

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.03.007>

УДК 336:711:336.748.12:338.23

**В. В. Козюк**

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, Тернопіль, Україна, victorkozyuk@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

### НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ ТА ІНФЛЯЦІЯ: ФРАГМЕНТАРИЗАЦІЯ СУСПІЛЬСТВА VS ВЕРХОВЕНСТВО ПРАВА

**Анотація.** У статті поєднання формально високого ступеня незалежності центральних банків із інфляцією аналізується з урахуванням гіпотези про роль верховенства права в генеруванні якості інститутів і фрагментаризації суспільства – соціальної та макроекономічної нестабільності. На основі вибірки зі 150 країн показано, що між інфляцією й незалежністю центробанків зберігається обернений зв'язок, верховенство права є вагомим контр-інфляційним фактором, а змінні структури суспільства поступаються йому за своєю статистичною значущістю. Групування країн дало змогу дійти висновку, що менш успішні незалежні центробанки асоційовані з демократичними державами, яким притаманні високий ступінь фрагментаризації суспільства та певний рівень сировинного багатства. Аналіз на основі Logit-регресії підкреслив значимість тільки фактора верховенства права. З цього не випливає, що структура суспільства не впливає на успішність формально незалежних центробанків. Існують складніші модальності зв'язку між його структурою, якістю інститутів і запитом на політику цінової стабільності.

**Ключові слова:** незалежність центробанків, інфляція, монетарна політика, фрагментаризація суспільства, верховенство права, якість інститутів.

**Табл. 3. Літ. 24.**

**Viktor Kozziuk**

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

### INDEPENDENCE OF CENTRAL BANKS AND INFLATION: FRAGMENTIZATION OF SOCIETY VS THE RIGHT OF LAW

**Abstract.** Central banks independence in most cases works as anti-inflationary tool. But some times even in the case of high autonomy of monetary authority inflation may persist. In this paper co-existence of formally independent central banks with high inflation is analyzed with rely on vision that rule of law drives institutional quality as well as society fractionalization drives macroeconomic and social instability. The purpose of the paper is to investigate the contribution of such institutional features to anti-inflationary inefficiency of independent central banks. Having the example of 150 countries it is shown that inflation is still in opposite relation with central bank independence, rule of law is strictly counter-inflationary, and variables of society's structure are less statistically robust as inflation's drivers. Countries grouping shows that less successful independent central banks are associated with highly fractionalized societies, that are democracies with some resource endowment. In the same time, rule of law also vary across the countries demonstrating that weak democracies can't achieve high rule of law to protect independence of central banks even then such democracies are ready to grand it to them. Logit regression demonstrates that only rule of law variable statistically robust in determining probability of higher inflation and central bank independence co-existence. Society fractionalization proxies are not statistically significant as the predictors of probability that independent central banks can't maintain lower inflation. But the structure of society shouldn't be negligible in explaining why independent central banks may lack of successes. The more complicated

© Козюк В. В., 2019

modalities of relations between structure of society, institutional quality and political demand on price stability policy are exists. In the case of fractionalized society elites may reach consensus about redistributive policy yet the explicit doctrines of fragmented government. Central banks that are inside the perimeter of such consensus are not sensitive to rule of law. While central banks that outside such consensus depend on it much.

**Keywords:** central banks independence, inflation, monetary policy, fractionalization of society, rule of law, institutional quality.

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

### **В. В. Козюк**

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії  
Тернопільського національного економічного університету, Тернопіль, Україна

## **НЕЗАВИСИМОСТЬ ЦЕНТРОБАНКОВ И ИНФЛЯЦИЯ: ФРАГМЕНТАРИЗАЦИЯ ОБЩЕСТВА VS ВЕРХОВЕНСТВО ПРАВА**

**Аннотация.** В статье сочетание формально высокой степени независимости центральных банков с инфляцией анализируется с учетом гипотезы о роли верховенства права в генерировании качества институтов и фрагментаризации общества – социальной и макроэкономической нестабильности. На основе выборки из 150 стран показано, что между инфляцией и независимостью центробанков сохраняется обратная связь, верховенство права является весомым контр-инфляционным фактором, а меняющиеся структуры общества уступают ему по своей статистической значимости. Группирование стран позволило прийти к выводу, что менее успешные независимые центробанки ассоциированы с демократическими государствами, которым присущи высокая степень фрагментаризации общества и определенный уровень сырьевого богатства. Анализ на основе Logit-регрессии подчеркнул значимость только фактора верховенства права. Из этого не следует, что структура общества не влияет на успешность формально независимых центробанков. Существуют более сложные модальности связи между его структурой, качеством институтов и запросом на политику ценовой стабильности.

**Ключевые слова:** независимость центробанков, инфляция, монетарная политика, фрагментаризация общества, верховенство права, качество институтов.

Емпірична верифікація незалежності центральних банків досить швидко переросла в специфічний дослідницький напрям. Чи не найсильнішим поштовхом до розширення досліджуваної проблеми є включення в аналіз інституціональних факторів. Вони розглядаються в контексті неоднорідності інфляційних результатів у розрізі країн із порівняним ступенем незалежності монетарних органів. Поєднання у вибірках розвинутих країн і тих, що мають середні й низькі доходи, показало: роль інституціональних факторів допомагає відповісти на запитання, чому в окремих випадках високий ступінь незалежності центробанків не гарантує меншої інфляції, а в інших – відносний брак формальної автономії монетарних органів супроводжується переконливою ціновою стабільністю.

