DOI: https://doi.org/10.15407/etet2020.01.094
УДК: 336.339
JEL: E58, E59, O23, Q33

Віктор Козюк

НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ ТА ІНФЛЯЦІЯ: ЯКІ З ІНСТИТУЦІЙНИХ ФАКТОРІВ ВАЖЛИВІШІ?

Прояснено, що змінні, які характеризують якість інститутів, часто протиставляються змінним, які є атрибутами культури. Розглянуто проблему зв'язку між незалежністю центробанків та інфляцією. Відзначено, що, з одного боку, культура визначає преференції, які мають конвертуватися в суспільний вибір, з іншого боку, від якості інститутів залежить те, наскільки фактичні політики відповідають запитам суспільства в розумінні підтвердження взятих зобов'язань. Висунуто гіпотезу, що якість інститутів повинна краще пояснювати поведінку інфляції. Досліджено, що культурні атрибути можуть різноспрямовано впливати на макроекономічну результативність регуляторів. Якість інститутів може суттєво викривлювати зв'язок між культурою, преференціями та суспільним вибором. Ця гіпотеза тестується емпірично шляхом почергового додавання до базової регресійної моделі з набором змінних якості інститутів та дизайну мікс-політики змінних, що характеризують цінності (Світова карта цінностей) та культурні атрибути за Хофстеде. Виявлено, що верховенство права найбільш щільно кореспондує з ціновою стабільністю. Незалежність центробанків також є контрінфляційною, як це передбачає традиційна теорія. Це саме стосується фіскальних буферів та меншої сировинної залежності. Політичний режим загалом також важливий, а фракційність суспільства демонструє неоднозначний результат. Цінності виживання є проінфляційними в демократіях. Дистанція влади за певних умов може бути контрінфляційною всупереч традиційному погляду. Встановлено, що зв'язок між культурними атрибутами та інфляцією не завжди очевидний і повинен трактуватись у контексті інших інституційних змінних. Зроблено висновок, що змінні, які більше наближені до реального політичного процесу, більшою мірою визначають макроекономічний результат, тому якість інститутів та інституціональний дизайн регуляторів є вагоміші за культурні фактори потенційних макроекономічних преференцій.

Ключові слова: незалежність центральних банків, інфляція, якість інститутів, культурні атрибути, верховенство права, політичні режими.

Козюк Віктор Валерійович (victorkozyuk@ukr.net) д-р екон. наук, проф.; завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету. ORCID iD: https://orcid.org/0000-0002-5715-2983

© В. Козюк, 2020

INDEPENDENCE OF CENTRAL BANKS AND INFLATION: WHICH INSTITUTIONAL FACTORS ARE MORE IMPORTANT?

Viktor Kozyuk

Viktor Kozyuk (victorkozyuk@ukr.net) Doctor of Economics, Professor, Head, Department of Economic Theory, Trnopil National Economic University. ORCID iD: https://orcid.org/0000-0002-5715-2983

Which institutional factors substantially affect macroeconomic performance or regulatory design is still under question and is discussed heavily. Institutional quality variables are often opposed to variables that are cultural attributes. The problem of relations between central banks independence and inflation also could be considered from that discussion viewpoint. From one point of view, culture should shape preferences that are expected to be converted into public choice. From another, institutional quality determines how preferences are correlated with particular policy-making following the initially taken commitments. The paper introduces the hypothesis that quality of institutions should override the cultural attributes as an inflation performance factor. It is because of some reasons. Cultural attributes may affect macroeconomic performance produced by regulators in opposite ways. As well, institutional quality may distort relations between culture, preferences and public choice. This hypothesis is tested empirically. The basic regression based on variables that are proxies for institutional quality and policy-mix is added by variables from World Values Map and Hofstede cultural attributes. It is found that law enforcement is the most statistically meaningful variable. Central bank independence is also counter-inflationary as traditional theory assumes. The same applies to fiscal buffers and smaller resource endowments. Political regime is also important but fractionalization of society demonstrates some ambiguity. Survival values are pro-inflationary in democracies. But power distance could be counter-inflationary in some cases opposite to standard view. At the same time, relations between cultural proxies and inflation are not always obvious and should be considered in the particular institutional context. The general conclusion is that variables that are closer matching policy-making process are better in shaping the macroeconomic performance. Due to this, quality of institutions as well as institutional design of regulators are better in capturing macroeconomic performance than cultural drivers of potential macroeconomic preferences.

Key words: central banks independence, inflation, quality of institutions, cultural attributes, rule of law, political regimes.

Дуже часто інституціональна теорія приходить на допомогу, коли стандартна макроекономіка не може пояснити ті чи інші феномени або коли спостерігаються разючі міжкраїнні відмінності. Зв'язок між інфляцією та рівнем незалежності центробанків не є винятком. Стандартний підхід передбачає наявність оберненого зв'язку між ними, а значна кількість емпіричних робіт повністю його підтверджують. Проте існує цілий набір випадків, коли стандартний підхід дає збій, хоч це і не означає відмову від нього, а швидше – пошук додаткових аргументів на користь того, чому в різних інституційних середовищах усталені зв'язки проявляються по-різному. У випадку з незалежністю центро-

банків ситуація обтяжується рядом обставин. Чим нижче інфляція, чим краще заякорені інфляційні очікування, тим важче ідентифікувати фактори агрегованих цінових коливань. Високу інфляцію можна звести до проявів монетарної нестриманості чи разючої курсової нестабільності. Проте в обох випадках за дужками залишається політико-економічний факт впливу статусу монетарних органів на інфляційні процеси в середньо- та довгостроковому періоді. Це має значення з міркувань перманентного підтвердження в демократичному процесі преференцій щодо соціально оптимального рівня інфляції. Або ж, навпаки, це є проявом інститутів, які регулюють поведінку ключових соціальних акторів, готовність суспільства приймати таку поведінку і, відповідно, адаптовуватись до її результатів безвідносно до того, якими вони будуть в площині інфляції. Саме належність статусу центробанків до політико-економічного виміру соціальних взаємодій дозволяє констатувати, що проєкції на цей статус інфляційних преференцій не виключає нехтування ним у разі відсутності обмежень на поведінку еліт. Аналогічно можна стверджувати, що за наявності соціальної згоди щодо рівня інфляції статус може не мати принципового значення за умови, коли еліти поводять себе згідно з принципом максимізації суспільного добробуту, а регулятор не підпадає під захоплення (від англ. – regulator capture), яке дає перевагу тій чи іншій елітарній / політичній / бізнесовій групі.

Інституціональна теорія також не є однорідною, а тому часто питання ефективності регуляторів розглядається в двох площинах (*Acemoglu, Robinson*, 2012). З одного боку, якість інститутів визнається ключовим фактором, що уможливлює більш ефективне функціонування механізму соціальних взаємодій. Відповідно, центробанки як й інші регулятори будуть більш ефективними у реалізації своїх мандатів там, де має місце верховенство права чи вища "якість держави". З другого боку, можуть існувати більш глибокі детермінанти соціальної поведінки, внаслідок чого якість інститутів є проміжною інстанцією між цими детермінантами і кінцевим результатом у вигляді ефективності регулювання чи макроекономічних процесів. Природно, що такими глибшими факторами часто розглядаються етнічна неоднорідність, міжгрупові напруження, культурні характеристики. Це відкриває шлях до дискусії в рамках інституціональної теорії про те, що є більш важливим для пояснення політико-економічних процесів і їх макроекономічних результатів? Якість інститутів (верховенство права, якість врядування, відповідність демократичних виборів справжньому волевиявленню тощо), чи характеристики структури суспільства, чи атрибути культурних рис? З огляду на те, що питання зв'язку між інфляцією та незалежніс-

тю центробанків повністю фокусує на собі цю дилему, дослідження в цьому напрямі видається актуальним.

