

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Віктор КОЗЮК

**НЕЗАЛЕЖНІСТЬ
ЦЕНТРОБАНКІВ, ІНФЛЯЦІЯ
ТА ФРАГМЕНТАРИЗАЦІЯ СУСПІЛЬСТВА
В ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ КРАЇНАХ****Резюме**

Зазначено, що посткризова література концентрується на проблемі низької інфляційної економіки, для якої традиційні фактори макроекономічної стабільності, такі як незалежність центробанку, начебто не є значущими. Обґрунтовано, що необхідно визначити, чи адекватний такий підхід до постсоціалістичних економік, для яких характерна поява євроінтеграційного вододілу між інституціональними траєкторіями розвитку, і чи може факт фрагментації суспільства бути поясненням відхилення від традиційно передбачуваного оберненого зв'язку між рівнем незалежності центробанку та інфляцією. На прикладі 22 постсоціалістичних країн встановлено, що: простежується обернений (традиційний) зв'язок між рівнем незалежності центробанків й інфляцією; щільність такого зв'язку суттєво не зменшується в умовах зниження інфляції за останній період; рівень розвитку демократії сприяє вибору на користь більш незалежних центробанків; рівень соціальної конфліктності привносить інфляційну нестабільність і при цьому призводить до браку консенсусу щодо більш незалежних центробанків. Пояснено, що випадок із вищим рівнем незалежності центробанку та вищою інфляцією (Україна), порівняно із середніми по 22 країнах, характеризується чи не найвищим рівнем фрагмен-

© Віктор Козюк, 2019.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна. ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-5715-2983>. Researcher ID: H-4790-2017.

таризації суспільства. На основі цього зроблено висновок про те, що інститут незалежності центробанку спирається на неформальні політичні правила поведінки, спонуки до підтримання яких коріняться у характері соціальних напружень.

Ключові слова

Незалежність центробанків, інфляція, фрагментаризація суспільства, якість інститутів, постсоціалістичні країни.

Класифікація за JEL: E58, E59, O23, Q33.

Вступ

Постсоціалістичні країни пройшли відносно короткий шлях інституціональної трансформації центральних банків. Більшість з них за 15 років змогла вивести монетарні органи з планової моделі забезпечення економіки обліково-грошовими засобами в напрямку імплементації найкращих практик функціонування центробанків. Останнє дало змогу виконувати формальні вимоги щодо членства в ЄС, а для окремих нових членів ЄС – також у зоні євро. Виконання інтеграційних вимог щодо статусу центробанків не було простим завданням, про що свідчить аналіз звітів про конвергенцію Європейського центрального банку. Паралельно з цим у більшості нових членів ЄС рівень інфляції істотно знижувався і на сьогодні перебуває в навколо нульовій зоні, аналогічно до того, як це спостерігається в зоні євро.

З іншого боку, для ряду колишніх радянських республік зниження інфляції продовжує залишатись складним завданням. Окремі з таких країн під тим чи іншим приводом також змогли інституціонально трансформувати центробанки. Традиційний погляд на обернений зв'язок між рівнем незалежності монетарних органів та інфляцією, знаходячи підтвердження на початкових стадіях ринкової трансформації, мав би зазнавати певної модифікації. Тут мається на увазі те, що в разі суттєвого зниження інфляції рівень незалежності центробанків менш очевидно обернено корелює з її рівнем. Інакше кажучи, порівнянні успіхи в реформуванні інститутів монетарної політики ма-

ли би супроводжуватись порівняними успіхами у зниженні інфляції. Однак це навряд чи так.

Такий парадокс можна розглядати під кутом зору відносної ефективності доволі полярних монетарних режимів, що властиво країнам ЦСЄ. Ситуація до глобальної фінансової кризи могла би бути відправною точкою для пояснення того, чому країни з фіксованими курсами зіткнулися з викликом вищої інфляції (фіксований курс – ампліфікатор експансії глобальної ліквідності). Проте більш тривалий період до і після кризи 2008–2009 рр. вказує на те, що характер монетарного режиму навряд чи є головним у поясненні різниці інфляційних траєкторій у розрізі постсоціалістичних країн. Швидше за все, відповідь на це запитання необхідно шукати у площині інституціональних основ макроекономічної політики. Такі основи більшою мірою допомагають зрозуміти причину девіацій у поведінці інституцій, толерування таким відхиленням чи відсутність соціального тиску у бік приведення неформальної траєкторії поведінки макроекономічних акторів до вимог формальних статусів.

Фрагментаризація суспільства (відсутність соціальної злагоди, приховані чи явні конфлікти у суспільстві, полярні інтереси соціальних груп тощо) може розглядатись як драйвер перманентних провалів у боротьбі з інфляцією. Можна висунути гіпотезу, що така фрагментаризація унеможливорює послідовність у реалізації монетарної політики, розширяє зону конфлікту між нею й фіскальною політикою, закладає політико-інституціональне підґрунтя під слабкість центробанку дотримуватися мандата чи взагалі реалізовувати стратегію максимізації соціального добробуту. Відповідно, актуальним є з'ясування того, наскільки постсоціалістичні країни правлять за підтвердження традиційного погляду на зв'язок між незалежністю центробанків та інфляцією і як фактор соціальної фрагментації зумовлює відхилення інфляційних результатів від тих, які теоретично передбачаються на основі стандартного погляду на обернений зв'язок між інфляцією й автономією монетарних органів.