Після глобальної фінансової кризи ситуація ще більше ускладнилася [1]. Дефляційний ухил у поведінці цін порушив питання адекватності передумов щодо очікуваності оберненого зв'язку між ступенем незалежності центробанків та інфляцією. Те саме стосується того, якою мірою принцип незалежності центробанків повинен поширюватися на компетенції в царині фінансо-

вої стабільності. Питання, наскільки центробанк може виступати кредитором останньої інстанції, його дискреції щодо порятунку фінансових установ або їх включення в урядові програми післякризового відновлення економіки, виникло на тлі змін у процесах, котрі однак мало зачепили формальне законодавство. Проте, можливо, найсерйознішою загрозою для традиційного погляду на важливість фактичної незалежності центробанків є глобалізація хвилі популізму, що експлуатує чи то тезу про “втрачене зростання”, чи то випадки невдач монетарних органів у забезпеченні цінової стабільності.

Попри зміни в посткризовому контексті аналізу автономії центробанків, інституціональний фокус досліджень залишається важливим, адже й формальна, й фактична незалежність центробанків перебуває в зоні політико-економічних взаємодій ключових суспільних акторів. З огляду на це структура суспільства потенційно визначає характер інститутів та їхню здатність до регуляції поведінки таких акторів щодо побудови ефективних колективних дій. Невипадково фрагментаризація суспільства визнається перепорою на шляху створення ефективного врядування на базі розбудови якісних інститутів. Групові інтереси, як і недовіра між групами, трансформуються в різного роду дисфункції колективних дій: від неспроможності домовлятися стосовно напрямку та принципів економічної політики до відвертої експропріації добробуту опонентів. Верховенство права як ознака якісних інститутів може виходити за межі інтересів панівних груп, оскільки його відсутність відкриває шлях до утвердження домінування. Однак розвинута демократія з відповідною розбудовою якісних інститутів врядування здатна компенсувати міжгрупове напруження через інклюзивність. Така постановка питання безпосередньо стосується центробанків, адже вони потенційно потрапляють у зону конфлікту між суспільними групами. Разом із тим конфлікти бувають прихованими, що проявляється в уможливленні формального посилення незалежності монетарних органів за одночасної фрустрації фактичного з відповідними інфляційними наслідками.

Зазначене дає підстави для порушення питання, як фрагментаризація суспільства й верховенство права потенційно можуть впливати на логіку зв'язку між статусом монетарних органів та інфляцією, на здатність країн підтримувати цінову стабільність за незалежності центробанків, на ймовірність відхилення інфляції від її передбаченого рівня відповідно до припущення про обернений зв'язок між ступенем незалежності центробанків та інфляцією.

В наукових колах досить усталеною є позиція щодо існування оберненого зв'язку між індексним виміром незалежності центробанків та інфляцією. Наразі проведено багато досліджень у цьому напрямі, результати котрих можна узагальнити таким чином:

– обернений зв'язок між інфляцією та рівнем незалежності центробанків є базовим емпіричним фактом [2], але певні відхилення від цього також очевидні [3; 4];

– специфікація відповідного індексу є важливою, а тому в окремих випадках результати можуть бути неоднозначними через відмінності в характері варіації функції та аргументу [5; 6];

– реформи в 1990–2000-х роках істотно сприяли посиленню незалежності центробанків у світі, але обернений характер зв'язку залишається емпіричним фактом [7–10];

– чим далі країни просуваються в економічному розвитку, тим значимішим стає не так формальний ступінь незалежності монетарних органів, як міра їх транспарентності, причому остання найчіткіше корелює з рівнем розбудови інститутів демократії [11];

– зміни ступеня незалежності центробанків у поєднанні з очікуваним позитивним впливом на зниження інфляції великою мірою є продовженням широких структурних реформ, націлених на поліпшення якості інститутів, проте також можуть відображати рівень виконання програм стабілізації економіки спільно з міжнародними фінансовими організаціями, а отже, не засвідчувати так зване інституціональне дозрівання країни до необхідності підтримувати фактичний рівень незалежності центрального банку. При цьому більша автономія центробанків корелює із гнучкішим обмінним курсом, вищими транспарентністю та якістю інститутів [7; 12].

В інституціональному плані в низці публікацій наголошується на тому, що для прояву незалежності центробанків у вигляді низької інфляції потрібні додаткові фактори. Наприклад, відповідність поведінки центробанку мандату на забезпечення цінової стабільності визначається тим, наскільки інші політичні актори дотримуються принципу незалежності. На думку П. Мозера, це проблема “наступних зобов'язань” (*second round commitment*), коли політичні гравці, формально погодившись на підвищення рівня незалежності, повинні дотримуватися цього рішення в подальших практичних діях [13]. П. Кіфер і Д. Стасаведж зауважують, що спонукою до дотримання колективних зобов'язань стосовно незалежності монетарних органів є наявність системи стримувань і противаг, котра й визначатиме нездатність окремих політичних акторів монополізувати домінування над центробанком [14]. С. Ейфінгер та П. Штадхаудерс підкреслюють, що верховенство права (*Rule of Law*) заповнює прогалину між фактичною й формальною автономією монетарних органів [15]. Саме з цього випливає принцип дотримання “наступних зобов'язань” і життєздатність такої системи. Д. Нурбаєв наводить емпіричні аргументи на користь того, що обернений зв'язок між ступенем незалежності центробанків та інфляцією простежується там, де панує верховенство права [16]. Подібні результати отримують також інші дослідники, аналізуючи вплив на інфляцію фактичної незалежності центробанків у поєднанні із фактичною незалежністю судової системи [17].

