

**Європа у світовій економічній системі**

Віктор КОЗЮК

**ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ТРАЄКТОРІЯ
ЗМІЦНЕННЯ НЕЗАЛЕЖНОСТІ
ЦЕНТРОБАНКІВ У КРАЇНАХ З РИНКАМИ,
ЩО ФОРМУЮТЬСЯ:
РОЛЬ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ
ТА ЧЛЕНСТВА В ЄС****Резюме**

Країни з ринками, що формуються, здійснювали подібний набір структурних реформ. Однак, чи були відмінності в інституціональних траєкторіях зміцнення незалежності центробанків? Так. Запровадження таргетування інфляції зі статистичною значущістю позначилось на зміцненні центробанківської незалежності саме в країнах ЦСЄ, особливо в нових членах ЄС. Членство в ЄС швидше позначилось на рівні незалежності, ніж на таймінгу її найбільш суттєвого зміцнення. Інфляційна картина в регіоні вказує на те, що реформи не були формальними, чому сприяє вище значення показника верховенства права в нових членах ЄС. Інституціональна траєкторія зміцнення незалежності центробанків у країнах ЦСЄ набагато більше відповідає теоретичним припущенням про необхідність такої незалежності для імплементації таргетування інфляції, а також про позитивний її вплив на здатність підтримувати цінову стабільність. Це контрастує з прикладами багатьох інших кра-

© Віктор Козюк, 2026.

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

їн-таргетерів інфляції з ринками, що формуються, в яких або реформи центробанків мали формальний характер, або цінова стабільність підтримується на основі неформалізованих інституціональних змін довкола монетарних органів.

Ключові слова:

верховенство права, вступ до ЄС, економіка країн ЦСЄ, країни з ринками, що формуються, незалежність центральних банків, таргетування інфляції.

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

1 таблиця, 8 рисунків, 52 джерела літератури.

Постановка проблеми

Тема незалежності центробанків привертає увагу дослідників (Romelli, 2024; Dincer et al., 2024; Garriga & Rodriguez, 2023). Втім, інституціональні траєкторії її зміцнення залишаються предметом дискусій. Це викликає інтерес до процесу зміцнення незалежності монетарних органів, що відбувся в багатьох країнах з ринками, що формуються. Наскільки такі інституціональні траєкторії подібні відповідно до країн? Чи є країни Центрально-Східної Європи певним особливим випадком?

Від періоду реалізації амбітних програм макроекономічної стабілізації та структурних реформ першого покоління до періоду пошуку оптимального монетарного режиму пройшов відносно нетривалий час. Надалі членство в ЄС вимагало подальших кроків з інституціональної адаптації. Якщо країни «старого ЄС» зміцнювали незалежність центробанків після заснування ЄС і до вступу в зону євро, то країни ЦСЄ постали перед необхідністю подальшого зміцнення такої незалежності ще до вступу, але вже після того, як у них сформувався певний політичний консенсус з приводу статусу центробанку в процесі здобутого досвіду ринкової трансформації (Kozłuk, 2025b). Це є ва-

гомою причиною вважати, що зміцнення незалежності монетарних інституцій у Центрально-Європейському регіоні відбувалося за іншою інституціональною траєкторією, ніж у країнах з ринками, що формуються.

З іншого боку, перехід до таргетування інфляції часто вважається монетарним режимом, що вимагає високого рівня монетарної автономії (Bernanke & Mishkin, 1997; Battini & Laxton, 2007; Hammond, 2012). Питання наявності формального зміцнення незалежності центробанків у процесі переходу до таргетування інфляції є предметом дискусії (Petrevski, 2023). Натомість членство в інтеграційних об'єднаннях визнається потужною спонукою до законодавчих змін, у результаті яких формальний рівень незалежності центробанків підвищується (Romelli, 2022, 2024; Koziuk, 2025b). З цього випливає, що інституціональна траєкторія еволюції центробанківської незалежності в країнах з ринками, що формуються, очевидно не може бути спільною. На скільки країни ЦСЄ будуть відрізнятися від інших країн з ринками, що формуються?

Емпіричний аналіз, проведений у статті, продемонстрував, що запровадження таргетування інфляції більше вплинуло на зміцнення незалежності центробанків в країнах ЦСЄ, ніж євроінтеграційні вимоги. Перехід до таргетування інфляції справді позначається на підвищенні рівня автономії монетарних органів у країнах з ринками, що формуються. Водночас вимоги ЄС щодо інституціональної конвергенції статусу центробанків вивели регіон в лідери за рівнем незалежності центробанків порівняно з іншими країнами-таргетерами інфляції. Антиінфляційна ефективність більш незалежних центробанків країнах ЦСЄ, порівняно з іншими країнами, також вказує на те, що остання не є формальністю, а має вагомий макроекономічний зміст та підґрунтя у вигляді верховенства права.

Огляд літератури

Стаття поєднує декількох напрямків досліджень, пов'язаних з монетарними інституціями.

По-перше, дослідження становлення центробанків у країнах ЦСЄ достатньо однозначні з приводу того, що в них у концентрованому вигляді реплікуються виклики, які постали перед багатьма країнами в процесі здійснення макроекономічних стабілізацій та пошуку оптимального дизайну монетарних інституцій. Наприклад, Lybeck (1999) демонструє, що гіперінфляційний тиск у посткомуністичних країнах перебуває в оберненій залежності від рівня незалежності центробанків. Sukierman et al. (2002) зазначають, що реформи центробанків у країнах ЦСЄ виявились дуже подібними до тих, що були в країнах Латинської Америки, які виходили з перманентних гіперінфляційних

криз. Попри те, що такі реформи однозначно можна віднести до так званих структурних реформ першого покоління (Cukierman et al., 2002), є і певні відмінності. Інституціоналізація центробанківської незалежності була багатоетапним процесом, який був досить нерівномірний відповідно до країн регіону (Козюк, 2004; Kyrylenko et al., 2021; Koziuk, 2025b). Koziuk (2019) демонструє, що для багатьох посткомуністичних країн обернений зв'язок між інфляцією і рівнем незалежності монетарних органів не послаблюється мірою зниження інфляції, а фрагментаризація суспільства суттєво впливає на здатність центробанків ефективно реалізовувати мандат цінової стабільності.

По-друге, між незалежністю центробанків та інфляцією фіксується обернений зв'язок. Це впливає з ранніх досліджень вказаної проблеми (Grilli et al., 1991). Водночас увага звертається на різницю між формальною та фактичною незалежністю (Cukierman, 1992; Cukierman et al., 1992; Cukierman & Webb, 1995). Подальші дослідження охопили значну кількість країн та часових періодів (Jacome, 2001; Jacome & Vazquez, 2008; Crowe & Meade, 2008; Bodea & Hicks, 2015) і загалом підтвердили теоретично передбачуваний обернений зв'язок між інфляцією та відповідним показником, з допомогою якого оцінюється формальна центробанківська незалежність. Аналогічні результати представлені в ряді нещодавніх публікацій (Jacome & Pienknagura, 2022; Garriga & Rodriguez, 2020, 2023; Masciandaro & Romelli, 2018; Romelli, 2022, 2024). Athanasopoulos et al. (2025) звертають увагу на обернений зв'язок між незалежністю центробанків та силою інфляційної інерції.