Огляд літератури дозволяє виділити цілий пласт "класичних" (*Grilli* et al., 1991; *Cukerman,* 1992; *Eijffinger, Schaling,*1993) та новіших досліджень (*Arnone* et al., 2007; *Lybeck,* 1998; *Jacome,* 2001; *Jacome, Vazquez,* 2005; *Crowe, Meade,* 2008; *Dincer, Eichengreen,* 2014), в рамках яких питання оберненого зв'язку підтверджується в широкому діапазоні варіацій на тему структури індексів, економетричних технік чи контрольних величин. Незважаючи на те, що після глобальної фінансової кризи дефляційні ризики та практики неконвенціональної монетарної політики спонукають до осмислення нового середовища функціонування центробанків (*Does Central Bank*..., 2008), а дослідники сфокусовані на питаннях статусу органів з макропруденційними повноваженнями (*Smets,* 2014; *Acharya,* 2015; *Masciandro* et al. 2008), все-таки факт оберненого зв'язку між інфляцією та незалежністю монетарних органів знаходить підтвердження (*Gollwitzer, Quintyn*, 2010; *Maslowska*, 2012; *Dincer, Eichengreen*, 2014; *Masciandro, Romelli,* 2018).

Втім, це не виключає факту, що низька антиінфляційна успішність окремих незалежних центробанків, так само як і ефективність менш незалежних центробанків щодо підтримання цінової стабільності, потребує пояснення. Одним із перших таких пояснень було те, що в країнах з нижчим рівнем доходу мають місце розбіжності між формальною та фактичною незалежністю, а кращим індикатором останньої є тривалість перебування керівника монетарного органу на посаді (*Cukierman,* 1992). Наявність такого розриву послужила поштовхом до дослідження причин, чому між формальним статусом центробанків та інфляційним результатом може існувати розбіжність, навіть попри добре задокументовані факти протилежного.

Структура економіки може мати значення. Зокрема схильність до шоків на боці пропозиції робить незалежний центробанк більш вразливим, тоді як вищий рівень відкритості спонукає навіть менш незалежний центробанк до жорсткої політики з огляду на прояв "ефекту дисципліни". Проте існують розвідки, які вказують на те, що проблема коріниться у так званому "третьому факторі", від якого залежатиме те, наскільки успішними будуть органи макроекономічної політики у забезпеченні цінової стабільності. Наприклад, ряд дослідників наводять переконливі докази, що ключовим фактором, який уможливлює досягнення цінової стабільності формально незалежним центробанком, є верховенство права або ж його кореляти у вигляді незалежної судової системи. Ці фактори діють напряму через зниження трансакційних витрат та опосередковано – через забезпечення гарантій реалізації

центробанками своїх мандатів (*Hayo, Voigt*, 2008; *Eijffinger*, Stadhouders, 2003; *Nurbayev*, 2017). У свою чергу наділення центробанків вищою незалежністю, так само як гарантії втілення мандату, є наслідком балансу стримувань і противаг у політичній системі. За наявності багатьох "гравців з правом вето" існує більша вірогідність того, що центробанк буде більш незалежним і, відповідно, більш успішним у забезпеченні цінової стабільності (*Moser*, 1999; *Keefer,* Stasavage, 2003). З другого боку, в ряді праць не підтверджується думка про те, що якість інститутів є виключним фактором успішності центробанків. Тобто підвищення незалежності центробанків дозволяє істотно покращити інфляційну ситуацію навіть у середовищі слабких інститутів (*Gollwitzer*, *Quintyn*, 2010). Але це не спростовує той факт, що така незалежність є ендогенною. Іншими словами, вона вже відображає певний вибір на користь того інституційного формату функціонування монетарних органів, які найбільшою мірою відповідають суспільному вибору (*Masciandro, Romelli,* 2018).

З-поміж структурних характеристик суспільства якість соціального капіталу розглядається як аргумент на користь пояснення того, чому в різних країнах спостерігаються істотні відмінності в рівнях незалежності центробанків, а також у тривалості часу, який необхідний для того, щоб відбулися формальні зміни в статусі монетарних органів. Від соціального капіталу залежить декілька моментів. З одного боку, низька якість соціального капіталу провокує ситуацію із поганою макроекономічною ситуацією, яка вимагає реформ, але такі реформи важко реалізувати з огляду на недовіру між соціальними акторами. З другого боку, висока якість соціального капіталу гарантує, що реформи будуть реалізовані відносно швидко в разі, якщо їхній очікуваний результат корелює з суспільними преференціями. Соціальна довіра (social trust) відіграє при цьому ключову роль (*Berggren* et al., 2012; *Berggen* et al., 2014). Питання лише залишається, чи соціальна довіра сама по собі є культурною рисою, чи є наслідком якості інститутів.

Вивчення впливу культурних факторів на економічні процеси в узагальненому вигляді передбачає, що: повинен існувати зв'язок між культурою, преференціями та економічними наслідками; конвертація преференцій в економічні результати потребує чіткого теоретичного розуміння; причинність зв'язків є принциповою. Погляд на антиінфляційну ефективність центробанків в контексті ролі культурних факторів також не є однорідним. Наприклад, культурна неоднорідність Швейцарії є фактором відмінності преференцій щодо соціально оптимального рівня інфляції. При цьому такі відмінності є атрибутивними саме культурі і не є наслідками відмінностей в інфляційній істо-

рії. Також вони не є результатом відмінностей в якості інститутів. Монетарні преференції в розрізі культурно відмінних регіонів Швейцарії не є ендогенними щодо якості інститутів, а тому дозволяють стверджувати, що саме культура визначає ставлення до цінової стабільності та, відповідно, її відносну цінність (*Jost*, 2018).

Дещо інший підхід вказує на те, що існує своєрідна "культура стабільності" (мається на увазі цінової стабільності в розумінні культури низької інфляції). Така культура є складовою національної ідентифікації, завдяки чому формуються не тільки преференції щодо низької інфляції, а також легітимізуються політичні інститути, в рамках яких санкціонується, підтримується і культивується відповідна політика та її інституційне забезпечення. Іншими словами, в "культурах стабільності" незалежність центробанку не викликає запитань, а його активність щодо забезпечення цінової стабільності не викликає ні політичного, ні електорального спротиву, що загалом полегшує досягнення результату у вигляді низької, стабільної та передбачуваної інфляції, заякорення інфляційних очікувань, формування довіри. Вибір на користь незалежного центробанку як інституційної форми реалізації преференцій у рамках "культури стабільності" визнається сучасною раціональністю (*Tognato*, 2012). Певною мірою це підтверджує вище розглянуту тезу про ендогенний характер незалежності монетарних органів (*Masciandro* and *Romelli,* 2018).

Пряме застосування змінних, які характеризують культуру (матриця Хофстеде), дає підстави вважати, що дистанція влади (power distance) та несхильність до невизначеності (uncertainty avoidance) справляють вплив на те, чи взаємопов'язані ступінь незалежності центробанку та рівень інфляції. Суспільства, що толерують вищу дистанцію влади та більше схильні до невизначеності, оберуть менш залежний центробанк. Аналогічно, в таких суспільствах спостерігатиметься вищий рівень інфляції. На основі логічного зіставлення можна отримати обернений зв'язок між інфляцією та рівнем незалежності центробанків, що підтверджено на прикладі країн ОЕСР (*Jong*, 2002).

Проте фактори культури викликають ряд додаткових запитань, особливо в більш широкому інституційному контексті. Наприклад, компенсують вони чи, навпаки, підсилюють дію інших інституційних спотворень в суспільстві, наслідком чого є погана макроекономічна політика? Наскільки вони співвідносяться з політичним режимом в країні чи з альтернативною мікс-політикою. В останньому випадку варто згадати, що більш незалежні центробанки, що підтримують плаваючий курс, більш притаманні демократіям з низьким рівнем інфляції.

