

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.11.035>

УДК 336.2

О. О. Любич

доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України,
віце-президент ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, alyubich@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

Г. П. Бортніков

кандидат економічних наук, незалежний експерт, аналітик з ризиків
Agents for Impact GmbH & Co.KG (Франкфурт, Німеччина), Київ, Україна, gbgood@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

Н. П. Шульга

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківської справи
Київського національного торговельно-економічного університету, Київ, Україна, 2bank2@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2010-5884>

НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ЯК ОРГАНУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ¹

Анотація. У статті аргументовано, що в умовах системних криз на центральні банки як органи монетарної політики покладається відповідальність за забезпечення цінової, фінансової та макроекономічної стабільності, однак такий підхід може розмивати межу між монетарною й фінансовою політикою, а також загрожувати втратою їх незалежності під політичним тиском. До того ж необхідно визначитися з прийнятним рівнем автономії центрального банку, здатного на рішення, котрі нейтралізують позитивний ефект фінансових заходів, особливо спрямованих на стимулювання економічного зростання. Поряд із підтримкою незалежності центрального банку слід критично переосмислити швидкість, доцільність і масштабність вжитих ним антикризових заходів. Основними детермінантами підтримки незалежності є: підзвітність, змістовність розкриття інформації та обґрунтованість оцінок діяльності за чіткими критеріями, до яких, зокрема, можна віднести відповідність корпоративного управління встановленим стандартам і наявність механізму колегіального прийняття рішень щодо монетарної політики. Доведено доцільність щорічного моніторингу модифікованого індексу незалежності Національного банку України через порівняння його з відповідним показником у країнах із подібним рівнем розвитку економіки.

Ключові слова: центральний банк, монетарна політика, фінансова політика, фінансова безпека, лобіювання, корпоративне управління.

Рис. 2. Табл. 4. Літ. 30.

Oleksandr Lyubich

Dr. Sc. (Economics), Professor, Honored Economist of Ukraine,
SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, alyubich@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

Gennadiy Bortnikov

Ph. D. (Economics), Agents for Impact GmbH & Co.KG, Kyiv, Ukraine, gbgood@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

Nataliia Shulga

Dr. Sc. (Economics), Professor, Kyiv National University of Trade and Economics,
Kyiv, Ukraine, 2bank2@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2010-5884>

¹ Статтю підготовлено в рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

INDEPENDENCE OF THE CENTRAL BANK AS A MONETARY POLICY AUTHORITY

Abstract. The central banks as bodies of monetary policy have a special mission to promote financial stability. Fulfilling this mission can blur the line between monetary and fiscal policy and threaten to independence of monetary authority under the political pressure. On the other hand, the central bank cannot be a completely autonomous structure that makes irresponsible decisions, which neutralize the positive effect of fiscal measures, especially in stimulating the economic growth. There is a risk of wrong or improper monetary policy decisions by a collegium that lacks a balance of power between representatives of stakeholders. The central bank management should take into account government recommendations, but should not follow its instructions as directives. This dilemma is particular complicated in emerging economies. Monetary policy should be highly discretionary with dual goals: financial stability as a prior goal for a central bank followed by positively impact on the economic growth, which is measured by a set of indicators, including the rate of GDP growth and the reduction of unemployment. The independence of the central bank needs a critical rethinking in the context of large-scale anti-crisis extraordinary measures. An organic component of independence is central bank accountability, the content of information disclosure and validity of evaluations of its activities according to clear criteria. Moreover, it is necessary to determine the optimal level of central bank autonomy, which should not be equated with the usurpation of monetary power by the executives. The central bank's independence index can be considered as an indicator of security for monetary policy. It is expedient to carry out annual monitoring of the modified central bank independence index for a sample of peer group of countries with similar economic development to identify lag or lead for the National Bank of Ukraine in terms of the degree of independence.

Keywords: central bank, monetary policy, fiscal policy, financial security, lobbying, corporate governance.

JEL classification: E42, E52, E58.

А. А. Любич

доктор экономических наук, профессор, заслуженный экономист Украины,
вице-президент ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

Г. П. Бортников

кандидат экономических наук, независимый эксперт, аналитик по рискам
Agents for Impact GmbH & Co.KG (Франкфурт, Германия), Киев, Украина

Н. П. Шульга

доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой банковского дела
Киевского национального торгово-экономического университета, Киев, Украина

НЕЗАВИСИМОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА КАК ОРГАНА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Аннотация. В статье аргументировано, что в условиях системных кризисов на центральные банки как органы монетарной политики возлагается ответственность за обеспечение ценовой, финансовой и макроэкономической стабильности, но такой подход может размывать границу между монетарной и фискальной политикой, а также угрожать потерей их независимости под политическим давлением. К тому же необходимо определиться с приемлемым уровнем автономии центрального банка, способного к решениям, которые нейтрализуют положительный эффект фискальных мер, особенно направленных на стимулирование экономического роста. Наряду с поддержкой независимости центрального банка следует

критически переосмыслить скорость, целесообразность и масштабность принятых им антикризисных мер. Основными детерминантами поддержки независимости являются: подотчетность, содержательность раскрытия информации и обоснованность оценок деятельности по четким критериям, к которым, в частности, можно отнести соответствие корпоративного управления установленным стандартам и наличие механизма коллегиального принятия решений по монетарной политике. Доказана целесообразность ежегодного мониторинга модифицированного индекса независимости Национального банка Украины посредством сравнения его с соответствующим показателем в странах с подобным уровнем развития экономики.

Ключевые слова: центральный банк, монетарная политика, фискальная политика, финансовая безопасность, лоббирование, корпоративное управление.

Концепція незалежності центрального банку (*далі* – ЦБ) історично обстоювалась як необхідна перешкода політичному тиску з боку правлячих політиків (уряду) на орган монетарної політики. Цей тиск, особливо у період виборчих перегонів, полягає у примусі до заходів, спрямованих на надмірну ін'єкцію грошової бази, що призведе до зростання інфляції. Механізм забезпечення незалежності ЦБ в Україні відповідно до найкращої міжнародної практики був сформований у 2015 р. у зв'язку з прийняттям нової редакції Закону України «Про Національний банк України». Однак, аби зазначений механізм працював, потрібно дотримуватися встановлених норм.

Як підкреслив представник МВФ, політичний істеблішмент захищатиме незалежність ЦБ, коли його дії піддають сумніву, тож її поважатимуть і за буквою, і за духом закону [1]. В інтересах національної безпеки центробанк повинен бути здатний проводити монетарну політику дискреційно, тобто на власний розсуд, керуючись не вказівками уряду, а міркуваннями щодо цінової, фінансової й макроекономічної стабільності. Проте в сучасних умовах боротьби із системною кризою практично в усіх країнах уряд і ЦБ мають об'єднувати свої зусилля та при цьому поступатися своєю незалежністю, погоджуючись на компроміси. Кількісне пом'якшення призвело до розмивання межі між монетарною й фінансовою політикою.

У численних зарубіжних і вітчизняних наукових публікаціях переважає думка про необхідність збереження незалежності ЦБ. Напередодні кризи, спричиненої пандемією, дослідження українських учених зосереджувалися на визначенні параметрів та оцінці ступеня незалежності центробанку на основі відповідного індексу [2–4]. Глобальна системна криза активізувала пошуки нових відповідей на нібито вже закриті питання. Більшість сучасних досліджень приводять до висновку про необхідність або доречність розширення мандату ЦБ із взяттям відповідальності за макроекономічну стабільність та виходу за межі монетарної стабільності [5–9]. До того ж чимало публікацій присвячено збереженню незалежності в умовах тіснішої, ніж коли-небудь, взаємодії ЦБ з урядом у реалізації антикризових заходів, націлених на подолання наслідків пандемії коронавірусу [10–12]. Поняття незалежності ЦБ набуває нового змісту, коли необхідно врятувати економіку від стагнації, а фінансовий сектор – від системної кризи.