По-третє, значна увага приділяється вивченню різниці в рівнях центробанківської незалежності відповідно до країн. Тут можна виокремити структурний підхід та підхід політичної системи. З погляду структурного підходу, рушійними силами оптимального рівня незалежності центробанку є фінансовий розвиток, відкритість чи ринки праці тощо. Фактор фінансового розвитку розглядається як такий, що підштовхує країни до вищого рівня незалежності центробанків (Posen, 1993; 1995). Основний аргумент – інфляція роз'їдає фінансове багатство, а боротьба з нею привносить нестабільність на ринки. Характер розподілу фінансового багатства також має значення для того, який набір функцій буде делеговано центробанку (Masciandaro & Passarelli, 2013). Cukierman & Lippi (1999) запропонували аналіз оптимального вибору інституціонального статусу центробанків з міркувань жорсткості регулювання ринків праці. Якщо ринки праці генерують сильні ефекти номінальних негнучкостей (nominal rigidities), то жорсткий антиінфляційний мандат може позначитися на підвищенні макроекономічної волатильності. Втім, реформи ринків праці продемонстрували, що прив'язка оптимального рівня незалежності центробанків до централізації трудових договорів чи сили профспілок не має належного макроекономічного підґрунтя, натомість макроекономічна волатильність може генеруватися погіршенням інфляційних очікувань. Власне такі міркування і закладалися в проєкт сильного статусу центробанків у Європі в процесі євроінтеграції (Bruni, 1996). Подібні дискусії також тривають щодо

того, наскільки відкритість економіки впливає на оптимальну центробанківську незалежність (D'Amato et al., 2009).

Натомість De Haan & Van't Hag (1995) констатують, що структурні фактори поступаються макроекономічним за силою впливу на відповідний вибір. De Haan & Eijffinger (2016) стверджують, що структурні фактори навряд чи є надійним аргументом на користь рішень щодо статусу центробанків, оскільки такі рішення ухвалюють політики, які аналізують власні втрати і вигоди. Характер розподілу вигід від сировинного багатства також має значення (Koziuk, 2016). А несприйняття невизначеності штовхає суспільства з відповідним культурним атитюдом до вищого рівня автономії центробанків (De Jong, 2002).

Аргументи на боці політичної системи більше сконцентровані на тому, який характер обмежень накладається на ключових акторів і як це позначається на можливостях щодо монополізації влади чи, навпаки, на можливостях підтримувати баланс стримувань і противаг. Тобто чим більш концентрована політична влада, тим менш незалежним буде центробанк (Moser, 1999; Keefer & Stasavage, 2003). Політичний режим також не є нейтральним фактором щодо рівня центробанківської незалежності, як і політичні преференції. Щодо першого, то вищий рівень демократії позитивно корелює з рівнем незалежності центробанків (Dincer & Eichengreen, 2014). Натомість крайній-лівий та крайній-правий ухил політичних вподобань обернено корелюють з таким рівнем (Bodea et al., 2019; Romelli, 2022; Binder, 2021). Популістський ухил політиків не сприяє міцному статусу регуляторів (Gavin & Manger, 2023). Політична поляризація в суспільстві також обернено впливає на вірогідність зміцнення статусу монетарних органів (Alesina & Stella, 2010). З іншого боку, більш ефективно незалежність центробанків можна реалізувати в країнах з більш незалежною судовою системою (Hayo & Voigt, 2008) та верховенством права (Nurbayev, 2017). Водночас Koziuk (2025a) демонструє, що належність до тієї чи іншої правової традиції позначається на рівнях незалежності центробанків.

По-четверте, це дослідження, що фокусуються на драйверах зміцнення незалежності центробанків. Так, феномен щодо підвищення рівня незалежності центробанків є фактично консенсусним (Dincer & Eichengreen, 2014; Romelli, 2022, 2024; Dincer et al., 2024; Garriga & Rodriguez, 2023). Натомість драйвери підвищення незалежності центробанків залишаються предметом дискусії. Acemoglu et al. (2008) вказують на те, що часто реформи центробанків мають формальний характер. Зміцнення їхньої незалежності обмежується внесенням змін у законодавство і нечасто призводить до зміни інститутів, що визначають роль монетарних органів у макроекономічній політиці. Hayo & Hefeker (2002) стверджують, що повинні існувати додаткові фактори, які зближують формальну і фактичну незалежність центробанків. Hayo & Voigt (2008) відзначають роль незалежності судової системи. Nurbayev (2017) – роль верховенства права. Masciandaro (2020) здійснює аналіз кон-

ституційного вибору. Глобалізація та відкритість, підвищуючи вразливість до розворотів у потоках капіталу, навпаки, заохочують до реальних центробанківських реформ (Romelli, 2022). Це саме стосується членства у валютному союзі (Romelli, 2024). Ефект наслідування також спрацьовує у випадку ухвалення рішення про реформи. Romelli (2022) та Bodea & Hicks (2015) демонструють, що регіональний фактор зміцнення незалежності центробанків мотивує реформи на рівні окремих країн. Berggren et al. (2014) стверджують, що статус центробанку визначається соціальною довірою. Якщо в суспільстві є запит на цінову стабільність і довіру до політиків, то останні, які відповідають перед виборцями, здійснюють відповідні реформи. З іншого боку, соціальна довіра впливає на те, що потреба в реформах може зникнути, оскільки центробанки будуть поводитися відповідно до суспільних преференцій, а політики толеруватимуть це безвідносно до формального статусу центробанків. З цього випливає, що соціальний капітал може підштовхувати реформи, а може створювати передумови для того, щоб реформи не були потрібні. З огляду на це країни з середнім рівнем соціальної довіри найчастіше проводять реформи центробанків.

По-п'яте, це праці, в яких досліджуються передумови запровадження таргетування інфляції. Такі праці, присвячені аналізу ключових рис монетарного режиму, практично однотайні щодо того, що незалежність центробанків є безумовною передумовою та необхідною складовою його імплементації (Bernanke & Mishkin, 1997; Hammond, 2012). Втім, емпіричний аналіз відповідності передумов запровадження таргетування інфляції і фактичного стану демонструє очевидну невідповідність. Mishkin & Schmidt-Hebbel (2002) демонструють, що зміцнення статусу центробанків перед запровадженням інфляції більш виражено стосується незалежності щодо вибору інструментів монетарної політики. Тобто підвищення незалежності центробанків не завжди відбувалося перед переходом до таргетування інфляції. Реформи монетарних органів часто не позначалися на суттєвих змінах у формальному статусі (IMF, 2005; Battini & Laxton, 2007; Schmidt-Hebbel & Carrasco, 2016). Такі висновки контрастують із самим розумінням того, чим є таргетування інфляції і яким має бути його інституціональне підґрунтя. З іншого боку, реформування центробанків по ходу імплементації інфляційного таргетування також не виключається. Випадок Великої Британії чи Таїланду є показовими (Petrevski, 2023).

Країни ЦСЄ здійснили суттєві реформи своїх центробанків напередодні вступу до ЄС (Koziuk, 2025b). Ця група країн здійснювала реформи, адресовані запровадженню таргетування інфляції. Це ставить декілька дослідницьких питань:

- чи відрізняються країни ЦСЄ від інших країн з ринками, що формуються, з міркувань підвищення рівня незалежності центробанків у процесі запровадження таргетування інфляції;

- що більш виражено впливає на мотиви до реформ центробанків – підготовка до запровадження інфляційного таргетування, яка вимагає по-суті зміцнення незалежності монетарних інституцій, чи підготовка до членства в ЄС, для чого зміцнення такої незалежності є формальною вимогою;
- наскільки ефективними виявилися реформи центробанків у країнах ЦСЄ, якщо порівняти з іншими країнами з ринками, що формуються, з міркувань наслідків у вигляді підтримання цінової стабільності.