Огляд літератури

Позитивний вплив підвищення рівня незалежності центробанків на дезінфляційні процеси описано у багатьох джерелах [1; 2; 3]. Саме переконливі результати початкового етапу емпіричної верифікації зв'язку між якісним параметром – ступенем автономії центробанку – і кількісним параметром – рівнем інфляції, варіації інфляції – вплинули на зміну уявлень про роль статусу монетарних органів у макроекономічних процесах. Зокрема, незалежність ЄЦБ розглядалась як фундаментальна передумова стійкості зони євро та успішності монетарної політики у валютному союзі [4; 5]. Надалі дослідження тільки підтверджували думку про те, що незалежність центробанків позитивно впливає на зниження інфляції. Попри те, що розширення вибірки країн ін-

коли спантеличувало дослідників, вже на початок 2000-х рр. сформувалося чітке уявлення про особливості емпіричних зв'язків. Зокрема: незалежність центробанків перебуває в оберненому зв'язку з рівнем інфляції; існує різниця між фактичною і формальною незалежністю, а одним зі способів ідентифікації такої різниці є визначення середнього часу перебування керівника монетарного органу на посаді (так званий TOR-індекс); здебільшого відхилення фактичної незалежності від формальної спостерігається у бідніших країнах; цільність зв'язку може залежати від характеру специфікації відповідного індексу; різні способи кількісної оцінки статусу монетарних органів відображають особливості дослідницького фокуса на проблемі, а тому існують можливості визначати той аспект статусу центробанків, який найкраще співвідноситься з інфляційним результатом; у розвинутих країнах найбільш важливою є економічна незалежність, тоді як у країнах з ринками, що формуються, переконливе значення має також політична незалежність; незалежність та транспарентність часто корелюють між собою; зв'язок між рівнем незалежності центробанків і загальною макроекономічною ситуацією часто буває неоднозначним та здебільшого пояснюється тим, наскільки в економіці преважують кейнсіанські чи некейнсіанські ефекти [6; 7; 8].

У контексті вищесказаного абсолютно невинуватими є результати регіональних досліджень. Зокрема, аналіз характеру зв'язку між інфляцією і статусом монетарних органів у латиноамериканських країнах та країнах колишнього СРСР підтвердив припущення стандартного погляду [9; 10; 11]. Природно, що аналіз глобальних тенденцій у цій сфері показав, що за період 1990–2000-х рр. рівень політичної, економічної й фінансової незалежності центробанків у світі істотно зріс, що не могло не позначитись на феномені стабілізації медіанної інфляції у глобальній економіці [12; 13].

Деяко пізніше посилювався інтерес до питання, що зумовлює вибір країн на користь більш незалежних центробанків. Як правило, дослідження у такому ракурсі спираються на інституціональний підхід. Базовою гіпотезою є те, що рівень розвитку демократії та якість інститутів відкривають шлях до уможливлення такого інституціонального покращення, як підвищення незалежності центробанків. При цьому, навіть якщо початковий рівень незалежності монетарних органів є невисоким, а цінова стабільність – беззаперечним пріоритетом монетарної політики, то у таких ситуаціях центробанки показують відносно високий рівень транспарентності, який є їх свідомим вибором безвідносно до формального статусу [14; 15]. Такі підходи відкрили шлях до більш широкого погляду на проблему автономії центробанків, оскільки вони дали змогу погодити її з характером політичних і економічних інститутів у країні. Інакше кажучи, якість інститутів, зокрема рівень розвитку демократичних інститутів, позитивно корелює з рівнем незалежності центробанків, а зв'язок із рівнем транспарентності є ще вищим [16]. Невипадково, наприклад, сировинні економіки, відомі через проблему деструктивного впливу сировинної ренти на якість інститутів, показують у середньому нижчий рівень незалежності центробанків [17].

Інституціональний погляд на статус монетарних органів чітко простежується в аналізі зв'язків між соціальною довірою та рівнем незалежності центробанків. Виявлення U-подібного характеру зв'язку доводить, що інституціональні параметри країни часто можуть генерувати більш складні зв'язки між статусом центробанків, спонукати до тієї чи іншої політики і бути політичним вибором на користь формальної й фактичної ролі органів монетарної політики в макроекономічних процесах [18]. Отже, інституціональна структура країни допускає відмінну роль статусу монетарних органів у макроекономічних процесах. Менш незалежний центробанк може бути більш успішний у підтриманні цінової стабільності, якщо цьому сприяє загальна інституціональна орієнтація в країні, та навпаки [19; 20].

Якщо соціальна довіра є виміром характеру інститутів і при цьому драйвером формального вибору щодо статусу монетарних органів, то виникає питання про те, що її антипод – соціальна фрагментація – також має впливати на середовище, в якому оперують центробанки. Література щодо впливу проблеми фрагментації на поведінку макроекономічних акторів походить з аналізу зв'язку між так званим фрагментаризованим урядом / парламентом та ефективністю фіскальної політики. В цьому контексті результати доволі переконливі. Основний висновок є таким. Фрагментація суспільства передається неоднорідному складу уряду / парламенту, який стикається з проблемою пошуку компромісу, на основі чого реалізовувалась би політика, котра би задовольнила все суспільство. Чим більш полярними є інтереси груп, які представлено в уряді / парламенті, тим менш вірогідною буде Парето-оптимальна політика. Через непослідовність політики, схильність до перерозподільчих рішень і часту зміну макроекономічних орієнтирів країна стикається з проблемою вищого боргового тягаря та менш контрциклічної поведінки сальдо бюджету [21]. Найбільш чітко ця проблема простежується у критичні моменти необхідності реалізації структурних реформ. Оскільки такі реформи зачіпають інтереси поляризованих груп, існує схильність перекладати тягар реформ на ті соціальні групи, які представлені найменш слабкими політичними акторами. Це стає джерелом нагнітання соціальних конфліктів і частих змін владних коаліцій з відповідними макроекономічними наслідками.