С. Голлівітзер і М. Квінтін, загалом не заперечуючи важливу роль інституціональних факторів, наголошують, що антиінфляційна успішність незалежних центробанків не настільки обумовлена інституціональною зрілістю країн, як може здаватися [18]. Специфікою їхнього дослідження є квантифікація процесу переходу від базової, природної держави до держави з відкритим доступом (за визначенням Д. Норта, Дж. Волліса та Б. Вайнгеста, наведеного в праці “Насильство і соціальні порядки”). Іншими словами, якість інститутів необов'язково визначає ефективність незалежних монетарних органів.

Аналіз впливу фрагментаризації суспільства на економічні процеси переважно стосується питання, як етнічна, мовна або релігійна неоднорідність впливає на темпи економічного зростання та якість інститутів [19–22]. Із вказаних досліджень випливає, що фракційність суспільства генерує цілий набір інституціональних дисфункцій, котрі унеможливають ефективно врядування та проведення виваженої економічної політики через міжгрупову недовіру чи відвертий перерозподіл добробуту. Найвність цієї проблеми в аспекті фіскальної політики підтверджено емпірично. Вища фракційність суспільства спричиняє більші бюджетні дефіцити й державний борг [23]. Тобто міжгрупові протистояння послаблюють механізми, що запобігають фіскальній експансії, внаслідок чого країни стають вразливішими до шоків при самовідтворенні групового невдоволення.

Таку саму проблему можна адресувати й центробанкам. У разі суперництва між суспільними групами монетарна політика опиняється в зоні тиску з боку або політичних акторів, які прагнуть встановити контроль над центробанком, або фіскальної експансії, а іноді обох цих факторів. Постає питання: чи можуть фрагментаризовані суспільства досягати згоди щодо більшої незалежності центробанку та чи гарантує це кращий інфляційний результат?

З огляду на різну швидкість структурних реформ у сфері макроекономічної політики, не варто відкидати традиційну гіпотезу про обернений зв'язок між ступенем незалежності центробанків та інфляцією; його варто порівняти із впливом інституціональних факторів, таких як верховенство права і фрагментаризація суспільства; девіантні випадки мають бути пояснені в контексті інституціональних детермінант негативних макроекономічних результатів. Отже, мета статті – виявити вплив на рівень інфляції значення GMT-індексу порівняно з рядом інституціональних змінних, провести групування країн за критерієм відповідності/відхилення від тренду зв'язку між змінною інфляції й GMT-індексом та на основі Logit-моделі оцінити здатність інституціональних змінних пояснити ймовірність високої інфляції за доволі значної формальної незалежності центробанків.

### **Інституціональні драйвери інфляції: роль незалежності центробанків**

У країнах із низьким рівнем інституціонального розвитку драйвери інфляції можуть корінитися в політичній нестабільності, внутрішніх конфліктах чи схильності до популізму. Ситуація ускладнюється у випадку розвитку країн, чия інституціональна зрілість дає змогу ухвалювати рішення про делегування монетарної політики незалежному центральному банку. Однак, як випливає з теоретичного аналізу, далеко не завжди формальна автономія монетарних органів гарантує меншу інфляцію. Проблема якості інститутів і фракційності суспільства вказує на те, що на монетарну політику можуть впливати приховані прагнення до домінування з боку політичних акторів, котрі підпадають під слабкі обмеження з боку інституціональних регуляторів колективних дій. Змагання між суспільними групами за домінування далеко не завжди гарантує надання центробанку більшої фак-

тичної незалежності в разі, коли баланс сил не є остаточним, а система стримувань і противаг не інтегрована з верховенством права. Таким чином, формальна згода на посилення незалежності монетарних органів може бути викликана екзогенним тиском та не відображати інституціональну адаптацію до умов, за яких низький рівень інфляції перетворюється на суспільну перевагу, задоволення котрої вимагає відповідних змін у принципах макроекономічної політики. Саме тому за останніх 30 років відбулися масштабні реформи центробанків у напрямі посилення їх незалежності й транспарентності; рівень інфляції в глобальній економіці теж істотно знизився. Проте в ряді країн чіткого зв'язку між ступенем незалежності монетарних органів і рівнем інфляції не простежується.

Емпірична перевірка зв'язків між інфляцією, ступенем незалежності центробанків у сукупності з індикаторами верховенства права та фрагментаризації суспільства дасть повніше уявлення про досліджувану проблему. Оскільки публікації з інституціонального аналізу зв'язків між інфляцією і статусом центробанків містять неоднозначні висновки, додаткова оцінка впливу інституціональних факторів на здатність підтримувати цінову стабільність поліпшить розуміння девіантних випадків, релевантних проблемі “наступних зобов'язань” [13]. З цією метою було обрано багатofакторну регресію із залежною змінною у вигляді середнього значення інфляції за 2007–2017 рр. для вибірки зі 150 країн. Цей період охоплює спадну й відновлювальну фази глобального ділового циклу, декілька підциклів сировинних цін і глобальних потоків капіталу, котрі в сукупності породжували проінфляційний і контр-інфляційний тиск. Окрім того, усереднені дані за відповідний період відобразатимуть здатність центробанків (особливо країн із середніми й низькими доходами) протистояти тиску щодо пом'якшення політики після кризи, спиратися на запас гнучкості економіки під час припливу капіталів у результаті проведення неконвенціональної монетарної політики в розвинутих країнах, запобігати інфляційним наслідкам девальвацій у процесі нормалізації останньої.