Ці та інші проблеми стали предметом запеклої наукової полеміки, однак не дістали однозначного розв'язання, що зумовило потребу у виконанні цього дослідження. Його мета полягає в розробленні оновленого підходу до розуміння незалежності ЦБ у контексті боротьби з наслідками пандемії та наступного відновлення економіки. Цей підхід передбачає гармонійне поєднання трьох цілей монетарної політики ЦБ – забезпечення фінансової, цінової та макроекономічної стабільності. Особливо актуально це за системної кризи, коли центробанк повинен шукати компроміси в дотриманні “ієрархії цілей”. З одного боку, досягнення фінансової стабільності органічно доповнює стабільність цін, оскільки фінансова система, що безперебійно функціонує, забезпечує ефективний розподіл заощаджень та інвестицій, сприяючи економічному зростанню та зайнятості. З другого боку, стабільне становище підприємств і домогосподарств є запорукою нормальної діяльності фінансових установ та фінансової стійкості.

Заслуговує на увагу підхід американського економіста Дж. Кліфта, який слушно зазначив: коли центробанк постає перед дилемою – фінансова стабільність чи цінова, у виборі цілей слід урахувувати ефект для забезпечення сталого економічного зростання й раціональної зайнятості [13].

На наш погляд, цінова стабільність не може бути самоціллю, оскільки суспільним благом є не низька інфляція, а національний добробут. Тож постає природне питання: яка користь народу України зі стабілізації цін, коли зростає безробіття й закриваються підприємства? У вітчизняних реаліях це питання поки залишається відкритим.

Незалежність ЦБ означає, що він має бути захищений від кон'юнктурного впливу, політичного тиску, особливо коли правляча партія примушує до надмірного нарощування грошової маси, проводить експансивну монетарну політику задля зменшення безробіття, яка дасть змогу досягти цього лише на короткий час, а в середньостроковій перспективі призведе, зокрема, до зниження конкурентоспроможності економіки та підвищення інфляції.

Пропонуємо розрізняти формальну (де-юре) і фактичну незалежність ЦБ. Формальна незалежність закріплена у відповідних законодавчих актах та підтверджується в програмних документах і виступах державних діячів, а фактична проявляється у конкретних подіях, пов'язаних із прийняттям рішень з монетарної політики й кадрових призначень.

У вузькому розумінні під політичною незалежністю ЦБ мають на увазі його роль як органу монетарної політики. Проте варто враховувати, що Національний банк України (далі – НБУ) також є органом пруденційного нагляду за фінансовим сектором і взагалі відповідає за фінансову стабільність. У ЄС центробанки функціонують у євросистемі на чолі з Європейським центральним банком (далі – ЄЦБ). Перспектива інтеграції нашої країни в ЄС передбачає конвергенцію нормативної бази. Згідно зі ст. 130 Договору про Європейський Союз, незалежність національних центробанків ЄС охоплює функціональну, інституційну, кадрову та фінансову незалежність. Функціональна передбачає чітко визначену мету й самостійність ЦБ у виборі заходів

та інструментів для її реалізації, інституційна вказує на те, що його рішення вільні від впливу інших установ чи уряду. Кадрова незалежність гарантує захист посадових осіб ЦБ від зовнішнього тиску, виключає конфлікт інтересів і точно визначає умови обрання й звільнення очільника та інших членів органу виконавчої влади в центробанку, фінансова – можливість самостійного отримання фінансових ресурсів для виконання свого мандату.

Економісти А. Кунайді та Д. Дарванто критично розглянули постулат про обернену кореляцію між незалежністю ЦБ та інфляцією, яка стала консенсусом, котрому довіряли в усьому світі [14]. Вони визнали, що немає однозначного пояснення, чому та як незалежність ЦБ дала можливість стримати інфляцію. Дослідники проаналізували інформацію по 20 країнах Азії з інституційною різноманітністю за допомогою динамічного підходу до вибірки даних. Результати дослідження свідчать: вказана кореляція визначається рівнем розвитку фінансового сектору, а також інституційною якістю кожної країни.

Американський експерт М. Собел звертає увагу на те, що ЦБ не є абсолютно незалежними [15]. По-перше, вони звітують перед парламентом; по-друге, координують свою політику з міністерствами фінансів. Річ не в тім, чи повинні такі банки мати необмежену свободу, або навпаки, бути підпорядкованими урядам, а в тім, чи є кращим для суспільства, коли центробанк самостійно обирає інструменти монетарної політики, не консультуючись із виконавчою владою. М. Собел підтримує незалежність Федеральної резервної системи (далі – ФРС) США у використанні інструментів, але при цьому визнає, що її здатність визначати монетарну політику може істотно погіршитися через пандемію. Фіскальне домінування, фінансові репресії й безвідповідальність політиків можуть загрожувати репутації ФРС. Аби подолати цей ризик, США повинні підтримати ФРС у плані підзвітності та вповноважити її на служіння процвітанню економіки країни.

Проблема незалежності ЦБ загострюється внаслідок конфлікту цілей монетарної й фіскальної політики. Голова Інституту фінансової стабільності при Банку міжнародних розрахунків Ф. Рестой закликає дослідників і регуляторів уважно ставитися до вибору конкретних інструментів для досягнення цілей: застосування інструментів монетарної політики може послабити ефект інструментів макроекономічної політики [16]. Справді, перегляд ключової ставки або запуск програми викупу цінних паперів може вплинути не лише на цінову, а й на фінансову та макроекономічну стабільність.

Експерт Д. Масціандаро розглядає форму фіскальної монетизації, котра призводить до зменшення балансу ЦБ без постійного збільшення грошової бази [9]. На його думку, якщо відповідальний уряд складається з політиків, зацікавлених у кар'єрі, а громадянський рух неоднорідний, то координація політик (фіскальної й монетарної) призведе до конфліктів між політиками та керівниками центробанку.

В. Ю. Дудченко, аналізуючи зарубіжний досвід, доводить: забезпечення незалежності ЦБ визначається кількома факторами, а саме: взаємодією мо-

нетарної й державної економічної політики, структурою банківської системи та видом монетарної політики. Автор підкреслює, що незалежність ЦБ передбачає самостійність у окресленні цілей та інструментів монетарної політики з урахуванням довгострокових цілей економічного розвитку. На переконання дослідниці, крім цінової стабільності до цілей діяльності ЦБ слід віднести зайнятість, фінансову стабільність, сприяння економічному розвитку, стабільність платіжної системи [5].

Центральні банки здатні мобілізувати фінансові ресурси швидше за будь-який інший орган влади. Дослідження свідчать, що баланс ЦБ істотно зростає паралельно зі збільшенням державного боргу, внаслідок чого посилюється зв'язок між фіскальною й монетарною політикою. З метою уникнення цього в майбутньому необхідно захистити незалежність центробанку та довіру до нього.