Проведений емпіричний аналіз дозволяє стверджувати, що країни ЦСЄ вигідно відрізняються від таргетерів інфляції з країн з ринками, що формуються, з міркувань підвищення незалежності центробанків перед запровадженням такого монетарного режиму. Таке підвищення було більш суттєвим, ніж продовження реформ напередодні вступу до ЄС. Країни ЦСЄ не поступаються, а часто перевершують інші країни з ринками, що формуються, з міркувань того, як співвідноситься між собою рівень незалежності центробанків та підтримання цінової стабільності. На основі цього робиться висновок про те, що реформи монетарних інституцій не були формальними, оскільки час їхнього проведення визначався змінами монетарного режиму, натомість членство в ЄС суттєво вплинуло на визначення рівнів формальної незалежності таких інституцій. Вплив членства в ЄС неможна відкидати з міркувань того, наскільки його інститути вплинули на здатність забезпечувати фактичну центробанківську незалежність, а отже, цінову стабільність у контексті дискусій про позитивну роль верховенства права у цих зв'язках.

Метою статті є виявлення відмінностей в інституціональній траєкторії зміцнення незалежності центробанків у країнах з ринками, що формуються, емпіричне підтвердження таких відмінностей та обґрунтування особливостей впливу запровадження таргетування інфляції та вступу в ЄС на трансформацію формального статусу центробанків у країнах Центрально-Східної Європи.

Методологія

Методологічно дослідження складається з двох етапів.

На першому етапі відбувається групування країн за принципом належності до таргетерів інфляції та країн з ринками, що формуються (додаток А). Надалі виокремлюється підгрупа країн ЦСЄ та підгрупа країн ЦСЄ, які є таргетерами інфляції (Словаччина враховується в цій підгрупі, оскільки до запровадження євро здійснила перехід до таргетування інфляції). Також виокремлюється група країн – нових членів ЄС. Надалі рік запровадження таргетування інфляції визначається як t . Зміни рівнів незалежності центробанків

аналізуються в часовому вікні від $t-5$ до $t+5$. Обраним показником є відповідний індекс незалежності центробанків – *cbie_index* (Romelli, 2022, 2024). Такі зміни фіксуються загалом для країн з ринками, що формуються, та для країн ЦСЄ. Надалі застосовується t -тест для визначення статистичної значущості різниці в середніх значеннях обраного індексу на момент $t-5$ та $t+5$. Статистична значущість відмінностей значень середньої вказуватиме на те, що рівень незалежності до і після запровадження таргетування інфляції суттєво відрізняється. Аналогічна процедура здійснюється у випадку вступу до ЄС з присвоєнням відповідному року значення t . У такому разі порівнюються усі нові члени ЄС і країни-нові члени, що є таргетерами інфляції. Аналогічно застосовується t -статистика.

На другому етапі оцінюється ефективність інституціональних змін. В основу такого підходу покладено принцип обрахунку величини розриву (Gap) між показником відстані до межі (Distance to Frontier) інституціональної змінної і показником відстані до межі результуючої змінної. Тобто різниця між фактом формального статусу (*status at place*) та результатом (*performance*) вказує на ефективність першого (Oto-Peralias & Romero-Avila, 2017). Негативний розрив вказуватиме на позитивний результат реформ. Конкретно в цьому випадку це означатиме, що країни, в яких реформи центробанків наблизили незалежність останніх до найкращого з доступних результатів, мають найнижчі рівні інфляції з-поміж можливих. Відстань до межі (Distance to Frontier) у випадку індексу незалежності центробанків та інфляції визначається згідно \min - \max нормалізації та множиться на 100. У такий спосіб оцінюється ефективність статусу щодо досягнутого результату. Ця процедура застосовується для аналізу за групами та на рівні країн. Різниця у величині Gap відповідно до країн додатково аналізується на предмет валідності специфічних структурних факторів. З допомогою простої регресійної моделі підтверджується вплив верховенства права на підтримання оберненого зв'язку між рівнем інфляції та індексом незалежності центробанків.

Результати дослідження

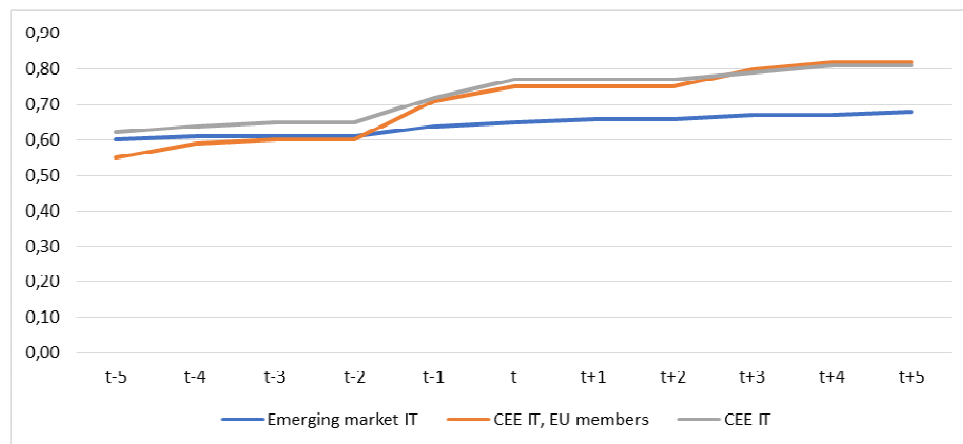
Країни з ринками, що формуються, пройшли складний шлях структурних реформ, результатом чого стало суттєве покращення макроекономічної ситуації та зміцнення резистентності фінансових систем щодо глобальних шоків. Зміцнення незалежності центробанків відобразило радикальні зміни в попередніх політичних статус-кво щодо характеру функціонування інститутів макроекономічної політики. Зовнішнім виразом чого є однозначне підвищення рівнів незалежності монетарних органів. Останнє простежується як відповідно до країн, відмінних за рівнем доходів, так за регіонами чи режимами обмінних курсів (Romelli, 2024; Garriga & Rodriguez, 2023).

Щодо таймінгу зміцнення незалежності центробанків досі точаться дискусії, що найбільш очевидно у випадку підготовки до та запровадження таргетування інфляції (Petrevski, 2023). Попри визнання необхідної передумови такої незалежності для імплементації інфляційного таргетування (Bernanke & Mishkin, 1997; Hammond, 2012), окремі дослідження вказують на непереконливі результати змін у законодавстві про центробанки. Тобто до запровадження такого монетарного режиму і після рівень незалежності центробанків міг різнитися несуттєво, а в окремих країнах взагалі не змінився (IMF, 2005; Battini & Laxton, 2007; Schmidt-Hebbel & Carrasco, 2016; Petrevski, 2023). Натомість членство в інтеграційному об'єднанні з відповідними формальними вимогами щодо вступу виглядає більш дієвим щодо реформування центробанків (Romelli, 2022, 2024; Kozluk, 2025b). Втім, країни ЦСЄ є унікальними з міркувань того, що в багатьох з них запровадження таргетування інфляції передувало членству в ЄС. Тобто вони мали би стикнутися з таким набором спонук до реформ монетарних інституцій, яких було у країнах з ринками, що формуються, загалом.

Так, рис. 1 відображає зміни у формальному статусі центробанків на передодні і після запровадження таргетування інфляції на десятирічному інтервалі.

Рисунок 1

Зміни незалежності центрального банку під час запровадження інфляційного таргетування



Примітка: Emerging market IT – країни з ринками, що розвиваються, які застосовують таргетування інфляції; CEE IT, EU members – країни ЦСЄ-члени ЄС з таргетуванням інфляції; CEE IT – країни ЦСЄ з таргетуванням інфляції.