На противагу цьому, автократії з низьким рівнем інфляції підтримують низькі рівні незалежності центробанків, схильні до фіксованих курсів, але оперують фіскальними буферами. З іншого боку, це властиво саме сировинним автократіям (*Koziuk*, 2016; *Козюк*, 2016; 2018). Також не до кінця зрозумілим залишається питання, чи важливими є фактори культури у разі неуспішності незалежних центробанків і навпаки. Враховуючи сказане, висувається гіпотеза, що змінні культури не повинні самі по собі домінувати над змінними, що характеризують якість інститутів чи впливають на останню. Відповідно метою статті є виявлення зв'язків між інфляцією та рівнем незалежності центробанків у сукупності із змінними, що засвідчують інституційні характеристики країни. Змінні культури використовуються як додаткові до основної регресійної моделі задля ідентифікації напрямку та стійкості зв'язків.

Інфляція та незалежність центробанків: інституційні контроверсії

Інституціональна теорія не дає однозначної відповіді на питання, що в підсумку визначає макроекономічні результати економічної політики. Найбільш очевидно це простежується у випадку протиставлення культурних характеристик країни як таких, що визначають потенційний тип інститутів врядування, розподілу сили, преференцій, якості інститутів. Можна виділити декілька моментів.

По-перше, преференції справді можуть корінитися в культурі. Відповідно, культурні патерни можуть визначати профіль преференцій, які мають бути конвертовані у суспільний вибір, результатом чого має виступити та чи інша економічна політика. Якщо така політика не приносить результат, сумісний з преференціями, вона коректується. Екзогенні шоки можуть спотворювати ув'язку між преференціями та характером політики. Це ж саме стосується і структури економіки. Однак успішна політика в тому і полягає, що вона дозволяє формувати ту економічну доктрину, яка уможливлює реалізацію преференцій за наявних політичних та структурних обмежень. Тобто в довгостроковому періоді наявність політичного ринку та вільний вхід у нього повинні формувати передумови для того, щоб формувалась чітка ув'язка між преференціями, результатами економічної політики та інституційними формами застосування відповідних інструментів політики.

По-друге, припущення про еластичну роботу політичного ринку само по собі є інституційно зміщеним. Тут неявно присутнє припущення про зв'язок між політичним режимом і характером політичного процесу, в рамках якого генерується модальність економічної

політики. Іншими словами, політичний ринок автоматично вважається притаманним демократіям як таким, що найповнішою мірою дозволяють конвертувати преференції в профіль економічної політики. І автоматично нехтується альтернативними політичними формами перетворення преференцій в політику. Останнє не виключає, що преференції можуть задовольнятись не через "вибір того, чому віддається перевага", а через "оплату лояльності", властивої заможним автократіям.

По-третє, якими б не були вихідні преференції, згенеровані культурними факторами, саме від якості інститутів залежатиме те, наскільки вони можуть перетворюватися на політичний вибір, в рамках якого буде здійснюватись та політика, що в підсумку кореспондуватиме з такими преференціями. Порівняльний аналіз суспільств з відкритим доступом та природних держав чітко вказав на те, що політичний режим демократії не зводиться до формальних процедур волевиявлення, а є набагато глибшим і складнішим феноменом (*Норт* et al., 2017). Саме тому якість інститутів визначає те, наскільки близькими є преференції та профіль фактичної економічної політики.

По-четверте, не виключено, що в складно організованих соціальних системах преференції, які випливають з культури, можуть компенсувати впливи на той чи інший економічний параметр через різні канали. Якість інститутів тут відіграватиме принципове значення, оскільки від неї залежатиме те, наскільки асиметричними будуть сили імпульсів в розрізі кожного з таких каналів. Наприклад, культурний патерн несхильності до невизначеності теоретично розглядається як важливий фактор преференцій щодо нижчої інфляції. Тобто припускається, що інфляція погіршує цінову транспарентність, планування інвестицій та здатність оптимально обирати між споживанням та заощадженнями. У свою чергу схильність до ризику знаходиться у оберненому зв'язку з несхильністю до невизначеності. Але розвиток фінансового ринку (поглиблення та диференціація) потребує схильності до ризику і водночас він пригнічується високою і нестабільною інфляцією. Подібним чином можна кваліфікувати зв'язки між індивідуалізмом та інфляцією.

По-п'яте, стандартна матриця Хофстеде не оперує таким важливим виміром культури, як "цінності виживання – цінності самовираження" (survival values vs self-expression values), якими, наприклад, оперує модель, відома як Світова карта цінностей (World Values Map). Цей культурний вимір є важливий для інституціонального аналізу перш за все з міркувань того, наскільки перебування на тій чи іншій позиції шкали "цінності виживання – цінності самовираження" є

релевантним здатності генерувати соціальні взаємодії, результатом яких були би якісні інститути. Можна припустити, що домінування "цінностей виживання" робить запит на якісні інститути менш пріоритетним, порівняно із запитом щодо зайнятості. А це може привносити істотні спотворення в економічну політику, приймаючи до уваги паразитування олігархічних груп на потребах створення індивідуальної зайнятості всупереч колективній економічній ефективності. Знову таки, за наявності вільних ринків влада олігархічних груп над ринками праці послаблюється. Але саме такі групи формують політичну конфігурацію, в рамках якої ринки можуть невизначено довго відхилятись від алокаційної ефективності. Це саме можна екстраполювати на перевагу низької інфляції над зайнятістю. Домінування "цінностей виживання" може робити суспільство більш нейтральним до вищого рівня інфляції, навіть якщо інфляція не вписується в суспільні преференції з міркувань інших культурних патернів. З іншого боку, домінування "цінностей самовираження" може не генерувати суспільних запобіжників просуванню яскравих харизматичних лідерів, популістський порядок денний яких може підривати антиінфляційні інститути і нейтралізувати преференції щодо низького рівня інфляції. Зрозуміло, що в довгостроковому періоді зрілі суспільства демонструють раціональний імунітет до подібного роду девіацій, але це є свідченням того, що довільне послуговування набором культурних детермінант макроекономічної політики та її інституціональних форм може привести до ряду несподіваних логічних умовиводів.

По-шосте, проблеми "захоплення регулятора" та розподілу влади у вигляді балансу стримувань і противаг можуть посилювати, а можуть послаблювати дію культурних факторів залежно від контексту. Так, толерування дистанції влади часто розглядається як культурний фактор централізації в розподілі економічної сили. Зокрема, існує певний зв'язок між культурною схильністю до ієрархій та тенденцією до олігархізму з властивим йому пануванням кроні-секторів[1] (*Козюк*, *Длугопольський*, 2017). У свою чергу дистанція влади знаходиться в оберненому зв'язку з рівнем незалежності центробанків, оскільки монетарні органи як "гравці з правом вето" меншою мірою підпадають під політико-економічну централізацію (*Jong*, 2002). Формально між обома позиціями немає прямого конфлікту, якщо абстрагуватись від властивого слабким інститутам феномена "захоплення регулятора". Цілком можливо, що в умовах

[1] Від англ. *crony* – щирий друг, кум. Сектори, які отримують надмірні вигоди внаслідок маніпулювання інструментами державного регулювання на користь окремих бізнес-груп.

панування олігархічних груп формуватиметься конкуренція за контроль над центробанком. В таких обставинах формально високий рівень незалежності останнього може бути не перешкодою для його "захоплення", а "спокусою" набути конкурентні переваги над іншими політичними бізнес-групами. Тобто формальна незалежність перетворюється на підвищення бар'єру "захоплення" конкурентами з боку інших політико-економічних бізнес-груп. Беручи до уваги, що толерування ієрархіям кореспондує з нижчим рівнем "відрази до інфляції", вірогіднішою буде ситуація, коли в олігархізованих економіках буде і вища інфляція, і центробанк з вищим рівнем формальної незалежності. А це іде в розріз з припущенням про те, що за низьких значень дистанції влади має спостерігатись одразу нижча інфляція та вища незалежність монетарних органів, як це показано на прикладі країн ОЕСР (*Jong*, 2002).