У ролі незалежних змінних обрано GMT-індекс як показник проксі-статусу центробанків; змінних, що характеризують неоднорідність суспільства, – суб-індекс фрагментаризації еліт Індексу слабкості держав (*Factionalized Elites Sub-Index of Fragile States Index* – FE), суб-індекс групового невдоволення Індексу слабкості держав (*Group Grievance Sub-Index of Fragile States Index* – GG), індекс етнічної фрагментаризації (*Ethnic Fractionalization Index* – EF) [22]; змінної, що відображає верховенство права, – відповідний індекс Світового банку (*Rule of Law Index by World Bank* – RL). Паралельно використано Індекс демократії (*Democracy Index* – DI) як індикатор політичного режиму. Крім того, для врахування впливу факторів сировинного багатства на зв'язок між ціновою стабільністю, фрагментаризацією суспільства та політичним режимом обрано змінну непромислового експорту, обраховану за даними Світового банку (*Commodities Export* – CExp), а також даммі-фондів суверенного багатства (SWF – фіктивна змінна, котра за відсутності фонду набуває значення 0, а за його наявності – 1). Останнє зумовлено тим, що в

ресурсних автократіях модальність забезпечення цінової стабільності спирається на фіксовано-орієнтовані обмінні курси й фіскальні буфери, що звужує роль монетарної політики в макроекономічному менеджменті та водночас послаблює фіскальний тиск на ціни за рахунок мінімізації витрат на бюджетні переговори [24]. Результати регресійного аналізу наведені в табл. 1.

Дані табл. 1 змальовують незвичайну картину. По-перше, в усіх регресійних рівняннях, де фігурує змінна статусу центробанків, простежується чіткий статистично значимий обернений зв'язок, що повністю відповідає традиційному погляду на проблему. До певної міри це йде в розріз із результатами аналізу Д. Нурбаєва з використаним CWN-індексом незалежності

Таблиця 1. Результати регресійного аналізу: інфляція (залежна змінна) та роль інституціональних факторів

Показник	Специфікації					
	1	2	3	4	5	6
GMT	-4,07314 (-2,2863) 0,023933		-4,15745 (-2,57838) 0,010998	-4,25460 (-2,38147) 0,018683		
FE	-0,28303 (-1,03535) 0,302521				-0,26469 (-0,95959) 0,339083	0,37549 (1,7875) 0,075915
GG	0,17426 (0,74731) 0,456288	0,02442 (0,13832) 0,890190	0,05724 (0,32995) 0,741947		0,07484 (0,32307) 0,747170	0,17120 (0,73157) 0,465706
EF	2,61813 (1,76257) 0,080438	3,37272 (2,41884) 0,016893	2,82540 (2,04345) 0,042953		3,96652 (2,79061) 0,006073	2,75109 (1,90109) 0,059437
RL	-1,54972 (-2,64076) 0,009336	-2,06273 (-5,146801) 0,000000	-1,78181 (-4,37212) 0,000024		-1,97561 (-3,57591) 0,000495	
DI	-0,25991 (-0,91764) 0,360588			-0,73869 (-3,94912) 0,000127	-0,33863 (-1,37541) 0,171426	
CExp	0,02301 (1,64206) 0,10311			0,04241 (3,38663) 0,000934		0,04975 (4,03068) 0,000093
SWF	-1,95658 (-1,62154) 0,107442			-3,76923 (-3,39357) 0,000913		-2,13009 (-1,92116) 0,056835
Intercept	8,13 (2,57796) 0,011108	4,06058 (3,47047) 0,000697	6,55437 (4,36971) 0,000025	10,52645 (6,20504) 0,00000	7,15667 (2,86571) 0,004871	-1,62176 (-1,53879) 0,126213
R <sup>2</sup>	0,3987	0,3187	0,3507	0,3534	0,3524	0,3180
F-Statistics	F(8,124) = = 10,281	F(3,136) = = 21,210	F(4,135) = = 18,230	F(4,131) = = 17,977	F(5,127) = = 13,822	F(5,134) = = 12,454

Примітка. Показники обраховано за допомогою пакета STATISTICA.

Складено автором.

центробанків, для якого виявлено слабкий зв'язок із рівнем інфляції [16]. Збереження приблизно однакового значення коефіцієнта при незалежній змінній та стандартної похибки (величина котрої вказує на статистичну значущість змінної) свідчить про стійкий характер залежності. По-друге, RL-змінна теж демонструє теоретично передбачуваний обернений зв'язок із рівнем інфляції. Хоча значення коефіцієнта дещо більше варіює в різних специфікаціях, порівняно із GMT, величина стандартної похибки є найнижчою, що вказує на найбільшу статистичну значущість саме цієї змінної. На відміну від попереднього випадку, це повністю узгоджується з результатами Д. Нурбаєва, де змінна верховенства права має кращу пояснювальну здатність, ніж CWN-індекс [16]. По-третє, тільки EF-змінна із сукупності змінних, що характеризують неоднорідність суспільства, засвідчила теоретично передбачуваний прямий зв'язок і статистичну значущість у всіх рівняннях. Це є досить неочікуваним з огляду на те, що змінні, котрі відображають фрагментаризацію еліт і групове невдоволення, найімовірніше не мають істотної статистичної значущості. FE-змінна тільки в одній специфікації продемонструвала теоретично правильний напрямок зв'язку та статистичну значущість, GG-змінна – теоретично передбачуваний прямий зв'язок із рівнем інфляції, причому в усіх рівняннях, однак величина стандартної похибки не дає підстав вважати її статистично значущою. По-четверте, змінна політичного режиму (DI) в усіх рівняннях засвідчує, що ступінь розвитку демократії перебуває в оберненому зв'язку з рівнем інфляції, проте статистична значущість є достатньою лише в одній специфікації. По-п'яте, сировинні змінні загалом поводяться передбачувано. Роль непромислового експорту не виражена, але в окремих специфікаціях є значущою, тимчасом як індикатор фіскальних буферів підтвердив однозначну контр-інфляційну спрямованість функціонування фондів суверенного багатства.