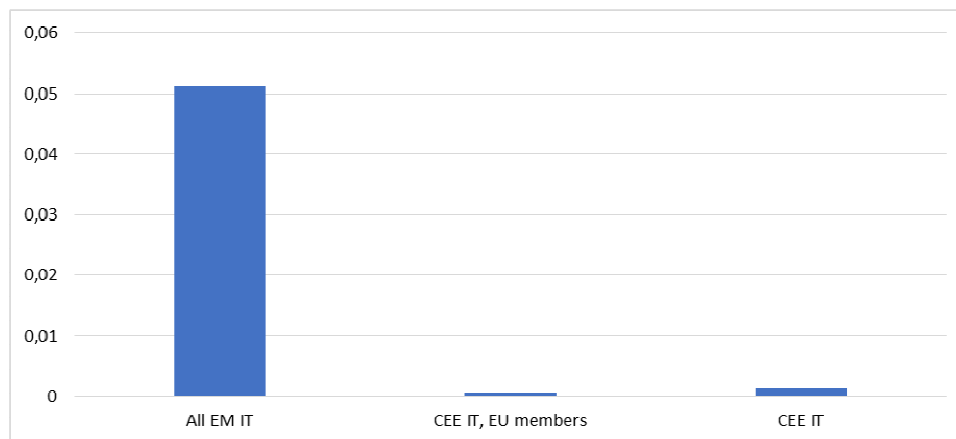
Джерело: побудовано автором на основі інформації про рік запровадження таргетування інфляції у відповідних країнах.

Очевидно, що для групи країн з ринками, що формуються, загалом простежується певна тенденція до підвищення значення відповідного індексу. Натомість для групи країн ЦСЄ, що є таргетерами інфляції, і для групи країн ЦСЄ-таргетерів інфляції-нових членів ЄС простежується очевидне стрибкоподібне підвищення значення відповідного індексу перед моментом t . Така тенденція зберіглася і в подальших періодах. Зміцнення незалежності центробанків продовжилось і після переходу до таргетування інфляції.

Для підтвердження статистичної значущості різниці в процесах зміцнення центробанківської незалежності у групах країн було застосовано t -тест. Результати відображено на рис. 2.

Рисунок 2

Результати t -тесту для $t-5$ проти $t+5$ під час запровадження інфляційного таргетування



Примітка: All EM IT – усі країни з ринками, що розвиваються, з таргетуванням інфляції; CEE IT, EU members – країни ЦСЄ-члени ЄС з таргетуванням інфляції; CEE IT – країни ЦСЄ з таргетуванням інфляції.

Джерело: обраховано автором.

Як видно з рис. 2, для усіх країн-таргетерів інфляції з ринками, що формуються, відхилення нульової гіпотези про подібність середніх перебуває на межі статистичної значущості. Значення t -статистики становить 0,05122. Натомість для країн ЦСЄ нульова гіпотеза про подібність середніх відхиляється з високою статистичною значущістю. Для таргетерів інфляції, які є но-

ними членами ЄС, статистична значущість є вищою, ніж у країнах ЦСЄ, які є інфляційними таргетерами. Значення *t*-статистики становить, відповідно, 0,000487 та 0,001319. Тобто, якщо для усієї групи країн з ринками, що формуються, перехід до таргетування інфляції не супроводжувався статистично значущими змінами у формальному статусі центробанків, то в країнах ЦСЄ такі зміни навпаки мають однозначну статистичну значущість. Такий емпіричний факт є цікавим з міркувань того, яка саме незалежність центробанків важлива для успішного таргетування інфляції – формальна чи фактична (IMF, 2005; Battini & Laxton, 2007; Hammond, 2012; Schmidt-Hebbel & Carrasco, 2016; Petrevski, 2023). Ймовірно, що для багатьох країн-таргетерів інфляції перехід на новий монетарний режим передбачав реформи по-суті, а не за формою, інакше важко було би говорити про стійкість такого режиму в часі та збільшення кількості країн, що його впроваджують. Втім, підкріплення фактичних реформ законодавчими змінами тільки покращує здатність центробанків виконувати делегований їм мандат та підвищує політичну ціну розвороту монетарних реформ, про що тривають дискусії (Bruni, 1996; Acemoglu et al., 2008; Jacome & Vazquez, 2008; Berggren et al., 2014; Masciandaro & Romelli, 2018; Jacome & Pienknagura, 2022; Romelli, 2022, 2024). Нижче буде показано, що у країнах ЦСЄ реформи не були лише формальними.

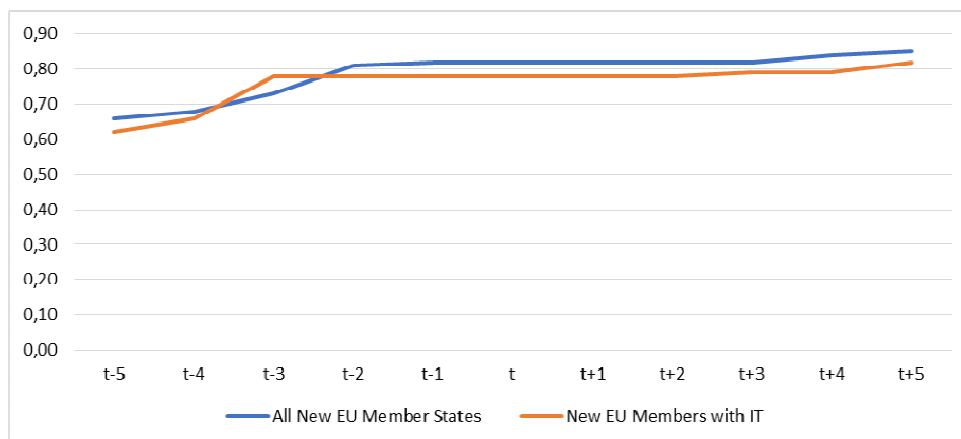
Щодо членства в ЄС, то, як відомо, відповідність критеріям інституціональної конвергенції вимагає зміцнення незалежності центробанків до рівня, що вважається зіставним з тим, який має Європейська система центральних банків. Старі члени ЄС реформували законодавство щодо своїх монетарних інституцій здебільшого в проміжку часу між заснуванням ЄС та запровадженням євро. Натомість усі нові члени ЄС мають реалізувати відповідні реформи ще до вступу, що, власне, і відбулося в рамках декількох хвиль розширення Європейського Союзу (Koziuk, 2025a). Втім, рис. 3 чітко вказує на те, що для «нових»-членів ЄС зміни в законодавство про центробанки, за результатами яких суттєво зміцнювалась би їхня незалежність, відбувалися заздалегідь і надалі також могла підвищуватись. При чому, таргетери інфляції з-поміж нових членів ЄС мають рівні незалежності центробанків дещо нижчі, ніж група загалом.

Статистична значущість відмінності в значенні відповідного індексу незалежності до вступу в ЄС і після є очевидною (рис. 4).

Як видно з рис. 4, нульову гіпотезу про подібність середніх значень відповідного індексу можна відхилити з високим рівнем статистичної значущості. Для групи усіх нових членів ЄС значення *t*-статистики суттєво нижче: 0,000428 проти 0,009 для групи таргетерів інфляції з-поміж нових членів. Тобто для першої групи різниця в рівнях незалежності центробанків до вступу в ЄС і після виявилась ще більш суттєвою. Це певною мірою контрастує з попередніми висновками про те, що запровадження таргетування інфляції значно впливає на реформи центробанків.

