

**Європейська економічна інтеграція**

Віктор КОЗЮК

**ЄВРОІНТЕГРАЦІЯ ТА НЕЗАЛЕЖНІСТЬ
ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ****Резюме**

1990–2000-ні роки відзначені глобальним трендом на підвищення незалежності центробанків. Чи однаковими були інституційні траєкторії зміцнення такої незалежності в Європейських країнах? Групування країн за критерієм часу набуття членства в ЄС продемонструвало суттєві міжгрупові відмінності в поведінці індексу незалежності центробанків, запропонованого Romelli (2024). Країни «старого» ЄС відповідно до історичних традицій були менш однорідні з нижчим рівнем незалежності напочатку, але виявились з вищим її рівнем та більш однорідними пізніше, завдячуючи більш жорстким вимогам щодо членства в зоні євро. Країни «нового» ЄС спочатку реформували центробанки відповідно до логіки ринкової трансформації і тільки перед вступом в ЄС інтенсифікували реформи, залишаючись менш гомогенною групою. Для країн Центрально-Східної Європи обернений зв'язок між рівнем центробанківської незалежності та інфляцією міг би бути поставлений під сумнів через екзогенний тиск у бік зміцнення такої незалежності через євроінтеграційні вимоги. Однак він є, що підтверджує усталений теоретичний погляд. Також наявність оберненого зв'язку між інфляцією та індексом незалежності центробанків вказує на те, що сама євроінтеграція не може підмінити статус монетарних органів.

© Віктор Козюк, 2025.

Козюк Віктор, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки та економічної теорії, Західноукраїнський національний університет, Тернопіль, Україна. ORCID: 0000-0002-5715-2983 Email: victorkozyuk@ukr.net

Ключові слова:

євроінтеграція, інститути, монетарна політика, незалежність центральних банків, структурні реформи.

Класифікація за JEL: E02, E58, F15, F45.

7 рисунків, 45 джерел літератури.

Постановка проблеми

Впродовж 1990-х сформувався однозначний академічно визнаний погляд, згідно з яким структурні реформи мають супроводжуватись зміцненням статусу центробанків, а політика цінової стабільності та курсової гнучкості є оптимальним варіантом відповіді на шоки, що неодноразово руйнували підвалини економічного зростання. До глобальної фінансової кризи 2008 року цей погляд набув відносно завершених рис, утверджуючись у політиці міжнародних організацій та загальному порядку денному щодо ефективного врядування та розбудови інституцій макроекономічної політики.

Досвід європейської інтеграції та відносний успіх переходу на євро теж часто відбувався на тлі реформ монетарних органів у Європі та формування Європейського центрального банку як одного з найбільш незалежних у світі. Однак глобальна фінансова криза похитнула упевненість, що виняткова зосередженість на ціновій стабільності оптимальна. Фінансова стабільність перебуває з ціновою стабільністю у складних зв'язках. Антикризові заходи розмивають чітку демаркаційну лінію між монетарною та фіскальною політикою. А делегування центробанкам макропруденційних повноважень загострило питання про те, наскільки розширення периметру їхньої відповідальності кореспондує з їхньою незалежністю. Втім, академічні дискусії з означеного кола питань швидко відійшли на задній план під впливом глобальної хвилі популістичних атак на незалежність центробанків (Детальніше огляд цієї

проблеми висвітлений в Vonessen et al. (2020), Козюк (2021), Gavin & Manger (2022)).

Дискусії про роль центробанків у кліматичному порядку денному, додання наслідків ковідної кризи та сплеск глобальної інфляції поставили питання про те, наскільки ефективна межа між мінливим політичним оточенням та незалежним статусом монетарних органів. Ряд країн Центральної Європи захопила тенденція торпедування незалежності центробанків, а ЄЦБ опинився в епіцентрі правових дискусій щодо відповідності між його діями, його мандатом та ієрархією загальноєвропейського та національного законодавства (Vonessen et al., 2020).

Саме на цьому тлі процес європейської інтеграції України стосується питання незалежності НБУ. Це передбачено кластером 3 переговорного процесу щодо сумісності економічних політик та регуляторних практик з принципом *Acquis Communautaire*. З формального погляду це означає, що статус НБУ входить у периметр скрінінгу національного законодавства щодо відповідності євроінтеграційним вимогам. Тобто Європейська Комісія оцінює, наскільки незалежність НБУ відповідає стандартам ЄС. І така оцінка стосується не тільки формального законодавства, а й практик його застосування в контексті взаємодій між основними політичними акторами.

Однозначно членство в інтеграційних об'єднаннях впливає на підвищення незалежності центробанків (Romelli, 2022; 2024). Європейський союз не є винятком. Однак виникає питання, яку траєкторію обрали країни-члени ЄС для підвищення незалежності своїх центробанків. Це питання також стосується практичних аспектів переговорного процесу щодо членства України в ЄС. Розуміння незалежності центробанків та її формальної репрезентації в законодавстві еволюціонує, створюючи підґрунтя для розуміння, в якому напрямку має змінюватися вітчизняне законодавство.

Відповідно, в статті здійснено порівняння траєкторій підвищення незалежності центробанків «старих членів ЄС» та «нових членів ЄС», а також виявлено зв'язки між рівнем такої незалежності та інфляції в країнах Центрально-Східної Європи. На основі результатів визначено, що є відмінності в траєкторіях підвищення незалежності монетарних органів відповідно до двох груп країн. Також у статті підтверджується наявність оберненого зв'язку між рівнем інфляції і рівнем формальної незалежності центробанків в країнах ЦСЄ.

Огляд літератури

Відомий широкий спектр літератури щодо незалежності центробанків. Традиційний погляд на цю проблему відображений у працях, у яких засновується ідея важливості формального статусу монетарних органів для підтримання низької інфляції (Grilli et al., 1991; Cukierman, 1992; Cukierman et al., 1992). Також розвивається думка про відмінності між формальним та фактичним рівнем незалежності і більшої значущості останньої для підтримання оберненого зв'язку між нею та інфляцією (Cukierman et al., 1992; Cukierman & Webb, 1995).

Більшість подальших досліджень з фокусом на країни з ринками, що формуються, підтверджують усталений погляд на те, що рівень центробанківської незалежності має значення для інфляції (Crowe & Meade, 2008; Bodea & Hicks, 2015; Jacome, 2001; Jacome & Vazquez, 2008; Jacome et al., 2022; Garriga & Rodriguez, 2020; 2023). Cukierman et al. (2002) зазначають, що процес ринкової трансформації в посткомуністичних країнах став прикладом масштабних реформ центробанків у проекції на долання наслідків гіперінфляції перших років трансформації. Фокус на країнах колишнього СРСР підтверджує загальну тенденцію. Масштаб гіперінфляційного шоку перебуває в чіткому оберненому зв'язку з рівнем незалежності центробанків упродовж перших років ринкової трансформації (Lybek, 1999). Козюк (2004) пропонує авторський індекс незалежності центробанків, демонструючи його перебування в оберненому зв'язку з рівнем інфляції для групи посткомуністичних країн. Іншими словами, особливий контекст ринкової трансформації не змінює загального алгоритму зв'язків між статусом монетарних органів та макроекономічними процесами. Тобто перехід від планової економіки до ринкової в посткомуністичних країнах цілком вписується в загальний контекст першої генерації структурних реформ (Cukierman et al., 2002).

З іншого боку, в багатьох працях зазначається, що структурні реформи, адресовані зміцненню інституцій макроекономічної політики, позначаються на суттєвому покращенні інфляційної ситуації. Поряд з підвищенням рівня незалежності центробанків це ускладнює емпіричну верифікацію надійних обернених зв'язків між статусом монетарних органів та ціновою динамікою. Втім, навіть незважаючи на успішні реформи, обернений зв'язок між цими показниками все ще спостережуваний (Masciandaro & Romelli, 2015; 2018; Garriga & Rodriguez, 2020; 2023; Jacome et al., 2022; Romelli, 2022; 2024). Цей аспект прямо стосується до фокусу статті. Якщо припустити, що в результаті набуття членства в ЄС рівень незалежності центробанків у країнах нових членах ЄС зріс, то наскільки це вплинуло на стійкість зв'язку між таким рівнем та інфляцією? Як буде показано нижче, теоретично передбачуваний обернений зв'язок простежується навіть за таких умов.