Виникає питання про те, чи можна застосувати підхід фрагментаризації суспільства до аналізу рівня незалежності центробанків та їх здатності підтримувати цінову стабільність. Випадок постсоціалістичних країн у цьому аспекті є нетиповим. Перш за все, це пов'язано з тим, що вони показують значно нижчий рівень соціальної злагоди (social cohesion), порівняно з розвинутими країнами Європи. У пострадянських країнах рівень такої злагоди є ще нижчим, ніж у нових членах ЄС [22]. Драйверами відсутності соціальної злагоди можуть бути різні структурні фактори. Мультинаціональність, регіональні відмінності, соціальна маргіналізація, кланові групи, асиметричний доступ до ренти тощо стають причинами того, чому в суспільстві формуються концентровані інтереси з потенційно полярними поглядами на макроекономічну політику. Це означає, що така потенційна конфліктність має переда-

ватись якщо не вибору щодо статусу центробанку, то створенню середовища, в межах якого центробанк не може реалізувати свій мандат. Інакше кажучи, наявність полярних інтересів може подвійно впливати на формальний статус центробанку. З одного боку, можна досягнути формальної згоди, що він має бути незалежним, тобто погодитись на мінімізацію ризику «захоплення регулятора» (regulator capture). З іншого боку, можна не досягнути згоди щодо цього з метою такого захоплення за сприятливих політичних обставин для реалізації перерозподільчих рішень. У будь-якому разі існує вірогідність того, що рівень інфляції може не завжди коректно погоджуватися з формальним статусом центробанку саме через проблему браку соціальної злагоди й наявності перманентного конфлікту між ключовими соціальними групами.

Такий погляд на проблему дає змогу сформулювати дослідницьку мету у вигляді необхідності виявлення характеру зв'язку між рівнем незалежності центробанків та інфляцією у країнах ЦСЄ, верифікації його відповідності стандартному підходу (обернений зв'язок) й ідентифікації випадків, коли між формальним статусом центробанків та інфляційним результатом існують розбіжності, які не описуються стандартним підходом. Відповідно, важливим буде виявлення зв'язку між параметрами фрагментації суспільства і кількісним вимірником рівня незалежності центробанків. Постсоціалістичні країни обираються через те, що вони мали приблизно однакові інституціональні параметри на старті, але їхні інституціональні траєкторії суттєво розійшлися пізніше. Це допоможе зрозуміти, наскільки інституціональна траєкторія співвідноситься зі ступенем конфліктності у суспільстві, наслідком якої можуть бути негативні інфляційні результати з незалежним чи більш контрольованим центробанком.

Ринкова трансформація, євроінтеграція та проблема розходження інституціональних траєкторій розвитку центробанків

Проблема незалежності центробанків у постсоціалістичних країнах часто розглядається під кутом зору загальних структурних змін під час і після етапу макроекономічної стабілізації. Однак часто співвіднести успіх у макростабілізації зі швидкістю інституціональних змін позиціонування центробанків у системі макроекономічних регуляторів доволі складно. Причина цього полягає в тому, що у своїй більшості інфляційний шок трансформаційного періоду пов'язаний з радикальним бюджетним дисбалансом та відсутністю ринків капіталу. Формальний статус монетарних органів не завжди мав визначальне значення при поясненні масштабів гіперінфляції. Хоча Т. Лайбек [11] показує, що рівень незалежності центробанків визначав масштаби інфляцій-

ного стресу впродовж перших років ринкової трансформації, набагато важливіше зрозуміти роль такої незалежності у подальші періоди. Це пов'язано з тим, що вихід зі смуги гіперінфляції є своєрідною данністю нормалізації макроекономічних процесів, яка залежить від загального процесу ринкової трансформації. Інакше кажучи, у подальших періодах роль статусу монетарних органів мала би суттєво зростати, відображаючи виникнення менш маргінальних макроекономічних умов. Саме в умовах подальшої дезінфляції посправжньому мають виявлятися інституціональні викривлення, які гальмують наближення рівня незалежності монетарних органів до глобальних медіанних значень чи не перешкоджають винятково формальному посиленню інституціональної спроможності центробанків. Певним виміром цієї проблеми є панівна невизначеність щодо оптимального рівня інфляції в суспільстві, яке пережило гіперінфляцію і при цьому стикається з необхідністю прискорення економічного зростання. Так, Г. Вагнер констатує, що така невизначеність провокує проблематичність застосування традиційної моделі «принципал-агент», у межах якої обґрунтовується необхідність делегування центробанку мандата цінової стабільності та забезпечення його більш автономним статусом [23]. У країнах зі слабкими інститутами динамічну інконсистентність часто генерує не агент (центробанк), а принципал (уряд, парламент), внаслідок чого спонук до вищого рівня незалежності центробанку не спостерігається.

Природно, що тенденція до підвищення рівня незалежності центробанків у постсоціалістичних країнах має спиратись на дозрівання суспільства або зовнішній тиск щодо проведення реформ. В обох випадках роль соціальної згуртованості має принципове значення. Так, у першому випадку, коли рівень розвитку суспільства стає драйвером змін, навряд чи можна було би очікувати на такі зміни в разі наявності гострих конфліктів між різними соціальними групами чи ключовими політичними акторами. Кожна з конфліктуючих сторін була би схильна до опортуністичного ухилення від підвищення незалежності центробанків з міркувань одержання вигод від цього в разі одержання влади. Проблема щодо налагодження компромісу також вагома. Навряд чи можна розраховувати на компроміс між сторонами, які перебувають в активному політичному протиборстві, коли такий компроміс стосується інституції, що має бути за межами соціальних конфліктів. З цього випливає, що в разі більш соціально однорідного суспільства зміни у статусі центробанку мають відбуватись не тільки за формою, а й за суттю. Інакше кажучи, це випадок, коли підвищення незалежності монетарних органів також має означати згоду суспільства на політику цінової стабільності. Вигоди від неї мають рівномірно розподілятися, і, відповідно, повинен спостерігатись традиційний (обернений) зв'язок між рівнем інфляції та рівнем незалежності центробанку.