Рисунок 3

Зміни незалежності центрального банку під час вступу до ЄС

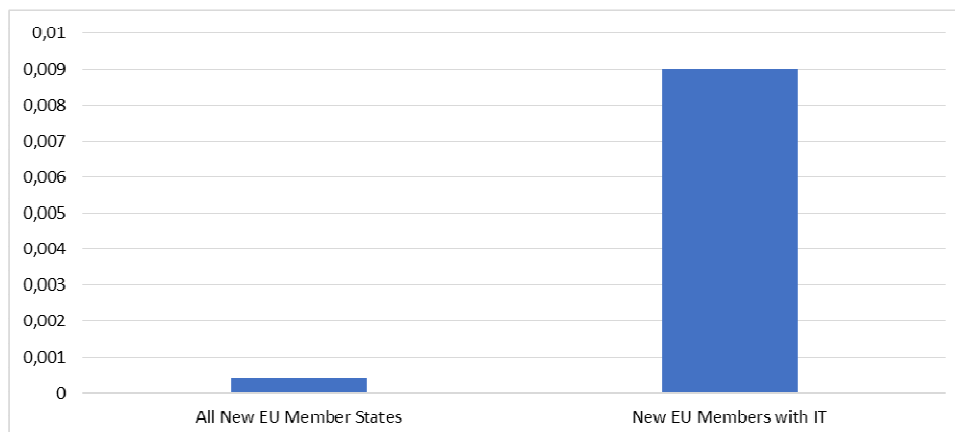


Примітка: All New EU Member States – усі нові країни-члени ЄС; New EU Members with IT – нові країни-члени ЄС з таргетуванням інфляції.

Джерело: побудовано автором на основі інформації про рік вступу до ЄС відповідної країни.

Рисунок 4

Результати t-тесту для t-5 проти t+5 під час вступу до ЄС



Примітка: All New EU Member States – усі нові країни-члени ЄС; New EU Members with IT – нові країни-члени ЄС з таргетуванням інфляції.

Джерело: обраховано автором.

Поясненням результатів на рис. 1-4 є те, що, коли мова йде про усі країни з ринками, що формуються, центробанки яких таргетують інфляцію, країни Центрально-Східної Європи відрізняються у спосіб, як це передбачає теорія. Тобто зміцнення незалежності перед запровадження такого монетарного режиму справді відбувається. Натомість у випадку вступу до ЄС композиція груп змінюється. Наприклад, країни Балтії зміцнили свої центробанки ще сильніше. Тобто виконання вимог ЄС може супроводжуватися таким зміцненням центробанківської незалежності, яка перевершує навіть ту, яка необхідна для таргетування інфляції.

Водночас більш радикальні реформи центробанків у країнах ЦСЄ, ніж в інших країнах із середніми доходами ставлять питання, на скільки структурні зміни у функціонуванні монетарних інституцій виявилися ефективними з міркувань інфляційної ситуації. Для цього було обраховано відстані до межі (distance to frontier) щодо індексу незалежності центробанків (DtoF CBI) та інфляції (DtoF Infl), а також різниця між ними. Такі обрахунки було проведено за трьома періодами: 1998–2008 рр., який характеризується виходом з гіперінфляційних смуг практично в усіх країнах з ринками, що формуються, швидким економічним зростанням на передодні глобальної фінансової кризи, а тому центробанки могли бути під тиском щодо запобігання стримуванню економіки; 2009–2020 рр., на який припало сповільнення глобальної економіки після глобальної фінансової кризи, європейська боргова криза та ковідна криза, впродовж чого на центробанки могли покладатися з міркувань створення додаткових стимулів для економіки; 2021–2024 рр., відомий постковідним інфляційним сплеском, через що окремі центробанки могли бути під тиском щодо м'якої реакції на прискорення інфляції. Результати обрахунків за трьома групами країн та трьома періодами відображено у табл. 1.

Емпіричні результати, відображені у табл. 1, дають змогу стверджувати таке. По-перше, країни ЦСЄ є однозначними лідерами з міркувань досягнутого формального рівня незалежності центробанків. Найвищий результат відповідного показника простежується у країн ЦСЄ, таргетерах інфляції, які є членами ЄС. Тобто фактор переходу до таргетування інфляції і фактор вступу до ЄС однозначно вплинули на такі реформи монетарних інституцій, які вивели їх в лідери з міркувань законодавчого забезпечення їхньої незалежності. По-друге, країни ЦСЄ близькі за показником DtoF Infl до решти аналізованих країн. Однак, якщо в перших двох періодах вони демонстрували дещо кращу ситуацію, то в третьому періоді – дещо гіршу. По-третє, останнє позначилось на тому, що показник Гар став позитивним саме для другої групи. Це можна пояснити специфікою інфляційного сплеску саме в даній групі країн, завдяки чому вони продемонстрували найгірший інфляційний результат серед усіх країн з ринками, що формуються, центробанки яких таргетують інфляцію. По-четверте, загалом можна спостерігати, що для сформованих груп країн інституціональні реформи центробанків мали неформальне значення. Показник Гар перебуває в негативній зоні (окрім випадку інфляційного сплеску в Центрально-Східній Європі впродовж 2021–2024 рр.), що

вказує на досягнення незалежністю центробанків антиінфляційної ефективності з інституціональної точки зору. Тобто законодавство (law at place) на відповідний момент часу не перевершує результат (performance), а навпаки.

Таблиця 1

Відстань до межі (Distance to frontier) та розрив (Gap) за показниками незалежності центробанків та інфляції в країнах ЦСЄ та в країнах з ринками, що формуються

		1998-2008	2009-2020	2021-2024
Відстань до межі (Distance to frontier) незалежність центробанку (DtoF CBI)	Країни з ринками, що формуються, таргетери інфляції	68,24	59,44	46,6
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції, члени ЄС	83,54	99,18	99,18
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції	82,26	81,93	81,96
Відстань до межі (Distance to frontier) інфляція (DtoF Infl)	Країни з ринками, що формуються, таргетери інфляції	90,82	93,37	86
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції, члени ЄС	92,4	101,09	85,86
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції	91,59	95,89	85,22
Розрив (Gap) Gap = DtoF CBI – DtoF Infl	Країни з ринками, що формуються, таргетери інфляції	-22,58	-33,93	-39,4
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції, члени ЄС	-8,86	-1,91	13,32
	Країни ЦСЄ – таргетери інфляції	-9,33	-13,96	-3,26

Примітка: максимальні та мінімальні значення відповідних показників для обрахунку DtoF CBI та DtoF Infl обиралися для відповідного періоду. Словаччина як країна, що запровадила таргетування інфляції до переходу на євро, включена в групування.

Джерело: обраховано автором.