З метою оцінювання рівня незалежності ЦБ в зарубіжній практиці широко використовується методика обчислення відповідного індексу. Найпопулярнішим є індекс незалежності центробанку (*Central Bank Independence – CBI*), базову версію якого в 1990-х роках разом із колегами розробив ізраїльський економіст А. Цукерман [17]. Цей індекс ґрунтується на розрахунку чотирьох компонентів із використанням 16 індикаторів. Основним компонентом є посада Голови центрального банку (вага в індексі 0,2), котра характеризується тривалістю терміну повноважень, органом, якому делеговано призначення; порядком звільнення; можливістю обіймати ще одну посаду. Органічною складовою індексу є незалежність політики (вага в індексі 0,15), що включає відповідальність ЦБ за формулювання монетарної політики, правила розв'язання конфліктів між ним і урядом, а також його участь у складанні бюджету. Компонент “Цілі центрального банку” (вага 0,15) визначає монетарну стабільність як одну з основних цілей політики. Останній складник індексу “Обмеження щодо надання кредитів центральним банком державному сектору” розглядається як еквівалент фінансової незалежності та має найбільшу частку – 0,5. На сьогодні в рамках підтримки ліквідності фондового ринку ЦБ багатьох країн вдалися до масштабного інвестування в боргові фінансові інструменти урядів. Разом із тим національними нормативними актами про ЦБ заборонено кредитування уряду, в т. ч. придбання суверенних цінних паперів на первинному ринку.

Методологія розрахунку індексу незалежності ЦБ, на наш погляд, потребує модифікації. По-перше, пропонуємо доповнити другий компонент статусом і порядком формування складу Комітету з монетарної політики. Аналіз передової практики європейських банків показує: такі колегіальні органи мають створюватися з балансом представництва трьох категорій: вищого керівництва центробанку, урядовців та зняти експертів. Це дає можливість запобігти узурпації влади в органі монетарної політики. По-друге, в третьому компоненті індексу незалежності ЦБ потрібно розбити цілі на досягнення цінової, фінансової та макроекономічної стабільності (сталого приросту ВВП і граничного рівня безробіття), що розширює сферу

відповідальності ЦБ й узгоджується з його місією. По-третє, варто переглянути критерій четвертого компонента в частині викупу цінних паперів. Для цього слід конкретизувати, який саме орган встановлює ліміт на придбання портфеля державних цінних паперів. Це однозначно не може бути внутрішньокорпоративним рішенням, адже стосується інструментарію монетарної політики та має бути схвалене Комітетом з монетарної політики. По-четверте, при обчисленні індексу доречно доповнити його ще одним критерієм оцінки незалежності ЦБ – підзвітністю та розкриттям інформації.

На нашу думку, є певна загроза для національної фінансової безпеки, генерована абсолютизацією незалежності ЦБ: передання останньому всіх повноважень із розроблення й реалізації монетарної політики не забезпечить захисту суспільних інтересів, оскільки в такому разі діяльність ЦБ переходить під контроль групи осіб, а не суспільства. Таку загрозу в демократичному суспільстві можна нейтралізувати за допомогою механізму підзвітності центробанку інститутам, особистої відповідальності його керівництва за досягнення цілей, надання йому особливого статусу – органу, що приймає ключові рішення з монетарної політики. Захист ЦБ від втручання політичних інститутів (парламенту, президента) не означає його “недоторканності”, а навпаки, його підзвітність, тобто взяття керівниками відповідальності за ефективність монетарної політики.

Вважаємо за доцільне запропонувати щорічну оцінку НБУ виходячи з ключових положень індексу незалежності ЦБ. На наш погляд, незалежність повинна гарантуватися механізмом підзвітності, а належна практика підзвітності ЦБ передбачає: 1) публічність, прозорість, регулярність і повноту звітів; 2) передбачуваність дій (рішень) центробанку та Комітету з монетарної політики для учасників ринку; 3) наявність незалежного аудиту такої політики та правильне застосування інструментів; 4) звітування профільному комітету парламенту. Прозорість включає повноту звітів для коментарів експертами, публічність – розкриття достатньої інформації для всіх зацікавлених сторін, зокрема громадських кіл. Під передбачуваністю рішень із монетарної політики ми розуміємо відповідність і своєчасність вжиття заходів з огляду на масштаби стресів. Це не означає, що орган монетарної політики не може вжити надзвичайних або неординарних заходів, якщо доцільно. Однак такі рішення повинні бути спрямовані на посилення позитивних сигналів ринку. Всі зацікавлені сторони, у т. ч. інвестори, банки, підприємства, домогосподарства, мають отримувати правильні сигнали, а не діяти в умовах невизначеності. Це зміцнюватиме довіру в суспільстві до монетарної політики та органу, котрий її проводить.

Австрійський експерт М. Кюпфер перевіряє гіпотезу про підвищену політизацію центробанків якісно (шляхом аналізу останніх випадків політичного втручання) й кількісно (на підставі розрахунку індексу автономії ЦБ (*Grilli-Masciandaro-Tabellini index of central bank – GMT*)). Він пояснює посилення політичного втручання в монетарну політику кількома факторами:

розширенням набору інструментів, активним популізмом і дедалі суперечливішою політикою уряду [18].

Доречно конкретизувати зазначене поняття. Суб'єктами політичного тиску можуть виступати партії, парламент, громадські організації, уряд, президент та його адміністрація; формою – офіційні заяви представників цих суб'єктів зі звинуваченнями керівництва ЦБ у некомпетентності, недбайливості, безвідповідальності чи упередженості. Найчастіше згадані суб'єкти чинять політичний тиск на регулятора монетарної політики, вимагаючи вжити заходи, які суперечать реалізації цілей монетарної політики:

- зниження ключової ставки;
- полегшення умов доступу банків до рефінансування;
- збільшення грошової маси (друк надмірної кількості грошей).

Усі інші звинувачення щодо причетності НБУ до масового закриття слабких банків або несвоечасного реагування на їхню занадто ризикову діяльність стосуються сфери нагляду (пруденційної політики). Формою політичного тиску ми вважаємо також ініціативи, спрямовані на внесення змін до законодавчої бази, котрі призводять до обмеження або скасування незалежності ЦБ, наприклад вільного тлумачення підстав для позбавлення очільника ЦБ обов'язків чи підзвітності останнього. Для України характерний опосередкований вплив на центробанк у процесі формування складу Ради НБУ, що схвалює (за поданням Голови Нацбанку) призначення і звільнення заступників Голови.

Монетарна політика ЦБ повинна бути предметом неупередженого, критичного аналізу, а його керівники – об'єктом конструктивної критики. Будь-які аргументи проти застосування інструментів такої політики лише сприяють ухваленню ним обґрунтованіших рішень, підвищують його відповідальність. На нашу думку, центробанк (і його очільник) має бути не тільки надійно захищений від загрози волюнтаризму з боку законодавчої чи іншої гілки влади, а й здатний протистояти необґрунтованим нападам та кваліфіковано, переконливо реагувати на критику або адекватно сприймати слушні зауваження.

С. Калверхаус, експерт компанії “Tellimer Research”, констатує, що загрози незалежності ЦБ накопичуються роками, а в умовах пандемії актуалізуються. Окрім того, ринки, які розвиваються, зазвичай менше здатні протистояти політичному тиску на центробанки, ніж розвинуті [19]. Для країн, котрі найбільше постраждали від пандемії, це може означати негативний вплив на приплив капіталу та національну валюту.