На противагу цьому в літературі чітко сформувався напрямок, згідно з яким формальний статус монетарних органів не є достатньою умовою для підтримання нижчих і більш стабільних рівнів інфляції. Тобто наскільки незалежність центробанків є ендегенною (вибір на користь більш незалежного центробанку є наслідком преференцій щодо низької інфляції, внаслідок чого формальний статус може це відображати, а може й ні) чи екзогенною (вибір на користь більш незалежного центробанку здійснюється під впливом ряду обставин, які можуть не корелювати з преференціями щодо низької інфляції) (Hayo & Hefeker, 2002; Masciandaro & Romelli, 2015; 2018). Такий ракурс також важливий для аналізу євроінтеграційного контексту, оскільки наявність вимог щодо членства вимагає адаптації національного законодавства та суспільних практик. Це може викликати як пристосовчі, так і резистентні реакції з боку політико-економічних груп, добробут яких зазнаватиме впливу з боку реформ центробанків. Така проблема консистентна з літературою щодо ролі інститутів у забезпеченні успішності центробанківських реформ.

Так, Acemoglu et al. (2008) вказують на те, що реформи центробанків часто мають формальний характер і не зачіпають фундаментальних змін у політичних процесах, у рамках яких було сформовано позиціонування монетарної політики в розподілі економічної влади. Хоча це не означає, що такі реформи не сягають своєї цілі за певних обставин. Наприклад, Quintyn & Gollwitzer (2010) демонструють, що незалежність центробанків працює навіть у середовищі слабких інститутів. Інший вияв цієї проблеми стосується ситуації, коли рівень незалежності центробанків вже сформовано, але він суперечить преференціям панівних політико-економічних сил. У такому разі можливі два сценарії: політизація призначень керівників монетарних органів або зміна мандату центробанку (de-delegation). Якщо останнє супроводжується більшим рівнем політичних втрат, то превалюватиме перший варіант (Ioannidou et al., 2022; Bodea & Garriga, 2022). Потенційно євроінтеграція є гарним прикладом того, що реверс формальної незалежності центробанків складно реалізувати через наявність складної системи міжнародних зобов'язань.

Тобто політичні інститути чи структурні фактори можуть суттєво впливати на стійкість оберненого зв'язку між рівнем інфляції та статусом центробанку. Наприклад, структура політичної системи в розумінні балансу стримувань і противаг безпосередньо впливає на те, наскільки антиінфляційна ефективність центробанків буде наповнена реальним змістом (Moser, 1999; Keefer & Stasavage, 2003). Це саме стосується незалежності суддівської системи. У країнах з вищою фактичною незалежністю останньої існує більша вірогідність того, що незалежність центробанків також буде наповнена реальним змістом, що позитивно позначається на нижчих темпах інфляції (Hayo & Voigt, 2008). У ширшому розумінні верховенство права є визначальним фактором зближення між фактичною та законодавчою незалежністю регуляторів. Як показано в ряді праць, змінна верховенства права суттєво покращує щільність оберненого зв'язку між автономією монетарних органів та інфляці-

єю (Nurbayev, 2017; Dincer & Eichengreen, 2013). Рівень розвитку демократії з її позитивним впливом на ситуацію у сфері верховенства права також має значення, навіть якщо фактичний рівень незалежності чіткіше проявляється в транспарентності центробанків, аніж у формальному законодавстві (Dincer & Eichengreen, 2013). З іншого боку, культурні особливості суспільства та його структура також беруться до уваги у процесі аналізу відповідних зв'язків (De Jong, 2002; Козіук, 2020). Наприклад, у Koziuk (2019) на прикладі 22 країн показано, що фракційність суспільства позначається на здатності центробанків центральноєвропейських країн підтримувати низьку інфляцію, але обернений зв'язок між рівнем незалежності монетарних інституцій та інфляцією зберігається навіть у період низької цінової волатильності післякризового періоду.

Інший вимір незалежності центробанків у процесі євроінтеграції стосується дискусії довкола факторів, що визначають варіацію її рівня відповідно до країн. Romelli (2022; 2024) зазначає, що фактор членства у валютному союзі впливає на підвищення такого рівня. Канал *peer pressure* також має місце. Тобто, якщо в сусідніх країнах рівень незалежності центробанків підвищується, то це також матиме значення для третьої країни (Romelli, 2022; Bodea & Hicks, 2015). У контексті євроінтеграційних вимог природно припустити, що має простежуватись певна інституціональна конвергенція щодо статусу центробанків. З іншого боку, особливості проведення структурних реформ у посткомуністичних країнах допускають, що євроінтеграційний фактор зменшення варіації рівня незалежності центробанків мав би доповнюватися факторами структурних та інституціональних характеристик країн. Особливо на стадії, коли євроінтеграційні реформи монетарних органів ще чітко не кристалізувалися.

Щодо обґрунтування країнних варіацій у рівні незалежності монетарних органів, то можна виокремити дослідження, які акцентують увагу на структурних особливостях країни, політико-економічних факторах та процесах глобалізації.

Posen (1993; 1995) стверджує, що розвинений фінансовий сектор є фактором вищих рівнів незалежності центробанків через негативний вплив інфляції на фінанси. Masciandaro & Passarelli (2013) аналізують цю проблему з позиції розподілу фінансового багатства. Інститути ринків праці також можуть впливати. Рівень їхньої централізації знаходиться в оберненому зв'язку з рівнем незалежності центробанків (Cukierman & Lippi, 1999). Сировинне багатство негативно впливає на такий рівень (Koziuk, 2016). De Haan & Van't Hag (1995) та D'Amato & Pistoreshi (2009) полемізують щодо валідності структурних факторів, допускаючи, що стратегічні міркування делегування вищого рівня незалежності не завжди корелюють з емпіричними даними. De Haan & Eijffinger (2016) вказують, що структурні аргументи не завжди спрацьовують у реальному політичному світі, оскільки політики аналізують втрати і вигоди від делегування центробанкам того чи іншого рівня незалежності.

Фактори на боці політичної системи також по-різному представлені в літературі. Наприклад, Mooser (1999) стверджує, що кількість гравців із правом вето (veto players) має позитивно позначатись на рівні центробанківської автономії. Bodea et al, (2019), Romelli (2022), Binder (2021), Gavin & Manger (2022) вказують на те, що політичні преференції мають значення: ліві та націоналістичні уряди не є прихильними до незалежних центробанків. Рівень демократії, якість політичних інститутів та незалежність судочинства позитивно позначаються на виборі суспільства щодо вищого рівня центробанківської незалежності (Keefer & Stasavage, 2000; Hayo & Voigt, 2008; Dincer & Eichengreen, 2013).

Вплив факторів глобалізації на незалежність центробанків інтерпретується в контексті того, як якість інститутів політики допомагає конкурувати за приплив капіталів. Так, Jacome (2001) та Bodea & Hicks (2015) вказують на те, що реформи центробанків у бік підвищення рівня їхньої незалежності зумовлені намаганнями сигналізувати ринкам про формування передумов стабільної макроекономічної політики. Dincer & Eichengreen (2013) демонструють, що відкритість позначається на вищих рівнях формальної центробанківської автономії.