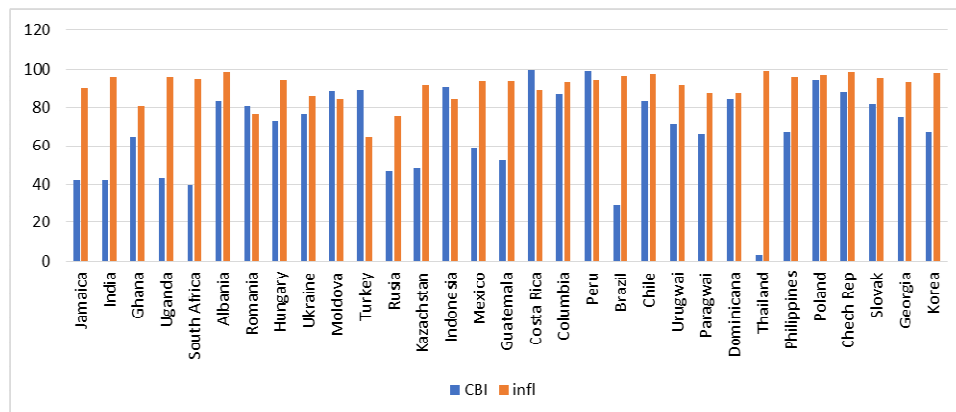
Водночас ситуація з позитивним значенням *Gap* для другої групи країн в останньому періоді є відображенням того, що в багатьох випадках погіршення інфляційних процесів може відбуватись не стільки внаслідок інституціональної слабкості центробанків, вразливості до політичного тиску, скільки внаслідок намагання незалежних центробанків відреагувати оптимально в специфічному контексті. Тобто, взявши до уваги особливості інфляційного сплеску в країнах ЦСЄ у 2021–2024 рр., погіршення ситуації із співвідношенням рівня незалежності центробанків до інфляційного результату може мати не стільки інституціональну, скільки макроекономічну природу. Це підтверджується тим, що загальне значення показника *DtoF Infl* для цієї групи країн не зазнало радикальної ерозії, ніж в інших країнах, а перебуває на рівні, близькому для інших двох груп. Загалом впродовж 2021–2024 років значення по інфляції погіршилися в усіх групах, вказуючи на глобальну природу інфляційного шоку і країни ЦСЄ не були винятком.

Втім, це не спростовує більш складний зв'язок між співвідношенням рівня центробанківської незалежності та інфляційним результатом. Це видно з того, що країни з ринками, що формуються, як група демонструють суттєве відставання від другої та третьої групи за показником *DtoF CBI*, натомість – співмірність за показником *DtoF Infl*. В *Koziuk (2025a)* стверджується, що різниця в антиінфляційній ефективності досягнутих рівнів формальної незалежності центробанків може бути поясненна з позиції походження права (*Legal Origin approach*). У більш вузькому випадку таргетерів інфляції з країн із середніми доходами ситуація має ряд нюансів, які уточнюють позицію, висловлену в *Koziuk (2025a)*. Це видно завдяки порівнянню показників *DtoF CBI* та *DtoF Infl* відповідно до країн (рис. 5-7) (Словаччина включена у вибірку як країна, яка запровадила таргетування інфляції перед переходом на євро).

Як видно з рис. 5-7, простежується суттєва варіація різниці між показниками *DtoF CBI* та *DtoF Infl*. Суттєве негативне значення *Gap* є в певному переліку країн із відносно низьким рівнем незалежності центробанків. Зокрема, для Ямайки, Індії, Уганди, ПАР та Таїланду поясненням може бути специфічний вплив англійського права (*English Common Law*) (*Koziuk, 2025a*). Для Бразилії – специфічна ситуація з історично низькою формальною незалежністю центробанку, про який суттєві зміни в закон були внесені тільки в 2021 році, хоча фактична його незалежність була суттєво зміцнена в процесі запровадження таргетування інфляції у 1999 р. Подібна ситуація простежується в інших Латиноамериканських країнах та в Кореї, де таргетування інфляції справило потужний вплив на здобуття центробанками фактичної незалежності. Натомість специфіка московії та Казахстану в тому, що вони є багатими на ресурси країнами з суттєвою стабілізаційною роллю фіскальної політики (*Koziuk, 2016*). Туреччина, демонструє суттєве позитивне значення різниці між *DtoF CBI* та *DtoF Infl*, підтверджуючи своїм досвідом, що фактична незалежність центробанку може бути суттєво нижче, ніж формальна.

Рисунок 5

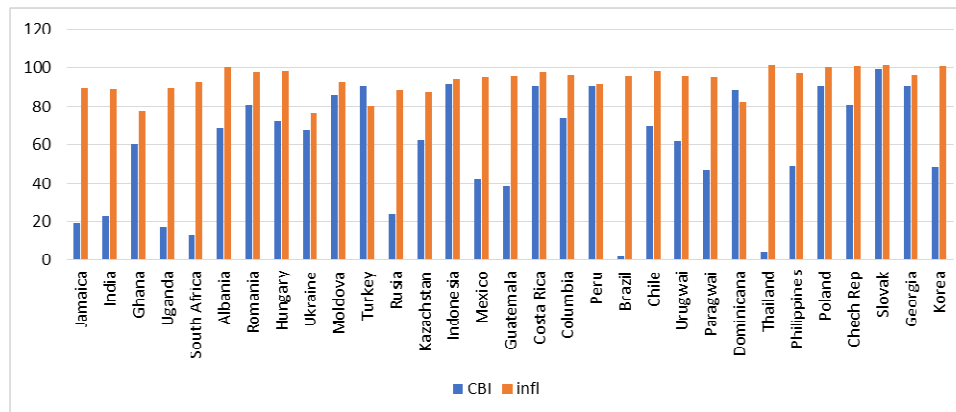
Відстань до межі незалежності центрального банку та інфляції в країнах з ринками, що розвиваються, з інфляційним таргетуванням, 1998–2008



Примітка: CBI – індекс незалежності центрального банку; infl – рівень інфляції.
Джерело: обчислено автором.

Рисунок 6

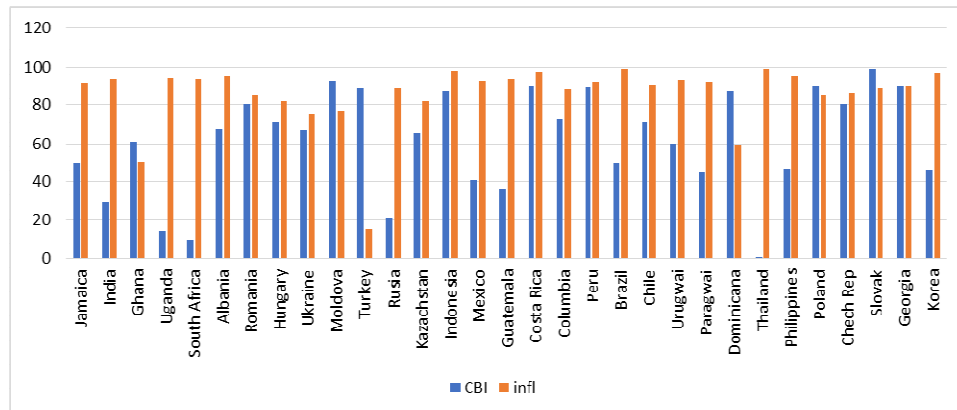
Відстань до межі незалежності центрального банку та інфляції в країнах з ринками, що розвиваються, з інфляційним таргетуванням, 2009–2020



Примітка: CBI – індекс незалежності центрального банку; infl – рівень інфляції.
Джерело: обчислено автором.

Рисунок 7

Відстань до межі незалежності центрального банку та інфляції в країнах з ринками, що розвиваються, з інфляційним таргетуванням, 2021–2024



Примітка: CBI – індекс незалежності центрального банку; infl – рівень інфляції.
Джерело: оброблено автором.

Країни ЦСЄ – нові члени ЄС вирізняються малими негативними значеннями різниці між DtoF CBI та DtoF Infl (за винятком Румунії в першому періоді, Польщі та Словаччини в третьому). Загалом це вказує на те, що здійсненні реформи мали виражену орієнтацію на зміст, а не тільки на формальні зміни законодавства. Вимоги щодо членства в ЄС також відіграють свою роль, оскільки впливають на визначення необхідного мінімуму законодавчого забезпечення центробанківської незалежності, яке за формою може перевищувати те, що необхідне для переходу до таргетування інфляції. Також членство в ЄС позитивно впливає на зближення формальної та фактичної незалежності монетарних інституцій через канали верховенства права (Nurbayev, 2017) та незалежності судової системи (Hayo & Voigt, 2008). Тобто інституціональна траєкторія зміцнення центробанківської незалежності в країнах ЦСЄ, особливо в нових членах ЄС, поєднує фактичні і формальні складові, чим відрізняється від багатьох інших країн з ринками, що формуються.

