

# Незалежність центральних банків у сировинних економіках

Віктор Козюк

Тернопільський національний економічний університет

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

JEL E58, E59, O23, Q33.

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

## I. Вступ

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

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

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

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

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

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

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

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

## II. Теоретичні рамки дослідження: огляд літератури

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 2. Монетарна автономія в сировинних економіках

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

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

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

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

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

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

#### 1. Політекономія функціонального вибору щодо залежніших центробанків

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

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

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

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

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

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

Джерело: складено автором.



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

## 2. Панівний тренд реформ центральних банків

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

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

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

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

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

|                          | Політична |         | Економічна |         | Загальна |         |
|--------------------------|-----------|---------|------------|---------|----------|---------|
|                          | 1980-ті   | 2000-ні | 1980-ті    | 2000-ні | 1980-ті  | 2000-ні |
| <b>Африка</b>            | 0.17      | 0.37    | 0.52       | 0.72    | 0.33     | 0.53    |
| <b>Азія та Океанія</b>   | 0.21      | 0.54    | 0.41       | 0.73    | 0.30     | 0.63    |
| <b>Європа</b>            | 0.32      | 0.79    | 0.27       | 0.98    | 0.30     | 0.88    |
| <b>Близький Схід</b>     | 0.25      | 0.40    | 0.36       | 0.68    | 0.30     | 0.53    |
| <b>Латинська Америка</b> | 0.36      | 0.50    | 0.36       | 0.88    | 0.36     | 0.67    |
| <b>Загалом</b>           | 0.28      | 0.56    | 0.38       | 0.84    | 0.32     | 0.68    |

Джерело: Arnone et al. (2007).

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

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

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

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

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

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

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

## IV. Експорт ресурсів та незалежність центробанків

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

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

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

Таблиця 4. GMT-індекс у розрізі груп країн

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

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

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

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

**Таблиця 5. Розширений CWN-індекс у розрізі груп країн**

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

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

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

**Таблиця 6. Індекс прозорості в розрізі груп країн**

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

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

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

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

**Таблиця 7. TOR-індекс у розрізі груп країн**

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

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

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

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

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

Таблиця 8. Монетарні режими в країнах, багатих на ресурси

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$Y = a + b_1 \times \ln X_1 + b_2 \times \ln X_2 + b_3 \times X_3, (1)$$

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

$X_1$  – минула інфляція. Значення показника минулої інфляції в літературі оцінюється як важливий драйвер посилення монетарної автономії в тому сенсі, що чим суворішим був інфляційний досвід країни, тим більше вона схильна до такого антиінфляційного інституту, як незалежний центральний банк. За показник минулої інфляції обрано середнє значення зміни ІСЦ за 1987 – 1996 рр. З одного боку, впродовж цього періоду завершилася смуга гіперінфляцій. З іншого – він передував наймасштабнішій смузі реформ центральних банків у багатьох країнах світу. Важливість даної незалежної змінної обґрунтовується тим, що досвід інфляції незалежно від багатства на ресурси може справляти вплив на показник GMT-індексу. Причому застосування цієї змінної дає змогу елімінувати ризик неоднорідності сировинних експортерів у плані успішності монетарної політики в ширшій вибірці країн. Логарифмування використано з метою нівелювання впливу значних дисперсій, оскільки багато країн за обраний період перебувало в стані гіперінфляції;

$X_2$  – частка сировинного експорту з World Development Indicators: Structure of Merchandise Exports, що обраховується як сума позицій: Agricultural Raw Materials, Fuels, Ores and Metals. У випадку острівних країн використовується позиція Food, оскільки для аграрного виробництва тропічної зони важко відділити продукти харчування від аграрної сировини. Логарифмування використовується з метою нівелювання значних дисперсій, коли в одній групі перебувають країни з мінімальним ресурсним багатством і максимальним;

$X_3$  – Democracy Index (Economist Intelligence Unit). Цей індикатор обрано з двох міркувань. По-перше, як уже зазначалося, між рівнем демократії або якістю інститутів, що кореспондують із рівнем демократії, та незалежністю центробанків існує переконливий позитивний зв'язок. По-друге, як свідчить література з питань політичної економії ресурсного багатства, останнє часто демонструє протилежну кореспонденцію з рівнем демократії. Тобто це ситуації, коли авторитарний режим монополізує ренту й усуває конкуруючі політико-економічні групи, уникаючи таким чином “хижацького” ставлення до ресурсів, або перерозподіляє її на свою користь у суспільно прийнятних межах.