У другому випадку ситуація не настільки однозначна. Наприклад, більшість постсоціалістичних країн проходила етап реалізації стабілізаційної програми з МВФ. Однак далеко не всі з них реалізовували програми з МВФ на подальших етапах, коли Фонд виставляв обов'язковий структурний маяк – зміну інституціонального статусу центробанку. Сам факт виникнення масштабної кри-

зи вже вказує на наявність істотних прогалин у макроекономічній політиці. Не можна відкидати те, що вони є відображенням більш складних соціальних конфліктів, коли послідовна здорова макрополітика унеможлиблюється в межах діючого політико-інституціонального формату суспільства. В такій ситуації зовнішній тиск щодо реформ не завжди гарантує кореляцію змін за формою і суттю.

Зовнішній тиск у вигляді виконання євроінтеграційних зобов'язань якісно відрізняється. По-перше, вимоги щодо оцінки відповідності статусу монетарних органів претендентів на вступ в ЄС є доволі жорсткими та більш ґрунтовними, ніж відносно стереотипні вимоги МВФ. По-друге, згода на імплементацію таких змін вже спирається на певний рівень інституціональної зрілості суспільства. По-третє, євроінтеграція передбачає складний процес інституціональної конвергенції, коли якість інститутів має наближатись до стандартів ЄС. У межах цього процесу формуються нові контури взаємодії між інститутами демократії й інститутами макроекономічної політики. Це у сукупності закладає основу для формування інституціональної траєкторії, по якій рухаються центробанки країн, що із самого початку обрали євроінтеграцію як пріоритет. Альтернатива цій траєкторії швидше передбачає наявність багатьох варіантів взаємодії між суспільними інститутами та інститутом незалежності центробанку. Саме тут роль соціальних конфліктів і фрагментації суспільства буде більш очевидною. Відсутність погодженості «зрілість суспільства – формальні зобов'язання» допускати ширший спектр можливих зв'язків між рівнем інфляції та рівнем незалежності центробанку.

Незалежність центробанків у трансформаційних економіках та інфляція: підтвердження традиційних підходів

Беручи до уваги поділ постсоціалістичних країн за критерієм швидкості реалізації свого цивілізаційного вибору з подальшим його підтвердженням у вигляді вступу в ЄС, можемо припустити, що їх неоднорідність щодо згаданих вище інституціональних траєкторій має передбачати швидше наявність традиційного зв'язку між рівнем інфляції й рівнем незалежності монетарних органів. Для емпіричного тестування цієї гіпотези було обрано GMT-індекс [15] і середні рівні інфляції за 2000–2009 рр. та 2010–2017 рр. (обраховано на основі даних МВФ за відповідні роки) для 22 постсоціалістичних країн Європи. Результати наведено на рис. 1–2.

Як показують залежності, подані на рис. 1–2, постсоціалістичні країни Європи повністю відповідають традиційному погляду на проблему зв'язку між рівнем інфляції й рівнем незалежності центробанків. У розрізі обох періодів спостерігається однозначний обернений і достатньо щільний зв'язок. При

цьому рис. 2 демонструє, що за посткризовий період щільність зв'язку дещо послабилась.

Рисунок 1

**Незалежність центробанків та інфляція 2000–2009 рр.
у постсоціалістичних країнах Європи**

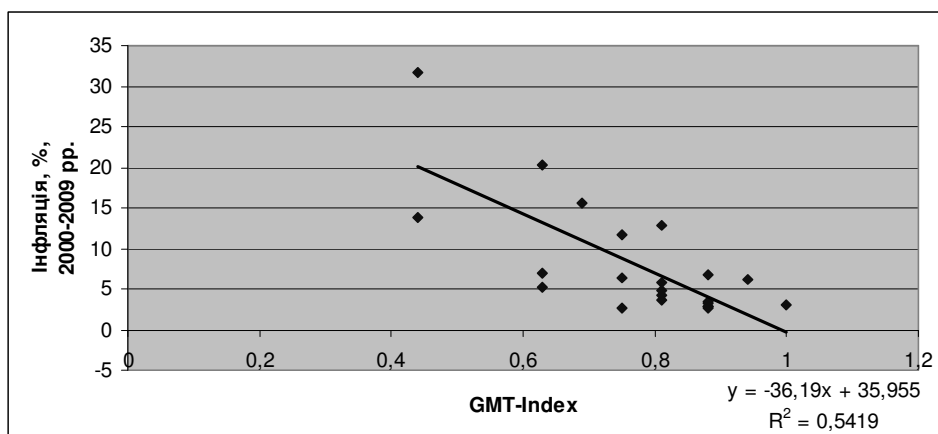
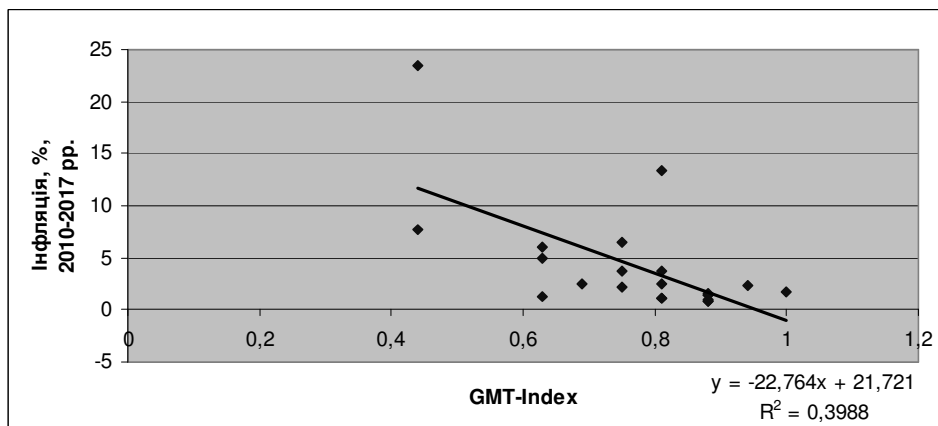


Рисунок 2

**Незалежність центробанків та інфляція 2010–2017 рр.
у постсоціалістичних країнах Європи**



З одного боку, таке спостереження відповідає виявленим раніше тенденціям, що засвідчують особливості перебігу макроекономічних процесів в економіках з інфляцією, наближеною до нуля. Можна простежити, що лінія апроксимації зсунулась донизу. Отже, для економік, яким властива дуже низька інфляція, пояснювальна здатність змінної рівня незалежності центробанків послаблюється.