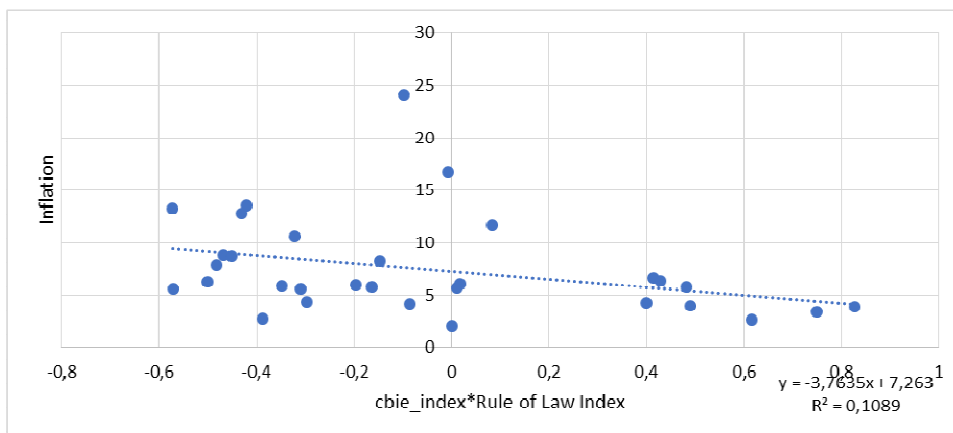
З огляду на характер відмінностей у величині Gap (різниця між показниками на рис. 5-7) можна припустити, що традиційний обернений зв'язок між рівнем центробанківської незалежності та інфляцією буде слабким. Наприклад, країни з англійським загальним правом (English Common Law) демонструють відносно низьку інфляцію за відносно низької формальної незалежності

центробанку (Таїланд, Індія, ПАР, Уганда тощо). Це також властиво деяким країнам з французьким цивільним правом (French Civil Law) (наприклад, Бразилія). Також обмежувальні фіскальні механізми більш властиві сировинним економікам (московія, Казахстан). Верховенство права можна вважати інтегральним критерієм, який відображає конвертацію різниці у правових системах чи макроекономічних механізмах стабілізаційної політики у інституціональну взаємодію щодо здатності центробанків підтримувати цінову стабільність.

Nurbayev (2017) демонструє це, застосовуючи показник взаємодії індексу незалежності центробанків з індексом верховенства права, отримуючи теоретично передбачуваний обернений зв'язок. В аналізованій вибірці країн тільки наступні з них мають позитивне середнє за 1998–2024 рр. значення індексу верховенства права (наводиться в дужках): Таїланд (0,01), Індія (0,04), ПАР (0,03), Коста Ріка (0,49), Уругвай (0,64), Чилі (1,13), Румунія (0,11), Словаччина (0,49), Угорщина (0,68), Польща (0,59), Чехія (0,96), Корея (1,0). Очевидно, що країни ЦСЄ, які є новими членами ЄС, виокремлюються в групу. Застосування взаємодії індексу верховенства права та індексу незалежності центробанків у тестуванні зв'язку з інфляцією на прикладі країн таргетерів інфляції з ринками, що формуються, підтвердило наявність його оберненого характеру.

Рисунок 8

Інфляція та взаємозв'язок між незалежністю центрального банку і верховенством права в країнах з ринками, що розвиваються, з інфляційним таргетуванням



Примітка: Inflation – інфляція; cbie_index*Rule of Law Index – добуток індексу незалежності центрального банку та індексу верховенства права.

Джерело: побудовано автором.

Результати, відображені на рис. 8, консистентні з висновками Nurbayev (2017). Тобто верховенство права справді сприяє зближенню формальної незалежності центробанків з фактичною. Оскільки саме в країнах ЦСЄ – нових членах ЄС простежується в середньому найвищий показник верховенства права, то можна зробити висновки, що саме із ним пов'язана успішність центробанківських реформ. Тобто така інституціональна траєкторія ускладнює протиставлення ендогенної та екзогенної центробанківської незалежності, на чому часто наголошується в дослідженнях (Hayo & Hefeker, 2002; Masciandaro & Romelli, 2018; Romelli, 2022), оскільки зміцнення такої незалежності відбувалось для наповнення інфляційного таргетування функціональною ефективністю після досвіду високої інфляції і під впливом євроінтеграційного фактору. Водночас така траєкторія допускає, що реформи проводились в умовах середнього рівня політичних обмежень (political constraints) (Acemoglu et al., 2008), але не були формальними. Також це є свідченням того, що в умовах середніх рівнів соціальної довіри підвищення незалежності центробанків відповідає суспільному запиту на цінову стабільність (Berggren et al., 2014).

Щодо України, то незважаючи на домінування негативної різниці між показниками DtoF CBI та DtoF Infl, рівні інфляції не сягнули позначки, коли можна було би говорити про номінальну конвергенцію, необхідну для членства в ЄС. За порівнюваних рівнів незалежності НБУ з іншими центробанками регіону вищі рівні інфляції вказують на те, що простір для інституціональних вдосконалень зберігається. Реформи у сфері верховенства права мають зміцнити фактичну незалежність НБУ. Ряд законодавчих поправок також сприятимуть кращій формалізації такої незалежності. Завдяки цьому вдасться зблизити інституціональну траєкторію центрального банку України з тою, що склалася в країнах – нових членах ЄС.

Висновки

Зміцнення незалежного статусу монетарних органів є ключовою рисою структурних реформ у країнах з ринками, що формуються, завдяки чому у них простежується суттєве покращення інфляційної ситуації та сфери зовнішньої стійкості. Чи відрізняється інституціональна траєкторія зміцнення незалежності центробанків у країнах ЦСЄ від інших країн із середніми доходами? Можна стверджувати, що так, оскільки фактор переходу до таргетування інфляції та членство в ЄС взаємопідсилювали один іншого. Водночас підвищення формальної незалежності напередодні запровадження таргетування інфляції зі статистично значущою різницею властиве саме країнам ЦСЄ, а не іншим країнам з ринками, що формуються. Натомість членство в ЄС швидше визначило вплив на рівень такої незалежності, а не на таймінг найбільш радикальних змін. Тобто країни ЦСЄ набагато ближче до того, що передбачає

теорія стосовно необхідності високого рівня незалежності центробанку за таргетування інфляції. Але членство в ЄС допускає, що окремі країни можуть зміцнити незалежність своїх центробанків ще більше, ніж це відбувається у таргетерів інфляції. Здійсненні реформи не виявились формальними. Лідерство у законодавчому забезпеченні незалежності центробанків у країнах ЦСЄ, особливо в нових членах ЄС, супроводжується відносно кращою інфляційною ситуацією, ніж в інших країнах із середніми доходами. Зближення формальної та фактичної незалежності центробанків у нових членах ЄС швидше за все обумовлене позитивними ефектами реформ у сфері верховенства права. Водночас випадок країн ЦСЄ може контрастувати з багатьма прикладами досягнення співмірного інфляційного результату за нижчого рівня центробанківської незалежності. Швидше за все це специфічні випадки впливу походження права, правової традиції чи ключової ролі фіскальної політики у макроекономічній стабілізації. В Україні достатній простір для вдосконалень у сфері верховенства права має позитивно позначитись на наблизненні інституціональної траєкторії незалежності НБУ до тої, що склалася в нових членах ЄС.