У більшості емпіричних праць зазначається, що за останній час підвищення рівня незалежності центробанків стало глобальним трендом (Dincer & Eichengreen, 2013; Romelli, 2022; 2024). Однак зміни в інтерпретації змісту незалежності центробанків, визначенні її елементів та способів її законодавчої репрезентації також простежуються в напрямку підвищення (Dincer et al., 2024). Це має пряме значення щодо процесу євроінтеграції. Подальша еволюція розуміння незалежності монетарних органів може впливати на те, які зміни мають вносити країни у своє законодавство залежно від того, як цей процес віддалений у часі від 1992 р. – року заснування ЄС, чи від 2004 р. – року першої хвилі розширення.

У цій статті висувається гіпотеза про те, що «старі члени ЄС» та «нові члени ЄС» дещо по-різному підвищували незалежність центробанків відповідно до виконання формальних умов щодо інституціональної конвергенції. Членство в зоні євро з жорсткішими формальними вимогами мало би позначитись на тому, що рівень незалежності має бути вищим, а варіації відповідного індексу – нижчим в групі «старих членів ЄС». Натомість процес ринкової трансформації, інфляційний досвід та інші структурні характеристики мають зумовити те, що в «нових членах ЄС» рівень незалежності центробанків може більше варіювати порівняно з першою групою. Емпіричний аналіз підтвердив таку гіпотезу, вказуючи на те, що траєкторії зміцнення формальної незалежності монетарних органів відповідно до двох груп країн таки відрізняються. Також виявлено, що інфляція та рівень незалежності центробанків у країнах Центрально-Східної Європи перебуває в оберненому зв'язку, вказуючи на те, що євроінтеграційні вимоги не створюють абсолютну гомогенність преференцій щодо інфляції та преференцій щодо того, у який спосіб неза-

лежність центробанків має бути адресована забезпеченню цінової стабільності.

Мета статті. Відповідно до висунутої гіпотези метою статті є виявлення відмінностей в інституціональних траєкторіях зміцнення незалежності центробанків у процесі євроінтеграції відповідно до «старих» та «нових» членів ЄС, наведення теоретичних аргументів, які це пояснюють, та їх емпіричне підтвердження. Також у статті ставиться за мету продемонструвати, що, незважаючи на формальну вимогу щодо високого рівня незалежності в процесі вступу до ЄС, євроінтеграція не може підмінити її.

Методологія

Методологічно така стаття ґрунтується на поєднанні формально теоретичних та емпіричних аргументів у процесі підтвердження гіпотези. Відповідно до гіпотези та мети статті, методологія складається з двох частин. По-перше, виявлення різниці в інституціональній траєкторії зміцнення незалежності центробанків відповідно до груп країн ґрунтується на: аналітичному групуванні країн; визначенні середнього групового значення індексу незалежності центробанків; визначення стандартного відхилення значення відповідного індексу в межах групи. Індекс, що обирається (cbie_index), запропонований Romelli (2024), який є розширеною версією GMT-індексу (Grilli et al., 1991) та CWN-індексу (Cukierman et al., 1992). Відповідні обрахунки здійснюються за період з 1990 р. Взявши до уваги, що індекс будується на основі оцінювання та інтерпретації законодавства, зміни рівня індексу означають релевантні зміни в законодавстві. В екстраполяції на таймінг виконання євроінтеграційних вимог це дає змогу аналітично визначити, наскільки зміни рівня відповідного індексу відповідають стадії набуття членства. По-друге, оцінка зв'язку між рівнем незалежності центробанків та інфляції для групи країн Центрально-Східної Європи здійснюється на основі однофакторного регресійного аналізу. Якщо припустити, що євроінтеграція суттєво зміцнює статус центробанків, то між його формальною оцінкою та рівнем інфляції не має простежуватися стійкий обернений зв'язок. У випадку, коли такий зв'язок є, то це означає, що статус монетарних органів, попри вплив з боку євроінтеграції, все ще визначає рівень інфляції в країні. Тобто євроінтеграція не замінює статус центробанків, навіть якщо суттєво впливає на нижню межу його варіації відповідно до країн.

Результати дослідження

Незалежність центробанків в інтеграційних об'єднаннях

Євроінтеграція традиційно розглядається лабораторією адаптації інститутів макроекономічної політики до умов створення спільного економічного простору. Маастрихтський договір передбачав створення Економічного та валютного союзу (EMU), а тому захист перспектив спільної валюти вимагав інституційного рішення, яке користувалося би довірою. Незалежність центробанку, що мав би забезпечити функціонування спільної валюти, виглядає концентрацією академічного консенсусу щодо монетарної політики та практичного досвіду реалізації макроекономічної політики за умов обмежень, що накладаються інтеграцією, та вимог щодо відкритості, що, знову таки, випливають з факту інтеграції і в ширшому розумінні глобальної відкритості. Досвід Бундесбанку ФРН та його образ сильної та ефективної монетарної інституції не може відкидатись, оскільки він став своєрідною проекцією на подальшу траєкторію становлення Європейського центрального банку (більш детально про це описано в Козюк (2005)).

З іншого боку, як показує Bruni (1996), незалежність центробанку в ЄС також слід розглядати як альтернативу тим механізмам забезпечення макроекономічної стабільності, що спираються на фіксовані курси. Така дискусія виявилась для Європи вкрай актуальною з погляду кризи ERM I та подальшого переходу до ERM II. Пізніше вона продовжилась у досвіді практично більшості країн з ринками, що формуються. Незалежність центробанку як інституціональна гарантія проведення політики цінової стабільності є кращою і більш гнучкою альтернативою монетарним режимам, що спираються на фіксовані обмінні курси і які втрачають життєздатність за умов зняття обмежень на потоки капіталів (Obstfeld, 2000). Водночас Bruni (1996) стверджує, що у випадку із економічним союзом замало покладатись на так звану ендогенність незалежності центробанку. Вона має бути підкріплена на формальному рівні для забезпечення довіри та бути контрбалансуючим інституційним рішенням, коли регулювання ринків праці та фіскальні дисбаланси ускладнюють оптимальну дезінфляцію. Іншими словами, якщо для існування економічного і валютного союзу необхідна номінальна конвергенція, то незалежність центробанку є кращим способом створити підґрунтя для структурних реформ, які сприяли би такій конвергенції і підкріплювали довіру до грошей.

Попри те, що незалежність центробанку у валютному союзі є очевидною з міркувань довіри до спільної валюти та усунення політичного доміну-

вання окремих учасників інтеграційного об'єднання, питання жорстких формальних вимог щодо такої незалежності на рівні окремих країн потребує додаткової аргументації. Це не є винятково питанням підготовки до запровадження спільної валюти. Це є питанням того, які фундаментальні засади закладаються в економічну основу інтеграційних процесів.

Сам принцип спільного ринку (Single market) та конкуренції на ньому створює допустимий периметр інтерференції в ринкові процеси, які формально стосуються торговельних обмежень, регуляторних актів чи політики захисту конкуренції й промислової політики. Але неявно цей периметр допускає необхідність створення спільних принципів макроекономічної політики для того, щоб унеможливити перерозподіл попиту на користь одних країн за рахунок інших. Відсутність бар'єрів на рух товарів та капіталів є передумовою для виникнення спокуси, щоби створення стимулів для національних виробників перемістилося з торговельного режиму в площину обмінних курсів. Це саме стосується монетарних можливостей підтримання фіскальної експансії. Більш м'яка політика в одній країні може мати наслідки для інших країн. Невдоволення щодо цього активуватиме дискусію про захисні торговельні заходи, підринаючи основи для спільного ринку.

Стандартизація підходів до регулювання у фінансовому секторі технічно легше забезпечується незалежними регуляторами, ніж агенціями, що є чутливими до електорального циклу. Попри те, що на початку інтеграційних процесів ця проблема такою не була, еволюція у бік формування банківського союзу та союзу щодо ринку капіталу стала очевидною реакцією на прогалини в регуляторних механізмах, які уможливили поглиблення асиметрій у нагромадженні макроекономічних дисбалансів та призвели до вразливості банківського сектору в багатьох країнах-членах ЄВС. Запровадження макропруденційного регулювання також відобразило нову тенденцію на зміцнення незалежності інституцій, що мають здійснювати політику фінансової стабільності.

