

## ЧИ ПРИРЕЧЕНА НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ В ДОБУ ПОПУЛІЗМУ? СУВЕРЕНІЗМ VS ЯКІСТЬ ІНСТИТУТІВ

Віктор Козюк

Західноукраїнський національний університет  
ORCID: [0000-0002-5715-2983](https://orcid.org/0000-0002-5715-2983)

<https://doi.org/10.36169/2227-6068.2021.01.00013>

**Анотація.** Посилення популістських рухів останнім часом підвищує тиск на незалежність центробанків. Така незалежність ще задовго до глобальної фінансової кризи стала універсальним принципом та критерієм оцінки якості інститутів макроекономічної політики та врядування. Втім, її фактичне підтримання спирається на верховенство права та баланси стримувань і противаг. В статті показано, що суверенізм як форма популізму демонструє «невдоволення» незалежністю центробанків, але не має з даним універсальним принципом парадигмального конфлікту тою мірою, якою це властиве лівому популізму. Основна причина цього – сучасна монетарна політика реалізується відповідно до принципу пріоритету внутрішньої рівноваги (чи то в аспекті встановлення процентних ставок, чи то в аспекті нагромадження валютних резервів). Однак, це не означає, що універсалізм незалежності монетарних органів не є під ризиком. Розрив у глибині реформ центробанків та прогресі верховенства права створюють базову інституціональну передумову для подальшого тиску на центробанки з боку популістів. А звуження простору економічної політики актуалізують цю проблему в сучасних реаліях. Тим не менше, в статті стверджується, що здатність до виживання універсального принципу незалежності центробанків обумовлена тим, на скільки далеко суверенізм готовий зайти в руйнуванні верховенство права, приймаючи до уваги вплив цього на суспільний добробут.

**Ключові слова:** незалежність центральних банків, популізм, суверенізм, верховенство права, якість інститутів, цінова стабільність, валютні резерви

### Вступ

Від глобальної фінансової кризи до корона-кризи пройшло майже десять років. За цей час центробанки опинилися в сильному полі протилежних тенденцій. З одного боку, закладені ще у 1990-х структурні зміни та подальша інституціоналізація їхньої незалежності запобігають радикальному перегляду їхнього позиціонування в політико-економічних координатах. Незалежність центробанків стала універсальним виміром якості врядування та ефективності економічної політики. Згідно з Родріком (Rodrik 1999), інститути макроекономічної стабільності (у вигляді незалежності центробанків) – такі ж невід’ємні складові структурних реформ, як й інститути регулювання, гарантування прав власності, соціального страхування, розв’язання конфліктів, завдяки яким вдається досягати стійких темпів економічного зростання. З іншого боку, саме центробанки опинились під тиском наростаючої хвилі популізму.

Монетарним інституціям знайомий досвід опозиції до популістичних рухів. Що відрізняє цей досвід від розгортання політичних змін в напрямку атаки на незалежність центробанків в багатьох країнах? Історично відомий, або традиційний лівий популізм латиноамериканського типу, макроекономічний вимір якого добре описаний в літературі (див., наприклад Dornbusch & Edwards 1991), значно трансформувалася під впливом глобалізації. Більше того, саме із глобалізацією асоціюють появу правого популізму. А сама політико-економічна орієнтація популістських рухів значно ускладнилась. Як лівий, так і правий популізм репрезентують «невдоволення глобалізацією» і кожен згідно свого бачення просуває наратив сильної держави. Виглядає, що попередня глобалізація принципу незалежності центробанку в сьогоденному популістичному контексті означає «невдоволення незалежністю». Нещодавній універсалізм опинився під ризиком тиску з боку «національної специфіки», яку часто сповідують обидва крила популізму.

Центральні банки опинились в ситуації багатовимірного виклику з боку таких змін у політичному порядку денному. І ліве, і праве «невдоволення глобалізацією» передбачають зміни в балансі між ринковими і етатичними силами. Відновлення здатності уряду до проведення «суверенної економічної політики» потребує щільнішого контролю за монетарною владою. Збереження електоральної переваги задля втілення нестандартних економічних ідей затребує контроль над грошовою пропозицією, незалежно від того, чи це фінансування запитів держави добробуту, чи це компенсація браку конкурентоздатності в рамках «промислової політики». Чинні стримування та протидія виглядають застарілими лаштунками, за якими приховується спокуса легкого наступу на монетарну автономію. І на решті, центробанки часто вважаються проявом панування глобальної космополітичної еліти, «відірваної» від потреб конкретних країн.