Список використаної літератури

- Козюк, В. (2004). *Незалежність центральних банків*. Карт-бланш.
- 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, 351–417. <https://www.jstor.org/stable/27561621>
- Alesina, A. F., & Stella, A. (2010). *The politics of monetary policy* (NBER Working Paper No. w15856). National Bureau of Economic Research. <https://www.doi.org/10.3386/w15856>
- Athanasopoulos, A., Masciandaro, D., & Romelli, D. (2025). *Long run inflation: Persistence and central bank independence* (Bocconi University Working Paper No. 237). Bocconi University. <https://repec.unibocconi.it/baffic/baf/papers/cbafwp25237.pdf>
- Batini, N., & Laxton, D. (2007). Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. In F. S. Mishkin & K. Schmidt-Hebbel (Eds.), *Monetary policy under inflation targeting* (pp. 467–506). Central Bank of Chile. https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/bitstream/handle/20.500.12580/3728/BCCh-sbc-v11-p467_506.pdf
- Berggren, N., Daunfeldt, S.-O., & Hellström, J. (2014). Social trust and central bank independence. *European Journal of Political Economy*, 34, 425–439. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.10.002>

- Bernanke, B., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97–116. <https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97>
- 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., & 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). Economic institutions and autocratic breakdown: Monetary constraints and fiscal spending in dominant-party regimes. *Journal of Politics*, 81(2), 601–615. <https://doi.org/10.1086/701831>
- Bruni, F. (1996). *Central bank independence in the European Union* (Discussion Paper No. 96-E-18). Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan. <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/96-E-18.pdf>
- 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*. MIT Press.
- 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>
- D'Amato, M., Pistoreshi, B., & Salsano, F. (2009). On the determinants of central bank independence in open economies. *International Journal of Finance & Economics*, 14(2), 107–119. <https://doi.org/10.1002/ijfe.360>

- De Haan, J., & van't Hag, G.J. (1995). Variation in central bank independence across countries: Some provisional empirical evidence. *Public Choice*, 85(3-4), 335–351. <https://doi.org/10.1007/BF01048203>
- De Haan, J., & Eijffinger, S. (2016). *The politics of central bank independence* (De Nederlandsche Bank Working Paper No. 539). De Nederlandsche Bank. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2888836>
- 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. (2014). Central bank transparency and independence: Updates and new measures. *International Journal of Central Banking*, 10(1), 189–259. <https://www.ijcb.org/journal/v10n1/central-bank-transparency-and-independence-updates-and-new-measures>
- 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. (2023). 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>
- Hammond, G. (2012). *State of the art of inflation targeting* (CCBS Handbook No. 29). Bank of England, Centre for Central Banking Studies. <https://www.bankofengland.co.uk/ccbs/state-of-the-art-of-inflation-targeting>
- 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>

- International Monetary Fund. (2005). Does inflation targeting work in emerging markets? In *World economic outlook, September 2005* (Chapter IV, pp. 161–186). IMF. https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/_chapter4pdf.pdf
- Jacome, L. (2001). *Legal central bank independence and inflation in Latin America during the 1990s* (IMF Working Paper No. 01/212). International Monetary Fund. <https://ssrn.com/abstract=880883>
- Jacome, L., & Pienknagura, S. (2022). *Central bank independence and inflation in Latin America: Through the lens of history* (IMF Working Paper No. 2022/186). International Monetary Fund. <https://ssrn.com/abstract=4234375>
- 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), 407–423. <https://www.jstor.org/stable/3117617>
- Koziuk, V. (2016). Independence of central banks in commodity economies. *Herald of the National Bank of Ukraine*, (235), 6–25. <https://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>
- Koziuk, V. (2025a). Central bank independence: Does legal origin matter? *ECONOMICS*, 13(3), 469 – 492. <https://doi.org/10.2478/eoik-2025-0075>
- Koziuk, V. (2025b). European integration and independence of central banks. *Journal of European Economy*, 24(1), 4–28. <https://doi.org/10.35774/jee2025.01.004>
- Kyrylenko, V., Kulaga, I., Tkachuk, O., & Khokhuch, O. (2021). Independence of central bank: New challenges. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 4(39), 4–11. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v4i39.238455>
- Lybeck, T. (1999). *Central bank autonomy, and inflation and output performance in the Baltic States, Russia, and other countries of the former Soviet Union* (IMF Working Paper No. 99/04). International Monetary Fund. <https://ssrn.com/abstract=880531>
- Masciandaro, D. (2020). *What bird is that? Central banking and monetary policy in the last forty years* (BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2020-127). Bocconi University. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3518369>

- Masciandaro, D., & Passarelli, F. (2013). *Banking bailouts and distributive monetary policy: Voting on central bank independence* (Baffi Center Research Paper No. 2013–146). Bocconi University. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2370253>
- Masciandaro, D., & Romelli, D. (2018). *Beyond the central bank independence veil: New evidence* (Bocconi Working Paper Series No. 2018–71). Bocconi University. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3126179
- Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2002). A decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know? In N. Loayza & R. Soto (Eds.), *Inflation targeting: Design, performance, challenges* (pp. 171–219). Central Bank of Chile. https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/bitstream/handle/20.500.12580/3667/BCCh-sbc-v05-p171_220.pdf
- 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>
- Oto-Peralias, D., & Romero-Avila, D. (2017). *Legal reforms and economic performance: Revisiting the evidence* (World Development Report No. 112947). World Bank. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/214381487758903991>
- Petrevski, G. (2023). *Determinants of inflation targeting: A survey of empirical literature*. ZBW – Leibniz Information Centre for Economics. <https://hdl.handle.net/10419/271121>
- Posen, A. (1995). Declarations are not enough: Financial sector sources of central bank independence. *NBER Macroeconomics Annual*, 10, 253–274. <https://doi.org/10.1086/654279>
- Posen, A. S. (1993). Why central bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics. In R. O'Brien (Ed.), *Finance and the international economy*. Oxford University Press.
- Romelli, D. (2022). The political economy of reforms in Central Bank design: Evidence from a new dataset. *Economic Policy*, 37(112), 641–688. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac011>
- Romelli, D. (2024). *Trends in central bank independence: A de-jure perspective* (BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 217). Bocconi University. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4716704>
- Schmidt-Hebbel, K., & Carrasco, M. (2016). The past and future of inflation targeting: Implications for emerging-market and developing economies. In

C. Ghate & K. M. Kletzer (Eds.), *Monetary policy in India* (pp. 583–622). Springer India. https://doi.org/10.1007/978-81-322-2840-0_18

Додаток А

Група країн-таргетерів інфляції з країн з ринками, що формуються: Ямайка, Індія, Гана, Уганда, ПАР, Албанія, Румунія, Угорщина, Україна, Молдова, Туреччина, московія, Казахстан, Індонезія, Мексика, Гватемала, Коста Ріка, Колумбія, Перу, Бразилія, Чилі, Уругвай, Парагвай, Домініканська республіка, Таїланд, Філіппіни, Польща, Словаччина, Чехія, Корея, Грузія.

Група країн-таргетерів інфляції країн ЦСЄ: Албанія, Румунія, Угорщина, Словаччина, Польща, Чехія, Україна, Молдова, Грузія, московія.

Група країн-таргетерів інфляції нових членів ЄС: Румунія, Угорщина, Словаччина, Польща, Чехія.

Група країн-нових членів ЄС: Румунія, Угорщина, Словаччина, Польща, Чехія, Естонія, Латвія, Литва, Мальта, Кіпр, Хорватія, Словенія, Болгарія.

Отримано: 11 грудня 2025 р.

Рецензовано: 6 березня 2026 р.

Рекомендовано до друку: 19 березня 2026 р.