Як додатковий критерій незалежності ЦБ пропонуємо розглядати перебування призначених осіб на посаді його голови. Аналіз ротацій у керівництві центробанків Західної й Центральної Європи за 2010–2020 рр. показав, що найчастіше вони працюють повний строк, передбачений законом (4–7 років). Виняток становили лише такі ситуації:

- загибель у авіакатастрофі 2010 р. очільника Національного банку Польщі;

– звільнення за власним бажанням голови Національного банку Сербії (НБС) у 2012 р., уже через два роки після призначення, у зв'язку з його незгодою зі змінами до закону про центробанк, котрі, на його думку, суттєво обмежують незалежність ЦБ та можуть призвести до економічної й фінансової нестабільності у країні;

– звільнення за власним бажанням очільника Національного банку Молдови у 2016 р. у зв'язку зі звинуваченнями в корупції та його наступника у 2018 р. з “особистих причин”;

– звільнення голови Центрального банку Турецької Республіки у 2019 р. після його незгоди на зниження ключової ставки та його наступника в 2020 р., через 16 місяців після призначення (неофіційна причина – рекордна девальвація національної валюти).

Водночас в Україні за цей період (2014–2020 рр.) змінилося шість очільників НБУ – всі вони склали свої повноваження достроково (середній термін обіймання посади Голови НБУ становив 546 днів, найкоротший – 105 днів). Приблизно з такою самою частотою відбувалася ротація Уряду.

Варто враховувати, що плінність кадрів на такій посаді може бути низькою, якщо очільник бажає виконувати волю політиків, у інших випадках він може бути усунений через незадовільні результати діяльності [20]. У зв'язку з цим цікавий висновок зробила К. Біндер: у країнах із потужнішим суперництвом на виборах чи кращим балансом сил (між партіями) випадки політичного тиску трапляються не так часто [21].

На діяльність ЦБ впливає не тільки його політична, а й фінансова незалежність. Нещодавнім прикладом спроб обмеження незалежності центробанку є включення в заплановані на 2021 р. доходи державного бюджету надходжень у розмірі 45 млрд грн від НБУ без погодження із самим банком та затвердження незалежним аудитом результатів фінансового року. Тож негативна реакція очільника Нацбанку була цілком логічною [22].

Дослідники А. Керн і Дж. Седдон констатують: у Індії, Індонезії, Україні та інших країнах законодавці посилюють політичну владу над органами монетарної політики. Ці приклади відображають нову реальність у окресленій сфері – політичний відступ від незалежності ЦБ [7]. Парадоксально, що на підставі аналізу представницької вибірки країн названі вчені визнали зовнішній фактор основним аргументом запровадження незалежності ЦБ, а саме вимогу з боку кредиторів суверена, таких як держави, міжнародні організації, вітчизняні й міжнародні приватні банки, для зменшення ризиків, пов'язаних із суверенними боргами. Ця теза знаходить підтвердження й в Україні, адже саме міжнародні кредитори висловили занепокоєння політичним тиском на керівника НБУ [1; 23; 24].

Водночас постає питання реальності впливу головного інструменту монетарної політики – ключової ставки – на темп інфляції, якщо обсяги рефінансування банків незначні порівняно з їхньою ресурсною базою. Найістотніше зниження облікової ставки відбулося в січні й квітні 2020 р., після виборів Президента України в березні 2019 р.

Центробанк здатний впливати лише на монетарні фактори інфляції шляхом регулювання маси грошей у обігу й частково – за рахунок впливу на швидкість їх обігу. Немонетарні фактори інфляції (підвищення попиту на товари та послуги, збільшення витрат виробництва, сезонні чинники, державне регулювання тарифів, встановлення монопольних цін тощо) перебувають за межами його контролю.

Збір даних і визначення рівня інфляції не є прерогативою ЦБ. Інформацію про споживчі ціни й тарифи щомісяця акумулюють фахівці територіальних органів Державної служби статистики України для товарів і послуг, які входять до споживчого набору. Однак, оскільки цінова стабільність (цільовий рівень інфляції) належить до головних завдань монетарної політики, доцільно проводити регулярний аудит достовірності розрахунків темпу інфляції (контролю якості в обробці статистики). Зокрема, в умовах скорочення доходів домогосподарств статистика може показувати зниження цін, коли споживачі одного товару переходять із магазинів з високими цінами на магазини з помірнішими цінами або замінюють товари на менш якісні, але дешевші.

Якщо рівень інфляції вимірюється достовірно, то наступним кроком є критичний аналіз співвідношення її темпів і ключової ставки. Вважається, що між темпами зміни ключової ставки ЦБ та інфляції існує додатна кореляція.

Під час пандемії практично в усіх країнах органи монетарної політики знизили ключову ставку до історичного мінімуму, проте в найбільш розвинутих державах вона ще до пандемії наближалася до нульового рівня, тому можливість зменшувати цю ставку мали фактично тільки окремі країни. Єврозона не переглядала ключову ставку в період пандемії (збережена на нульовому рівні), так само як Швеція та Болгарія. Від'ємні ключові ставки залишаються у Швейцарії й Данії. Вибірка країн Східної Європи відображає доволі хаотичний розкид у значеннях інфляції та ключової ставки (табл. 1).

Таблиця 1. Ключова ставка органів монетарної політики та її співвідношення з інфляцією в окремих країнах Східної Європи у 2020 р.

Країна	Ключова ставка	Зміна, в. п.	Інфляція станом на вересень 2020 р.	Ключова ставка / інфляція
Чехія	0,25	-0,75	3,20	7,81
Угорщина	0,60	-0,15	3,40	17,65
Польща	0,10	-0,40	3,00	3,33
Росія	4,25	-0,25	4,00	106,25
Білорусь	7,75	-0,25	6,10	127,05
Болгарія	0	-0,01	0,90	0
Молдова	2,65	-0,10	2,30	115,22
Румунія	1,50	-0,25	2,50	60,00
Сербія	1,25	-0,25	1,80	69,44
Україна	6,00	-2,00	2,60	230,77

Складено за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com>; Inflation Rate / Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

Таблиця 2. Група країн, де ключова ставка у 2020 р. істотно перевищує темпи інфляції

Країна	Ключова ставка	Зміна, в. п.	Інфляція станом на вересень 2020 р.	Ключова ставка / інфляція
Йорданія	2,50	-1,00	0,10	2500,00
Тринідад і Тобаго	3,50	-1,50	0,60	583,33
Південна Корея	0,50	-0,25	0,10	500,00
Монголія	8,00	-1,00	1,70	470,59
Вірменія	4,25	-0,25	1,30	326,92
Мозамбік	10,25	-1,00	3,20	320,31
Індонезія	4,00	-0,25	1,44	277,78
Єгипет	8,75	-0,50	3,70	236,49
Україна	6,00	-2,00	2,60	230,77
Китай	3,85	-0,20	1,70	226,47
Азербайджан	6,50	-0,25	2,90	224,14
Грузія	8,00	-0,25	3,80	210,53
Ботсвана	3,75	-0,50	1,80	208,33

Складено за Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com>; Inflation Rate / Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

Співвідношення ключової ставки та інфляції істотно різняться по країнах: у одній групі (до якої входить Україна) ця ставка значно перевищує темпи інфляції (табл. 2), у другій – навпаки, інфляція набагато більша від ключової ставки, у третій – показники наближені один до одного (рис. 1, 2).