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

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

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

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

| Незалежні змінні                      | GMT-індекс         |                     |
|---------------------------------------|--------------------|---------------------|
|                                       | <i>b</i>           | <i>t-statistics</i> |
| <i>Ln</i> Минула інфляція             | 0.037<br>(0.008)   | 4.3495              |
| <i>Ln</i> Частка сировинного експорту | -0.003<br>(0.0128) | -0.2364             |
| <i>Democracy Index</i>                | 0.051<br>(0.0071)  | 7.2975              |
| <i>R</i>                              | 0.585              |                     |
| <i>R</i> <sup>2</sup>                 | 0.343              |                     |
| <i>Adjusted R</i> <sup>2</sup>        | 0.329              |                     |
| <i>F</i>                              | (3.146) = 25.352   |                     |

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

## V. ВИСНОВКИ

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

## Література

- Acemoglu D., Johnson S., Querubin P., Robinson J. (2008). When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence. NBER Working Paper. No14033.: 1 – 73.
- Aliyev I. (2013). Procyclicality in Resource-Rich Countries. Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper. No. 1/2013.: 1 – 24.
- Aliyev R. (2012). Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. CERGE-EI Working Papers. No.466.: 1 – 49.
- Aliyev R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. CERGE-EI Working Papers. No.527.: 1 – 36.
- Arezki R., Bruckner M. (2010). Commodity Windfalls, Polarization, and Net Foreign Assets: Panel Data Evidence on the Voracity Effect. IMF Working Paper. WP/10/209.: 1 – 25.
- Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. (2006). The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence. IMF Working Paper. WP/06/227.: 1 – 56.
- Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. (2007). Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. IMF Working Paper. WP/07/88.: 1 – 53.
- Auty R. (2001). The Political Economy of Resource-driven Growth. European Economic Review. 45: 839 – 846.
- Auty R. (2001). Resource Abundance and Economic Development. Oxford: Oxford University Press.
- Berggren N., Daunfeldt S.-O., Hellstrom J. (2012). Social Trust and Central Bank Independence. Paper Presented at World Congress of Public Choice Societies, Miami.: 1 – 23.
- Bodea Cr., Hicks R. (2012). Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. November 6.: 1 – 42.
- Crowe C., Meade E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. IMF Working Paper WP/08/119: 1 – 30.
- Cukierman A. (1992). Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Cukierman A. (2008). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future. European Journal of Political Economy. Vol. 24. (4): 722 – 736.
- Cukierman A., Webb S., Neyapti B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. World Bank Economic Review 6 (3): 353 – 398.
- Debelle G., Fischer S. (1994). How Independent Should Central Bank Be?. Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, ed. by J. Fuhrer, 195-221. Boston: Federal reserve Bank of Boston.
- Dincer N., Eichengreen B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. International Journal of Central Banking. Vol. 10. No.1. (March): 189 – 253.
- Dreher A., Sturm J.-E., de Haan J. (2007). Does High Inflation Cause Central Bankers to Lose Their Job? Evidence Based on a New Data Set. KOF Working Papers. No. 167.: 1 – 21.
- Eijffinger S., Schaling E. (1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 184 (March): 49 – 89.
- Frankel J. (2010). How Can Commodity Producers Make Fiscal and Monetary Policy Less Procyclical?. Paper Presented on High Level Seminar on Natural Resources, Finance and Development, Algiers, Nov. 4 – 5, 2010.: 1 – 34.
- Frankel J., Smit B., Sturzenegger F. (2008). Fiscal and Monetary Policy in Commodity Based Economy. Economics of Transition. 16. No. 4.: 417 – 448.

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