З іншого боку, аналізовані країни як група продовжують показувати чіткий обернений зв'язок між аналізованими показниками. Деяке послаблення щільності зв'язку в таких умовах відображає поглиблення відмінностей у структурних детермінантах інфляційних процесів. Інакше кажучи, постсоціалістичні країни стають менш гомогенними як група. Відповідно, істотне падіння середніх значень інфляції та рух останньої навколо нульової зони властиві тільки для нових членів ЄС. Зростаюче значення поведінки європейського ВВП-розриву в детермінації інфляційного тиску в таких країнах означає, що дефляційний ухил інфляційних процесів у зоні євро швидше передаватиметься саме цим країнам з такої групи. Проте послаблення пояснювальної здатності змінної незалежності центробанків для нових членів ЄС не варто сприймати формально. Сам факт зростаючого значення ВВП-розриву зони євро у структурі інфляційних процесів нових членів ЄС також є наслідком того, що ці країни у свій час обрали відповідну інституціональну траєкторію розвитку своїх центробанків. Інакше кажучи, і формальне, і фактичне підвищення рівня їхньої незалежності уможливило виконання вимог щодо євроконвергенції, в результаті чого процес поглиблення інтеграції з ЄС–ЄВС позначився на змінах у структурі інфляційних процесів. Отже, євроінтеграція справді може розглядатись як вододіл між інституціональними траєкторіями суспільств.

Незалежність центробанків у трансформаційних економіках та інфляція: інституціональний підхід

Беручи до уваги висунуту гіпотезу про роль фрагментаризації суспільства у генеруванні інституціональних передумов інфляційної нестабільності, вважаємо за доцільне внести доповнення у проведений вище аналіз зв'язку між інфляцією та рівнем незалежності центробанку. Для емпіричного тестування гіпотези про вплив дезорганізуючих суспільство факторів на рівень інфляції в обраній групі країн використано субіндекс фрагментаризації еліт індексу вразливих держав (Factionalized Elites Sub-Index of Fragile State Index, що міститься у The Fund for Peace Fragile States Index за відповідні роки). Також було протестовано розглянуту вище позицію про те, що рівень демократії позитивно позначається на рівні незалежності центробанків. Результати аналізу це підтвердили (рис. 3–7).