Питання незалежності центробанків набуло нового звучання у зв'язку з масштабними операціями ЄЦБ та ЦБ Західної Європи з придбання суверенних облігацій. Показовим є рішення Федерального конституційного суду Німеччини від 05.05.2020, яке стосується монетарної політики ЄЦБ [25]. Останній не зміг обґрунтувати програму придбання активів, започатковану в 2015 р. Закупівлі перевищили 2 трлн євро облігацій державного боргу. Ця судова справа важлива не лише для Європи, оскільки ЄЦБ є другим за значимістю центробанком у світі, а глобальна фінансова стабільність залежить від стабільності єврозони. Суд відходить від традиції довіряти монетарну політику незалежному ЦБ, котрий повинен забезпечувати стабільність цін. Він пригрозив заборонити ЦБ Німеччини брати участь у схемі викупу облігацій ЄЦБ, яка є неприпустимою згідно з Конституцією країни. Це рішення викликало незадоволення з боку Європейського суду, який вважає такі питання сферою своєї компетенції. На думку заступника керуючого ЄЦБ, політика цього банку підпорядковується виключно Суду Європейського Союзу і підзвітна Європейському парламенту, а Бундесбанк співпрацює з Федеральним урядом Німеччини та Бундестагом [26].

Експерти висловлюють занепокоєння, оскільки рішення Федерального конституційного суду Німеччини стосується не тільки відносин Німеччини з ЄЦБ та Судом ЄС, а й конституційних засад монетарної політики [27].

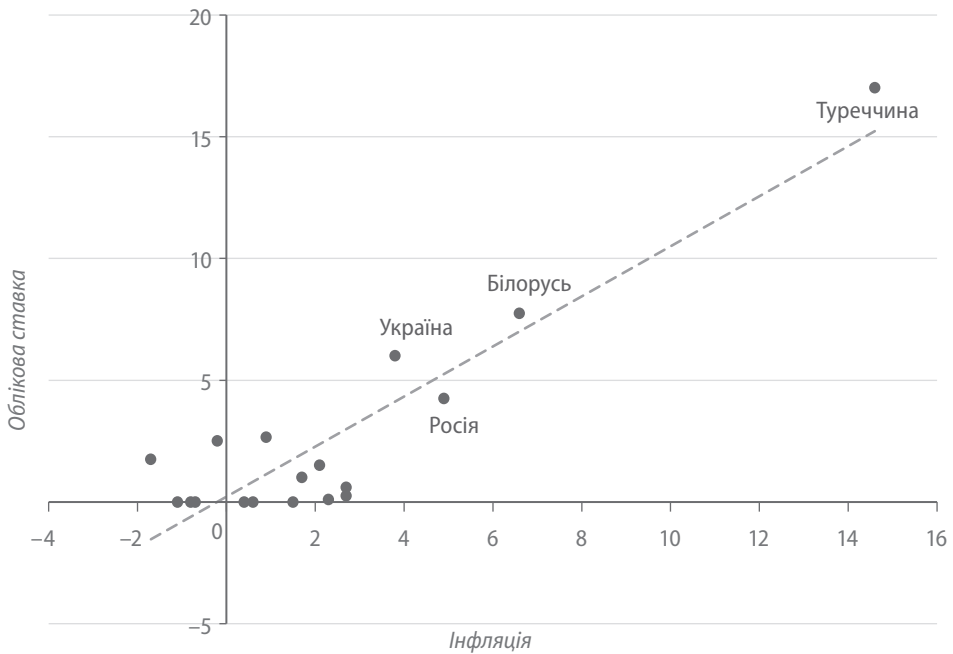


Рис. 1. Розподіл країн за рівнем ключової ставки та інфляції у 2020 р., %

Складено за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com>; Inflation Rate / Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

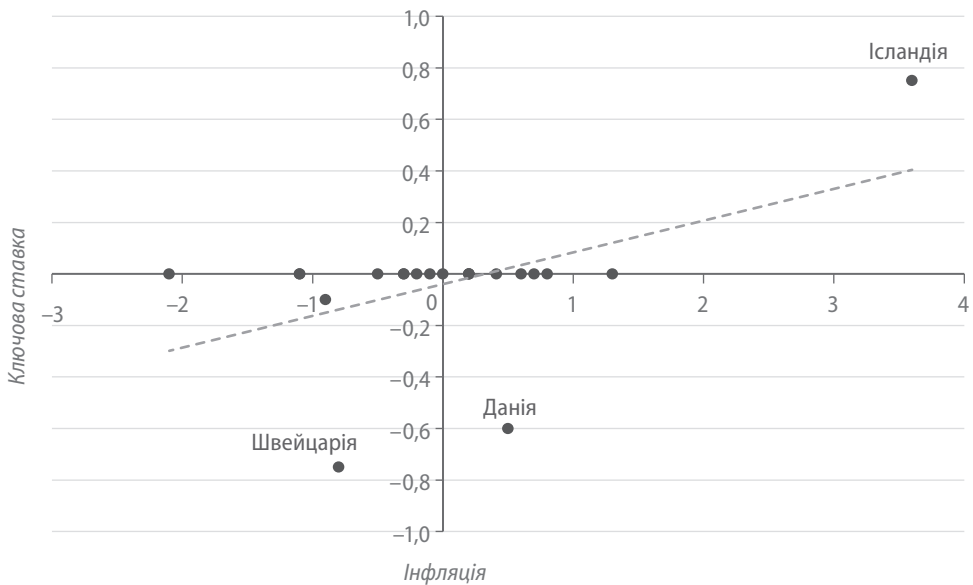


Рис. 2. Розподіл країн G-20 за рівнем ключової ставки та інфляції (без урахування Аргентини й Туреччини) у 2020 р., %

Складено за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com>; Inflation Rate / Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

Відповідно до поглядів фахівців, потрібна незалежність центробанку, аби гарантувати, що над монетарною політикою не домінуватиме ситуативна економічна політика. Вимоги суду підривають як виключну прихильність ЦБ стабільності цін, так і його незалежність, що має шкідливі наслідки не лише для ЄЦБ, а й для Бундесбанку та стабільності євро.

Оскільки німецький суд фактично не має юрисдикції над ЄЦБ, рішення було винесено проти уряду, котрий, як було встановлено, не виконав свого обов'язку захищати позивачів у суді від надмірної політики ЄЦБ. Закликаючи ЄЦБ обґрунтувати свою політику, німецький суд ставить під сумнів доцільність незалежності центробанку – ЄЦБ переступає межу між монетарною та економічною політикою. Суд фактично визнає епохальну зміну в політиці ЦБ: відбувається не просто перехід від монетарної до економічної політики, а від моделі центробанку, чиїм завданням є стримування інфляції, до ЦБ, чия діяльність полягає у запобіганні дефляції. Тобто ЦБ з вузькою політичною метою замінює установа, котра вживає заходи на підтримку всієї фінансової системи.

Про рівень незалежності ЦБ може свідчити також його частка у загальній масі державних цінних паперів в обігу. Як показує табл. 3, незважаючи на системну кризу, викликану пандемією, НБУ у 2020 р. стабілізував портфель облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП), а в березні навіть скоротив вкладення майже на 1 млрд грн. Тобто “антикризовий” (додатковий) викуп державних цінних паперів Нацбанк не проводить, що ми пов'язуємо з відсутністю потреби в підтримці ліквідності ринку. Разом із тим, оскільки частка НБУ є такою значною, він реально претендує на роль основного кредитора Уряду. Якщо додати портфель ОВДП, котрим володіють державні банки (на кінець жовтня 2020 р. 362 млрд грн, або 82 % загального портфеля банківської системи), то виникає дуже висока концентрація

Таблиця 3. ОВДП, що перебувають у обігу, за сумою основного боргу за період із 3 січня по 2 листопада 2020 р.

