



Макроекономіка

Віктор КОЗЮК

**ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ БАР'ЄРИ
АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ
НЕЗАЛЕЖНИХ ЦЕНТРОБАНКІВ:
ПОЛІТИКО-ЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ**

Резюме

Досліджено інституціональні фактори успішності незалежних центробанків. Зазначено, що ця проблема впливає з того, що фракціонізовані суспільства чи суспільства зі слабкими інститутами можуть запроваджувати автономію монетарних органів формально, а не фактично. Вказано, що брак верховенства права та фрагментаризація суспільства вважаються конкуруючими гіпотезами в поясненні відхилень фактичної незалежності від формальної. Пояснено, що підвищення незалежності центробанків без відповідної політичної підтримки незалежної монетарної політики можливе за умов досягнення певного рівня якості інститутів, вже достатнього для початку структурних реформ, але не достатнього для запобігання виявам різних інституціональних викривлень. Наголошено, що політичний режим, верховенство права і структура суспільства створюють більш складні інституціональні рамкові умови незалежності монетарних інституцій. Обґрунтовано, що через це основним є питання, чи включено центробанк у периметр «олігархічного консенсусу». Визначено, що якщо так, то верховенство права не має значення для формальної незалежності, якщо ні, то верховенство права має принципове значення для фактичної незалежності. Зауважено, що верховенство права в

© Віктор Козюк, 2020.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна. ORCID 0000-0002-5715-2983, RESEARCHERID H-4790-2017. e-mail: viktorkoziuk@tneu.edu.ua.

більшості випадків може компенсувати проблему структурної неоднорідності суспільства.

Ключові слова

Незалежність центробанків, інфляція, монетарна політика, фрагментація суспільства, верховенство права, якість інститутів.

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

Вступ

Обернений зв'язок між незалежністю центробанків та інфляцією усталено вважається нормою. На основі цього формуються рекомендації щодо структурних реформ у сфері макроекономічної політики. Більшість таких реформ, ініційованих за останні два десятиліття, справді стосувалась посилення інституційної спроможності монетарних органів. Проте передбачуваний – обернений – зв'язок не завжди простежується.

Феномен відсутності передбачуваного характеру зв'язку між рівнем незалежності центробанків й інфляцією вже традиційно пов'язується з різницею між формальним і фактичним статусами. Не менш традиційно підвищення рівня незалежності асоціюється з якістю інститутів, зокрема «якістю» демократії. Однак залишається відкритим питання: які додаткові фактори зумовлюють те, що в одних суспільствах різниця між формальним та фактичним статусами центробанків практично відсутня, а в інших – величезна? Чому такі відмінності можуть бути значущі для рівня інфляції?

Ряд інституціонально орієнтованих розвідок показує, що структура суспільства справляє вплив на макроекономічні процеси через канал впливу на макроекономічну політику групових інтересів. Фрагментація суспільства може бути поясненням цього (Alesina et al, 2002). З іншого боку, можна теоретично припустити, що якість інститутів, як, наприклад, верховенство права й ефективне врядування? здатні компенсувати проблему фрагментації суспільства. Інакше кажучи, інституціональні фактори можуть стати серйозною перепоною на шляху антиінфляційного призначення незалежних

центробанків, а політична інклюзія та соціальна довіра – знизити роль формальних змін у статусі монетарних органів, якщо існує суспільна однорідність преференцій щодо оптимального рівня інфляції. Це потребує поглиблення розуміння означеної проблеми і структурування теоретичних позицій щодо пояснення невдач монетарних органів із підтримання цінової стабільності.

Ця стаття структурована таким чином. У другій частині здійснено огляд літератури з питань інституціональних аспектів зв'язку між незалежністю центробанків та інфляцією. У третій частині подано теоретичний опис того, які інституціональні викривлення можуть впливати на характер цього зв'язку. У висновках підсумовано результати дослідження.

Огляд літератури

Макроекономічні аргументи на користь незалежності центробанків звичайно відштовхуються від теорії динамічної інконсистентності (Kydland and Prescott, 1977) як джерела інфляційного зміщення й моделі Барро–Гордона (Barro and Gordon, 1983). В емпіричному аспекті як ранні (Grilli et al., 1991), так і пізніші дослідження підтверджують існування оберненого зв'язку (Lybeck, 1998; Jacome, 2001; Jacome et al., 2005, Arnone M. et al., 2006–2007). Тим не менш, специфікація індексу є важливою, як показує Siklos (Siklos, 2002, 2008). Відхилення від оберненого зв'язку також простежуються, а його щільність може бути зумовлена структурою індексу та тим, наскільки фактичний статус центробанків відповідає формальному (Cukierman et al., 1992; Eijffinger and Schaling, 1993).

Зміни у статусі центробанків аналізуються під кутом зору рівня розвитку демократії й ефективності врядування. Так, Dincer і Eichengreen (2014) вказують на наявність більш істотного підвищення рівня прозорості в розвинутих країнах, порівняно з країнами із середніми доходами, які також зробили крок вперед щодо захисту своїх центробанків. Вищий рівень незалежності монетарних органів позитивно корелює з якістю інститутів також в інших дослідженнях, причому в них зазначено, що такі країни будуть більше схильні до гнучкого обмінного курсу (Arnone et al., 2007; Crowe and Meade, 2008).

Наведені позиції можна вважати класичним поглядом на питання зв'язку між незалежністю центробанків й інфляцією. Існують явні альтернативи такому погляду. Наприклад, якщо країна не зазнавала інфляційного зміщення, то динамічна інконсистентність не виглядає аргументом на користь вищих рівнів формальної автономії монетарних органів. У межах контрактного підходу наводяться пояснення, що «ефект спеціалізації» і «крива досвіду» можуть бути причиною політичного вибору на користь створення

монетарних інститутів з незалежним статусом (Crowe, 2006; Eggertsson and Le Borgne, 2003, 2007). Контрактний підхід вважається складовою більш широкого теоретичного погляду на політичну природу монетарних органів. Хоча така природа прямо впливає з їх макроекономічного функціоналу. Автономія монетарних органів є продуктом генезису політичних гілок влади, розподілу повноважень між ними чи продуктом спроб полегшити формування життєздатних коаліцій. Встановлення контролю за монетарними інституціями конкуруючими гравцями швидше запобігає досягненню фундаментального політичного компромісу, ніж сприяє йому, як це показують Crowe (2006), Eggertsson та Le Borgne (2003, 2007). Тому виведення центробанків з периметра коаліційних переговорів і наділення їх автономним статусом можуть покращити вірогідність досягнення довготривалого перерозподільчого статус-кво у суспільстві.

Іншим прикладом альтернативного бачення проблеми є дослідження, що умовно поділяються на ті, які відштовхуються від фокуса на проблемі слабкого зв'язку між рівнем формальної незалежності центробанків та інфляції, й ті, які беруть до уваги інституціональні фактори, що становлять основу особливостей структури суспільства.