З цього випливає, що для того, щоб між культурними преференціями, дизайном інститутів політики та макроекономічними результатами був передбачуваний зв'язок, потрібен додатковий набір факторів. Якість інститутів у розумінні верховенства права, так само як і структура суспільства чи розподіл політичної влади, можуть бути значущими факторами потенційного розходження між статусом монетарних органів й інфляційним результатом. Тобто культурні інстанції преференцій можуть посилюватись інститутами, а можуть викривлювати процес їх конвертації у суспільний вибір. В цьому контексті необхідно розглянути детальніше, які потенційні інституційні фактори можуть впливати на інфляційний результат за інших рівних умов щодо статусу центробанків.

Верховенство права – фактор, який має прямий і непрямий вплив на інфляцію. Напряму він впливає через зниження трансакційних витрат, завдяки чому потенційне зростання економіки є вищим, а альтернатива вибору між реакцією на інфляцію та на відхилення ВВП від потенційного не настільки вираженою. Іншими словами, дезінфляційні втрати будуть низькими. Аналогічно низькі трансакційні витрати роблять роботу ринків більш еластичною. Економіка гнучкіше реагує на шоки, що, знову-таки, покращує альтернативність вибору щодо реакції на інфляцію та відхилення ВВП від потенційного. Непрямий вплив цього фактора відбувається через статус центрального банку. В цьому випадку верховенство права забезпечує відповідність формальної незалежності монетарних органів фактичній. Центробанк потрапляє під нижчий ризик тиску в розрізі політичного бізнес-циклу саме через те, що можливості змінювати його керівництво, інфляційні преференції якого не збігаються з преференціями щодо політики правлячої групи,

суттєво обмежені. Також верховенство права може гарантувати підтримання неформальних взаємин між центробанком та політичними елітами в разі низької формальної незалежності першого у випадку, коли такі взаємини зорієнтовані на досягнення та підтримання суспільно оптимального рівня інфляції. Наприклад, політична згода щодо цілей монетарної політики (в разі, коли центробанк не володіє незалежністю щодо цілей) обмежує здатність принципала повестися опортуністично за наявності сильних інститутів забезпечення взятих зобов'язань. Значення правових інститутів щодо забезпечення цінової стабільності та відповідної ролі статусу центробанку у цьому знаходять емпіричне підтвердження (*Hayo, Voigt,* 2008; *Eijffinger, Stadhouders*, 2003; *Nurbayev*, 2017).

Якщо відсутність верховенства права вважається перешкодою кращій макроекономічній політиці через слабкість правових механізмів забезпечення наступних зобов'язань та значних трансакційних витрат, то фракційність суспільства розглядається як вихідна інстанція нездатності до колективних дій, результатом яких би виступили політичні інститути і верховенство права, і здорова макроекономічна політика. Неоднорідність суспільства може мати різні форми: від етнічної, мовної, релігійної, групової фракційності до соціальної нерівності. Проте саме поділ суспільства на групи, політико-економічні стосунки між якими є напруженими, загрожує ціновій стабільності та центробанкам не менше, ніж змагальний популізм в соціально диференційованих країнах. Основна причина цього – прагнення встановити контроль за центробанком задля отримання домінантного становища щодо інших груп. З верховенством права подібна ситуація. Фрагментовані суспільства не схильні до високого рівня верховенства права, оскільки кожна з груп зацікавлена у протилежному. Це – відсутність жорстких обмежень на встановлення політичного домінування з подальшим економічним визискуванням. Емпіричні розвідки підтверджують, що макроекономічні результати та якість інститутів є значно гіршими в суспільствах, які є фракційними за етнічними рисами (*La Porta* et al., 1999; *Mauro*, 1995; *Alesina* et al., 2002). Водночас, навіть якщо фракційність не генерується етнічними факторами, міжгрупові протистояння можуть зумовлюватись боротьбою за інтереси олігархічних кланів, які паразитують на тих чи інших соціальних розбіжностях заради досягнення власних цілей.

Ресурсна рента є радикальним виразом агресивного протистояння у гетерогенних суспільствах, оскільки доступ до неї забезпечує доступ до ресурсів, що уможливлюють встановлення відносно тривалого панування. І навпаки, значна рента спонукає до значних інвести-

ції у повалення встановленого режиму. Однак монетарний вимір цих процесів проявляється по-різному в розрізі демократій і автократій (*Koziuk*, 2016; *Козюк*, 2016; 2018). Демократії в багатих на ресурси країнах можуть бути слабкими через змагальний популізм, який відкриває шлях до влади, яка, хоч і обмежена формальним електоральним циклом, але все ж таки дає можливість отримувати ренту. Автократії є або нестабільними, оскільки швидше є експропріаційними (в контексті міжгрупових протистоянь – це випадок, коли одна група, що здобула доступ до ренти, експропріює добробут іншої), або стабільними, оскільки гарантують конвертацію ресурсного багатства в суспільний добробут як оплату лояльності. В останньому випадку верховенство права може мати нетрадиційні форми і бути складником неявного суспільного договору.

Політичний режим можна вважати силовим полем, довкола якого формуються формальні та неформальні інститути політико-економічної поведінки. Емпіричні роботи показують, що макроекономічна ситуація в демократіях є кращою, і саме цей режим найкраще співвідноситься з темпами зростання та низькою інфляцією у довгостроковому періоді[2]. Подібним чином розглядається незалежність центробанків. Вона є вищою саме в демократіях, оскільки є інститутом, що забезпечує вибір щодо цінової стабільності і формує баланс стримування і противаг. Проте демократії та автократії можуть оперувати відмінним набором мікс-політики, внаслідок чого співмірні інфляційні результати досягатимуться за відмінних статусів монетарних органів, але і за відмінних фіскальних режимів. Слід визнати, що зрілі демократії здатні генерувати самообмеження у вигляді наділення центробанку вищим рівнем незалежності, чим відрізняються від країн, де слабкий регулятор по-своєму влаштовує еліти та популістські контреліти. Попри важливість доповнення формальної демократії якістю соціального капіталу, емпіричні дослідження все ж підтверджують прямий зв'язок між рівнем розвитку демократичних інститутів і вибором на користь більш незалежного центробанку. При цьому, навіть якщо через ті чи інші політичні традиції формальний рівень такої незалежності є низьким, у країнах з вищим рівнем розвитку демократії центробанк буде більш транспарентним (*Dincer, Eichengreen*, 2014).

[2] Інститути демократії знаходяться у сильнішому зв'язку із індикаторами макроекономічної стабільності навіть у порівнянні з випадками відкритих конфліктів чи відкритості економіки. Традиційні джерела макроекономічної нестабільності у вигляді доларизації, "первісного гріха" (нездатність позичати у власній валюті на тривалий термін під низькі проценти), проциклічної фіскальної політики є притаманними слабким інститутам демократії. Останні негативно впливають на монетарну політику з відповідним результатом. Див.: *Satyanath, Subramanian*, 2004.