Дата	Сума, млн грн	Обсяг ОВДП у портфелі НБУ, млн грн	Частка НБУ, %
02.11	887 356	324 567	37
01.10	872 132	324 567	37
01.09	859 169	324 567	38
03.08	872 459	324 567	37
01.07	874 947	324 567	37
01.06	882 568	324 567	37
04.05	845 624	324 567	38
01.04	847 923	324 567	38
02.03	808 419	325 517	40
03.02	814 428	332 365	41
03.01	822 749	337 065	41

Складено на основі розрахунків за: Дані статистики фінансового сектору / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>.

державних інвесторів. Окрім того, кредитами рефінансування Нацбанк стимулює придбання ОВДП, котрі слугують заставою.

Станом на 1 листопада 2020 р. частка коштів НБУ в загальних зобов'язаннях банківської системи становила лише 2 %, а в найбільших банків-позичальників вона не перевищувала 10 %. При цьому таке фінансування надавалося здебільшого під заставу ОВДП, а не кредитних портфелів. Тобто вплив рефінансування на вартість ресурсної бази банківської системи можна вважати помірним. До речі, Нацбанк через механізм рефінансування банків стимулює інвестиції в державні цінні папери, насамперед державних банків, а не кредитування реального сектору економіки, про що яскраво свідчить табл. 4.

Аналіз кредитів, наданих НБУ у 2020 р., показує: державні банки, насамперед АТ “Укресімбанк”, більшу частину рефінансування отримують під заставу ОВДП. Це підтверджує тезу про те, що Нацбанк реально претендує на роль основного кредитора Уряду.

Розмежування уряду і ЦБ (ми називаємо це принципом невтручання в політику одне одного), фіскальної й монетарної політики справді стимулює кожного такого суб'єкта контролювати та дисциплінувати іншого. Цілком слушно в цьому контексті є пропозиція А. Карстенса: по-перше, забезпечити фіскальну стійкість, інакше ймовірна думка, нібито державний борг може бути надмірним, а найпряміший шлях до фіскальної стійкості полягає в збільшенні потенціалу зростання; по-друге, політика центробанків повинна зосереджуватися на підтриманні макроекономічної стабільності [6]. Він нагадує, що заходи ЦБ мають відповідати їхнім мандатам, зокрема стосовно підтримання цінової та фінансової стабільності. Рекомендується уникати прямого фінансування дефіциту державного бюджету. Згодом природну межу між фіскальною й монетарною політикою потрібно буде повністю відновити, аби зберегти довіру до ЦБ.

Згідно з чинною редакцією Закону України “Про Національний банк України”, головна мета банківського регулювання і нагляду – безпека та фінансова стабільність банківської системи, захист інтересів вкладників і кредиторів, а фінансова стабільність – це стан фінансової системи, в котрому вона здатна належним чином забезпечити можливість ефективно виконувати свої ключові функції, такі як фінансове посередництво та забезпечення здійснення платежів, і, відповідно, сприяти стійкому економічному зростанню, а також протистояти негативному впливу кризових явищ на економіку [28].

В умовах системної світової кризи зростає потреба в розширенні мандату ЦБ за рахунок участі в програмах антикризових заходів, що передбачає активнішу взаємодію з урядом. Однак це не означає, ніби центробанк повинен поступатися своїм статусом незалежного органу монетарної політики.

Коли виникає загроза макроекономічної нестабільності в конкретній країні, а тим більше на глобальному рівні, правлячі кола примушують ЦБ і уряд тісніше координувати свою діяльність, повертаючись до протекціонізму. МВФ попереджає, що деякі політики прагнуть стимулювати швидке

Таблиця 4. Кредити, надані Національним банком України на строк понад 30 календарних днів за квітень – грудень 2020 р.

Банк	Сума, надана банкам, млн грн	Дата рішення	Надано кредитів за місяць, млн грн	У т. ч. державним банкам, млн грн	Частка державних банків у загальному обсязі рефінансування, %
У грудні			20 326,2	9 500,0	47
АТ "Ощадбанк"	8 000	18.12			
АТ "Укрексімбанк"	1 000	11.12			
	500	04.12			
У листопаді			17 715,4	10 757,8	61
АТ "Укрексімбанк"	10 758	13.11			
У жовтні	338		6 235,9	338,0	5
		09.10		338,0	
У вересні			2 168,5	515,0	24
АТ "Укрексімбанк"	515	11.09		515,0	
У серпні	2 898		6 739,7	2 898,0	43
		14.08			
У липні			8 124,2	1 200,0	15
АТ "Ощадбанк"	1 200	03.07			
У травні			4 406,6	0	0
У квітні			6 447,6	6 000,0	93
АТ "Укрексімбанк"	6 000	30.04			

Джерело: Кредити, надані Національним банком на строк більше 30 календарних днів / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/markets/loans-over-30-days>.

зростання, однак безвідповідальна політика центробанку врешті-решт призводить до високої інфляції, нестабільності валютного курсу, проблем у фінансовому секторі, низьких темпів економічного поступу й високого рівня безробіття [1]. На наш погляд, така теза робить акцент на відповідальності ЦБ, але не враховує необхідності проведення особливої монетарної політики в умовах кризової ситуації в Україні, коли на тлі зниження інфляції економіка опинилася у стані стагнації. Доречно нагадати, що головний мандат центробанків полягає в підтриманні як цінової, так і фінансової стабільності, а також сприянні макроекономічній стабільності. Після глобальної фінансової кризи ЦБ провідних країн світу регулярно виходять за межі своїх повноважень, і не в порядку винятку, а на невизначений час.

Окремі вчені пропонують розширити мандат ЦБ за умови однозначного збереження його незалежності. Так, В. Ю. Дудченко констатує, що сучасний період характеризується розширенням мандату центробанку, підкріпленням його статусу принципами й механізмами підзвітності та прозорості діяльності досліджуваних установ [5].

П. Такер, науковець із Гарвардського університету (США), розглядає пропозицію про перегляд мандату ЦБ як спробу підірвати його незалежність. Він вважає, що вжиті заходи є надзвичайними, тому згодом центробанк має повернутися до докризового статусу, хоч і з удосконаленим мандатом. На його думку, ЦБ повинен перейматися тільки стабільністю монетарної системи, а не розв'язувати всі проблеми суспільства [12]. Ми не можемо погодитися з такою позицією та переконані: серія системних і структурних криз вимагає критичного перегляду статусу ЦБ у фінансовій інфраструктурі під кутом зору ефективної координації фіскальної й монетарної політики, його підзвітності та впливу на економічне зростання.

Мандат ЦБ не повинен обмежуватися ціновою стабільністю. Фінансова стабільність є надзвичайно важливою, проте фінансовий сектор не може функціонувати ізольовано від реального сектору економіки. Повільне зростання останньої або спад в умовах пандемії, нерівність і безробіття є причинами багатьох соціальних негараздів. Подолання цих проблем потребує колосальних державних асигнувань, а це призведе до нарощення державного боргу, що можна виправдати лише позитивною економічною динамікою. Крім того, суспільство стикається із серйозними екологічними проблемами, розв'язання котрих вимагає сталого фінансування.

Показовим є приклад Резервного банку Нової Зеландії, який одним із найперших у світі серед ЦБ прийняв таргетування інфляції. Однак після внесення поправки до закону про цей банк у 2018 р. він також першим відмовився від інфляційного націлювання. Тепер Комітет з монетарної політики відповідає за новий подвійний мандат: підтримувати низьку та стабільну інфляцію споживчих цін і максимально можливу сталу зайнятість [29].