Рисунок 3

**Рівень демократії та незалежність центробанків
у постсоціалістичних країнах Європи**

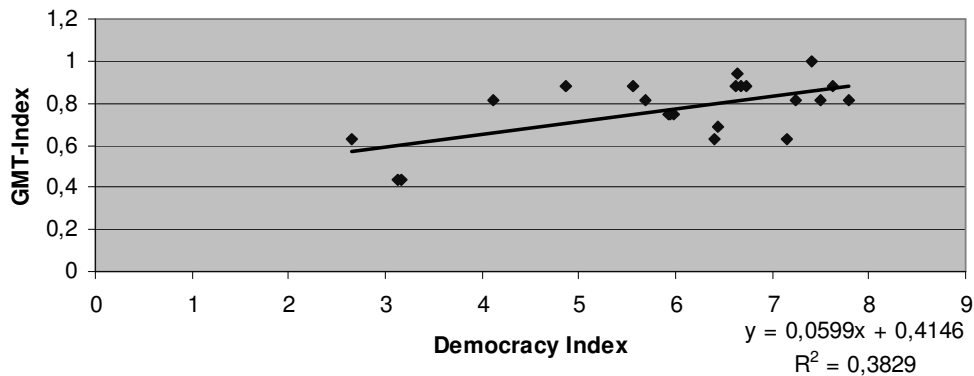


Рисунок 4

**Рівень демократії та фрагментація еліт
у постсоціалістичних країнах Європи**

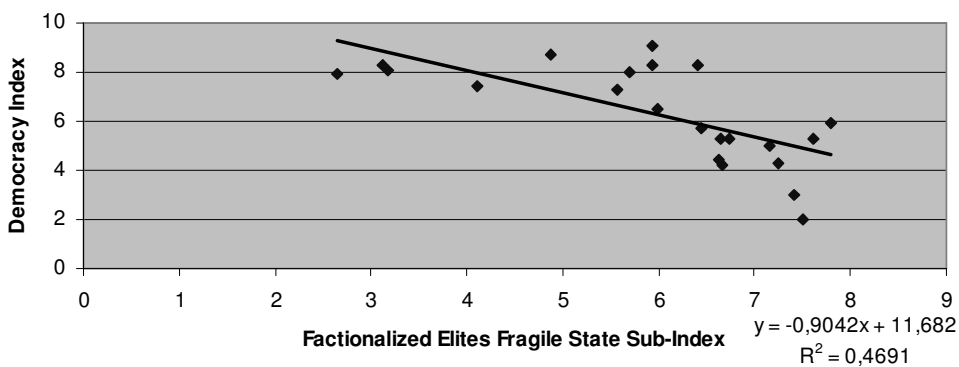


Рисунок 5

**Фрагментаризовані еліти та незалежність центробанків
 у постсоціалістичних країнах Європи**

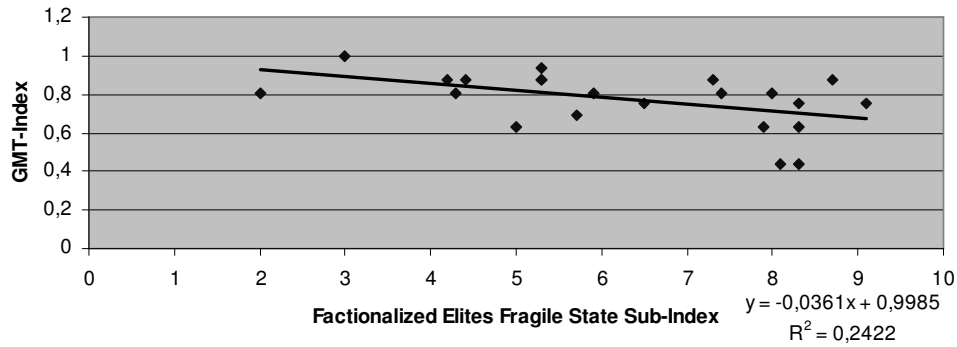


Рисунок 6

**Фрагментаризовані еліти та інфляція 2000–2009 рр.
 у постсоціалістичних країнах Європи**

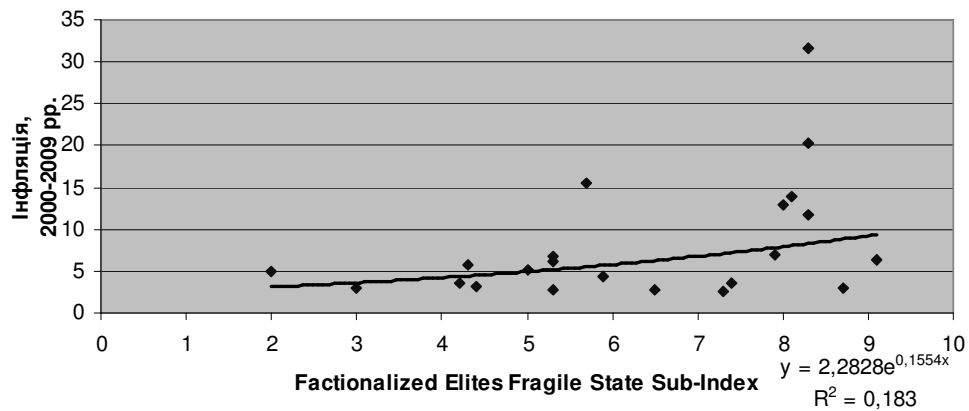
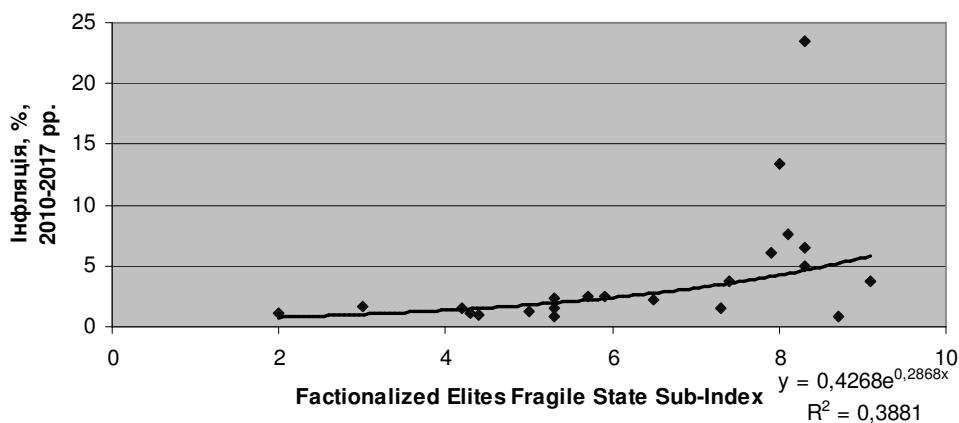


Рисунок 7

**Фрагментаризовані еліти та інфляція 2010–2017 рр.
у постсоціалістичних країнах Європи**

Аналіз залежностей, наведених на рис. 3–7, дає змогу простежити, що загалом гіпотези про роль інституціональних факторів інфляції й драйверів вибору суспільства того чи іншого рівня незалежності центробанків підтверджуються на вибірці постсоціалістичних країн. По-перше, більш демократичні країни обирають більш незалежний центробанк (рис. 3). Це повністю збігається з результатами попередніх досліджень про фактори вибору на користь того чи іншого статусу центробанків [16]. При цьому рівень розвитку демократії перебуває в оберненому зв'язку зі ступенем фрагментаризованості суспільства (рис. 4). Такий результат вказує на те, що якість інститутів і можливості політики щодо їх посилення значною мірою зумовлені здатністю досягти компромісу між ключовими соціальними акторами. У разі, коли за суспільною фрагментаризацією стоїть перерозподільчий конфлікт, будь-які способи підвищити економічну та політичну інклюзивність можуть бути паралізовані через те, що необхідно буде порушити перерозподільчий статус-кво. Брак розвитку демократії з усіма наслідками для якості врядування і розбудови потенціалу спроможності незалежних регуляторів стає заручником нездатності еліт до пошуку компромісу. На рис. 5 показано, що більш фрагментаризовані суспільства швидше матимуть менш незалежний центробанк. Це означає, що між браком соціальної злагоди, поступом демократичних інститутів та характером позиціонування центробанків в інституціональних координатах макроекономічної політики існує однозначний зв'язок.

По-друге, беручи до уваги обернений зв'язок між рівнем незалежності центробанків і рівнем інфляції, а також між першою і ступенем фрагментаризації суспільства, можемо простежити прямий зв'язок між останньою та інфляцією. На рис. 6–7 показано, що для постсоціалістичних країн впродовж обох періодів часу спостерігався прямий експоненціальний зв'язок. Незважаючи на те, що щільність такого зв'язку невисока, сам факт його експоненціального характеру свідчить про те, що у граничних випадках брак суспільної злагоди призводить до істотної макроекономічної дестабілізації, яка не може бути наслідком якогось абстрактного макроекономічного фактора, а лише є результатом непослідовної й суперечливої макроекономічної політики, інституціональна основа якої хитка. З рис. 6–7 також видно дедалі більш чіткий поділ на країни з низькою і висою інфляцією, який поглиблюється мірою посилення інтеграційних зв'язків у розширеному ЄС за рахунок більш істотного впливу на поведінку цін у нових членах з боку ВВП-розриву та дефляційного ухилу в зоні євро. Поглиблення такого поділу чітко показують дані щодо зростаючого значення щільності зв'язку за період 2010–2017 рр. (рис. 7), порівняно з періодом 2000–2009 рр. (рис. 6).