На відміну від розглянутих вище підходів, роль культури як спільності цінностей і норм поведінки у забезпеченні цінової стабільності розглядається з позиції інтерпретації колективних наслідків індивідуальної поведінки. Культурні виміри (матриця Хофстеде[3]) надають можливості для подібної дослідницької операції. Як уже зазначалось, дистанція влади повинна бути в оберненому зв'язку з рівнем незалежності центробанків та інфляцією. Незалежність розглядається як фактор обмеження централізації влади, відповідно, чим менше суспільство толерує ієрархіям, тим вірогідніше віддасть перевагу незалежнішому центробанку. Це саме стосується інфляції. Остання розглядається як прояв домінування одних соціальних груп над іншими, а тому суспільства з нижчим рівнем дистанції влади будуть більше схильним до преференцій щодо цінової стабільності. Подібним чином повинні проявлятися запобігання невизначеності (*Jong*, 2002). Це саме стосується і коротко- та довгострокової орієнтації. Варто відзначити, що, незважаючи на включення деякими авторами в аналіз і інших культурних вимірів, логічний ланцюжок, що пояснює теоретичну обґрунтованість цього, виглядає дещо умоглядним. Використання культури як спільності цінностей та норм поведінки дозволяє побачити джерела потенційних суспільних преференцій. Проте функціональний підхід до преференцій змінює ракурс аналізу. Наприклад, суспільство може мати "травму гіперінфляції". Цей спільний ментально-історичний досвід суттєво впливає на преференції щодо цінової стабільності. Часто Німеччину називають класичним прикладом такого травматичного досвіду. З іншого боку, гіперінфляції в латиноамериканських країнах, країнах Центрально-Східної Європи та Африки швидше за все не вказують на наявність подібних функціональних преференцій. В багатьох латиноамериканських країнах структурні реформи та зміна покоління політиків можуть краще пояснити різке падіння частоти гіперінфляцій порівняно з 1970–1980 рр., окрім маргінального випадку Венесуели та хронічно нестабільної Аргентини. Негативне ставлення до інфляції у багатьох країнах – нових членах ЄС (на відміну від ряду середземноморських країн) може відображати не стільки "травму гіперінфляції", скільки обережніше сприйняття лівого ухилу в макроекономічній політиці та усвідомлення більших ризиків для макрофінансової стабільності в умовах відкритості та

[3] В останній версії культурні виміри Хофстеде складаються з шести елементів: дистанція влади (power distance, PDI); індивідуалізм vs колективізм (individualism vs collectivism, IDV); маскулінність vs фемінність (masculinity vs feminity, MAS); уникнення невизначеності (uncertainty avoidance, UAI); довго- vs короткострокова орієнтація (long-term vs short-term orientation, LTOWVS); індульгентність vs обмежувальність (indulgence vs restraint, IVR).

незрілих фінансових ринків. Випадок України також вказує на те, що "травма гіперінфляції" не настільки поширене явище, щоб формувати однозначні патерни культури цінової стабільності.

Відповідність дизайну окремих політичних інститутів культурним вимірам, однак, не знімає питання про те, яку роль у цьому відіграють інститути. З одного боку, дизайн політичних інститутів є невіддільним від політичного процесу, учасники якого підпадають під дію і культурних, і інших інституційних факторів. З другого боку, такий дизайн може відображати намагання компенсувати ті культурні патерни та інституційні слабкості, які потенційно загрожують політичній стабільності. Дизайн політичних інститутів на основі принципу стримувань і противаг якраз покликаний врахувати ризики, притаманні тому чи іншому суспільству.

Емпіричний аналіз: якість інститутів vs культурні виміри чи якість інститутів + культурні виміри

Для оцінки впливу широкого набору інституційних факторів на інфляцію в контексті теоретично очікуваного зв'язку з нею незалежності центробанків застосовано багатофакторну регресійну модель для незбалансованої вибірки зі 150 країн.

Як незалежну змінну обрано середні значення інфляції за 2007–2017 рр. Цей період відображає декілька зламів в інфляційних тенденціях і, що головніше, потенційно відмінні режими реакції політики на шоки в розрізі циклів сировинних цін чи глобальних фінансових умов.

Незалежними змінними обрано:

GMT-індекс (GMT) незалежності центральних банків. Він має ряд переваг над іншими відомими індексами, що обраховані для значної кількості країн. Наприклад, він допускає наявність конфлікту між монетарними та наглядовими функціями центробанку, підсумком чого може стати пріоритет фінансової стабільності над ціновою. Традиційно передбачається обернений зв'язок між рівнем інфляції та цим індексом;

Rule of Law (RofL) – індекс верховенства права (Світовий банк), що характеризує здатність правових інститутів гарантувати виконання зобов'язань та слідувати духу закону. Традиційно очікується обернений зв'язок між цим індексом і рівнем інфляції;

Democracy Index (Dem) – слугує змінною, що позначає політичний режим (все, що нижче 4, – автократичні режими; все, що вище 4, – демократичні (різного ступеня якості)). В найбільш загальній формі варто передбачати обернений зв'язок. Однак у світлі аналізу проблеми якості демократії та особливостей мікс-політики в країнах

з відмінними ступенями розвитку фінансових ринків чи сировинного багатства загальна тенденція потребує певних контекстних уточнень. Через це не виключається вірогідність оберненого зв'язку;

Ethnic Fragmentation (EF) – індекс етнічної фрагментації (*Alesina* et al., 2002) застосовується для ідентифікації впливу на залежну змінну неоднорідності суспільства. Оскільки теоретично передбачається, що у фракційних суспільствах ризик макроекономічних дестабілізацій підвищується, очікується обернений зв'язок. Цей індекс застосовується, оскільки він продемонстрував кращі статистичні якості зв'язку з інфляцією, порівняно з іншими індикаторами гетерогенності суспільства, такими як, наприклад, субіндекс групового невдоволення чи субіндекс фрагментації еліт індексу крихкості держав (Fragile States Index) (*Козюк*, 2019);

частка непромислового експорту (ComExp) (Світовий банк) – змінна, що характеризує сировинне багатство. Оскільки володіння значними природними ресурсами створює для експорту товарів низького ступеня обробки відносну перевагу, уся структура економіки формується з урахуванням впливу сировинної ренти на алокацію ресурсів. Попри дискутивність напрямку зв'язку цієї змінної з рівнем інфляції, можна очікувати, що за певних обставин сировинна спрямованість експорту підвищує інфляційну вразливість;

SWF даммі-змінна (фіктивна змінна) наявності фондів сировинного багатства – бінарна змінна, яка набуває значення 1, якщо в країні створення фіскального буфера напряму пов'язано з сировинним багатством, та – 0, якщо ні. Важливість цієї змінної випливає з відмінностей в моделях мікс-політики в багатих на ресурси країнах, беручи до уваги, що застосування подібних інструментів вимагає специфічних інституційних передумов. Відповідальна демократія та централізована, раціональна автократія є тими режимами, які оперують подібними інструментами, навіть попри те, що інший набір інструментів мікс-політики в них не збігається.

Емпірична техніка спирається на принцип побудови базового регресійного рівняння з використанням описаних вище залежної і незалежних змінних. Базова модель визначатиме вплив інституційних факторів, які стосуються верховенства права, політичного режиму та ступеня однорідності суспільства з додатковим контролем щодо структури експорту та наявності фіскальних буферів в арсеналі макроекономічних інструментів. Для визначення вагомості культурних факторів базова модель почергово розширюватиметься за рахунок додавання однієї з п'яти змінних, що характеризують культурні атрибути. Ними є змінні, що характеризують: домінування цінностей ви-

живання над цінностями самовираження зі Світової карти цінностей (World Values Map) (Values); дистанцію влади (PDI); індивідуалізм (IDV); несхильність до невизначеності (UAI); домінування довгострокової орієнтації над короткостроковою (LTOWVS). Останні чотири змінні запозичені з класичної матриці культурних атрибутів Хофстеде. Теоретично можна припустити, що повинен спостерігатись обернений зв'язок між рівнем інфляції та наведеними змінними, оскільки вони репрезентують ті культурні патерни, які допускають толерування політикам, наслідком яких можуть бути вищі цінові коливання. У світлі проблеми якості інститутів може йтися не стільки про преференції вищої інфляції, скільки про пасивне примирення з політиками, які генерують несправедливість, виражену інфляційним оподаткуванням. Саме через пасивне сприйняття таких політик суспільний запит щодо цінової стабільності не реалізується напряму або нейтралізується через маніпуляцію з суспільним вибором. Так само такий запит може наражатись на опір щодо реформ в інших сферах, просування яких може поглиблювати конфлікт між "елітами та масами", внаслідок чого перші шантажують других подальшим погіршенням їх добробуту внаслідок порушення визискуючого статусу-кво. Результати регресійного аналізу наведені в таблиці.

На основі даних таблиці, можна зробити ряд висновків. По-перше, незалежність центробанків залишається вагомим інституційним фактором низької інфляції. Попри те, що не у всіх специфікаціях регресійних рівнянь зберігається висока статистична значущість GMT змінної, напрям зв'язку демонструє однозначну стійкість та теоретичну передбачуваність.