Багато в чому невизначеність щодо здатності універсального інституту незалежності центробанків вижити в добу суверенізму, що посилюється, коріниться в ряді змін, що відбуваються останнім часом. Підвищення незалежності центробанків впродовж останніх двох-трьох десятиліть призвело до підвищення їхньої компетентності та професіоналізму, які не одноразово ставали в нагоді при розв'язанні складних кризових ситуацій. Поява нових регуляторних практик (Базель III, макропруденційна політика) поставила питання про концентрацію влади в руках органу, що не підпадає під дію прямого демократичного представництва. Зростаюча могутність незалежних центробанків напряму пов'язана з їх здатністю будувати таку макроекономічну модальність, яка би адаптувала країну до зростаючої сили глобалізації і паралельно з цим підштовхувала уряди до структурних реформ в аналогічному напрямку. Невипадково, що здатність центробанків гарантувати кращий макроекономічний результат має місце за умов, що уряди проводять ліберально орієнтовану політику. Це тільки підсилило напругу довкола того, як повинна вписатись незалежність монетарних органів в нову політико-економічну реальність «невдоволення глобалізацією».

Корона-криза швидше за все тільки посилить зміщення економічних доктрин на користь суверенізму, привносячи в дискусію про незалежність центробанків

додатковий етичний підтекст, якому важко буде опонувати в рамках традиційного макроекономічного, ліберально орієнтованого дискурсу.

В статті обґрунтовується теза, що попередня тенденція до підвищення незалежності центробанків гальмується посиленням популізму. Якість інститутів виходить на передній план щодо здатності монетарних органів продовжувати залишатись носіями ряду універсалістських імпринтів, необхідних для ефективної реалізації політики цінової та фінансової стабільності. Роль інституціональних факторів тим більше зростає, коли формальне зміцнення незалежності центробанків відбувається швидше, ніж покращення верховенства права. Тобто монетарні органи опиняються під більш складним тиском, порівняно із випадками звичного лівого популізму латиноамериканського типу. Це, однак, не означає повну відмову від такої незалежності (феномен «сірої зони статусу кво» (Козюк 2015)), оскільки остання уможлиблює ефективну реалізацію монетарної політики, зорієнтовану на внутрішню рівновагу.

### Огляд літератури

Між популізмом і суверенізмом політичні науки встановлюють доволі щільний зв'язок. Наприклад, в Hague Centre for Strategic Studies (2017) суверенізм вважається формою популізму, або популістською формою відповіді на ті труднощі, з якими зіткнулися країни під впливом наростаючої глобальної інтеграції. Тобто суверенізм покликаний дати відповіді на питання, у який спосіб повинна бути переналаштована механіка реалізації економічної політики, відновлена автономія на застосування інструментів економічної політики та визначення її цілей у відповідь на ряд змін, які відбулися в глобальній економіці. Якщо глобалізація сприймається як сила, що суттєво обмежила площу маневру суверенної економічної політики, то популістське «невдоволення глобалізацією» напряду втілюється у ідеології суверенізму. Це стосується як глобального рівня інтеграційних процесів, так і специфічного європейського виміру, в рамках якого ЄС / зона євро представляються більш завершеним відбитком того, чим могла би бути глобальна економіка без обмежень на рух товарів та виробничих факторів (Mazzoleni 2019). Родрік (Rodrik 2020) також наголошує на тому, що хвиля популізму напряду пов'язана із глобалізацією та емпірично доводить це на прикладі аналізу розподілу голосів на президентських виборах в США у 2016 році. Він виділя чотири канали, за якими глобалізація заохочує популізм: торгівля, міграція та пошуки притулку, фінансова глобалізація, економічна беззахисність.

Фактично суверенізм стає певною формою правового популізму, або економічного націоналізму, запит на який посилився останнім часом. Хоча його особливістю є те, що його адепти часто стають провідниками досить здорової макроекономічної політики з поправкою на унезалежнення від зовнішніх сил як то глобальні ринки, глобальні тенденції, міжнародні зобов'язання (Colantone & Staning 2019). Емпіричний аналіз електоральних вподобань також підтверджує, що між сповільненням економічного зростання та збільшенням частки, що припадає на популістські партії, є зв'язок (Gerlach 2019). Це саме стосується проблеми зниженням добробуту після економічних потрясінь. Функе та інші (Funke et al 2016) констатують,

що після системних фінансових криз впродовж 1870–2014 років мала місце чітка тенденція до підвищення політичної невизначеності (звуження електоральної бази урядової більшості та поляризація суспільства), що супроводжувалась істотним посиленням право-популістських партій в урядових коаліціях. При цьому після так званих нормальних рецесій (не викликаних фінансовою кризою) не спостерігалось подібного ухилу у бік суверенізму. Також Родрік (Rodrik 2020) наводить узагальнення емпіричних розвідок на тему зв'язку між економічними шоками і змінами суспільних уподобань на користь популізму.