Специфікації регресійних рівнянь дають підстави для декількох принципів висновків. Незалежність центробанків, верховенство права, етнічна фрагментація та наявність фондів суверенного багатства найбільшою мірою визначають інфляційні тенденції безвідносно до специфікацій. Специфікація (2) вказує, що використання тільки змінних неоднорідності суспільства з "правильним" знаком разом зі змінною верховенства права помітно підвищує статистичну значущість останньої та, до певної міри, етнічної гетерогенності, при цьому роль незалежності центробанків не зменшується (специфікація (3)). В сукупності зі специфікацією (5), яка представляє виключно політико-інституціональний блок змінних, значення коефіцієнтів свідчать про те, що верховенство права є самостійним фактором інфляції, без посередництва структури суспільства. Втім, це не означає, що остання не важлива, та найчіткіше простежується у специфікаціях із сировинними змінними. Політичний режим і непромисловий експорт стають статистично значущими в специфікації (4), а етнічна неоднорідність – у (6), а SExp саме в цих специфікаціях набуває статистичної значущості. Таким чином, підтверджується теоретичне припущення, що політичний режим та суспільна неоднорідність можуть компенсувати один одну, але фактор сиро-



винного багатства швидше ампліфікує проблему фрагментаризації, котра може бути компенсована за рахунок жорсткіших авторитарних політико-інституціональних форм. Тобто фрагментаризація, на відміну від верховенства права, не має ознак чіткого, прямого каналу впливу на інфляційну ситуацію. Вона діє опосередковано й найімовірніше потребує додаткового тригера для конвертації в сили, що підривають якість інститутів, викривлюють політичний режим та в підсумку погіршують інфляційну картину. Однак центробанки все одно мають шанс, котрий залежить від того, наскільки їхні антиінфляційні кроки підкріплені верховенством права, навіть якщо останнє забезпечується у специфічний спосіб.

Потребує додаткового пояснення факт явної переваги за пояснювальною здатністю змінної етнічної неоднорідності над фрагментаризованими елітами чи груповим невдоволенням, які гіпотетично мали б краще відповідати за викривлення в інституціональних засадах макроекономічної політики. Можна припустити, що етнічна фрагментація породжує складніші форми соціальних напружень, котрі далеко не завжди трансформуються у відверте протистояння елітних груп. Не виключено, що в ситуаціях типу “олігархічного консенсусу” визискуючим елітам легше домовитися про перерозподільчий статус-кво, ніж легітимним акторам, які яскравіше представляють неоднорідне суспільство. В таких обставинах важливо з’ясувати, чи опиниться центробанк у зоні “олігархічного консенсусу”. Якщо так, то формальний статус його незалежності не матиме принципового значення, адже на нього “не поширюватиметься” принцип верховенства права; а якщо ні, то останнє набуває ключового значення для гарантування фактичної незалежності та не суперечить здатності підтримувати невисоку інфляцію за умов низької формальної незалежності.

### Групування та аналіз девіації

Висока інфляція за формально істотної автономії центробанків відображає здебільшого інституціональну проблему. Для емпіричної оцінки ролі факторів, асоційованих із неформальними регуляторами соціальної поведінки, 150 країн вибірки поділяються на чотири групи (відповідно до отриманого на основі регресійної моделі трендового значення). Перша група представлена країнами з порівняно низьким ступенем незалежності центробанків (GMT-індекс < 0,59) та інфляцією, більшою від тренду (всі країни із середнім значенням інфляції за 2007–2017 рр. > 6 %). Сирія входить в цю групу, але до певної міри гіпотетично з огляду на відсутність статистики щодо інфляції за весь період. Друга група об’єднує країни з порівняно високим ступенем незалежності центробанків (GMT-індекс > 0,59) та інфляцією, більшою за тренд, тобто понад 5 %. Через гіперінфляцію у Венесуелі, котра належить до цієї групи, її показники не бралися до уваги при обчисленні середнього по країнах. До третьої групи віднесено країни, де GMT-індекс перевищує 0,59, а інфляція є меншою від тренду, тобто не досягає 5 %. Четверта група складається з країн зі ступенем незалежності центробанків, нижчим за середній (GMT-індекс < 0,59) та з інфляцією, меншою від тренду

Таблиця 2. Середні значення по групах країн досліджуваної вибірки

Показник	Групи			
	перша	друга	третья	четверта
Інфляція	11,26	8,13	2,49	3,44
ГМТ-індекс	0,42	0,71	0,8	0,43
FE	7,7	7,14	4,67	6,4
GG	7,25	6,41	5,29	5,73
EF	0,57	0,51	0,29	0,38
RL	-0,64	-0,68	0,74	0,21
DI	4,63	5,24	7,44	5,54
СExp	70,14	70,62	42,18	58,58
Кількість країн у групі	32	21	49	48

**Примітка.** Показники інфляції в Сирії й Венесуелі не включені в обрахунок.

Складено автором.