По-друге, верховенство права демонструє найбільш щільний обернений зв'язок з рівнем інфляції в розрізі усіх рівнянь. Більше того, це єдина змінна, яка в розрізі усіх рівнянь залишається найбільш статистично значущою з теоретично передбачуваним напрямком зв'язку. Це підтверджує розглянуті вище теоретичні міркування про те, що саме якість інститутів найбільш комплексно забезпечує формування середовища, в якому політика цінової стабільності буде успішною.

По-третє, зміна сировинного багатства продемонструвала відносно чітку проінфляційність і в більшості рівнянь – статистичну значущість. Що цікаво, так це те, що статистична значущість є високою тільки в рівняннях зі змінними культурних атрибутів Хофстеде, але не є значущою в базовому рівнянні та в рівнянні зі змінною Values. Можна висунути припущення, що за умов значного сировинного багатства культурні патерни не відіграють істотної ролі, коли йдеться про дизайн

Таблиця

Результати регресійного аналізу

Незалежні змінні	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GMT	-3,90643 (-2,24801) 0,026300	-2,71826 (-1,19767) 0,234719	-2,10081 (-1,27721) 0,206616	-2,61086 (-1,50213) 0,138488	-1,58484 (-0,84163) 0,403454	-4,63698 (-2,06492) 0,042341
RofL	-1,30979 (-2,62289) 0,009786	-1,52699 (-2,18542) 0,031898	-1,85824 (-3,25703) 0,001883	-1,70132 (-2,81575) 0,006638	-1,37399 (-2,24380) 0,028678	-1,48098 (-2,24497) 0,027678
Dem	-0,19425 (-0,77905) 0,437402	0,01237 (0,03398) 0,972985	-0,64582 (-2,21272) 0,030867	-0,56345 (-1,87297) 0,066115	-0,47822 (-1,53815) 0,129450	-0,12476 (-0,39687) 0,692573
EF	2,55167 (1,79179) 0,075548	1,07813 (0,59908) 0,55088	-0,98034 (-0,62847) 0,532166	-0,84712 (-0,52280) 0,603108	-1,01004 (-0,59535) 0,553924	0,70020 (0,38020) 0,704855
ComExp	0,02402 (1,82660) 0,070108	0,02913 (1,66873) 0,099233	0,03227 (2,25879) 0,027672	0,03502 (2,36687) 0,021298	0,03651 (2,40572) 0,019350	0,04200 (2,31057) 0,023571
SWF	-1,96543 (-1,65449) 0,100497	-0,96392 (-0,65029) 0,517440	-0,37680 (-0,27327) 0,785616	-0,21621 (-0,15033) 0,881024	-0,37522 (-0,25433) 0,800142	-1,72340 (-1,09381) 0,277494
Values		-0,10136 (-0,17779) 0,859358				
PDI			-0,05136 (-2,91844) 0,004999			
IDV				0,03358 (1,88722) 0,064138		
UAI					-0,00961 (-0,63539) 0,527672	
LTOWVS						0,02003 (1,03219) 0,305255
Intercept	6,90524 (3,58102) 0,000486	5,06242 (1,91232) 0,059555	13,10166 (5,20992) 0,000003	8,073703 (3,99323) 0,000186	8,70715 (4,11571) 0,000124	6,10048 (2,50162) 0,014513
R^2	0,3944	0,3393	0,5497	0,5094	0,4829	0,4012
F Statistics	F(6,127) = 13,782	F(7,77) = 5,6487	F(7,58) = 9,9634	F(7,58) = 8,6038	F(7,58) = 7,7374	F(7,76) = 7,2732

Джерело: обраховано з допомогою пакета STATISTICA.

мікс-політики. Змінна фондів сировинного багатства продемонструвала стійкий теоретично правильний характер зв'язку (обернений), хоча не здобула статистичної значущості в жодній зі специфікацій.

По-четверте, змінна політичного режиму демонструє стійкий обернений зв'язок з інфляцією (окрім єдиного випадку у специфікації зі змінною цінностей), але статистична значущість стає високою тільки в специфікації зі змінною дистанції влади. Це потребує уточнення. Ця специфікація рівняння швидше за все вказує, що поєднання демократичного режиму з верховенством права та позитивним ставленням до ієрархій може мати сприятливі наслідки для макроекономічної стабільності. Три інституційних параметри врівноважують один одного. Наприклад, демократія гарантує інклюзивність, верховенство права – відсутність експропріації та виконання зобов'язань, а дистанція влади – мінімізує трансакційні витрати переговорів, що важливо при ухваленні рішень про колективні дії. В макроекономічному плані прикладом є раціональна модель колективних трудових угод, яка враховує інтереси сторін, але допомагає пристосуватись до шоків без зайвого популістичного ухилу. Такий логічний ланцюжок не виключає, що культурні патерни можуть формувати середовище взаємодій, в рамках яких політика цінової стабільності буде продовженням високого соціального капіталу.

По-п'яте, змінна фрагментації суспільства демонструє теоретично передбачуваний характер зв'язку в перших двох і останній специфікації. Попри те, що в жодній зі специфікацій статистична значущість не сягає дуже високого рівня, теоретично непередбачуваний знак існує в специфікаціях із культурними змінними (окрім останньої). Виглядає, що фрагментація є проінфляційною там, де має місце домінування цінностей виживання та довгострокова орієнтація суспільства. В ситуаціях з високою дистанцією влади, індивідуалізмом та несприйняттям невизначеності фрагментація втрачає проінфляційні ознаки. Можна припустити, що у випадку цінностей та довгострокової орієнтації фрагментація сприймається як довгостроковий персистентний фактор напружень, який реалізується у вищій інфляції через фактичні конфлікти та інфляційні очікування потенційних конфліктів. А у випадку дистанції влади, індивідуалізму та уникнення невизначеності культурні атрибути є певними компенсаторами суспільної неоднорідності. Однак така ув'язка швидше є формально-логічною.

По-шосте, культурні змінні не демонструють однозначної картини з міркувань свого зв'язку з інфляцією. Змінна дистанції влади є стати-

стично значущою, але з теоретично некоректним знаком, що потребує додаткових пояснень. Змінні індивідуалізму та довгострокової орієнтації не мають теоретично передбачуваного напряму зв'язку. Правильний напрям зв'язку демонструє змінна несхильності до невизначеності. Втім, у трьох останніх випадках не спостерігається високої статистичної значущості.

По-сьоме, змінна цінностей має теоретично коректний знак, недостатню статистичну значущість, але саме в цій специфікації знак при змінній Індексу демократії стає теоретично некоректний, що вимагає додаткових міркувань. Найбільш простим поясненням цього може служити те, що в умовах домінування цінностей виживання формальний політичний режим не має принципового значення, оскільки суспільним вибором легко маніпулювати. Це той випадок, коли відкриваються широкі можливості для популістських зміщень в політиці, які знаходять свій відгомін у панівних цінностях. Це ж не виключає, що при пануванні цінностей виживання суспільство може бути інертним до проблеми "захоплення регулятора". Більше того, саме в умовах слабкої демократії найбільш вірогідним є поєднання одразу обох випадків: і популістичних ухилів в електоральному процесі, і "захоплення регулятора" в реальних політичних взаємодіях. Цей дуалізм повністю відбиває традиційну лінію напружень у слабких демократіях – протистояння еліт і мас.