Дж. О'Нілл, колишній міністр фінансів Великобританії, визнає: після багаторічної стабільно низької інфляції, стрімкого зростання ЦБ більше не можуть виправдовувати режим монетарної політики, спрямований на за-

безпечення стабільності цін. Аби посилити відновлення після пандемії коронавірусу, вони повинні змінити механізм, встановивши таку політичну мету, котра насправді має певне значення для реальної економіки [30]. Досвід розвинутих країн показує, що проведення політики кількісного пом'якшення може загрожувати фінансовій безпеці, оскільки змінює й істотно збільшує баланс ЦБ. Маючи портфель різноманітних за ризиком дефолту облігацій, такий банк потрапляє в залежність від емітентів, чиї борги він купує (до суверенних боргів додаються корпоративні облігації), при цьому багато хто з них і далі перебуває у стресі. Тож тим самим центробанк наражається на високий ризик збитків унаслідок дефолту емітентів. Для України, яка не має повноцінного фондового ринку, коло фінансових інструментів обмежене державними цінними паперами. Тому концентрація вкладень ЦБ істотно вища в частині інвестицій у ОВДП. Нова проблема для центробанків постане після закінчення пандемії через негативні ефекти масштабних фіскальних стимулів. У фінансовому плані спадщина кризи, спричиненої COVID-19, обтяжить суспільство гігантськими боргами, й загальним викликом для ЦБ буде механізм управління портфелем придбаних фінансових інструментів.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Завдання ЦБ повинні полягати у сприянні макроекономічній та забезпеченні фінансової й цінової стабільності (саме її монетарної складової, яка безпосередньо залежить від політики регулятора). Для забезпечення цього видається доречним підвищити достовірність вимірювання індексу інфляції. Ми підтримуємо концепцію дуалізму цілей центробанку, а саме поєднання таргетування інфляції та зростання ВВП, котре в результаті сприяє зниженню безробіття, шляхом використання широкого спектра інструментів монетарної політики.

Під час пандемії коронавірусу ЦБ вживали різноманітні антикризові заходи, що дали можливість у короткочасному горизонті стабілізувати ситуацію на ринку. Разом із тим у процесі здійснення цих заходів виникла загроза домінування фіскальної політики над монетарною. З метою захисту незалежності центробанку та забезпечення довіри до нього в майбутньому необхідно докласти зусиль, аби уникнути втручання уряду й політиків у його діяльність.

Підтримуючи ідею збереження незалежності та розширення мандату ЦБ, вважаємо за доцільне запобігти його перетворенню на фінансового монстра за розміром активів і наслідками для фінансового й реального секторів економіки. Антикризові заходи можуть як позитивно, так і негативно вплинути на банківський сектор та національну економіку. Отже, є потреба в розробленні процедури колегіального прийняття рішень з монетарної політики та підзвітності центробанку парламентові, яка має передбачати чіткі підходи (критерії, незалежні оцінки) до аналізу ефективності такої політики. У зв'язку з цим пропонуємо вивести Комітет з монетарної політики за рамки організаційної структури ЦБ. На нашу думку, в його складі повинен

дотримуватися “баланс сил” із представництвом зацікавлених сторін: з одного боку, державних посадовців (керівників центробанку й відомств фінансово-економічного блоку уряду), з другого – авторитетних учених у сфері макроекономіки та монетарної політики.

Заслуговує на увагу наукової спільноти методологічне підґрунтя взаємодії ЦБ й уряду в розробленні та реалізації економічної політики, що не обмежуватиме його незалежності, а також статус колегіального органу з ухвалення рішень у рамках монетарної політики.

Список використаних джерел

1. Goesta Ljungman. Interview with Liga.net / IMF Resident Representative in Ukraine. 2020. July 9. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Countries/ResRep/UKR/interview-with-liga-july-9-2020.ashx>.
2. Дудченко В. Ю. Незалежність центральних банків: світові тенденції. *Науковий вісник Полісся*. 2019. № 2 (18). С. 177–183. URL: [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2019-2\(18\)-177-183](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2019-2(18)-177-183).
3. Савенкова В. Щодо питання про незалежність центрального банку. *Національний юридичний журнал: теорія і практика*. 2016. Квіт. URL: http://www.jurnaluljuridic.in.ua/archive/2016/2/part_1/17.pdf.
4. Сліпченко Т. О. Незалежність центрального банку в системі факторів фінансової стабільності. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2012. Вип. 1. Т. 2. С. 284–289.
5. Дудченко В. Ю. Характеристика досвіду зарубіжних країн у забезпеченні незалежності центральних банків. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2020. № 1 (67). С. 142–145. URL: <https://doi.org/10.32836/2521-666X>.
6. Carstens A. Countering Covid-19: The nature of central banks' policy response. *BIS*. 2020. May 27. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp200527.htm>.
7. Kern A., Seddon J. The Political Economy of Independent Central Banks. 2020. September 4. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3687144>.
8. The case for central bank independence / R. Dall'Orto Mas, B. Vonessen, C. Fehlker, K. Arnold. *ECB Occasional Paper Series*. 2020. No. 248. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op248~28bebb193a.en.pdf>.
9. Masciandaro D. COVID-19 Helicopter Money, Monetary Policy and Central Bank Independence: Economics and Politics. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*. 2020. No. 137. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3583466>.
10. Верченко О. Уряд та центральний банк: незалежні гравці однієї команди. *Економічна правда*. 2020. 13 трав. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/05/13/660453/>.
11. Рашкован В. Незалежність центральних банків, або як не допустити політизації монетарної політики. *Експертна платформа*. 2019. 6 червня. URL: https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0072.html.
12. Tucker P. On Central Bank Independence. 2020. May. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/05/paul-tucker-unelected-power-on-central-bank-independence.htm>.
13. Clift J. Monetary Policy and Financial Stability. 2014. July 2. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF076/21635-9781498346511/21635-9781498346511/ch03.xml?language=en&redirect=true>.