Зокрема, деякі критичні застереження зводяться до такого. Якщо емпіричні тести показують слабкий обернений зв'язок, то незалежність центробанків не слід вважати теоретичним предиктором нижчої інфляції. Проблеми статистичної стійкості зв'язків, вибірки чи історичного періоду, впродовж якого такі зв'язки ідентифікувалися (Eijffinger and Schaling, 1993; Siklos, 2008) можуть похитнути довіру до незалежності центробанків. До того ж не варто відкидати інші фактори рівнів і волатильності інфляції в розрізі країн. Монетарні режими та структура економіки мають значення. Наприклад, фіксовані курси можуть знижувати варіацію інфляції, а вищий рівень відкритості – спонукати до ведення більш стриманої макроекономічної політики. Сировинна залежність часто розглядається як додатковий фактор інфляційної вразливості. В сукупності такі фактори означають, що незалежність центробанків не є ключовою при поясненні різниці в інфляційній ситуації у розрізі країн.

Критика, що наголошує на непереконаливих емпіричних результатах, залишається обмеженою в теоретичному аспекті. Зокрема, ігнорується інституціональний бік проблеми. Інституціональний аналіз дає змогу виявити структуру спонук у суспільстві щодо вибору того чи іншого формального статусу центробанків так само, як і спонук до фактичної поведінки монетарних органів безвідносно до формального статусу. Наприклад, Cukierman (Cukierman, 1992; Cukierman et al., 1992) наголошують на необхідності розрізняти формальну й фактичну незалежність центробанків, запропонувавши інший підхід до її оцінки шляхом обрахунку індексу тривалості перебування на посаді керівників монетарних органів (TOR-індекс).

З іншого боку, вибір на користь того чи іншого статусу центробанків відображає характер соціальної довіри (social trust) у суспільстві. Так, Berggren

і співавтори (2012) констатують, що вищий рівень формальної незалежності центробанків може спостерігатися у країнах як з низьким, так і з високим рівнем соціальної довіри. У першому випадку це буде своєрідною компенсацією неефективності інститутів колективних дій, а у другому – свідченням відповідності між соціальним вибором та дизайном інститутів влади, тобто наслідком ефективності демократичних інститутів.

Наголос на відмінностях у формальній і фактичній незалежності монетарних органів, будучи розвинутим у межах контрактного підходу (Loungrani and Sheets, 1997), заклав фундамент для необхідності включення в аналіз проблеми додаткових інституціональних факторів. Умовно можна виділити декілька ліній досліджень, сфокусованих на питаннях, чому формальна незалежність не означає фактичну або що додатково потрібно для того, щоб інфляція обернено кореспондувала з вищим рівнем автономії центробанків. Зокрема, Berger і співавтори (2001) стверджують, що незалежному центробанку потрібен керівник з нижчими за суспільні інфляційними перевагами. Водночас Moser (1999) наголошує на проблемі «подальших зобов'язань» (second round commitment). При цьому Keefer і Stasavage (2003) виявляють, що більш незалежні центробанки є наслідком політичної системи з кращим балансом стримувань і противаг. Так, Eijffinger та Stadhouders (2003) вказують на те, що верховенство права (Rule of Law) і стає тим фактором, який мінімізує відмінності між формальною й фактичною незалежністю. До того ж Nurbayev (2017) також емпірично доводить, що обернений зв'язок між незалежністю центробанків та інфляцією існує там, де панує верховенство права.

Дослідження в цьому напрямку підтверджують важливість правових факторів в аналізі ефективності центробанків. Зокрема, Nayo і Voigt (2008) спираються на припущення, що рівень незалежності судової системи є одним з фактичних виявів верховенства права, так само як TOR-індекс – виміром фактичної, а не формальної незалежності центробанків. Вони показують, що розроблений ними індекс незалежності судової системи обернено кореспондує з рівнем інфляції прямо. Однак він також обернено кореспондує з TOR-індексом, тобто рівень незалежності судової гілки влади прямо впливає на підвищення фактичного рівня незалежності центробанків. При цьому прямий вплив незалежності судової системи на інфляційну ситуацію сильніший, порівняно з непрямым – через додавання змінної щодо фактичної незалежності центробанків. Зміна індексу незалежності судової системи на змінну довіри до правової системи (Legal trust (from World Values Map)) не впливає на результат. Інакше кажучи, верховенство права у тому чи іншому вимірі має посилювати обернений зв'язок між інфляцією та незалежністю центробанків.

Інший напрямок інституціонального аналізу – це вивчення впливу однорідності суспільств на економічне зростання й якість інститутів. Тут також можна сконцентруватись на питаннях дизайну макроекономічних механізмів та їх відносній ефективності. Так, Easterly та Levine (1997), Mauro (1995),

La Porta та співавтори (1999) й Alesina та співавтори (2002) виявляють негативний вплив фрагментаризації суспільства на динаміку ВВП та ефективність врядування. Основна причина полягає в тому, що у фрагментаризованих (мовно, етнічно, расово, кланово й ін.) суспільствах існує високий рівень недовіри між групами. Їх здатність до компромісу є низькою, що негативно впливає на формування інститутів, які призначені забезпечити врядування і макроекономічні рішення, спрямовані на забезпечення добробуту всього суспільства. В окремих випадках фрагментаризація призводить до відверто перерозподільчої політики та радикальних міжгрупових протистоянь, що унеможливають стійке економічне зростання. Зокрема, Aghion і співавтори (2002) вказують, що у фрагментаризованих суспільствах окремі групи намагаються запровадити обмеження на політичну свободу для контролю чи експропріації добробуту інших груп. Через це рівень демократії швидше буде вищим в однорідних суспільствах. Хоча не варто відкидати думку, що рівень розвитку демократії може знижувати градус міжгрупових конфліктів, але для цього потрібне більш загальне інституціональне дозрівання. Водночас Alesina та співавтори (2002) наголошують, що найбільш макроекономічно й інституціонально значущою є етнічна фрагментація.

Ідея фрагментаризації суспільства реалізована для пояснення того, чому менш однорідні суспільства не здатні до фіскальної стриманості та вразливі до надмірної заборгованості. Так, Crivelli та співавтори (2016) констатують, що більша неоднорідність суспільства передається ефективності функціонування урядів і парламентів, внаслідок чого політична структура суспільства не сприяє виробленню макроекономічно відповідальних фіскальних рішень. Цю проблему можна екстраполювати на центробанки. Відповідно, припустимо, що у менш однорідних суспільствах ефективність боротьби з інфляцією буде обмежена міжгруповими протистояннями. Навіть якщо центробанк стане формально незалежний, то брак якості інститутів, який є наслідком міжгрупових конфліктів, не дасть змоги реалізувати відповідний мандат через прямий тиск чи проінфляційну фіскальну політику. Зокрема, Козюк (2019) підтверджує цю тезу на прикладі постсоціалістичних країн, зазначаючи, що відхилення інфляції від передбаченої оберненим зв'язком із рівнем незалежності центробанку варто пов'язувати з таким індикатором фрагментації суспільства, як Fractionalized Elites Sub-Index of Fragile State Index.

Поряд з розглянутими вище працями, що наголошують на додаткових інституціональних факторах, які наповнюють реальним змістом незалежність монетарних органів, Gollwitzer та Quintyn (2010) більш обережні у своїх висновках. Індикатори якості інститутів можуть поступатись пояснювальній здатності рівня незалежності монетарних органів, коли йдеться про рівень інфляції. Вони сконцентрувались на квантифікації порогових передумов переходу від базової природної держави до держави з прямим доступом (відповідно до визначення North, Wallis й Weingast, поданого у праці «Насильство і соціальні порядки»). Такий підхід дав змогу розглянути питання верховенст-

ва права в динаміці більш широких інституціональних змін. У підсумку вони констатують, що стадія наближення до держави із загальним доступом не є настільки важливою для успішності незалежного центробанку у боротьбі з інфляцією, але вона вкрай важлива для виникнення фіскальних інститутів (фіскальних рад) та їх здатності знижувати тягар бюджетних дефіцитів і державного боргу.