Отже, формальна вимога щодо незалежності центробанків у ЄС (незалежно від обґрунтування та структури незалежності ЄЦБ, а також необхідності інституціональної сумісності для членства в Європейській Системі Центральних Банків) ґрунтується на таких аргументах. По-перше, автономія монетарних органів є похідною спільних принципів макроекономічної політики, які закладаються в основу інтеграційних процесів. По-друге, політика цінової стабільності в інтеграційній зоні забезпечує номінальну конвергенцію (зближення рівнів інфляції та відсоткових ставок) та створює монетарне підґрунтя для реальної конвергенції (зближення ВВП на особу та посилення кореляції бізнес-циклів). По-третє, реалізація спільного принципу монетарної політики цінової стабільності усуває передумови для політичного втручання для створення вигравшів в одних країнах за рахунок інших, наприклад через канали обмінного курсу та процентних ставок, програм кредитування тощо. По-четверте, такий спільний підхід підтверджує принцип фіскальної дисциплі-

ліни та національної відповідальності за боргову стійкість. По-п'яте, усунення можливостей маніпулювати з макроекономічними інструментами перерозподілу сукупного попиту на користь окремої країни закладає передумови для стійкості торговельного режиму взаємної відкритості в економічному союзі. По-шосте, політики, орієнтовані на макроекономічну стабільність, знижують вірогідність потрясінь у тій чи іншій країні, наслідки чого переливаються на інші країни. По-сьоме, координація у сфері інтеграції ринків капіталу та формування і подальше функціонування банківського союзу ефективніше реалізується на рівні незалежних регуляторів. Макропруденційні повноваження та в більш широкому розумінні політика фінансової стабільності також має бути інституціонально захищена, як і політика цінової стабільності.

Попри те, що досвід потрясінь у зоні євро 2011–2015 рр. продемонстрував, що незалежності ЄЦБ та національних центробанків у сукупності з національною відповідальністю за боргову стійкість недостатньо для забезпечення макрофінансової стабільності, подальші реформи в ЄС-ЄВС продемонстрували, що принцип автономії регуляторів себе не тільки не скомпрометував, а навпаки відобразив слабкі місця в регуляторних периметрах, які сприяли накопиченню дисбалансів.

Інституціональна траєкторія незалежності центробанків у «старих» і «нових» членах ЄС: подібності та відмінності

В основу гіпотези закладено припущення про те, що зміцнення незалежності центробанків у «старих» та «нових» членів ЄС відбувалося за відмінними інституціональними траєкторіями. Теоретичними аргументами на користь цієї гіпотези є такі міркування:

- країни-засновниці ЄС здійснювали реформування своїх центробанків під впливом вже закріплених формальних вимог щодо інституціональної конвергенції. Тобто такі реформи відбувалися *ex post*;
- членство в зоні євро вимагало адаптації національного законодавства для забезпечення інституціональної, функціональної та технічної сумісності в рамках створюваної Європейської Системи Центральних банків. Попри те, що для «старих» членів ЄС виконання вимог щодо конвергенції законодавства про центробанки також відбувалося *ex post* щодо запровадженого критерію, тлумачення відповідності членству виглядає більш суворим та зобов'язувальним;

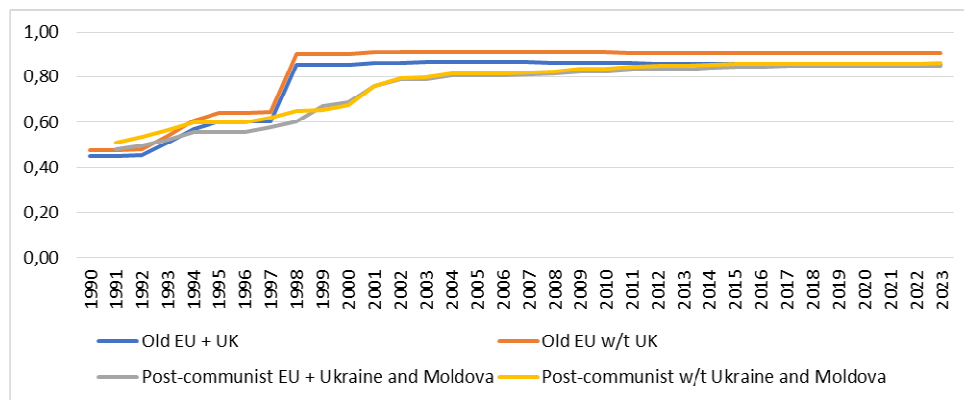
- інституціональна траєкторія центробанків у посткомуністичних країнах від початку перебувала під сильним впливом національного виміру процесу ринкової трансформації. Тобто вона не слідувала логіці виконання маастрихтських критеріїв інституціональної конвергенції. З міркувань поєднання причин та наслідків гіперінфляції, досвіду співпраці з міжнародними фінансовими організаціями тощо калібрування національних преференцій щодо позиціонування статусу центробанку в координатах макроекономічної політики набагато ближче до зразків імплементації першого покоління структурних реформ у Латинській Америці та Азії. Тобто якщо євроінтеграція є чистим прикладом екзогенності незалежності центробанків, то досвід ринкової трансформації сформував очевидні ознаки її ендогенності;
- виконання формальних вимог щодо членства заклало передумови для того, щоб реформи центробанків у напрямку зміцнення їхньої незалежності відбувалися *ex ante*. Відповідність критеріям інституціональної конвергенції стала пропуском сигналом щодо можливості набуття членства в ЄС. Завдяки цьому законодавчі зміни щодо статусу монетарних органів з певного моменту більшою мірою диктувалися євроінтеграційним порядком денним, ніж сформованою ендогенністю, рівень якої очевидно був і все ще відрізняється в розрізі посткомуністичних країн;
- національні преференції щодо рівня незалежності центробанків можуть залишатися винятково в рамках того, наскільки Єврокомісія буде гнучко інтерпретувати національне законодавство на відповідність критеріям інституціональної конвергенції. Взявши до уваги еволюцію розуміння того, чим є така незалежність, які елементи її визначають і як вони репрезентовані в національному законодавстві, існує вірогідність, що наступні раунди розширення вимагатимуть більш радикальних змін. Наприклад, досвід переговорів України з Єврокомісією вказує на те, що для останньої важлива не тільки відповідність формальним критеріям, а й фактичне визнання принципу автономії регуляторів основними політичними акторами. Природно, що в контексті центробанків такий підхід повністю відповідає дискусії про те, як співвідноситься між собою їхня формальна і фактична незалежність (Cukierman et al., 1992; Cukierman & Webb, 1995; Hayo & Hefeker, 2002; Masciandaro & Romelli, 2015; 2018; Binder, 2021; Dincer et al., 2024).

Для емпіричного оцінювання траєкторії зміни законодавства про центробанки використано індекс незалежності (*cbie_index*), запропонований Romelli (2024). Він є розширеною версією GMT-індексу (Grilli et al., 1991) та CWN-індексу (Cukierman et al., 1992). Дані на рис. 1. демонструють, що для «старих» (Сполучене Королівство, Ірландія, Франція, Іспанія, Португалія,

Італія, Нідерланди, Бельгія, Люксембург, Греція, Німеччина та Австрія) та «нових» (Чехія, Словаччина, Угорщина, Словенія, Хорватія, Польща, Естонія, Латвія, Литва, Румунія) членів ЄС однаково властива тенденція до зміцнення незалежності монетарних органів. Цю тенденцію можна вважати повністю відповідною загальному тренду на підвищення незалежності центробанків, що має місце з 1990-х і яка добре відображена в літературі (Dincer & Eichengreen, 2013; Romelli, 2024; Dincer et al., 2024).