(тобто вона не перевищує 7 %). Середні показники по групах, які відображають інституціональні характеристики країн і частку непромислового експорту, підтвердили гіпотезу, що відхилення від теоретично передбачуваного оберненого зв'язку між інфляцією і ступенем незалежності центробанку має інституціональну природу (табл. 2).

Результати групування, наведені в табл. 2, є досить показовими й повністю теоретично передбачуваними. Перша група характеризується найвищим показником інфляції, найнижчим ступенем незалежності центробанків, найбільш неоднорідними суспільствами, найслабшими інститутами демократії, дуже високим рівнем непромислового експорту, але другим з кінця показником верховенства права. По суті, вона представлена найменш розвинутими в інституціональному плані країнами, де неефективна макроекономічна політика є наслідком боротьби за ренту, змагального популізму й експропріаційних проявів перерозподілу добробуту, що найімовірніше є результатом відсутності соціальної злагоди та/або очевидної гетерогенності суспільства.

Друга група за середніми показниками дуже наближена до першої, проте в ній рівень інфляції є нижчим, а ГМТ-індекс – істотно вищим. При цьому індикатори неоднорідності суспільства все ж таки поступаються тим, які характерні для першої групи. Втім, у другій групі неймовірним чином поєднуються найвищий рівень непромислового експорту, найгірший показник верховенства права та близький до середнього рівень розвитку демократії. Отже, до неї входять країни, котрі досягли певного рівня інституціонального розвитку, насамперед стосовно демократичного політичного режиму, внаслідок чого вони можуть реалізовувати складні інституціональні рішення у вигляді делегування центробанкам широких повноважень. Проте водночас вони залишаються жертвами соціальних конфліктів, боротьби за ренту та мають явний ухил до популізму. Очевидно, сировинна рента й суспільна фрагментація не так генерують напруження у вигляді явного експропріаційного насильства, як створюють передумови для змагального популізму та намагання досягти тимчасової переваги над політичними опонентами. Останнє під-

риває верховенство права, оскільки всі учасники зацікавлені в підтриманні певного, дозованого інституціонального безладу, що послаблює позиції навіть формально незалежних центробанків, оскільки їхня антиінфляційна політика упирається в ліміт політичної прийнятності дезінфляційних втрат.

Третя група демонструє майже ідеальний, “теоретично правильний” набір параметрів, коли низька інфляція, висока незалежність центробанків, найменша сировинна залежність кореспондують із найбільш однорідними, демократично розвинутими суспільствами, котрим притаманний найвищий ступінь верховенства права. І не дивно, адже вона представлена здебільшого розвинутими країнами та новими членами ЄС, окрім Кіпру.

Четверта група, хоч і відображає певну девіацію, на відміну від другої характеризується помірною суспільною неоднорідністю, незначним сировинним багатством, які найімовірніше не сильно деформують демократичні інститути та рівень верховенства права, за котрих згода з пріоритетами цінової стабільності не потребує додаткових інституціональних рішень. До цієї групи увійшла низка англо-саксонських країн із традиційно слабкою автономією монетарних органів, а також багатих на сировину країн, що досягають цінової стабільності за рахунок орієнтації на фіксовані курси й фінансові буфери. З огляду на це специфіка правових інститутів (у дусі Ла Порта зі співавторами [20]) чи неординарні способи забезпечення верховенства права (як, наприклад, у сировинних автократіяx) можуть відігравати принципову роль у реалізації пріоритетів цінової стабільності поза формальною незалежністю центробанків.

Для більш формальної оцінки факторів, відповідальних за поєднання високого ступеня незалежності центробанків і вищої інфляції, було використано Logit-регресію типу  $\Pr(Y = 1, X_1, X_2, \dots, X_n) = \beta_0 + \beta X_1 + \dots + \beta X_n$ .  $Y = 1$  за умови, що GMT-індекс  $> 0,59$ , а інфляція  $> 5\%$ . Результати регресійного аналізу наведені в табл. 3. Умовно незалежними змінними обираються ті самі, що й у табл. 1, за винятком GMT-індексу та даммі-фондів суверенного багатства.

Дані табл. 3 не підтверджують у чистому вигляді емпіричну картину, отриману на основі групування (див. табл. 2), яка повністю збігається з теоретичними припущеннями<sup>1</sup>. Очевидно, що сировинне багатство не несе відповідальності за неуспішність незалежних центробанків, навіть попри “правильний” напрям зв’язку. Щодо інституціональних змінних слід зауважити, то вони потребують обережного тлумачення впливу на ймовірність поєднання високих значень інфляції й GMT-індексу. З одного боку, одночасне поєднання більшої незалежності центробанків та інфляції є імовірнішим у країнах зі слабшим верховенством права. Це підтверджує всі попередні результати й те, що зазначений інституціональний параметр є принциповим для забезпечення ефективності центробанків у підтриманні цінової стабільності.

З другого боку, змінні, що характеризують структуру суспільства, не такі однозначні, як у випадку з результатами групування (див. табл. 2), та ближчі до

<sup>1</sup> Використання Probit-регресії дало ідентичні знаки коефіцієнтів, але дещо відмінні кількісні значення.