З проведеного огляду літератури випливає, що: питання зв'язку між рівнем автономії монетарних органів та інфляцією продовжує дебатуватись; відхилення від оберненого зв'язку аналізуються здебільшого в інституціональному контексті; не існує однорідності поглядів на те, яка з інституціональних змінних краще може пояснити девіантні випадки. Мета статті – це поглиблення розуміння проблеми інституціональних факторів при поясненні, чому незалежні центробанки не завжди досягають цінової стабільності. При цьому наголошено, що верховенство права і фрагментаризація суспільства можуть бути конкуруючими гіпотезами, на основі яких аналізуються випадки невдач незалежних монетарних органів. Проте не відкидається ідея, що фактор політичного режиму перебуває у більш складному зв'язку із суспільною неоднорідністю та верховенством права, таким чином генеруючи передумови для розбіжностей між фактичним і формальним статусами центробанків.

Результати дослідження

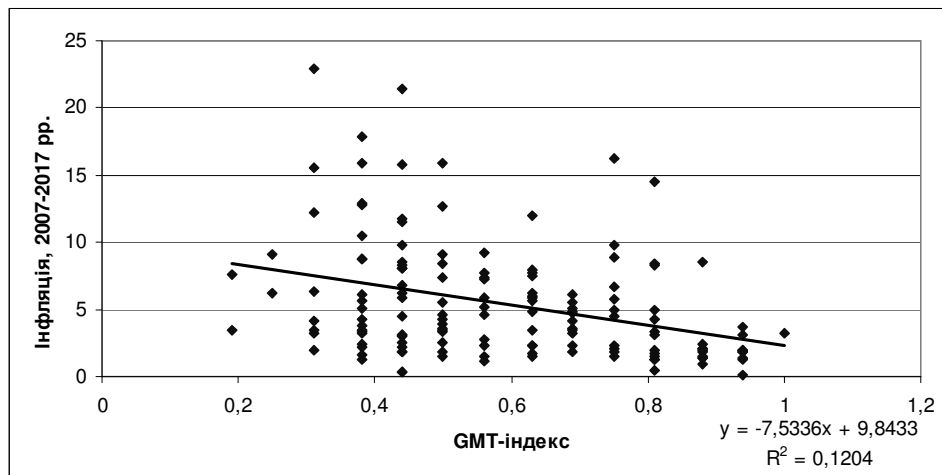
Теоретична експлікація взаємовпливів незалежності центробанків, інфляції та інститутів

Дискусії середини 1990-х рр. (Cukierman, 1992; Cukierman et al., 1992; Eijffinger and Schaling, 1993) щодо характеру зв'язку між незалежністю монетарних органів й інфляцією спираються на емпіричні аргументи. Обумовленість результатів набором країн у вибірці часто слугує аргументом на користь протилежних позицій. Пізніші дослідження, що спираються на значну кількість країн, дають змогу виявити більш складні модальності зв'язків (Dincer and Eichengreen, 2014), відкриваючи шлях до розширення аналізу за рахунок інституціональних факторів. З допомогою останніх можна не стільки сконцентруватись на базових принципах впливу статусу монетарних інституцій на макроекономічні процеси, скільки поглибити розуміння причин девіацій чи зміни інституту незалежності центробанків у динаміці.

Простий емпіричний приклад для 150 країн світу (рис. 1) слугує наочним підтвердженням того, що наявність традиційних патернів оберненого зв'язку між релевантними змінними і девіантних випадків потребує розширення розуміння причин, чому менш незалежні центробанки можуть бути більш успішними, ніж більш незалежні.

Рисунок 1

Незалежність центральних банків та інфляція у світі



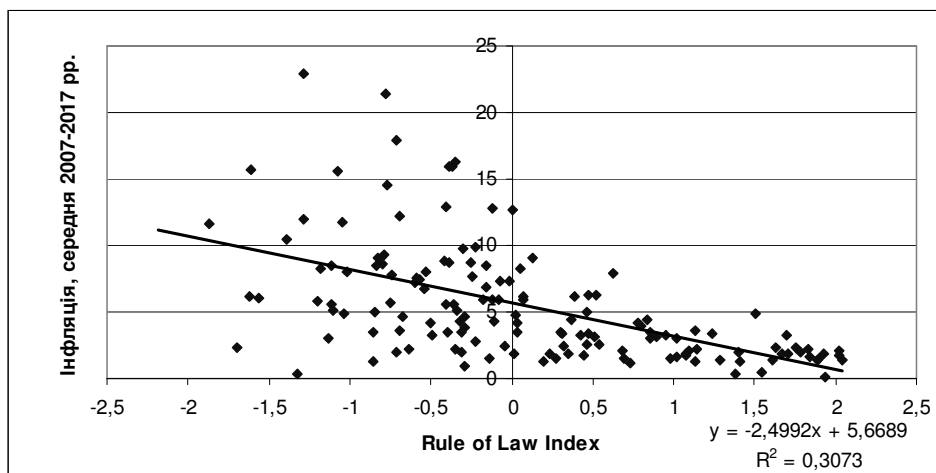
Примітка 1. Побудовано автором. Дані МВФ щодо інфляції. Дані щодо GMT-індексу оновлено на основі Crowe і Meade (Crowe and Meade, 2008).

Як видно з рис. 1, девіації вниз від тренда в зоні низьких значень GMT-індексу є меншими, ніж відхилення вгору – в зону вищих значень останнього. Найбільші девіації вгору в зоні низьких значень індексу незалежності центробанку – швидше відображення вияву того, як слабкі інститути породжують погану макроекономічну політику. В розрізі країн, подібних за критерієм низького рівня автономії їхніх монетарних інституцій, інфляція викликається приблизно однаковим фактором – поганою політикою. На рис. 2 та 3–4 показано, що інфляція обернено кореспондує з верховенством права (Rule of Law Index from World Bank) і прямо – з неоднорідністю суспільства (Fragile State Index from Freedom House, Ethnic Fractionalization Index from Alesina et al, 2002). Інакше кажучи, можна стверджувати, що вища інфляція вірогідніше

простежуватиметься там, де незалежність центробанків є нижчою, верховенство права не буде дотримуватись, а суспільство стане більш гетерогенним. Таку закономірність слід визнати базовою за типом: існують фактори, які впливають на підтримання слабких інститутів, останні визначають рамкові умови поганої політики, наслідком якої є вища інфляція. Однак, як і у випадку, зображеному на рис. 1, вища інфляція спостерігається також у більш фрагментаризованих суспільствах (рис. 3–4), і менш вірогідно, що вона простежуватиметься там, де існує верховенство права (рис. 2). Відповідно виглядає так, що верховенство права краще пояснює більш якісну політику. Однак це не відкладає питання, чому країни з подібними інфляційними перевагами можуть мати різні дизайни монетарних органів, а країни з відмінними рівнями інфляції – делегувати високий рівень незалежності центробанкам. Зокрема, у першому випадку припустимо, що головним є не стільки дизайн монетарних інституцій, скільки конвертація суспільних переваг щодо рівня інфляції у практичну діяльність центробанків. Теоретично, як показують Berggren і співавтори (Berggren et al., 2012), це досягається винятково в ситуаціях із високим ступенем соціальної довіри, причому така довіра має бути синергічною. Суспільство довіряє центробанку, а останній не намагається поводитись опортуністично, хоча краще сказати так: політики не намагаються опортуністично використати центробанк для своїх індивідуальних потреб.

