obstfeld, M., Shambaugh, J., & Taylor, A. (2008). Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *NBER Working Paper*, 14217, 1–48. DOI: 10.3386/w14217.
3. Durda, C. B., Mendoza E., & Terrones, M. (2007). Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Merchantilism. *IMF Working Paper*, 146, 1–54. DOI: 10.5089/9781451867107.001.



4. Aizenman, J., & Lee, J. (2008). Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding. *The World Economy*, 31, (5), 1–22. DOI: 10.1111/j.1467-9701.2008.01095.x
5. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper*, 9971, 1–48. DOI: 10.3386/w9971.
6. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber P. (2004). The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries. *NBER Working Paper*, 10332, 1–52. DOI: 10.3386/w10332.
7. European Central Bank. (2006, February). The Accumulation of Foreign Reserves. *ECB Occasional Paper*, 43, 3–73. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>.
8. Wijnholds, O., & Sondergaard, L. (2007, September). Reserve Accumulation: Objective or By-Product? *ECB Occasional Paper*, 73, 3–45. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.165.6007&rep=rep1&type=pdf>.
9. Choi, W. G., Sharma, S., & Stromqvist, M. (2007). Capital Flows, Financial Integration, and International Reserves Holding: The Recent Experience of Emerging Market and Advanced Economies. *IMF Working Paper*, 151, 1–36. DOI: 10.5089/9781451867152.001.
10. Aizenman, J., & Lee, J. (2007). International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. *Open Economies Review*, 18 (2), 191–214. DOI: 10.1007/s11079-007-9030-z.
11. Aizenman, J., & Riera-Crichton, D. (2006). Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration. *NBER Working Paper*, 12363, 1–36. DOI: 10.3386/w12363.
12. Aizenman, J. (2007). Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture. *NBER Working Paper*, 13277, 3–19. DOI: 10.3386/w13277.
13. Aizenman, J., Cheung, Y., & Ito, H. (2015). International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There no End of Hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52, 102–126. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2014.11.015.
14. Aizenman, J., Chinn, M., & Ito, H. (2013). “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics*, 21 (3), 447–458. DOI: 10.1111/roie.12047.
15. De Rato, R. (2006, February 9). The IMF’s Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions. *IMF Speeches*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp020906>.
16. Aizenman, J., & Marion, N. (2004). International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. *Economic Journal*, 114, 370–400. DOI: 10.2139/ssrn.1288138.
17. Dreher, A., & Vaubel, R. (2009). Foreign Exchange Reserves and the Political Business Cycle: A Panel Data Analysis. *Journal of International Money and Finance*, 28 (5), 755–775. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2008.12.007.
18. McGrath, L. (2016). Insuring Against Past Perils: The Politics of Post-Currency Crisis Foreign Exchange Reserves Accumulation. *Political Science Research and Methods*, 5 (3), 427–446. DOI: 10.1017/psrm.2016.9.
19. Jäger, K. (2016, September). The Role of Regime Type in the Political Economy of Foreign Reserves Accumulation. *European Journal of Political Economy*, 44, 79–96. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2016.05.001.
20. Koziuk, V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 235, 6–25. DOI: 10.26531/vnbu2016.235.006.
21. Koziuk, V. (2018). Price Stability and Inflation Targeting in Commodity Economies: Macroeconomics versus a Political Economy. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 244, 4–25. DOI: 10.26531/vnbu2018.244.01.

22. Koziuk, V. (2016). Financial development, forex reserves and political regimes in resource rich economies *Economic Theory*, 3, 82–102. DOI: 10.15407/eip2016.03.082 [in Ukrainian].
23. Disyatat, P. (2003, December). Rationalizing Asia's Foreign Reserves Build-up. *Bank of Thailand Economic Monitor*, 1–8.
24. Gosselin, M.-A., & Parent, N. (2005). An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia. *Bank of Canada Working Paper*, 38, 1–40. Retrieved from <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp05-38.pdf>.
25. Rodrik, D. (2006). The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *NBER Working Paper*, 11952, 1–24. DOI: <https://doi.org/10.3386/w11952>.
26. Mohanty, M., & Turner, Ph. (2006, September). Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications. *BIS Quarterly Review*, 39–52. Retrieved from [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0609f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0609f.pdf).
27. Aizenman, J., Jinjark, Y., & Park, D. (2015). Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis. *NBER Working Paper*, 20917, 1–37. DOI: 10.3386/w20917.
28. Claessens, S., & Laeven, L. (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance*, 58, 2401–2436. DOI: 10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x.
29. Cihak, M., Demircuc-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Development Around the World. *World Bank Policy Research Working Paper*, 6175, 1–32. Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12031/wps6175.pdf>.
30. Nurbayev, D. (2017). The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics*, 14 (4), 659–687. DOI: 10.1017/S1744137417000261.
31. Hielscher, K., & Markwardt, G. (2012). The Role of Political Institutions for the Effectiveness of Central Bank Independence. *European Journal of Political Economy*, 28 (3), 286–301. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2011.08.004.
32. Aliyev, R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. *CERGE-EI Working Papers*, 527, 1–36. DOI: 10.2139/ssrn.2555469.
33. 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*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/lic/pdf/Ploeg1.pdf>.
34. Aliyev, R. (2013). Procyclicality in Resource-Rich Countries. *Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper*, 1, 1–24.
35. Aliyev, R. (2012). Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. *CERGE-EI Working Papers*, 466, 1–49. Retrieved from <https://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp466.pdf>.
36. Kurronen, S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. *BOFIT Discussion Papers*, 6, 1–35. DOI: 10.2139/ssrn.2027444.
37. Alesina, A., Devleeschauwer, A., & Easterly, W. (2002). Fractionalization. *NBER Working Paper*, 9411, 1–72. DOI: 10.2139/ssrn.319762.
38. Crowe, C., & Meade, E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*, 119, 1–30. DOI: 10.5089/9781451869798.001.