Рисунок 1

Індекс СБІ та Євроінтеграція



Примітка: Old EU + UK – «Старий» ЄС + Об'єднане Королівство; Old EU w/t UK – «Старий» ЄС (без Об'єданого Королівства); Post-communist EU + Ukraine and Moldova – Пост-комуністичні країни ЄС + Україна та Молдова; Post-communist EU w/t Ukraine and Moldova – Пост-комуністичні країни ЄС (без України та Молдови).

Джерело: побудовано автором на основі даних Romelli (2024).

Водночас варто виокремити ряд розбіжностей, які мають хоч і незначний кількісний вимір, але важливе значення з міркувань предмета цього аналізу. Як видно з рис. 1, посткомуністичні країни на початку 1990-х демонстрували дещо вищий формальний рівень незалежності центробанків, ніж країни «старої Європи». Це можна пояснити тим, що законодавство про центральні банки створювалося на основі зовсім інших уявлень про незалежність центробанків та її елементи, як порівняти з розвинутими країнами. В останніх (до початку виконання маастрихтських критеріїв інституціональної конвергенції) законодавство про центральні банки відображало історичні правові та

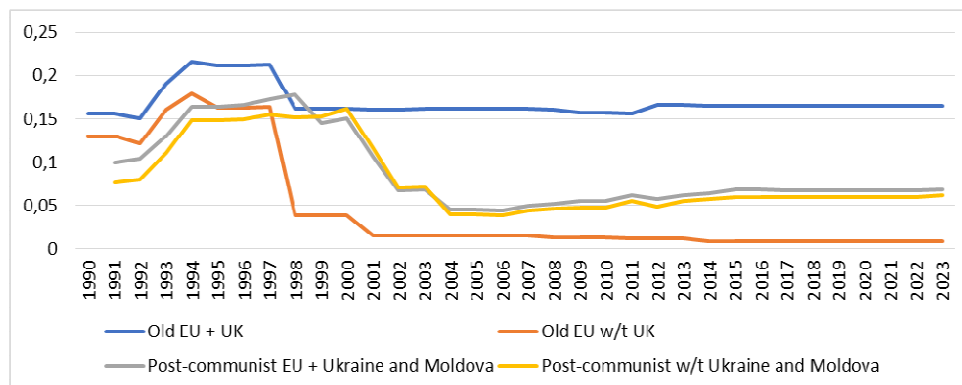
макроекономічні традиції, які очевидно були більш ригідні, ніж фактичні центробанківські практики чи академічний консенсус щодо того, який інституціональний дизайн має гарантувати реалізацію монетарної політики цінової стабільності. Згодом реформи щодо зміцнення незалежності центробанків у країнах обох груп відбувалися майже синхронно. Але наближення до запровадження євро позначилось на виникненні суттєвого розриву в рівнях такої незалежності відповідно до груп країн не на користь посткомуністичних країн.

Підготовка до членства в ЄС відновила реформи законодавства про центробанки, що є очевидним з рис. 1. Посткомуністичні країни, виконуючи євроінтеграційні вимоги, вдалися до зміцнення статусів своїх центробанків на передодні 2004 року. Втім, таке зміцнення не відбулося в тих масштабах, що в країнах, які увійшли в зону євро у 1999 р. До того ж подальші зміни в статусі центробанків посткомуністичних країн наблизили їх до «старих» членів ЄС, але не перевершили.

На відмінності інституціональної траєкторії зміцнення незалежності монетарних органів відповідно двох груп країн також вказують показники групової варіації значень обраного індексу (рис. 2).

Рисунок 2

Відхилення індексу CBI та євроінтеграція



Примітка: Old EU + UK – «Старий» ЄС + Об'єднане Королівство; Old EU w/t UK – «Старий» ЄС (без Об'єданого Королівства); Post-communist EU + Ukraine and Moldova – Пост-комуністичні країни ЄС + Україна та Молдова; Post-communist EU w/t Ukraine and Moldova – Посткомуністичні країни ЄС (без України та Молдови).

Джерело: побудовано автором на основі даних Romelli (2024).

Як видно з рис. 2, на початку 1990-х стандартне відхилення значень індексу незалежності центробанків для групи «старих» членів ЄС суттєво перевищує значення для групи посткомуністичних країн. Вилучення Великої Британії, відомої низькою формальною незалежністю Банку Англії (за, очевидно, високої фактичної), з вибірки все одно залишає групу «старого ЄС» більш варіативною. Це підтверджує те, що на початку 1990-х для цих країн історична традиція ще зберігалась у форматі національного законодавства. Це не було властиво посткомуністичним країнам, в яких законодавство про центробанки формувалося в іншому середовищі та з урахуванням досвіду інших країн з ринками, що формуються.

Натомість згодом ситуація змінилась. Членство в зоні євро визначило суттєве падіння значення стандартного відхилення індексу за відповідною групою країн. Простежується значна розбіжність у значеннях цього показника за групою «старих» членів ЄС з Великою Британією та без неї. Іншими словами, гомогенність групи «старих» членів ЄС забезпечена жорсткими формальними вимогами щодо членства у валютному союзі. Щодо посткомуністичних країн, то членство в ЄС також суттєво вплинуло на посилення однорідності групи. Втім, значення стандартного відхилення індексу незалежності центробанку не знизилось так, як у випадку групи «старого ЄС» без Великої Британії. І з часом таке значення навіть дещо підвищилось, чого немає для групи країн, що заснували спільну європейську валюту. Така ситуація також вказує на відмінності у критеріях оцінювання рівня незалежності центробанків у процесі інтеграції в ЄС та в зону євро.

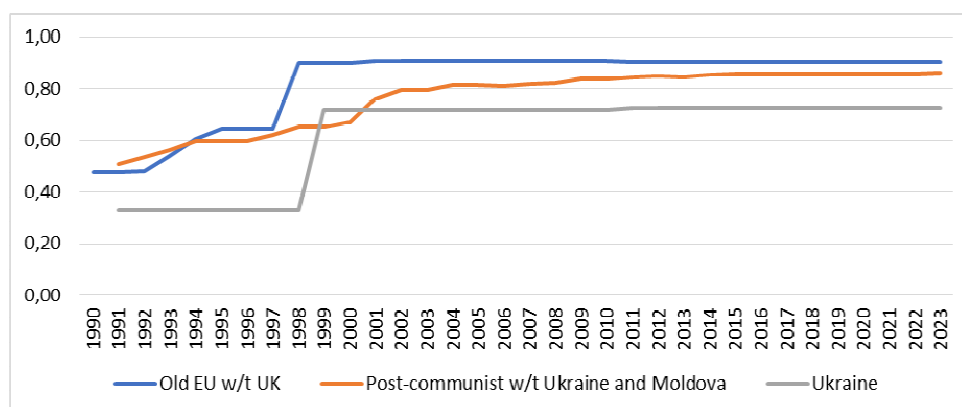
З іншого боку, м'якші вимоги до членства в ЄС, як порівняти з членством в ЄВС, допускають зміцнення національних факторів вибору на користь того чи іншого рівня незалежності, але формально не нижчого, ніж це передбачено євроінтеграційними вимогами. Це може пояснити, чому для посткомуністичних країн після набуття членства в ЄС характерна тенденція до більш вираженого підвищення рівня варіації індексу незалежності, якщо порівняти з підвищенням середнього групового значення. Така тенденція не притаманна групі «старого ЄС». Набуття членства Балтійськими країнами, Словаччиною та Хорватією членства у валютному союзі може пояснити таку картину. Втім, приклади популістичного тиску на окремі центробанки в посткомуністичних країнах вказують на те, що проблема розбіжності між фактичним та формальним статусом монетарних органів не зникає автоматично із набуттям членства в ЄС як мінімум тому, що в самому ЄС торпедування незалежності центробанків з боку певних політичних акторів не знято з порядку денного (Vonessen et al., 2020). Відхилення фактичного рівня незалежності від формального певною мірою можливе там, де інститути моніторингу відповідності критеріям членства слабші. Це розширює простір для м'яких політико-економічних атак на центробанківську незалежність не стільки за сценарієм агресивного популістичного де-делегування (Gavin & Manger, 2022), скільки за сценарієм політизації призначень керівництва монетарних органів (Ioannidou et al., 2022; Bodea & Garriga, 2022).