Рисунок 2

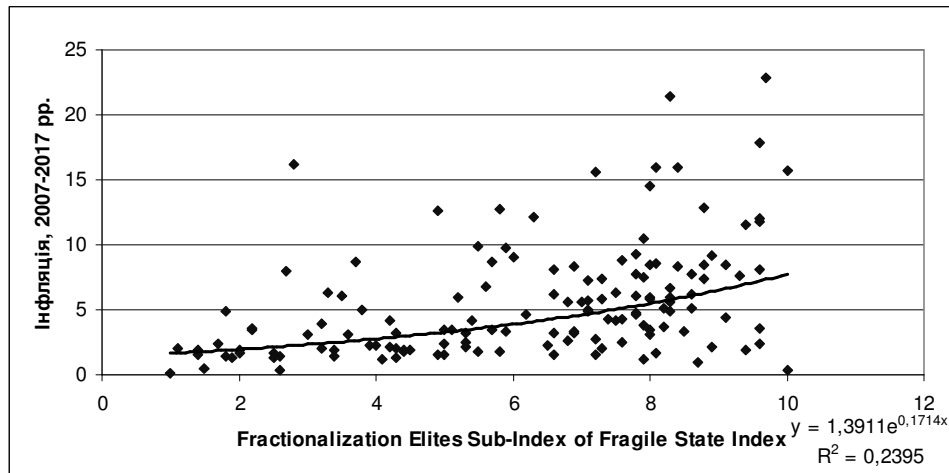
Верховенство права та інфляція у світі



Примітка 1. Побудовано автором. Дані МВФ щодо інфляції. Дані Світового банку щодо Rule of Law Index.

Рисунок 3

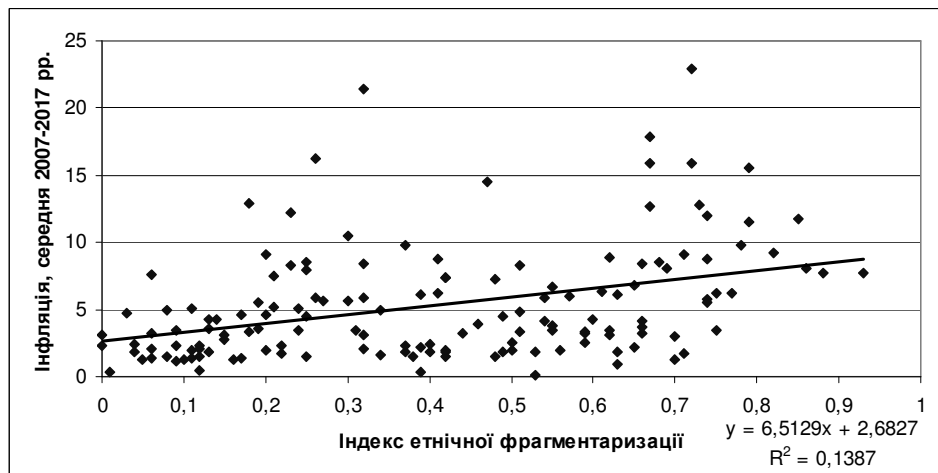
Фрагментаризація еліт та інфляція у світі



Примітка 1. Побудовано автором. Дані МВФ щодо інфляції. Дані Фонду миру щодо Fractionalization Elites Sub-Index of Fragile State Index.

Рисунок 4

Етнічна фрагментаризація та інфляція у світі



Примітка 1. Побудовано автором. Дані МВФ щодо інфляції. Дані щодо індексу етнічної фрагментаризації Alesina та співавт. (Alesina et al., 2002).

Проте у випадку з вже делегованим рівнем незалежності ситуація змінюється. Сам факт такого делегування може відображати формальний політичний відгук на виявлені суспільні преференції, а може і не відображати цього. В суспільствах з високою соціальною довірою буде спостерігатися перший випадок, оскільки політики поведуться відповідно до суспільних преференцій. Однак у випадку з низькою соціальною довірою незалежність центробанку опиняється в іншому інституціональному середовищі хоча би тому, що низька соціальна довіра інституціонально обумовлена.

Чи достатньо одного факту незалежності центробанку, щоб поставити антиінфляційну політику на надійний фундамент? У ряді інституціонально орієнтованих розвідок зауважено, що змін у законодавстві замало. Слід виділити ряд аспектів.

Одного законодавчо закріпленого рівня незалежності недостатньо для зниження інфляції, якщо паралельно керівником центробанку не буде економічний агент із нижчими інфляційними преференціями у стилі «консервативного центрального банкіра» a la Rogoff (1985). Ця позиція, висловлена Berger et al (2001), передбачає, що формальний статус потрібен для інституціонального захисту «консервативного» керівника центробанку, а сам консерватизм – для того, щоб наповнити реальним змістом такий статус. Інакше статус буде підмінитись інфляційною поблажливістю, або «консервативний» керівник центробанку не матиме формального підґрунтя для політичного протистояння з опонентами жорсткого монетарного курсу. Слабке місце цього підходу виявляється у невизначеності щодо спонук до поєднання одразу формальної незалежності та призначення «консервативного» керівника. Так, Adolph (Adolph, 2013) запропонував вирішити цю проблему шляхом висловлення припущення про: наявність «тіньового принципала», який визначає кар'єрні перспективи керівника центробанку після завершення його каденції; «консервативні посади», вірогідність здобути які підвищується в разі антиінфляційної успішності колишнього керівника центробанку. Однак питання про те, чому існують сфери політичної й бізнесової активності, які винагороджують колишній «консерватизм», залишається відкритим у межах цього підходу. Не виключено, що може існувати протилежна ситуація, коли жорсткіші антиінфляційні преференції не будуть у пріоритеті в разі, коли більшість політичних гравців віддає перевагу опортуністичній поведінці або відверто схильна до популізму. Наявність інших вигод від більш незалежного центробанку, як, наприклад, нижчі бюджетні дефіцити, нижчий рівень державного боргу, нижча вразливість до фінансових криз та ін., є швидше наслідком вибору на користь певної інституціональної модальності монетарної влади, а не спонукою до нього. Зокрема, De Haan і Eijffinger (De Haan and Eijffinger, 2016) у своєму огляді підтверджують, що такі вигоди від незалежності центробанків наявні швидше у демократіях, а не в автократіях.