З огляду на те, що цілий ряд країн перебуває вище від тренда (рис. 1–2), при цьому показуючи зіставний рівень незалежності центробанків, виникає питання про те, як співвідносяться між собою випадки вищих / нижчих значень GMT-індексу з вищим / нижчим значенням інфляції. Таке зіставлення дасть змогу ідентифікувати країни, в яких спостерігатиметься випадок характеру зв'язку між рівнем інфляції й рівнем незалежності монетарних органів, що виходить за межі традиційної теорії. За даними табл. 1–2 можна простежити, як позиціоновані країни і як змінилося таке позиціонування за період 2000–2009 рр. та 2010–2017 рр. Критерієм належності країни до тієї чи іншої підгрупи є перебування індикаторів – середній рівень інфляції за період і GMT-індекс – вище або нижче від середнього значення для 22 країн загалом.

На основі даних табл. 1–2 можемо зробити декілька принципових висновків. По-перше, переважна більшість країн-нових членів ЄС опинилась у квадранті, що об'єднує теоретично передбачуваний випадок з висою незалежністю центробанку й нижчою інфляцією. Винятком є тільки Словаччина, яка водночас показала належність до квадранта з нижчою інфляцією. Боснія і Герцеговина та Вірменія перебувають у тому ж квадранті, що і більшість нових членів ЄС. По-друге, членство в ЄС – це не винятковий фактор більш низької інфляції. Такі таргетери інфляції, як Албанія й Грузія, здатні стабільно підтримувати низьку інфляцію без тиску з боку інтеграційних зобов'язань. Це саме стосується також такого таргетера інфляції, як Вірменія. По-третє, тільки дві країни змінили своє позиціонування. Азербайджан його погіршив, а Румунія – покращила. По-четверте, тільки Україна впродовж обох періодів перебуває у квадранті, який описує девіацію від стандартного теоретичного припущення.

Таблиця 1

Позиціонування країн у координатах «значення середньої інфляції за період – рівень незалежності центробанку» за 2000–2009 рр.

		Інфляція за період	
		Нижча від середньої	Вища від середньої
GMT-індекс	Нижчий від середнього	Словаччина, Албанія, Грузія, Азербайджан. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 7,13.	Сербія, Румунія, Молдова, Білорусь, Росія. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 7,74.
	Вищий від середнього	Естонія, Латвія, Литва, Словенія, Болгарія, Польща, Чехія, Боснія і Герцеговина, Угорщина, Хорватія, Македонія, Вірменія. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 5,26.	Україна. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 8.

Примітка 1. Складено автором на основі даних [15] та www.imf.org.

Таблиця 2

Позиціонування країн у координатах «значення середньої інфляції за період – рівень незалежності центробанку» за 2010–2017 рр.

		Інфляція за період	
		Нижча від середньої	Вища від середньої
GMT-індекс	Нижчий від середнього	Словаччина, Албанія, Грузія. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 6,87.	Сербія, Молдова, Білорусь, Росія, Азербайджан. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 8,18.
	Вищий від середнього	Естонія, Латвія, Литва, Словенія, Болгарія, Польща, Чехія, Боснія і Герцеговина, Угорщина, Хорватія, Македонія, Вірменія, Румунія. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 5,29.	Україна. Середнє значення: Factionalized Elites Sub-Index = 8.

Примітка 1. Складено автором на основі даних [15] та www.imf.org.

Те, що така мала кількість країн змінила своє позиціонування, вказує на наявність сильних фундаментальних факторів, які визначають логіку поведінки центробанків та динаміку інфляційних процесів. Інакше кажучи, і відповідність фактичних дій монетарних органів формальному статусу, і невідповідність йому однаковою мірою коріняться у спонукках суспільства (чи ключових соціальних акторів) толерувати тій чи іншій лінії поведінки при реалізації макроекономічної політики. Це саме стосується кінцевого розуміння соціально оптимального рівня інфляції. Без такого розуміння можливості опортуністичної інтерпретації поведінки центробанків зростають, відкриваючи шлях до динамічної інконсистентності або ж просто до бездарної монетарної політики.

Середні значення індексу фрагментаризації еліт, обраховані для груп країн, зарахованих до відповідних квадрантів, підтверджують базову гіпотезу дослідження. Впродовж обох періодів найвищий рівень індикатора, що свідчить про брак соціальної згуртованості, спостерігається в Україні, в якій індекс незалежності центробанку й інфляція вищі від середніх за вибіркою. Найнижчий рівень фрагментаризації суспільства простежується у групі, що складається здебільшого з нових членів ЄС, для яких характерні вищий від середнього рівень незалежності центробанків і нижча від середньої за вибіркою інфляція. Група країн з кращим інфляційним результатом, але гіршим показником незалежності монетарних органів показує значно гірший результат за показником фрагментаризації суспільства, але він все одно кращий за групу країн, в яких значення інфляції є вищим, а рівень незалежності центробанку – вищим від середніх за вибіркою. Варто також додати, що зміна позицій Румунії й Азербайджану суттєво погіршила значення групового індикатора фрагментаризації суспільства за період 2010–2017 рр., порівняно з 2000–2009 рр. Це тільки підтвердило позицію, що у країнах, найменш однорідних щодо соціальної злагоди, генерується високий інфляційний тиск. При цьому статус центробанку тут не завжди вирішальний. З іншого боку, це вказує на те, що у суспільстві може бути досягнутий консенсус щодо зміни статусу центробанку набагато легше, ніж фактичне дотримання такого статусу. І, навпаки, інколи зосередженість на фактичній політиці, а не на формальному статусі може бути більш важливою. Швидше за все, це ситуація з відносно контрольованим ступенем суспільної фрагментаризації або ж ситуація, коли існують певні компенсатори останньої.