Отримані результати швидше вказують на те, що найсильнішим фактором цінової стабільності є верховенство права, оскільки за його високого рівня і незалежність центробанків отримує надійний правовий захист. Статус центробанків все одно важливий, навіть якщо за певних інституційних спотворень зв'язок між відповідним індексом та інфляцією може бути мінливий. У загальному отримані результати підтверджують, що незалежність центробанків сприяє ціновій стабільності. Роль культурних факторів залишається під питанням. Додатковий регресійний аналіз показує, що всі аналізовані змінні цінностей та культурних атрибутів знаходяться хоч і в слабкому, але в теоретично коректному зв'язку з рівнем незалежності центробанків (отримано на основі однофакторних регресій, які в цій статті не наводяться). Те, що ці змінні не продемонстрували однозначного теоретично коректного напряму зв'язку з інфляцією, вказує на таке. З одного боку, навіть якщо схильності суспільства не суперечать інституціональному дизайну монетарних органів, або є його передумовою, кінцевий вплив на інфляцію може зазнавати

подальших спотворень. Структура економіки, як і структура суспільства, може ставати джерелом макроекономічних конфліктів. А слабкість інститутів, у свою чергу, обмежує потенціал реформ, спрямованих на розв'язання цих конфліктів. Аналогічно спонуки до структурних змін (наприклад, під зовнішнім впливом) можуть результувати у посиленні незалежності центробанку, але не бути настільки далекосяжними, щоб сформувати надійне політичне середовище слідування політиці макроекономічної стабільності. Це ще раз повертає до проблеми якості інститутів як ключового фактора виконання "наступних зобов'язань". Саме через це еліти швидше погоджуються на формальні зміни статусу монетарних органів, ніж на докорінну перебудову правових систем. Тому незалежність центробанків може бути фактором цінової стабільності, а може бути фрустрованою дією політико-економічних чинників інституційного походження. З іншого боку, не виключено, що в окремих вибірках, більш однорідних в плані якості інститутів, фактори культури краще співвідносяться з преференціями щодо інфляції та дизайну монетарних інститутів, внаслідок чого може складатись враження про їхню фундаментальну значущість. На прикладі більш гетерогенних вибірок прояв культурних факторів не є настільки виразним порівняно з традиційним набором змінних якості інститутів. Швидше за все культурні атрибути підсилюють інституційні спотворення, а не компенсують їх. Це не виключає, що в середовищі якісних інститутів, коли суспільство володіє високим соціальним капіталом, між культурою, преференціями та суспільним вибором простежуватиметься кращий зв'язок.

Висновки

Інституціональна теорія оперує дуалістичним поглядом на те, що саме з-поміж інституційних факторів визначає макроекономічну ситуацію та дизайн регуляторів. Часто культурні фактори розглядаються як неважливі на тлі якості інститутів, з-поміж яких на передній план висувається верховенство права та політичний режим, які в сукупності і визначають те, наскільки політичні та економічні інститути матимуть інклюзивний чи екстрактивний характер. На противагу цьому культура як вихідна детермінанта суспільних преференцій вважається вагомішим фактором, оскільки дизайн політичних інститутів (система стримувань і противаг) чи макроекономічних преференцій (суспільно оптимальний рівень інфляції, структура оподаткування, соціальний захист) визначається саме ним.

У світлі проблеми зв'язку між незалежністю центробанків та інфляцією цей дуалізм не є тривіальним. У статті обґрунтовано позицію, що культура як інстанція преференцій не завжди є настільки сильним фактором, щоб перевершити якість інститутів, що уможливлює конвертацію таких преференцій у суспільний вибір щодо дизайну регуляторів і відповідний макроекономічний результат. Існує набір ситуацій, коли культурні атрибути можуть спрацьовувати різноспрямовано щодо логіки зв'язку між незалежністю центробанків та інфляцією. Так само якість інститутів визначає те, наскільки культурні атрибути є підсилювачами структурних викривлень в економіці. При цьому якість інститутів може мати більш визначальний вплив на макроекономічні рішення, оскільки останні реалізуються в політичному процесі, що є фокусом соціальних конфліктів, міжгрупових протистоянь, напружень по лінії еліти – не-еліти.

Емпіричний аналіз підтвердив, що верховенство права перебуває з інфляцією у найстійкішому оберненому зв'язку, незалежність центробанків та наявність фіскальних буферів є антиінфляційними, а сировинне багатство є швидше проінфляційним. Традиційний погляд на роль статусу центробанку у підтримані цінової стабільності можна вважати підтвердженим і в цьому випадку. Політичний режим загалом також передбачувано ув'язується з ціновою стабільністю. Це саме стосується цінностей (виживання vs самовираження). Але за домінування цінностей виживання рівень демократії перетворюється на проінфляційний, вказуючи на ризик популізму та толерантність до "захоплення регуляторів". Змінні культурних атрибутів Хофстеде не демонструють однозначного теоретично коректного зв'язку з інфляцією. Дистанція влади виглядає антиінфляційною швидше разом з якісними інститутами та демократичним політичним режимом, засвідчуючи потенційні вигоди низьких витрат на переговори. Це саме стосується довгострокової орієнтації, але не індивідуалізму й уникнення невизначеності, що суперечить традиційному погляду на культурний вимір макроекономічних преференцій.

В ширшому теоретичному плані отримані результати можна охарактеризувати таким чином. Найбільш вагомими факторами макроекономічних результатів є ті інституційні змінні, які найбільш наближені до формальних і неформальних регуляторів політичного процесу. Культурні атрибути поступаються своєю значущістю саме через те, що в реальному політичному процесі саме якість інститутів визначає підтвердження взятих зобов'язань та те, наскільки ефективним на практиці

буде баланс стримувань і противаг. Елітам легше погодитись на підвищення незалежності центробанків, ніж на зміни в реальних, а не формальних правових інститутах, через що зв'язок між статусом монетарних органів та інфляцією інколи видається мінливим. Культурні фактори визначають преференції, що конвертуються у суспільний вибір і макроекономічний результат тоді, коли якість інститутів не стоїть на заваді. Культура швидше є підсилювачем, а не компенсатором інституційних спотворень.

Література

1. Козюк В. (2016). Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках. *Економічна теорія*. №3. 82–102.

2. Козюк В. (2018). Цінова стабільність і таргетування інфляції в сировинних економіках: макроекономіка vs політекономія. *Вісник НБУ*. Червень. 4–25.

3. Козюк В.В. (2019). Незалежність центральних банків та інфляція: фрагментаризація суспільства vs верховенство права. *Фінанси України*. № 3. Р. 7–21.

4. Козюк В.В., Длугопольський О.В. (2017). Вплив дистанції влади та ціннісних орієнтирів на олігархізм та розвиток кроні-секторів в сучасних економічних системах. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія Економічна*. 4(193). С. 30–37.

5. Норт Д., Волліс Дж., Вайнгест Б. (2017). Насильство та суспільні порядки. Основні чинники, які вплинули на хід історії. Київ: Наш формат.

6. Acemoglu D., Robinson J. (2012). Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty. NY: Crown Business.

7. Acharya V. (2015). Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective. *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper*. №11. Pp. 1–19.

8. Alesina A., Devleeschauwer A., Easterly W. (2002). Fractionalization. *NBER Working Paper.* №9411. P. 1–72.

9. 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.

10. 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.

11. Berggren N., Daunfeldt S.-O., Hellstrom J. (2014). Does Social Trust Speed Up Reforms? The Case of Central Bank Independence. *Stockholm Research Institute of Industrial Economics.* 1-24.

12. Cihak M. (2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiena. Pp. 45–55.

13. Crowe C., Meade E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. IMF Working Paper WP/08/119: 1–30.

14. Cukierman A. (1992). Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass.: MIT Press.

15. 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.

16. Does Central Bank Independence Still Matter. (2008). Ed. by J. de Haan, D. Masciandro, M. Quintyn. *European Journal of Political Economy*. Vol. 24. Issue 4. Pp. 717–848.

17. Eijffinger S., Schaling E. (1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 184 (March): 49–89.

18. Eijffinger S., Stadhouders P. (2003). Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper*. №3698.

19. Georgsson M., Vredin A., Sommar P.A. (2015). The Modern Central Bank's Mandate and the Discussion Following the Financial Crisis. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2015:1. Pp. 7–42.