Зараз існує проблема «подальших зобов'язань» (second round commitment). Так, Moser (Moser, 1999) зазначає, що країна може піти шляхом

підвищення рівня незалежності центробанку, але це ще не означає автоматичних змін в інституті незалежності. Взагалі є багато варіантів, як можна фруструвати формальний статус монетарних органів на угоду політичним гравцям, уряду, який прагне переобрання, й ін. Саме від того, чи буде додержуватись незалежність у практичній політиці, залежатиме успіх антиінфляційної політики. Це означає наявність певного інституціонального середовища, яке створює природний тиск у бік зближення між формальним статусом та практичними діями. Один з елементів такого середовища – це система стримувань і противаг. На думку Keefer та Stasavage (Keefer and Stasavage, 2003), більш (фактично) незалежний центробанк може постати там, де присутні декілька гравців з правом вето. Відсутність одного чи двох політичних гравців з правом вето робить антиінфляційну політику незалежного центробанку більш успішною. Це означає, що структура політичної системи має значення в тому розумінні, як розосереджена політична влада й яким є баланс стримувань і противаг, для того, щоб політичні гравці не маніпулювали правом вето та не перетворили його на спосіб максимізації власного, а не суспільного добробуту. Подібну позицію висловили Acemoglu et al (2008), стверджуючи, що у політичних системах з м'якими й жорсткими інституціональними обмеженнями не варто очікувати, що підвищення незалежності центробанків дасть позитивний антиінфляційний ефект. Так, Hielscher і Markwardt (Hielscher and Markwardt, 2012) акцентують на важливості демократичної відповідальності та політичної стабільності для успішного наповнення незалежності центробанків змістом. Свобода преси як вияв якості інститутів демократії й «операційна» складова системи стримувань і противаг також позитивно позначаються на здатності незалежного центробанку знижувати інфляцію (Bodea and Hicks, 2014).

З аналізу Moser (Moser, 1999), Keefer та Stasavage (Keefer and Stasavage, 2003) випливає особлива значущість ув'язки між неформальними інститутами і структурою політичної влади. В межах такої ув'язки незалежність центробанку наповнюватиметься реальним змістом не тільки тому, що вона стає наслідком згоди конкуруючих політичних гравців, обмежених взаємними стримуваннями й протипагами, а тому, що існують реальні правові механізми, до яких можна апелювати та захищати незалежність. Це веде до думки, що додатковим фактором, який би гарантував обернений зв'язок між рівнем незалежності й інфляцією, має бути принцип верховенства права.

Включення індикатора верховенства права (Rule of Law Index) в аналіз розширило інституціональні горизонти погляду на проблему. Зокрема, Eijffinger і Stadhouders (Eijffinger and Stadhouders, 2003) емпірично показали, що верховенство права прямо позитивно впливає на зниження рівня інфляції та посилює обернений зв'язок між рівнем інфляції й рівнем формальної незалежності центробанку. Так, Gollwitzer і Quintyn (Gollwitzer and Quintyn, 2010) не заперечують проти позитивних наслідків змінної якості інститутів права для інфляції. Водночас Nurbayev (Nurbayev, 2017) підтверджує, що змінна верховенства права перебуває в сильному оберненому зв'язку з рівнем ін-

фляції для 182 країн незалежно від рівня ВВП на особу, рівня відкритості чи вразливості до криз. При цьому змінна рівня незалежності центробанку значно поступається за вагомістю впливу на рівень інфляції. Можна припустити, що причиною таких результатів є обраний індекс – CWN, який часто контрастує, наприклад, з GMT-індексом щодо пояснювальної здатності рівня інфляції.

Слід погодитись, що лише зміни в законодавстві не гарантують наповнення незалежності змістом. Однак особливий інтерес викликає питання, чому суспільства, які, вже погодившись на формально вищий рівень автономії своїх монетарних інституцій, не здатні генерувати достатній політичний запит на поведження таких інституцій відповідно до делегованого їм мандату. Проблема «подальших зобов'язань» (second round commitment), визначена у Moser (Moser, 1999), є набагато складнішою. Інакше кажучи, йдеться про те, що у країні вже сформувався певний інфляційний досвід, який потенційно не задовольняє політичні еліти не з міркувань максимізації суспільного добробуту, а з міркувань того, що висока та нестабільна інфляція знижує лояльність і погіршує електоральні перспективи, через що потрібні певні структурні зміни, зорієнтовані на макроекономічну стабільність.

Саме з цих позицій вплив міжнародних організацій часто розглядається як важлива причина того, чому країни погоджуються на підвищення рівня незалежності центробанків (наприклад, з кінця 1990-х рр. це стало стандартною практикою роботи МВФ). Зовнішній тиск може мати за походження також участь в інтеграційних об'єднаннях, які розбудовуються на основі принципів макроекономічної дисципліни. В обох випадках формування політичної коаліції на підтримку змін у фактичному статусі не відбувається тоді, коли зміна інституціонального статусу центробанку серйозно зачіпає перерозподільчий статус-кво у країні або прямо послаблює політичне домінування того чи іншого політичного гравця. Приклад із нижчим рівнем незалежності центробанків у країнах, багатих на ресурси, а особливо в нафтодобувних державах слугує підтвердженням цього. Отже, згода на зміни вже сама по собі відображає як мінімум декілька аспектів.

А. Країни погоджуються на зміни, тому що з ними асоціюються структурні реформи. Очікування їхніх результатів посилюватиме електоральну привабливість певних політичних груп чи певних політичних акторів. Таку ситуацію можна вважати раціональним вибором, що здійснюється в ситуації, коли статус центробанку априорі не був жорстко зав'язаний на перерозподільчий статус-кво в суспільстві. Проте навіть тут можливі ситуації, коли раціональний вибір щодо більш незалежного центробанку є випадком асиметричної глибини структурних реформ, що породжує «ефект гойдалки» (Acemoglu et al., 2008).

Б. Політичні еліти погоджуються на зміни статусу центробанків як результат багатоперіодної гри. У разі середньострокових проблем із платіжним балансом реалізація програм з міжнародними донорами може супроводжу-

ватись імплементацією пакета структурних реформ. Однак за наявності більш складної конфігурації інститутів, що імпліцитно регулюють поведінку ключових політичних акторів, такі реформи мають швидше формальний характер. У цій ситуації формальні зміни відображають багатоперіодну гру панівної еліти. Можна припустити, що це ситуації, коли існує достатній рівень впевненості, що формальні зміни не вплинуть на фактичну роль центробанку в інституціональному форматі макроекономічної політики. Такий рівень «міжчасової впевненості» спостерігається тоді, коли немає переконливих очікувань, що формальні зміни у статусі центробанку стануть передумовою для послаблення позицій панівної еліти. Інакше кажучи, це випадки м'яких автократій, які, з одного боку, готові до реформ у багатьох напрямках, але не можуть відмовитися від централізації та ієрархій, що визначають політичний зміст режиму. Наприклад, в Алжирі, Казахстані й Азербайджані формальний рівень автономії центробанків вищий, ніж середній (за GMT-індексом). З огляду на здатність подібних режимів мінімізувати витрати бюджетних переговорів кроки зі зміною статусу центробанку продиктовані швидше випадковими зовнішніми подіями або монетарні реформи відбулися до набуття здатності до мінімізації витрат на формування бюджетних коаліцій.