Щодо України, то дані рис. 3 вказують на суттєвий простір удосконалення законодавства про НБУ і доведення його до рівня європейських стандартів. Фундаментально статус Національного банку України суттєво не відрізняється від усталених практик країн ЄС. Однак комбінація відхилень від таких практик створює кумулятивний ефект суттєвого розриву в рівнях формальної незалежності між НБУ та центробанками в більшості країн-членів. Це означає, що зміни в законодавстві про НБУ здебільшого матимуть ознаки тюнінгу, аніж радикальної реформи.

З іншого боку, з рис. 3 очевидно, наскільки низьким рівнем незалежності послуговувався НБУ, якщо порівняти з європейськими країнами. Природно, що вітчизняний інфляційний досвід є більше ніж показовий у такому контексті.

Рисунок 3

Індекс СБІ у групах країн ЄС та України



Примітка: Old EU w/t UK – «Старий» ЄС (без Об'єднаного королівства); Post-communist w/t Ukraine and Moldova – Пост-комуністичні країни (без України та Молдови); Ukraine – Україна.

Джерело: побудовано автором на основі даних Romelli (2024).

Незалежність центробанків та інфляція в посткомуністичних країнах

Після періоду високої та волатильної інфляції першого десятиліття ринкової трансформації, впродовж якого інститут незалежності центробанку перебував на стадії становлення, для країн Центральної Європи наступив період набуття членства в ЄС з відповідною адаптацією до маастрихтських критеріїв інституціональної конвергенції. Рівні інфляції в більшості посткомуністичних країн також суттєво знизилися, відповідаючи актуальному розумінню цінової стабільності. Підвищення рівня незалежності центробанків та суттєве падіння варіації її значень у групі «нового» ЄС мало би поставити питання про те, наскільки релевантним є обернений зв'язок між рівнем інфляції та формальною незалежністю центробанків у контексті євроінтеграції.

Навіть якщо припустити, що між формальною та фактичною незалежністю зберігається певний розрив (який за умов дії інструментів моніторингу з боку ЄС не мав би бути суттєвим), реформи, спрямовані на зміцнення статусів монетарних органів, мали би послаблювати зв'язок між індексом незалежності та інфляцією. У разі зниження рівнів інфляції більш вагомого значення набувають секторні шоки. А за щільної економічної інтеграції посилюється роль спільного фактора поведінки цін. Це є додатковим структурним аргументом щодо того, що щільність зв'язку між інфляцією та статусом центробанків в обмеженій групі регіону Центрально-Східної Європи мала би послаблюватись.

З іншого боку, впродовж останнього періоду часу глобальна економіка зіткнулася з рядом дезінфляційних та проінфляційних шоків, реакція на які допускає вияв відмінностей у преференціях центробанків, підсумком чого мала би бути більш виразна різниця в траєкторіях інфляції. Якщо припустити, що такі центробанківські преференції впливають зі статусу (екзогенні), або ж вони є відображенням вибору суспільства щодо статусу (ендогенні), то простір для теоретично передбачуваного оберненого зв'язку між індексом незалежності та інфляцією зберігається.

Емпіричний тест підтверджує, що євроінтеграція не послаблює структурні передумови для оберненого зв'язку між відповідними змінними. Зв'язок між індексом *cbie_index* (див. вище) та інфляцією (дані з World Bank та IMF) тестується відповідно до періодів. Період 1 – 1991–2001 рр. (рис. 4), який характеризується завершенням етапу ринкової трансформації та високої інфляційної нестабільності. Період 2 – 2002–2023 рр. (рис. 5), що охоплює підготовку до членства та членство в ЄС. Водночас поділ між періодами 1 та 2 обумовлено тим, що саме з 2002 р. розпочинається суттєве зміцнення формальної незалежності центробанків у країнах Центрально-Східної Європи (рис. 1). Період 3 – 2002–2008 р. (рис. 6), який особливий розкручуванням спіралі глобальних дисбалансів і прискорення інфляції напередодні глобальної фінансової кризи.

Період 4 – 2009–2023 р. (рис. 7), якому властиві декілька протилежних інфляційних трендів. Посткризовий дефляційний ухил, ковідний шок та післяковідний інфляційний вибух. Така періодизація та вибір на користь середньої інфляції за період як залежної змінної дає змогу побачити, чи мають місце антиінфляційні преференції, виражені у формальному статусі центробанків. Набуття членства в зоні євро окремими країнами також може бути відображенням вибору на користь нижчої інфляції та вищої незалежності центробанку, взявши до уваги більш суворі умови на членство в ЄВС, як порівняти з ЄС.

Результати емпіричного тесту (рис. 4–7) дають змогу стверджувати, що євроінтеграція не замінює статус центробанку сама по собі, а отже, навіть попри суттєві вимоги до такого статусу простір для прояву країнних преференцій щодо інфляції та інституціональних факторів впливу на центробанк зберігається.

По-перше, в усіх періодах простежується чіткий обернений зв'язок між індексом *cbie_index* та інфляцією.

По-друге, патерни оберненого зв'язку різняться за періодами. Найбільша дистанція простежується між першим періодом та рештою трьома.

По-третє, перший період, що охоплював гіперінфляційний досвід, демонструє слабкий, але теоретично коректний зв'язок. Представлення інфляції у логарифмічній формі все одно не дало змогу елімінувати значну варіацію залежної змінної. Втім, для періодів, яким властива така суттєва розбіжність в інфляційному досвіді, це передбачувано.

По-четверте, євроінтеграція впливає на патерни зв'язку між відповідним індексом та інфляцією в розумінні звуження діапазону коливань незалежної змінної. Так, для періоду 3 (рис. 6) характерний дуже високий кут нахилу лінії рівняння регресії. Але вона не підміняє собою статус центробанків, оскільки, як показують періоди 2 (рис. 5) та 4 (рис. 7), за розширення варіації інфляції форма зв'язку стає більш традиційною.

По-п'яте, відмінності в патернах оберненого зв'язку в періоді 3 (рис. 6) та періоді 4 (рис. 7) можна пояснити тим, що впродовж цих періодів інфляційні шоки мали відмінну природу. До глобальної фінансової кризи поведінка інфляції не вимагала вияву відмінностей в інфляційних преференціях, а євроінтеграція створювала поштовх до того, що статус центробанків змінювався в однаковому напрямку. Саме через це кут нахилу лінії рівняння регресії є найвищим (рис. 6). Але в наступному періоді цей кут зменшився (рис. 7). Очевидно, що різноспрямовані інфляційні шоки дали можливість проявитися країнним відмінностям у преференціях центробанків щодо інфляції і щодо інституціонального дизайну інфляційних преференцій суспільства (у т. ч. з членством в зоні євро). Навіть попри те, що варіація змінної, яка позначає формальний статус монетарних органів, перебуває під євроінтеграційними обмеженнями, цього достатньо, щоби побачити теоретично передбачуваний обернений зв'язок між такою змінною та інфляцією.