Таблиця 3. Результати Logit-регресії

Показники	Специфікації				
	1	2	3	4	5
FE	-0,02615 (-0,10717) 0,914819	-0,041507 (-0,1719673) 0,863232	0,3184075 (1,759003) 0,00807933	0,31041 (1,452343) 0,1488156	-0,225458 (-1,292933) 0,1981946
GG	-0,2451439 (-1,152354) 0,25132333	-0,2731381 (-1,32596) 0,187196	-0,2033647 (-1,107159) 0,270152	-0,2522848 (-1,347269) 0,1802371	
EF	0,7662132 (0,6137462) 0,5404722	0,9968286 (0,847838) 0,398098	1,463427 (1,345423) 0,1806954	1,255055 (1,142492) 0,25553495	0,8413016 (0,733827) 0,4642988
RL	-1,679561 (-2,920275) 0,004134	-1,767118 (-3,195574) 0,0017547			-1,47804 (-3,158862) 0,001946
DI	0,2134152 (0,879047) 0,381023	0,1769929 (0,7575275) 0,4501154		-0,06875 (-0,3987164) 0,6907564	
CExp	0,006414 (0,52665) 0,5993478				
Intercept	-2,404383 (-0,8725368) 0,3845494	-1,65029 (-0,7035316) 0,4829924	-3,263874 (-3,524495) 0,00057	-2,35744 (-1,235114) 0,2190156	-1,045896 (-0,91291) 0,362882
Chi <sup>2</sup> (6)	20,873	20,593	7,0837	7,3731	17,588

**Примітка.** Показники обраховано за допомогою пакета STATISTICA.

Складено автором.

підсумків регресійного аналізу інфляції (див. табл. 1). Так, тільки змінна EF (етнічна фрагментація) має теоретично передбачуваний знак, вказуючи на вищу ймовірність неефективності незалежних центробанків щодо підтримання низької інфляції в неоднорідних суспільствах, але в жодній специфікації рівняння вона не набуває статистичної значимості. Змінна GG (групове невдоволення) в усіх випадках не демонструє теоретично передбачуваного напрямку оцінки ймовірності та не є статистично значимою, а індикатор FE (фрагментація еліт) відображає явну нестійкість зв'язків. Теоретично передбачуваний напрямок зв'язку з'являється тільки у двох (третьій і четвертій) специфікаціях із п'яти, а статистична значущість – лише в третій. Варто зазначити, що в цих випадках не контролювалася змінна верховенства права: її включення одразу погіршує результати, вказуючи на те, що структура суспільства може мати певний вплив на ймовірність поєднання вищої інфляції та незалежності центробанків тільки за умови, що фактор верховенства права не задіяний.

Подібну картину можна спостерігати й щодо змінної політичного режиму. В усіх специфікаціях вона не є статистично значущою, але “правильний” напрямок зв'язку має місце тільки тоді, коли контролюється параметр верховенства права. Без нього цей напрямок змінюється на протилежний (рівняння (4)). Певною мірою зазначене може вказувати на те, що, беручи до уваги

проблеми з верховенством права, навіть відносно успішні демократії не застраховані від проблеми забезпечення фактичної незалежності центробанків. Якщо абстрагуватися від проблеми верховенства права, то чим слабшим є демократичний режим, тим менші шанси на успіх незалежних центробанків у забезпеченні цінової стабільності. Попри малу статистичну значущість, цю картину можна витлумачити на підтвердження висунутої вище тези, що в інституціонально слабких суспільствах існують різні модальності долучення центробанку до боротьби за політичне домінування. Перебування монетарного органу в периметрі “олігархічного консенсусу” робить формальний статус фактично беззмстовним. За межами такого периметру актуалізуються традиційні проблеми змагального популізму й електорального прагнення встановлення контролю над монетарною політикою.

В загальному теоретичному контексті результати цього дослідження можна позиціонувати десь посередині між висновками С. Голлівітзера й М. Квінтіна про іррелевантність стадії інституціонального розвитку для здатності формально незалежних центробанків боротися з інфляцією [18] та результатами Д. Нурбаєва щодо більшої значущості для цінової стабільності верховенства права, ніж автономії монетарних органів [16]. Важливість отриманих результатів випливає з підтвердження ключового значення верховенства права для успішного забезпечення незалежними центробанками низької інфляції, що не применшує ролі структури суспільства як генератора спонук до інституціональних обмежень поведінки політичних акторів, зацікавлених у домінуванні. Суспільна неоднорідність швидше формує непрямі й часто приховані канали впливу на поведінку ключових суспільних акторів, завдяки чому девіації в поведінці формально незалежних центробанків здебільшого не сягають критичного рівня (за винятком Венесуели чи Аргентини), але відображають вразливість дезінфляційного процесу до змін у політичних тенденціях (як-от в Україні, Туреччині або Сербії). Поліпшення врядування на основі принципу верховенства права та розвиток інститутів демократії покликані створити рамкові умови інклюзивності і зниження напруги в міжгрупових протистояннях, що створюватиме сприятливіше політичне тло функціонування центробанків та полегшуватиме їхню роботу в напрямі досягнення цінової стабільності.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Інституціональні фактори здебільшого несуть найбільшу відповідальність за девіації в теоретично передбачуваних обернених зв'язках між ступенем незалежності центробанків та інфляцією. При цьому в теорії визнається, що формального рівня незалежності центробанків не достатньо для їх антиінфляційної ефективності. Верховенство права й фрагментаризація суспільства можуть вважатися потенційними факторами, котрі пояснюють викривлення зв'язків між інфляцією та рівнем автономії монетарних органів.