В. Політичні еліти погоджуються навмання під тиском обставин і через це не розрізняють наслідки формальних змін та усталених практик. Тому не існує однозначного «бенефіціара» вигод від інституціонально сильного центробанку. Так само можна припустити, що відсутність потреби в розрізненні наслідків формальних змін й усталених практик генерується у разі, коли та чи інша політична сила розраховує на «заволодіння» центробанком з електоральною метою або це використання центробанку для обмеження політичних конкурентів. Однак з огляду на те, що інфляція і фінансова нестабільність привносять певний електоральний дискомфорт, реалізація політики, спрямованої на досягнення макроекономічної стабільності, стає політично вмотивованою. З цього випливає повернення до класичної проблеми динамічної інконсистентності. Інакше кажучи, електоральні обмеження у вигляді втрат від цінової й фінансової нестабільності, з одного боку, та електоральна конкуренція через «захоплений регулятор» – з іншого, визначають потенційний діапазон толерантності до політично слабкого центробанку, навіть якщо його формальний статус інший. Не важко здогадатись, що це випадки слабких демократій або країн з розвинутими демократичними режимами, але з політичним ухилом у бік популізму. З іншого боку, в таких країнах можлива також зміна статусу центробанку в обидва боки, але знову-таки в межах певного політично оптимального діапазону. Так, Romelli (Romelli, 2015) наводить приклад Аргентини, де за останній час реформи центробанку посилювали і послаблювали його незалежність. Тим не менш, як показують Bodea та Hicks (Bodea and Hicks, 2014), після глобальної фінансової кризи рівень незалежності центробанків не знизився, хоча Masciandro і Romelli (Masciandro and Romelli, 2015) наголошують на протилежному. Зокрема, de Haan та Eijffinger (De Haan and Eijffinger, 2016) зазначають, що відмінності в тенденціях зумов-

лені тим, як у межах CWN-індексу й GMT-індексу специфікується та чи інша форма відповідальності за фінансову стабільність.

Перший і особливо третій випадки зображають ситуацію швидше в категоріях політичної поведінки. Це потребує доповнення з боку виявлення причин, якими є спонуки до такої політичної поведінки або чому не існує обмежень на таку поведінку. Випадок із розбіжністю між формальним та фактичним статусами з негативними інфляційними наслідками особливий з тієї причини, що описана політична поведінка може бути наслідком більш складних і часто прихованих процесів неоднорідності суспільства. Політичні актори ендогенно не прагнуть до максимізації добробуту всього суспільства. Відхилення фактичного статусу від законодавчо прописаного також означає відсутність структури прав та обов'язків у політичних гравців, які би спонукали їх до поведінки відповідно до формальної букви закону. Баланс стримувань і противаг також може бути суто формальним, якщо політичні актори спираються на конвенціональне розуміння недієздатності формальних примусів чи законних покарань. Інакше завжди би існували групи, які би повернення до формальних вимог розглядали як електоральну доктрину, таким чином формуючи політичний тиск на опонентів. Так, якщо при наявних формальних статусах інституції поведуть себе відповідно до імпліцитного набору регуляторів політичної поведінки, то це означає лише те, що кожен з потенційних вигодонабувачів такої ситуації готовий до статус-кво як передумови для вірогідної монополізації політичної влади чи посилення домінуючого становища. Це вказує на те, що верховенство права само по собі може бути фрустроване через напругу між політичними акторами, а спонукальні мотиви їхньої поведінки живляться масштабом розбіжностей між ними. Саме в такому контексті описується негативний вплив суспільної фрагментації на якість інститутів (Easterly and Levine, 1997; La Porta et al., 1999; Alesina et al., 2002; Aghion et al., 2002).

Однак у разі центральних банків ситуація ускладнюється через прямі й непрямі ефекти негативного зворотного зв'язку між суспільною фрагментацією та якістю інститутів. Наприклад, Hayo і Voigt (Hayo and Voigt, 2008) наголошують на прямих та непрямих ефектах впливу верховенства права на макроекономічну ситуацію й ефективність центробанків, але вони обмежуються лише незалежністю судової влади як проксі якості інститутів. З огляду на те, що, з одного боку, фрагментаризація суспільства слугує фактором якості інститутів, а з іншого – якість інститутів демократії може компенсувати негативні наслідки фрагментаризації через широку політичну та економічну інклюзію, прямі й непрямі ефекти впливу інституціональних факторів на ефективність центробанків слід розглянути більш детально.

По-перше, як показано вище, фрагментаризація суспільства прямо впливає на нездатність до вибудовування політичних інститутів, у межах яких забезпечується верховенство права. Через те, що між верховенством права та економічним зростанням простежується прямий зв'язок (позитивний вплив якості інститутів на підвищення потенційного ВВП через мінімізацію

трансакційних витрат, захист прав власності і, відповідно, заохочення інвестицій, стимули до заощаджень та довгострокового планування, інноваційну активність, зниження вартості фінансового посередництва), вплив фрагментаризації на економічне зростання може опосередковуватись якістю інститутів, консистентних з інклюзивністю й алокаційною ефективністю. Звідси випливає, що чим більш однорідним буде суспільство і чим більшою мірою в ньому формуються інститути, які заохочують економічне зростання, тим менш вірогідним буде невдоволення ситуацією в економіці й тим менш вірогідним буде тиск на центробанк щодо створення стимулів на боці попиту.

По-друге, фрагментаризація може породжувати відкриті конфлікти. Міжгрупове насильство сприяє здійсненню спроб монополізації влади задля гарантування безпеки. Конфлікти та політична нестабільність негативно впливають на потенціал економіки або відверто провокують втягнення центробанку у фінансування силових акцій.

По-третє, фрагментаризація ускладнює поточний політичний процес і генерує значні витрати коаліційних переговорів. Навіть якщо припустити, що конфлікти такого типу є нейтральними щодо забезпечення верховенства права, то не виключено, що міжгрупові напруження руйнують фіскальну відповідальність, породжують спроби перекладання тягаря економічних втрат та таким чином загострюють ризики прискорення інфляції з боку нестійкості боргової траєкторії. Центробанк опинятиметься в зоні фіскального домінування навіть за відносно розвинутої правової системи.

По-четверте, неоднорідність суспільства призводить до посилення конкурентного популізму. Маніпулювання макроекономічними рішеннями для електоральної консолідації наближеної суспільної групи не тільки створює підґрунтя для непослідовної політики в короткостроковому періоді. Така поведінка загрожує втратою політичної й макроекономічної стабільності в довгостроковому періоді, оскільки це мобілізує ідею «соціальної помсти». Консолідація однієї групи за рахунок погіршення добробуту іншої швидше відтворюватиме політичну нестабільність, оскільки кожного наступного разу підвищується вірогідність зміни панівної коаліції та настання нового раунду перерозподілу. Потяг до контролю за центробанком перетворюватиметься на складову забезпечення власного домінування, а вищий інфляційний податок, переказаний на все суспільство, компенсуватиметься за рахунок альтернативних способів впливу на добробут панівної групи. В підсумку вища інфляція і невдоволення нею співіснуюватимуть з імпліцитними компенсаторами, зорієнтованими на добробут групи, що підтримує правлячу коаліцію.