20. Gollwitzer S., Quintyn M. (2010). The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper.* WP/10/193: 1–58.

21. 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.

22. Hayo B., Voigt S. (2008). Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. Vol. 164 (4): 751–777.

23. IMF. (2015). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report. Sept. pp. 1-66.

24. Jacome L. (2001). Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper.* WP/01/212: 1–40.

25. 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.

26. Jong de E. (2002). Why Are Price Stability and Statutory Independence of Central Banks Negatively Correlated? The Role of Culture. *European Journal of Political Economy*. Vol. 18. 675-694.

27. Jost A. (2018). Cultural Differences in Monetary Policy Preferences. *Swiss National Bank Working Paper*. 2/2018. 1–36.

28. 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.

29. Koziuk V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Gerald of National Bank of Ukraine*. March. Pp. 6–25.

30. La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1999). The Quality of Government. Journal of Law, Economics, and Organization. 15(1). P. 222–279.

31. Lybeck T. (1998). Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper*. OP/98/1.

32. Masciandro D., Quintyn M., Taylor M. (2008). Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountobility in Financial Supervision: Trends and Determinants. *European Journal of Political Economy.* Vol. 24. Issue 4. Pp. 833–848.

33. Masciandro D., Romelli D. (2018). Beyond Central Bank Independence Veil: New Evidence. *Bocconi University Working Paper.* № 71. 1–36 pp.

34. Maslowska A. (2012). Studies on Institutions and Central Bank Independence. Turku School of Economics. Seies A-1. 1–204 pp.

35. Mauro P. (1995). Corruption and Growth. *Quarterly Journal of Economics*. 110(3). P. 681–712.

36. Moser P. (1999). Cheks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review*. 43(8): 1569–1593.

37. Nurbayev D. (2017). The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics.* 14(4); 659–687.

38. Satyanath Sh., Subramanian A. (2004). What Determines Long-Run Macroeconomic Stability? Democratic Institutions. *IMF Working Paper.* WP/04/215. P. 1–51.

39. Smets F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *International Journal of Central Banking*. 10(2). Pp. 263–300.

40. Tognato C. (2012). Central Bank Independence: Cultural Codes and Symbolic Performance. NY: Palgrave Macmillan.

Надходження до редакції 20.06.2019 р.

References

1. Koziuk, V. (2016). Financial development, forex reserves and political regimes in resource rich economies. *Ekon. teor. – Economic theory,* 3, 82-102 [in Ukrainian]. https://doi.org/10.15407/etet2016.03.082

2. Koziuk, V. (2018, June). Price Stability and Inflation Targeting in Commodity Economies: Macroeconomics versus a Political Economy? *Visnyk NBU – Visnyk of the National Bank of Ukraine,* 244, 4-25. [in Ukrainian]. https://doi.org/10.26531/vnbu2018.244.01

3. Koziuk, V. (2019). Independence of central banks and inflation: fragmentization of society vs the right of law. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine,* 3, 7-21. [in Ukrainian]. https://doi.org/10.33763/finukr2019.03.007

4. Koziuk, V.V., Dluhopolskyi, O.V. (2017). Power Distance And Value Orientations Influence On Oligarchism And Crony-Sectors Development In Modern Ecomnomic Systems. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriia Ekonomichna – Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics,* 4(193), 30-37. [in Ukrainian]. https://doi.org/10.17721/1728-2667.2017/193-4/5

5. Nort, D., Wallis, J., Weingast, B. Violence and social orders: a conceptual framework for interpreting recorded human history. Kyiv: Nash format [in Ukrainian].

6. Acemoglu, D., Robinson, J. (2012). Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty. NY: Crown Business. https://doi.org/10.1355/ae29-2j

7. Acharya, V. (2015). Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective. *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper,* 11, 1-19.

8. Alesina, A., Devleeschauwer, A., Easterly, W. (2002). Fractionalization. *NBER Working Paper,* 9411, 1-72. https://doi.org/10.2139/ssrn.319762

9. 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. https://doi.org/10.5089/9781451866520.001

10. 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. https://doi.org/10.2139/ssrn.2065320

11. Berggren, N., Daunfeldt, S.-O., Hellstrom, J. (2014). Does Social Trust Speed Up Reforms? The Case of Central Bank Independence. *Stockholm Research Institute of Industrial Economics,* 1-24. https://doi.org/10.2139/ssrn.2546809

12. Cihak, M. (2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiena.

13. Crowe, C., Meade, E. (2008). Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper,* WP/08/119: 1-30. https://doi.org/10.5089/9781451869798.001

14. Cukierman, A. (1992). Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass.: MIT Press. https://doi.org/10.1515/jeeh-1992-0410

15. Dincer, N., Eichengreen, B. (2014, March). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking,* 10: 1, 189-253. https://doi.org/10.2139/ssrn.2579544

16. Haan J. de, Masciandro D., Quintyn M. (Eds.). (2008). Does Central Bank Independence Still Matter. *European Journal of Political Economy,* 24: 4, 717-848. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.09.005

17. Eijffinger, S., Schaling, E. (1993, March). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 184, 49-89.

18. Eijffinger, S., Stadhouders, P. (2003). Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper,* 3698.

19. Georgsson, M., Vredin, A., Sommar, P.A. (2015). The Modern Central Bank's Mandate and the Discussion Following the Financial Crisis. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, 7-42.

20. Gollwitzer, S., Quintyn, M. (2010). The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper,* WP/10/193, 1-58. https://doi.org/10.5089/9781455205233.001

21. 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. https://doi.org/10.2307/1344630

22. Hayo, B., Voigt, S. (2008). Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics,* 164 (4), 751-777. https://doi.org/10.1628/093245608786534578

23. IMF (2015, Sept.). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report.

24. Jacome, L. (2001). Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper,* WP/01/212, 1-40. https://doi.org/10.5089/9781451874891.001

25. 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. https://doi.org/10.5089/9781451860948.001

26. Jong, E. de (2002). Why Are Price Stability and Statutory Independence of Central Banks Negatively Correlated? The Role of Culture. *European Journal of Political Economy,* 18, 675-694. https://doi.org/10.1016/S0176-2680(02)00114-3

27. Jost, A. (2018). Cultural Differences in Monetary Policy Preferences. *Swiss National Bank Working Paper,* 2, 1-36.

28. 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. https://doi.org/10.1017/S0003055403000777

29. Koziuk, V. (2016, March). Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Gerald of National Bank of Ukraine,* 6-25. https://doi.org/10.26531/vnbu2016.235.006

30. 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. https://doi.org/10.1093/jleo/15.1.222

31. Lybeck, T. (1998). Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper*, OP/98/1. https://doi.org/10.5089/9781451975192.001

32. Masciandro, D., Quintyn, M., Taylor, M. (2008). Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision: Trends and Determinants. *European Journal of Political Economy,* 24: 4, 833-848. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.005

33. Masciandro, D., Romelli, D. (2018). Beyond Central Bank Independence Veil: New Evidence. *Bocconi University Working Paper,* 71, 1-36. https://doi.org/10.2139/ssrn.3126179

34. Maslowska, A. (2012). Studies on Institutions and Central Bank Independence. Turku School of Economics. Series A-1.

35. Mauro, P. (1995). Corruption and Growth. *Quarterly Journal of Economics,* 110(3), 681-712. https://doi.org/10.2307/2946696

36. Moser, P. (1999). Checks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review,* 43(8), 1569-1593. https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00045-2

37. Nurbayev, D. (2017). The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics,* 14(4), 659-687. https://doi.org/10.1017/S1744137417000261

38. Satyanath, Sh., Subramanian, A. (2004). What Determines Long-Run Macroeconomic Stability? Democratic Institutions. *IMF Working Paper,* WP/04/215, 1-51. https://doi.org/10.5089/9781451875072.001

39. Smets, F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *International Journal of Central Banking,* 10(2), 263-300.

40. Tognato, C. (2012). Central Bank Independence: Cultural Codes and Symbolic Performance. NY: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9781137268839