Зі здійсненого аналізу випливає, що невдачі у проведенні монетарної політики коріняться в характері політичних конфліктів у суспільстві, оскільки вони генеруються полярними інтересами панівних соціальних акторів. Формальне підвищення незалежності центробанку не є гарантією змін у напрямку покращення монетарної політики та націлювання її на Парето-нейтральний орієнтир цінової стабільності. Однак це не спросто-

вує того, що статус монетарних органів все-таки відіграє істотну роль у процесі дезінфляції. Він є запобіжником негативних змін у разі, коли позитивні зміни вже хоча би раз були започатковані. Водночас так само слід визнати, що інститут незалежності центробанку спирається на неформальні правила політичної поведінки, на підтримання яких істотний вплив має ступінь суспільної фрагментаризації.

Висновки

Базова гіпотеза статті передбачає, що для постсоціалістичних країн з огляду на інституціональні траєкторії їхнього розвитку має підтверджуватися традиційний погляд щодо характеру зв'язку між рівнем незалежності центробанків й інфляцією. У разі негативної девіації (більш незалежний центробанк, вища інфляція) фрагментаризація суспільства як джерело політичної нестабільності та, відповідно, причина непослідовної макроекономічної політики може бути поясненням. Факт євроінтеграції варто вважати потужним вододілом між інституціональними траєкторіями центробанків у постсоціалістичних країнах, ступінь же такої інтеграції також має вплив на розбіжності в механізмах інфляційного процесу в розрізі країн, які орієнтуються на ЄС і які – ні. З емпіричної точки зору простежується чіткий обернений зв'язок між рівнем незалежності центробанків та інфляцією для 22 постсоціалістичних країн Європи, як це, власне, передбачає традиційний погляд на проблему. При цьому щільність такого зв'язку не знижується істотно, як це зазначено у припущеннях про особливості низькоінфляційних економік. Паралельно з цим рівень розвитку демократії перебуває у прямому зв'язку з рівнем незалежності центробанків, а ступінь фрагментаризації суспільства – в оберненому. Останній показник перебуває у прямому експоненціальному зв'язку з рівнем інфляції. Такі результати підтверджують, що інституціональні викривлення можуть істотно впливати на фундамент макроекономічної політики і політичні спонуки тих, хто її здійснює. Групування країн за принципом відхилення вгору / вниз від середніх значень GMT-індексу та інфляції показало, що найнижчий рівень фрагментаризації суспільства спостерігається у країнах з рівнем незалежності центробанку, вищим від середнього, і рівнем інфляції, нижчим від середнього. При цьому основою такої групи є нові члени ЄС. Група країн з добрим інфляційним показником, але нижчим рівнем незалежності центробанків має вже вищий рівень фрагментаризації суспільства. Найвищі рівні соціальної конфліктності простежується у країнах, які показують відхилення вгору від середнього значення за вибіркою показника інфляції. Для них рівень незалежності центробанків не завжди

вагомий. Проте чи не найвищий показник фрагментації суспільства спостерігається в Україні, яка є девіацією від традиційного погляду на зв'язок між рівнем незалежності центробанку й інфляцією. У сукупності це означає, що соціальні конфлікти, які виражаються полярними позиціями соціальних акторів, мають істотний вплив на результативність макроекономічної політики, а формальна незалежність центробанку не завжди слугує гарантією успішної дезінфляції, хоча у більшості випадків успішного підтримання цінової стабільності вона відігравала важливу роль.

Список використаної літератури

1. Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. 1991. «Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries». *Economic Policy* 6 (13): 341–92.
2. Cukierman A. 1992. *Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
3. Eijffinger S., Schaling E. 1993. «Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries». *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 184 (March): 49–89.
4. Scheller H. 2006. «The European Central Bank: History, Role and Functions». Frankfurt / M. ECB. 2 ed: 1–232.
5. *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. Report by J.-C. Juncker. EC. Brussels. 2015: 1–24.
6. 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): 353–98.
7. Cukierman A. 2008. «Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future». *European Journal of Political Economy*. Vol. 24. (4): 722–36.
8. Debelle G., Fischer S. 1994. «How Independent Should Central Bank Be?». *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, ed. by J. Fuhrer, Boston: Federal reserve Bank of Boston: 195–221.
9. Jacome L. 2001. «Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s». *IMF Working Paper*. WP/01/212: 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. WP/05/75: 1–41.
11. Lubeck T. 1999. «Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995–1997». IMF Working Paper. WP/99/04: 1–38.
12. 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.
13. 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.
14. Bodea Cr., Hicks R. 2012. «Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions». November 6: 1–42.
15. Crowe C., Meade E. 2008. «Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness». IMF Working Paper WP/08/119: 1–30.
16. 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.
17. Koziuk V. (2016). «Independence of Central Banks in Commodity Economies». Gerald of National Bank of Ukraine. March. Pp. 6–25.
18. 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.
19. Siklos P. 2008. «No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries». Paolo Baffi Centre Research Paper. 2008-02: 1–42.
20. 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.
21. Crivelli E., Gupta S., Mulas-Granados C., Correa-Caro C. 2016. «Fragmented Politics and Public Debt». IMF Working Paper. WP/16/190: 1–31.

22. Acket S., Borsenberger M., Dickes P., Sarracino F. 2011. «Measuring and Validating Social Cohesion: A Bottom-up Approach». CEPS Working Papers. 2011-08: 1–33.
23. Wagner H. 1998. «Central Banking in Transition Countries». IMF Working Paper. WP/98/126: 1–26.

Стаття надійшла до редакції 2 квітня 2019 р.