Рисунок 4

СВІ та інфляція в країнах ЦСЄ (1991–2001)

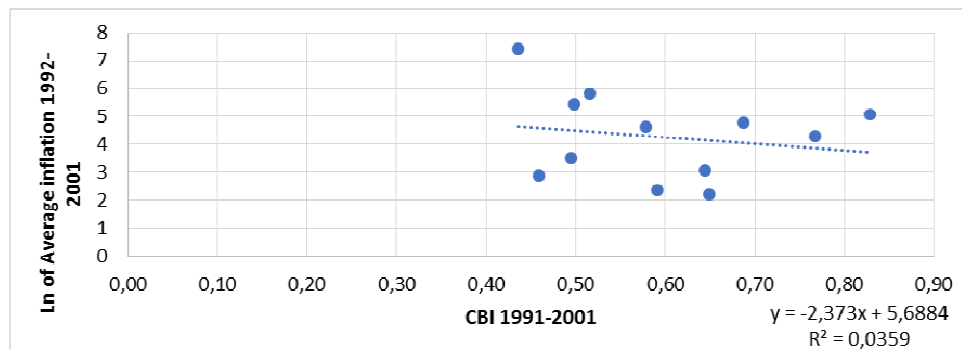


Рисунок 5

СВІ та інфляція в країнах ЦСЄ (2002–2023)

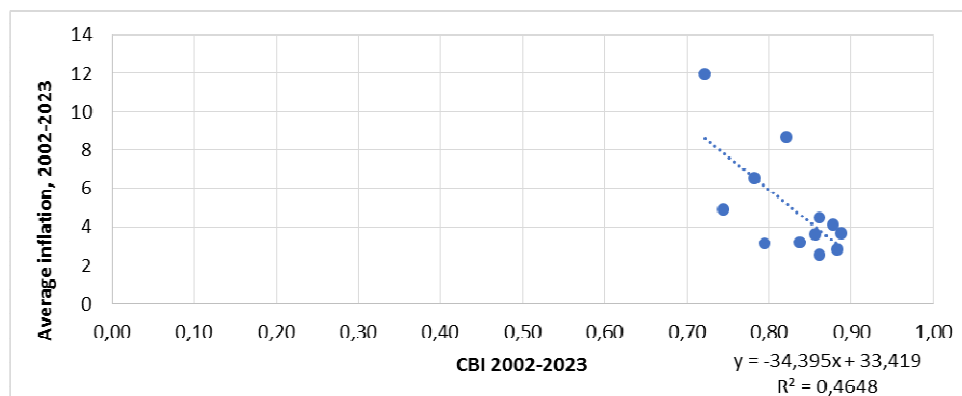


Рисунок 6

СБІ та інфляція в країнах ЦСЄ (2002–2008)

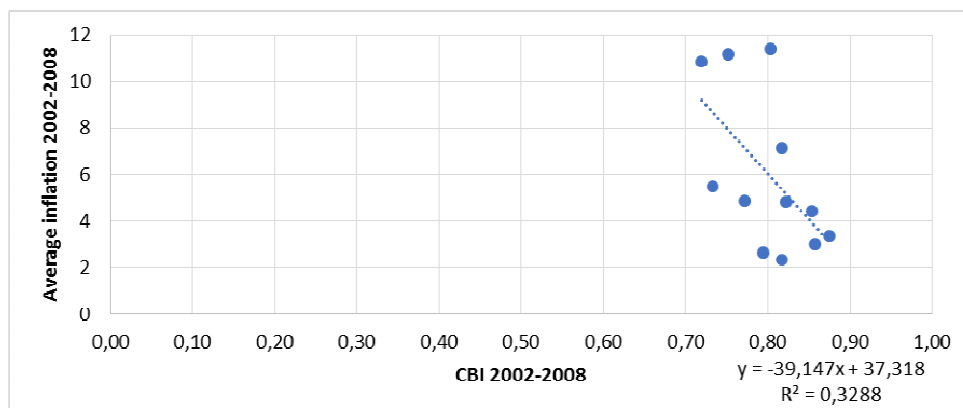
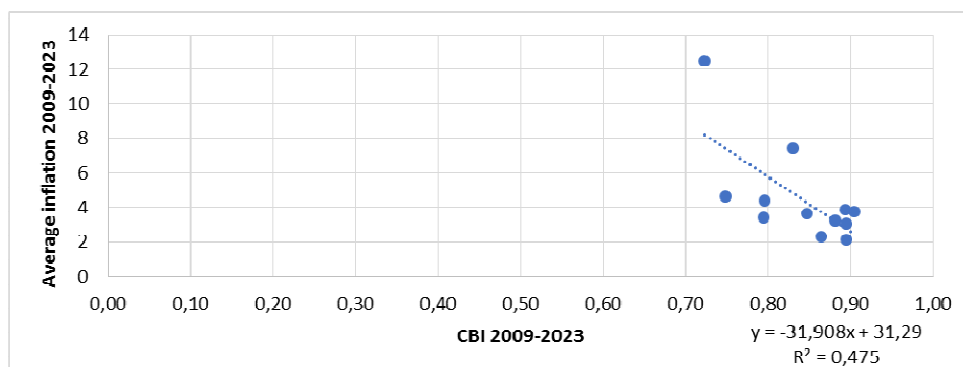


Рисунок 7

СБІ та інфляція в країнах ЦСЄ (2009–2023)



Примітка: результати, представлені на рис. 4-7, можна деталізувати.

З наведеного видно, що євроінтеграція впливає на патерни зв'язку між статусом центробанків та інфляцією, але не на напрям зв'язку, який залишається відповідним усталеному погляду. Тобто, з одного боку, факт членства в ЄС справляє сильний вплив на реформи, адресовані зміцненню незалежності центробанків. З іншого боку, простір для вияву країнних преференцій щодо того, в який спосіб забезпечуватиметься цінова стабільність, зберігається. А це означає, що сама по собі євроінтеграція не може підмінити незалежність центробанку.

Висновки

Впродовж 1990-2000-х зміцнення незалежності центробанків залишалося центральним моментом структурних реформ, адресованих створенню надійних інституціональних підвалин макроекономічної стабільності. Країни Європи перебували в рамках цього тренду. Більше того, вони його задавали. Євроінтеграція з її формальним критерієм щодо незалежності монетарних органів стала потужним стимулом для зміцнення формальних статусів відповідних інституцій. Водночас інституціональні траєкторії підвищення незалежності центробанків у процесі євроінтеграції суттєво відрізняються відповідно до «старого» та «нового» ЄС.

Такі відмінності стосуються: вихідних рівнів незалежності; її підвищення ex post та ex ante; рівня підвищення, що визначався членством у зоні євро чи тільки в ЄС; простору для збереження країнних преференцій щодо позиціонування центробанків в інституціональних координатах макроекономічної політики. Виявлено, що країни «старого» ЄС формували більш гетерогенну групу напередодні євроінтеграційного поштовху до зміцнення незалежності своїх центробанків, а й реформи їхнього статусу були більш радикальними. Вони становлять більш однорідну групу з вищим рівнем формальної незалежності, будучи членами зони євро. Натомість країни «нового ЄС» стартували з позицій, коли рівень формальної незалежності був вищим, перший поштовх реформ визначався логікою ринкової трансформації і лише згодом додалися євроінтеграційні вимоги. Їх виконання суттєво зміцнило статуси монетарних органів, але відмінності у вимогах щодо членства в ЄС та ЄВС розширили простір для країнної варіативності.

Очевидно, що євроінтеграція є потужним фактором екзогенності незалежності центробанків. Однак емпіричний тест щодо зв'язку між нею та рівнем інфляції на прикладі країн Центрально-Східної Європи дав змогу уточнити це твердження. Наявність оберненого зв'язку підтверджує традиційний погляд на роль статусу монетарних органів у забезпеченні цінової стабільності. Обернений зв'язок між відповідними змінними вказує на те, що сама по собі євроінтеграція не може підмінити статус монетарних органів та його фактичне читання

в процесі політичних та міжінституціональних взаємодій. Крайні преференції щодо інституціонального дизайну монетарної політики та преференції самих центробанків мають можливість проявлятися навіть попри те, що євроінтеграція через наявність формальних критеріїв визначає певний мінімум для центробанківської незалежності і такий мінімум доволі високий.