По-п'яте, безвідносно до причин браку верховенства права як фактора захисту незалежності центробанку слабкі інститути стримувань та противаг погіршують спроможність досягати цінову стабільність через політично дозваний захист «консервативного керівника» центробанку. В таких умовах навіть незначний шок пропозиції породжує проблему політичної інтерпретації відхилення від інфляційних цілей. Формально високий рівень незалежності

перетворюється на передумову для зміни небажаного керівництва центробанку, а зatoryжні відхилення від цільової інфляції можуть толеруватись при бажаному керівництві у разі, коли це не суперечить електоральним цілям чи прямим вигодам зацікавлених політичних бізнес-груп.

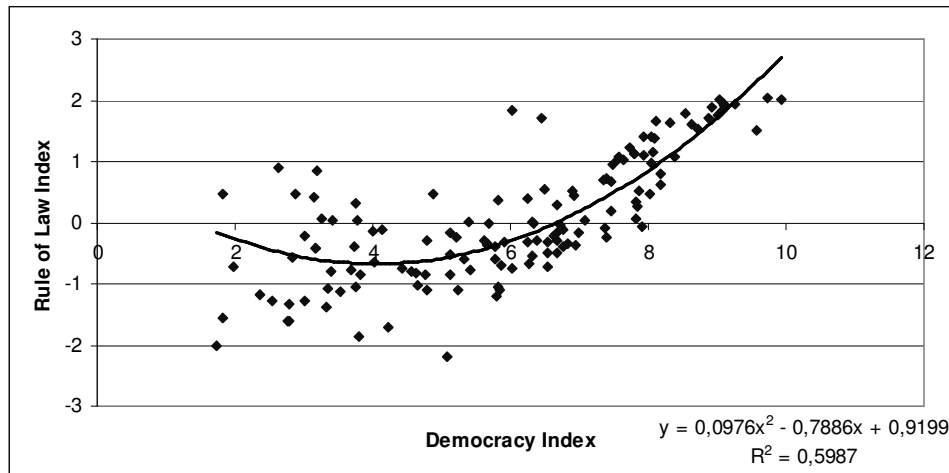
По-шосте, не можна відкидати міркування, що верховенство права, фрагментаризація суспільства і характер політичного режиму перебувають у більш складних та не завжди очевидних зв'язках. Навіть доволі неоднорідні суспільства можуть не впадати у крайнощі соціальних конфліктів у разі достатньо розвинутих інститутів демократії, які гарантують ту чи іншу форму політичної інклюзії (навіть якщо це не завжди конвертується в економічні інститути відкритого доступу). Проте це не гарантує, що такі суспільства автоматично досягають верховенства права з причин підміни останнього неформальним пануванням прихованих ієрархій чи відвертого олігархічного маніпулювання інститутами демократії. Ступінь незалежності центробанку за таких обставин може варіювати в достатньо широкому діапазоні й більше залежати від зовнішнього тиску щодо реформ. На противагу цьому автократії слугують формою придушення соціальних конфліктів, які породжуються неоднорідністю суспільства. До того ж автократії можуть формувати специфічну модальність верховенства права, яка визначається традиціоналістськими регуляторами соціальної поведінки (приклад, ісламських країн достатньо показовий). На рис. 5 відображено, що для 150 країн вищі рівні верховенства права існують у країнах з вищим і нижчим рівнями розвитку демократії.

У таких умовах незалежність центробанку швидше буде низькою при відносно непоганих значеннях індексу верховенства права, властивого багатством автократіям. Відповідно, спостерігається асиметрично-функціональний вияв верховенства права. Останнє може ефективно гарантувати права на приватному рівні, але публічний рівень відносин регулюватиметься іншим набором спонук та обмежень чи стримувань. Через це центробанк не опиниться в зоні політичного конфлікту, а брак його незалежності компенсуватиметься мінімізацією витрат на бюджетні переговори. В підсумку відносно ефективні інститути права і цінова стабільність виглядатимуть як складові неформального суспільного договору між правлячим режимом та громадянами. Відносно низькі значення TOR-індексу і рівня незалежності центробанків разом із ціновою стабільністю в ряді багатих на ресурси автократій (Kozziuk, 2016; Dreher et al., 2007) підтверджують цю тезу.

З проведеного аналізу випливає, що чітке розмежування на прямі / непрямі ефекти впливу інституціональних факторів на рівень інфляції за посередництва статусу монетарних органів є достатньо складним, якщо розширити набір таких факторів. В одних країнах вони будуть взаємокомпенсуючими, а в інших – взаємопідсилюючими. При цьому слід визнати наявність складних форм зв'язку між політичним режимом, верховенством права та структурою суспільства, через що інституціональні рамкові умови автономії монетарних органів стають вкрай чутливими до того, чи включено центробанк у периметр консенсусу з приводу соціального порядку, чи ні.

Рисунок 5

Демократія і верховенство права в світі



Примітка 1. Побудовано автором. Дані Heritage Foundation щодо індексу демократії. Дані Світового банку щодо Rule of Law Index.

Ця проблема найбільш характерна для олігархізованих суспільств, де ресурсна рента, етнічна фрагментаризація і соціальна стратифікація генерують сильні тенденції до формування перерозподільного статус-кво на основі протиборства / конкуренції обмеженої кількості сильних соціальних акторів. Соціальні напруження, що генеруються у такий спосіб, не завжди потребують відкритого протистояння елітних груп. Навпаки, таке протистояння часто має латентну форму. «Олігархічний консенсус» формується визискуючими елітами без участі легітимних акторів, які через офіційні владні органи представляють фрагментаризоване (у той чи інший спосіб) суспільство. У разі, коли центробанк потрапляє у периметр такого консенсусу, верховенство права не має значення для його формального статусу. Функціонал центробанку підпорядковується максимізації добробуту елітних груп, але в межах, які дають змогу уникати відвертого соціального конфлікту. Інакше кажучи, сам по собі рівень інфляції чи стабільності фінансової системи не матиме самостійного значення, оскільки важливішим є підпорядкування функціоналу – монетарні інструменти чи наглядові процедури, вмонтовані у функцію добробуту елітних груп. У разі, коли центробанк знаходиться за межами зони «олігархічного консенсусу», верховенство права набуває принципового значення для його фактичної незалежності. Це відбувається особливо у ви-

падках суспільної неоднорідності, коли ті чи інші соціальні актори будуть схильні до встановлення домінування на основі «захоплення» центробанку чи спрямування його в русло електоральних процесів. Інакше кажучи, саме поєднання верховенства права з розвинутою демократією сприятиме зближенню формальної й фактичної незалежності.

З проведеного аналізу випливає, що інститут незалежності центробанків може мати певну стійкість щодо викликів, асоційованих з неоднорідністю суспільства. Однак в окремих випадках саме фрагментація суспільства і відсутність соціальної злагоди стають вихідним пунктом деградації інституціональної спроможності забезпечувати цінову стабільність через включення монетарної політики у периметр міжгрупових протистоянь. Звичайно, не виключене таке групування країн, для яких саме суспільна фрагментація буде ключовою при поясненні невдач формально незалежних монетарних органів (наприклад, Козюк (Козюк, 2019) показує це на прикладі постсоціалістичних країн Європи). У широких вибірках фактори фрагментаризації суспільства менш очевидні, але за рахунок цього підвищується значення інституту верховенства права. Воно може прямо впливати на зниження рівня інфляції та підвищення потенціалу економіки і таким чином усувати напруження щодо політичного запиту на монетарні стимули або більш опосередковано – через фрустрацію балансу стримувань та противаг і відсутність політичних гарантій дезінфляцій, що користувалися би довірою. Це не виключає того, що фрагментаризація суспільства стане вихідним фактором слабого верховенства права. Проте в більш розвинутих демократіях з чіткіше вираженою політичною інклюзією слабкість цього інституту, швидше за все, визначається змагальним популізмом та незацікавленістю політичних акторів у становленні ефективних правових систем. Це робить центробанк вкрай чутливим до прогресу у верховенстві права.