14. Kunaedi A., Darwanto D. Central Bank Independence and Inflation: The Matters of Financial Development and Institutional Quality. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*. 2020. Vol. 9, No. 1. P. 1–14. URL: <http://dx.doi.org/10.15408/sjie.v9i1.12899>.
15. Sobel M. The misnomer of central bank independence. 2020. April 30. URL: <https://www.omfif.org/2020/04/the-misnomer-of-central-bank-independence/>.
16. Restoy F. Central banks and financial stability: A reflection after the Covid-19 outbreak. *FSI Occasional Papers*. 2020. No. 16. URL: <https://www.bis.org/fsi/fsipapers16.htm>.
17. Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*. 1992. Vol. 6, No. 3. P. 353–398. URL: <https://doi.org/10.1093/wber/6.3.353>.
18. Küpfer M. The Politicization of Monetary Policy – Revisiting Central Bank Independence in the Light of the Current Political Climate. 2020. October 31. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3736233>.
19. Culverhouse S. Themes: The decline and fall of central bank independence. *Tellimer Research*. 2020. November 24. URL: <https://tellimer.com/article/the-decline-and-fall-of-central-bank-independ>.
20. Dreher A., Sturm J.-E., de Haan J. Does high inflation cause central bankers to lose their job? Evidence based on a new data set. *European Journal of Political Economy*. 2008. Vol. 24, Iss. 4. P. 778–787. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.04.001>.
21. Binder C. Political Pressure on Central Banks. 2018. September 4. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3244148>.
22. НБУ не гарантує перерахування 45 млрд грн до бюджету. *Фінансовий клуб*. 2020. 13 листоп. URL: <https://finclub.net/ua/news/nbu-ne-harantuie-pererakhuvannia-45-mlrd-hrn-do-biudzhetu.html>.
23. Hardy D. IMF must defend reform in Ukraine – Gontareva. *Central Banking*. 2020. July 6. URL: <https://www.centralbanking.com/central-banks/governance/7651851/imf-must-defend-reform-in-ukraine-gontareva>.
24. Kamer A. Teetering Independence of Ukraine's Central Bank Tests a Key I.M.F. Demand. *New York Times*. 2020. July 2. URL: <https://www.nytimes.com/2020/07/02/world/europe/ukraine-imf-central-bank-corruption.html>.
25. Headnotes to the Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 / Federal Constitutional Court. URL: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html.
26. Mersch Y. In the spirit of European cooperation. *BIS*. 2020. July 2. URL: <https://www.bis.org/review/r200715d.htm>.
27. The Independence of the Central Bank at Risk / P. Bofinger, M. Hellwig, M. Hüther et al. 2020. June 2. URL: <https://www.bruegel.org/2020/06/the-independence-of-the-central-bank-at-risk/>.
28. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.
29. Orr A. In service to society: New Zealand's Revised Monetary Policy Framework and the Imperative for Institutional Change. 2019. March 29. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2019/speech2019-03-29>.
30. O'Neill J. It's Time to Target Nominal GDP. *Project Syndicate*. 2020. May 5. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05?barrier=accesspaylog>.

References

1. IMF Resident Representative in Ukraine. (2020, July 9). *Goesta Ljungman. Interview with Liga.net*. Retrieved from <https://www.imf.org/-/media/Files/Countries/ResRep/UKR/interview-with-liga-july-9-2020.ashx>.
2. Dudchenko, V. Yu. (2019). Central Bank Independence: World Tendencies. *Scientific Bulletin of Polissia*, 2 (18), 177–183. DOI: 10.25140/2410-9576-2019-2(18)-177-183 [in Ukrainian].
3. Savenkova, V. (2016, April). On the issue of central bank independence. *National Legal Journal: Theory and Practice*. Retrieved from http://www.jurnaluljuridic.in.ua/archive/2016/2/part_1/17.pdf [in Ukrainian].
4. Slipchenko, T. O. (2012). Independence of the central bank in the system of factors of financial stability. *Theoretical and practical aspects of economics and intellectual property*, 1 (2), 284–289 [in Ukrainian].
5. Dudchenko, V. (2020). Characteristics of foreign countries' experience in central bank independence ensuring. *Scientific View: Economics and Management*, 1 (67), 142–145. DOI: 10.32836/2521-666X [in Ukrainian].
6. Carstens, A. (2020, May 27). Countering Covid-19: The nature of central banks' policy response. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/speeches/sp200527.htm>.
7. Kern, A., & Seddon, J. (2020, September 4). *The Political Economy of Independent Central Banks*. DOI: 10.2139/ssrn.3687144.
8. Dall'Orto Mas, R., Vonessen, B., Fehlker, C., & Arnold, K. (2020). The case for central bank independence. *ECB Occasional Paper Series*, 248. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op248~28bebb193a.en.pdf>.
9. Masciandaro, D. (2020). COVID-19 Helicopter Money, Monetary Policy and Central Bank Independence: Economics and Politics. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, 137. DOI: 10.2139/ssrn.3583466.
10. Verchenko, O. (2020, May 13). Government and central bank: independent players of one team. *Economic truth*. Retrieved from <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/05/13/660453/> [in Ukrainian].
11. Rashkovan, V. (2020, June 6). Independence of central banks, or how to prevent the politicization of monetary policy. *Expert platform*. Retrieved from https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0072.html [in Ukrainian].
12. Tucker, P. (2020, May). *On Central Bank Independence*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/05/paul-tucker-unelected-power-on-central-bank-independence.htm>.
13. Clift, J. (2014, July 2). *Monetary Policy and Financial Stability*. Retrieved from <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF076/21635-9781498346511/21635-9781498346511/ch03.xml?language=en&redirect=true>.
14. Kunaedi, A., & Darwanto, D. (2020). Central Bank Independence and Inflation: The Matters of Financial Development and Institutional Quality. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 9 (1), 1–14. DOI: 10.15408/sjie.v9i1.12899.
15. Sobel, M. (2020, April 30). *The misnomer of central bank independence*. Retrieved from <https://www.omfif.org/2020/04/the-misnomer-of-central-bank-independence/>.
16. Restoy, F. (2020). Central banks and financial stability: A reflection after the Covid-19 outbreak. *FSI Occasional Papers*, 16. Retrieved from <https://www.bis.org/fsi/fsipapers16.htm>.
17. Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6 (3), 353–398. DOI: 10.1093/wber/6.3.353.

18. K pfer, M. (2020, October 31). *The Politicization of Monetary Policy – Revisiting Central Bank Independence in the Light of the Current Political Climate*. DOI: 10.2139/ssrn.3736233.
19. Culverhouse, S. (2020, November 24). Themes: The decline and fall of central bank independence. *Tellimer Research*. Retrieved from <https://tellimer.com/article/the-decline-and-fall-of-central-bank-independ>.
20. Dreher, A., Sturm, J.-E., & de Haan, J. (2008). Does high inflation cause central bankers to lose their job? Evidence based on a new data set. *European Journal of Political Economy*, 24 (4), 778–787. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2008.04.001.
21. Binder, C. (2018, September 4). *Political Pressure on Central Banks*. DOI: 10.2139/ssrn.3244148.
22. Financial club. (2020, November 13). *The NBU does not guarantee the transfer of UAH 45 billion to the budget*. Retrieved from <https://finclub.net/ua/news/nbu-ne-harantuie-pererakhuvannia-45-mlrd-hrn-do-biudzhetu.html> [in Ukrainian].
23. Hardy, D. (2020, July 6). IMF must defend reform in Ukraine – Gontareva. *Central Banking*. Retrieved from <https://www.centralbanking.com/central-banks/governance/7651851/imf-must-defend-reform-in-ukraine-gontareva>.
24. Kamer, A. (2020, July 2). Teetering Independence of Ukraine’s Central Bank Tests a Key I.M.F. Demand. *New York Times*. Retrieved from <https://www.nytimes.com/2020/07/02/world/europe/ukraine-imf-central-bank-corruption.html>.
25. Federal Constitutional Court. (2020, May 5). *Headnotes to the Judgment of the Second Senate*. Retrieved from https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html.
26. Mersch, Y. (2020, July 2). In the spirit of European cooperation. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/review/r200715d.htm>.
27. Bofinger, P., Hellwig, M., H ther, M., Schnitzer, M., Schularick, M., & Wolf, F. (2020, June 2). *The Independence of the Central Bank at Risk*. Retrieved from <https://www.bruegel.org/2020/06/the-independence-of-the-central-bank-at-risk/>.
28. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *About the National Bank of Ukraine* (Law No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> [in Ukrainian].
29. Orr, A. (2019, March 29). *In service to society: New Zealand’s Revised Monetary Policy Framework and the Imperative for Institutional Change*. Retrieved from <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2019/speech2019-03-29>.
30. O’Neill, J. (2020, May 5). It’s Time to Target Nominal GDP. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05?barrier=accesspaylog>.