Формальний статус НБУ засвідчує доволі високий рівень незалежності, але навряд чи він достатній за мірками досвіду країн ЄС. Зміцнення незалежності НБУ швидше за все відбуватиметься через тюнінг, аніж радикальних змін. Втім, це не означає, що прогресом щодо окремих елементів незалежності можна знехтувати.

Список використаної літератури

- Козюк, В. (2004). Незалежність центральних банків. Тернопіль : Карт-бланш
- Козюк, В. (2005). Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. Тернопіль : Астон
- Козюк, В. (2020). Незалежність центробанків та інфляція: які з інституціональних факторів найважливіші. *Економічна теорія*, 1, 94–119. <https://doi.org/10.15407/etet2020.01.094>
- Козюк, В. (2021). Чи приречена незалежність центробанків в добу популізму? Суверенізм vs якість інститутів. *Ideology and Politics Journal*, 1(17). 275-300. <https://doi.org/10.36169/2227-6068.2021.01.00013>
- Acemoglu, D., Johnson, S., Querubin, P., & Robinson, J. A. (2008). When does policy reform work? The case of central bank independence. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, 351-418. <https://www.jstor.org/stable/27561621>
- Binder, C. (2021). Political pressure on central banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 53(4), 715–744. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12772>
- Bodea, C., & Garriga, A. (2022). Central bank independence in Latin America: Politicization and de-delegation. *Governance*, 36(1), 59-80. <https://doi.org/10.1111/gove.12706>
- Bodea, C., & Hicks, R. (2015). Price stability and central bank independence: Discipline, credibility, and democratic institutions. *International Organization*, 69(1), 35-61. <https://www.jstor.org/stable/43283290>
- Bodea, C., Garriga, A., & Higashijima, M. (2019). Monetary constraints, spending, and autocratic survival in party-based regimes. *Journal of Politics*, 81(2). https://www.researchgate.net/publication/313881782_Monetary_Constraints_Spending_and_Autocratic_Survival_in_Party-Based_Regimes

- Crowe, C., & Meade, E. E. (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 763-777. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.06.004>
- Cukierman, A. (1992). Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence. *American Political Science Review*, 87(2), 519-520. <https://doi.org/10.2307/2939099>
- Cukierman, A., & Lippi, F. (1999). Central bank independence, centralization of wage bargaining, inflation, and unemployment: Theory and some evidence. *European Economic Review*, 43(7), 1395-1434. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00128-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00128-7)
- Cukierman, A., & Webb, S. B. (1995). Political influence on the central bank: International evidence. *The World Bank Economic Review*, 9(3), 397-423. <https://www.jstor.org/stable/3989848>
- Cukierman, A., Miller, G. P., & Neyapti, B. (2002). Central bank reform, liberalization, and inflation in transition economies: An international perspective. *Journal of Monetary Economics*, 49(2), 237-264. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00107-6](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00107-6)
- Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353-398. <https://www.jstor.org/stable/3989977>
- De Haan, J., & Eijffinger, S. (2016). The politics of central bank independence (De Nederlandsche Bank Working Paper No. 539). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2887931>
- De Jong, E. (2002). Why are price stability and statutory independence of central banks negatively correlated? The role of culture. *European Journal of Political Economy*, 18(4), 675-694. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(02\)00114-3](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(02)00114-3)
- Dincer, N. N., & Eichengreen, B. (2013). Central bank transparency and independence: Updates and new measures (WP 2013-21). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2579544>
- Dincer, N., Eichengreen, B., & Martinez, J. (2024). Central bank independence: Views from history and machine learning. *Annual Review of Economics*, 16, 393-428. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-081623-032553>
- Garriga, A. C., & Rodriguez, C. M. (2020). More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries. *Economic Modelling*, 85, 87-105. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.05.009>
- Garriga, A. C., & Rodriguez, C. M. (2023). Central bank independence and inflation volatility in developing countries. *Economic Analysis and Policy*, 78, 1320-1341. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.05.008>

- Gavin, M., & Manger, M. (2022). Populism and de facto central bank independence. *Comparative Political Studies*, 56(8), 1189-1223. <https://doi.org/10.1177/00104140221139513>
- Grilli, V., Masciandaro, D., & Tabellini, G. (1991). Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*, 6(13), 341-392. <https://doi.org/10.2307/1344630>
- Hayo, B., & Hefeker, C. (2002). Reconsidering central bank independence. *European Journal of Political Economy*, 18(4), 653-674. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(02\)00113-1](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(02)00113-1)
- Hayo, B., & Voigt, S. (2008). Inflation, central bank independence, and the legal system. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 164(4), 751-777. <https://www.jstor.org/stable/40752727>
- Ioannidou, V., Kokas, S., Lambert, T., & Michaelides, A. (2022). (In) dependent central banks. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4262695>
- Jacome, H., Luis, I., & Pienknagura, S. (2022). Central bank independence and inflation in Latin America: Through the lens of history (IMF Working Paper No. 2022/186). <https://ssrn.com/abstract=4234375>
- Jacome, L. (2001). Legal central bank independence and inflation in Latin America during the 1990s (IMF Working Paper No. WP/01/212). <https://ssrn.com/abstract=880883>
- Jacome, L., & Vazquez, F. (2008). Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 788-801. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.003>
- 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://www.jstor.org/stable/3117617>
- Koziuk, V. (2016). Independence of central banks in commodity economies. *Visnyk of National Bank of Ukraine*, 235, 6-25. <http://dx.doi.org/10.26531/vnbu2016.235.006>
- Koziuk, V. (2019). Independence of central banks, inflation and fractionalization of society in post-socialist countries. *Journal of European Economy*, 18(2), 226-244. <https://doi.org/10.35774/jee2019.02.226>
- Lybek, T. (1999). Central bank autonomy, and inflation and output performance in the Baltic States, Russia, and other countries of the former Soviet Union, 1995-97 (IMF Working Paper No. 99/04). SSRN. <https://ssrn.com/abstract=880531>
- Masciandaro, D., & Passarelli, F. (2013). Banking bailouts and redistributive monetary policy: Voting on central bank independence (Baffi Center Research Paper No. 2013-146). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2370253>

- Masciandaro, D., & Romelli, D. (2015). Ups and downs: Central bank independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, institutions, and empirics. *Financial History Review*, 22(3), 259-289. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2591904>
- Masciandaro, D., & Romelli, D. (2018). Beyond the central bank independence veil: New evidence. (BAFFI CAREFIN Center Research Paper No. 2018-71). SSRN. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3126179>
- 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](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00045-2)
- 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>
- Obstfeld, M. (2000). Globalization and macroeconomics. NBER Reporter. <https://www.nber.org/reporter/fall-2000/globalization-and-macroeconomics>
- Posen, A. (1995). Declarations are not enough: Financial sector sources of central bank independence. *NBER Macroeconomics Annual*, 10. <https://doi.org/10.2307/3585117>
- Posen, A. S. (1993). Why central bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics. In *Finance and the international economy* (Vol. 7, pp. 40-65). Oxford University Press. <https://tinyurl.com/346f77jm>
- Quintyn, M., & Gollwitzer, S. (2010). The effectiveness of macroeconomic commitment in weak(er) institutional environments (IMF Working Paper No. WP/10/193). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1663855>
- Romelli, D. (2022). The political economy of reforms in central bank design: Evidence from a new dataset. *Economic Policy*, 37(112), 641-688. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3235209>
- Romelli, D. (2024). Trends in central bank independence: A de-jure perspective (BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 217). SSRN. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4716704>
- Vonessen, B., Arnold, K., Dall'Orto Mas, R., & Fehlker, Ch. (2020). The case for central bank independence: A review of key issues in the international debate (ECB Occasional paper No. 2020248). SSRN. <https://ssrn.com/abstract=3706132>

Отримано: 17 грудня 2024 р.
Рецензовано: 7 січня 2025 р.
Рекомендовано до друку: 20 січня 2025 р.