Висновки

Поєднання цінової нестабільності з формально високим рівнем незалежності центробанків стало поштовхом до проведення подальших досліджень інституціонального середовища монетарної політики. Додатковими передумовами успішності незалежних центробанків у реалізації свого мандата називають призначення консервативного керівника, наявність балансу стримувань і противаг та розвитку інститутів демократії, що привносять ефективне врядування, і верховенство права. З огляду на обговорювану обумовленість ряду макроекономічних процесів й якості врядування структурою суспільства припускається, що фрагментація та відсутність соціальної злагоди можуть створювати середовище слабких інститутів, в якому навіть незалежні центробанки не є успішними. Однак суспільства мають бути достатньо зрілими і розвинутими для того, щоб прийняти факт підвищення незалежності

ті центробанків, навіть якщо це суперечитиме політичному запиту на відповідну монетарну політику. З іншого боку, джерела інституціональної слабкості можуть бути різними в різних суспільствах. Наприклад, включення центробанку в периметр олігархічного консенсусу робить формальну незалежність незначущою щодо рівня інфляції, тоді як перебування центробанку за межами такого консенсусу актуалізує традиційні проблеми змагального популізму й тиску на монетарну політику для одержання електоральних переваг.

Список використаної літератури

1. Acemoglu D., Johnson S., Querubin P., Robinson J. 2008. When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence. *NBER Working Paper*. No 14033: 1–73.
2. Adolph C. 2013. Bankers, Bureaucrats and Central Bank Politics: The Myth of Neutrality. Cambridge: Cambridge University Press.
3. Aghion P., Alesina A., Trebbi F. 2002. Endogenous Political Institutions. Harvard University.
4. Alesina A., Devleeschauwer A., Easterly W. 2002. Fractionalization. *NBER Working Paper*. № 9411: 1–72.
5. Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. 2007. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. *IMF Working Paper*. WP/07/88: 1–53.
6. Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. 2006. The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence. *IMF Working Paper*. WP/06/227: 1–56.
7. Barro R., Gordon D. 1983. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*. 16: 101–121.
8. Berger H., de Haan J., S. C. W. 2001. Central Bank Independence: An Update of Theory and Practice. *Journal of Economic Surveys*. 15: 3–40.
9. Berggren N., Daunfeldt S.-O., Hellstrom J. 2012. Social Trust and Central Bank Independence. Paper Presented at World Congress of Public Choice Societies, Miami: 1–23.
10. Bodea Cr., Hicks R. 2012. Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. November 6: 1–42.
11. Bodea Cr., Hicks R. 2014. Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. *International Organization*. 69 (1): 35–61.

12. Crivelli E., Gupta S., Mulas-Granados C., Correa-Caro C. 2016. Fragmented Politics and Public Debt. *IMF Working Paper*. WP/16/190: 1–31.
13. Crowe C. 2006. Goal-Independent Central Banks: Why Politicians Decide to Delegate. *IMF Working Paper*. WP/06/256: 1–43.
14. Crowe C., Meade E. 2008. Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*. WP/08/119: 1–30.
15. Cukierman A. 1992. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: MIT Press.
16. Cukierman A. 2008. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future. *European Journal of Political Economy*. Vol. 24 (4): 722–36.
17. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. 1992. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review*. № 6 (3): 353–98.
18. Does Central Bank Independence Still Matter. 2008. Ed. by J. de Haan, D. Masciandro, M. Quintyn. *European Journal of Political Economy*. Vol. 24. Is. 4: 717–848.
19. Dincer N., Eichengreen B. 2014. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*. Vol. 10. No. 1. (March): 189–253.
20. Dreher A., Sturm J.-E., de Haan J. 2007. Does High Inflation Cause Central Bankers to Lose Their Job? Evidence Based on a New Data Set. *KOF Working Papers*. No. 167: 1–21.
21. Easterly W., Levine R. 1997. Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics*. 111 (4): 1203–1250.
22. Eggertsson G., Borgne Le E. 2003. A Political Agency Theory of Central Bank Independence. *IMF Working Paper*. WP/03/144: 1–45.
23. Eggertsson G., Borgne Le E. 2007. Dynamic Incentive and the Optimal Delegation of Political Power. *IMF Working Paper*. WP/07/91: 1–35.
24. Eijffinger S., Schaling E. 1993. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. № 184 (March): 49–89.
25. Eijffinger S., Stadhouders P. (2003). Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper*. № 3698.
26. Gollwitzer S., Quintyn M. 2010. The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper*. WP/10/193: 1–58.

27. Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. 1991. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy*. 6 (13): 341–92.
28. Jacome L. 2001. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper*. WP/01/212: 1–40.
29. Jacome L., Vazquez F. 2005. Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *IMF Working Paper*. WP/05/75: 1–41.
30. Haan de J., Eijffinger S. 2016. The Politics of Central Bank Independence. *De Nederlandsche Bank Working Paper*. № 539: 1–23.
31. Hayo B., Voigt S. 2008. Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. Vol. 164 (4): 751–777.
32. Hielscher K., Markwardt G. 2012. The Role of Political Institutions for the Effectiveness of Central Bank Independence. *European Journal of Political Economy*. № 28 (3): 286–301.
33. La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 1999. The Quality of Government. *Journal of Law, Economics, and Organization*. № 15 (1): 222–279.
34. Loungani P., Sheets N. 1997. Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies. *Journal of Money, Credit and Banking*. 29(3): 381–399.
35. Lybeck T. 1998. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper*. OP/98/1.
36. 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.
37. Koziuk V. 2016. Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Gerald of National Bank of Ukraine*. March: 6–25.
38. Kydland F., Prescott E. 1977. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*. № 85(3). Pp. 473–492.
39. Mauro P. 1995. Corruption and Growth. *Quarterly Journal of Economics*. № 110 (3): 681–712.
40. Masciandro D., Romelli D. 2015. Ups and Dows. Central Bank Independence from Great Inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics. *Financial History Review*. № 22 (3): 259–289.
41. Moser P. 1999. Cheks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review*. № 43 (8): 1569–1593.

-
42. Nurbayev D. 2017. The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics*. № 14 (4): 659–687.
 43. Rogoff K. 1985. The Optimal Degree to Commitment to a Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*. No. 100: 1169–90.
 44. Romelli D. 2015. Regulatory Reforms and Central Bank Independence. University of Cergy-Pontoise.
 45. Siklos P. 2002. The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II. Cambridge: Cambridge University Press.
 46. Siklos P. 2008. No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries. *Paolo Baffi Centre Research Paper*. 2008-02: 1–42.
 47. Козюк В. 2019. Незалежність центробанків, інфляція та фрагментаризація суспільства в постсоціалістичних країнах. *Журнал європейської економіки*. Т. 18, № 2: 167–186.

Стаття надійшла до редакції 3 лютого 2020 р.