З емпіричної точки зору, на прикладі 150 країн встановлено, що інфляція й надалі перебуває в оберненому зв'язку зі ступенем незалежності центробанків, а серед інституціональних змінних верховенство права істотно перевищує значимість неоднорідності суспільства. Групування країн за-

свідчило, що поєднання незалежних центробанків із досить високою інфляцією характерне для фрагментаризованих суспільств, які є політично відносно слабкими демократіями зі слабким верховенством права, але значимим сировинним багатством. Logit-аналіз не підтвердив повною мірою ці результати. Низький рівень верховенства права однозначно вказує на вищу ймовірність неуспішності незалежних монетарних органів у підтриманні цінової стабільності. Проте індикатори неоднорідності суспільства беззастережно не демонструють, що така ймовірність є вищою. Отже, не виключений варіант групування країн, для котрих суспільна фрагментаризація буде справді значимим фактором політичної вразливості центробанку.

### Список використаних джерел

1. Does Central Bank Independence Still Matter? / Ed. by J. de Haan, D. Masciandro, M. Quintyn. *European Journal of Political Economy*. 2008. Vol. 24. Issue 4. P. 717–848.
2. Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy*. 1991. No. 6 (13). P. 341–392.
3. Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1992. XIX, 496 p.
4. Eijffinger S., Schaling E. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 1993. Vol. 184 (March). P. 49–89.
5. Siklos P. The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. XIX, 347 p.
6. Siklos P. No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries. *Paolo Baffi Centre Research Paper*. 2008. No. 2. P. 1–42.
7. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends / M. Arnone, B. Laurence, J-F. Segalotto, M. Sommer. *IMF Working Paper*. 2007. No. 88. P. 1–53.
8. Lybeck T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper*. 1998. No. 1.
9. Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper*. 2001. No. 212. P. 1–40.
10. Jacome L., Vazquez F. Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *IMF Working Paper*. 2005. No. 75. P. 1–41.
11. Dincer N., Eichengreen B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*. 2014. Vol. 10. No. 1 (March). P. 189–253.
12. Crowe C., Meade E. Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*. 2008. No. 119. P. 1–30.
13. Moser P. Cheks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review*. 1999. No. 43 (8). P. 1569–1593.
14. Keefer P., Stasavage D. The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy. *American Political Science Review*. 2003. No. 97 (3). P. 593–621.
15. Eijffinger S., Stadhouders P. Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper*. 2003. No. 3698. P. 1–28.
16. Nurbayev D. The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics*. 2017. Vol. 14 (4). P. 659–687.
17. Hayo B., Voigt S. Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. 2008. Vol. 164 (4). P. 751–777.
18. Gollwitzer S., Quintyn M. The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper*. 2010. No. 193. P. 1–58.
19. Easterly W., Levine R. Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics*. 1997. Vol. 111 (4). P. 1203–1250.
20. The Quality of Government / R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 1999. Vol. 15 (1). P. 222–279.
21. Mauro P. Corruption and Growth. *Quarterly Journal of Economics*. 1995. Vol. 110 (3). P. 681–712.

22. Alesina A., Devleeschauwer A., Easterly W. Fractionalization. *NBER Working Paper*. 2002. No. 9411. P. 1–72.
23. Fragmented Politics and Public Debt / E. Crivelli, S. Gupta, C. Mulas-Granados, C. Correa-Caro. *IMF Working Paper*. 2016. No. 190. P. 1–31.
24. Koziuk V. Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Herald of the National Bank of Ukraine*. 2016. March. P. 6–25.

### References

1. de Haan, J., Masciandro, D., & Quintyn, M. (Eds.). (2008). Does Central Bank Independence Still Matter? *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, Iss. 4, 717–848.
2. 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.
3. Cukierman, A. (1992). *Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
4. Eijffinger, S., Schaling, E. (1993, March). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 184, 49–89.
5. Siklos, P. (2002). *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*. Cambridge: Cambridge University Press.
6. Siklos, P. (2008). No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries. *Paolo Baffi Centre Research Paper*, 2, 1–42.
7. Arnone, M., Laurence, B., Segalotto, J-F., & Sommer, M. (2007). Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. *IMF Working Paper*, 88, 1–53.
8. Lybeck, T. (1998). Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper*, 1.
9. Jacome, L. (2001). Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper*, 212, 1–40.
10. Jacome, L., Vazquez, F. (2005). Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *IMF Working Paper*, 75, 1–41.
11. Dincer, N., Eichengreen, B. (2014, March). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 1, 189–253.
12. Crowe, C., Meade, E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*, 119, 1–30.
13. Moser, P. (1999). Cheks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review*, 43 (8), 1569–1593.
14. Keefer, P., Stasavage, D. (2003). The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy. *American Political Science Review*, 97 (3), 593–621.
15. Eijffinger, S., Stadhouders, P. (2003). Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper*, 3698, 1–28.
16. Nurbayev, D. (2017). The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics*, 14 (4), 659–687.
17. Hayo, B., Voigt, S. (2008). Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 164 (4), 751–777.
18. Gollwitzer, S., Quintyn, M. (2010). The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper*, 193, 1–58.
19. Easterly, W., Levine, R. (1997). Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), 1203–1250.
20. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The Quality of Government. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15 (1), 222–279.
21. Mauro, P. (1995). Corruption and Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), 681–712.
22. Alesina, A., Devleeschauwer, A., & Easterly, W. (2002). Fractionalization. *NBER Working Paper*, 9411, 1–72.
23. Crivelli, E., Gupta, S., Mulas-Granados, C., & Correa-Caro, C. (2016). Fragmented Politics and Public Debt. *IMF Working Paper*, 190, 1–31.
24. Koziuk, V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Herald of the National Bank of Ukraine*, March, 6–25.