В літературі сформувався відносно усталений консенсус щодо того, якими рисами наділений популізм (див., наприклад, Inglehart & Norris 2016; Mudde & Rovira Kaltwasser 2017): протиставлення «народу та еліти»; спекуляція довкола причин соціального розшарування та віднайдення «цапа відбувала»; короткостроковість економічної платформи; підрив демократичних інститутів через руйнацію систем стримування і противаг; моралізаторських дискурс. Незважаючи на загальність та хрестоматійність такого визначення, відштовхуючись від нього, можна знайти кореляти у релевантній літературі щодо незалежності центробанків. Це особливо важливо в світлі нетотожності поглядів на макроекономіку лівих і правих течій.

Ньян та Машандро (Gnan & Masciandaro 2020) дають досить влучну ідентифікацію таких відмінностей. Лівому популізму властиве економічне кейнсіанство щодо стимулювання сукупного попиту, зайнятості і зростання, підвищення соціальних стандартів (в номінальному виразі) ціною монетарної стабільності та стійкості публічних фінансів. Перерозподіл (протиставлення еліти і народу) та акцент на експансії сукупного попиту (протиставлення вигод у короткостроковому періоді вигодам у довгостроковому періоді) є ключовими моментами. Правому популізму властиве більш тонке поєднання макроекономічної виваженості, економічного націоналізму та «покладання на власні сили». Завдяки цьому з'являється протиставлення короткострокових вигод на національному рівні та довгострокових вигод від участі в глобальному обміні. Можна виділити наступні виміри дефініції популізму (включно з суверенізмом) в екстраполяції на центробанки.

По-перше, це – протиставлення «вільним ринкам». Гудгарт та Ластра (Goodhart & Lastra 2017) дають більш функціональне визначення популізму як «базову незгоду з центральною ліберальною догмою стосовно того, що вільне переміщення праці, капіталів, товарів та послуг між країнами в загальному є вигідним та бажаним у майже усіх випадках». Даний акцент є вкрай важливий, приймаючи до уваги, що ряд досліджень пов'язує підвищення рівня незалежності центробанків в багатьох країнах саме з посиленням процесів глобалізації (Jacome 2001; Jacome & Vazquez 2005). Іншими словами, для того, щоб протистояти зростаючій силі глобальної мобільності капіталів потрібно не просто реалізовувати політику макроекономічної стійкості, а гарантувати, що вона буде спиратись на безстроковий інституціональний фундамент. Також незалежність центробанків іде пліч о пліч зі зняттям обмежень на функціонування ринків, оскільки монетарні органи при реалізації політики цінової та фінансової стабільності повинні покладатись на ринкові інструменти, а між цілями політики не повинно бути конфлікту (BIS 2001; Lima et al 2003). Інакше, будь-які форми

репресії щодо ринків призводитимуть чи до утворення дисбалансів, чи до нагромадження алокаційних викривлень, несумісних з довгостроковою макрофінансовою стабільністю. Після Азійської кризи зміщення у бік плаваючих курсів як реакція на зростаючу мобільність капіталів також розглядалось як драйвер кращого вибору на користь політики цінової стабільності, що здійснюється незалежним центробанком (Obstfeld 2000).

По-друге, відбувається нівелювання «обмежень на політику» (policy constrains). Родрік (Rodrik 2018) констатує, що «відновлення влади народу» над економічною політикою є важливою ознакою популізму, який намагається нейтралізувати «обмеження на політику». Такі обмеження випливають з інститутів стримувань і противаг, міжнародних зобов'язань тощо. Центробанки є своєрідними монетарними гравцями з правом вето (monetary veto-players), які накладають суттєві обмеження на здатність урядів проводити експансіоністську політику (Bodea & Hicks 2014; Gnan & Masciandaro 2020). Так само незалежність центробанків є стандартною перепорою для фінансування надмірних соціальних зобов'язань, які потенційно ніколи би не були взяті за іншого характеру розподілу макроекономічної влади між регуляторами. Також незалежність центробанків має значення для стійкості політичних режимів. Бодає та інші (Bodea et al 2019) вказують, що здатність авторитарних режимів до виживання зумовлюється тим, наскільки центробанк створює монетарні обмеження для фіскальної експансії.

По-третє, це – підриг стримувань і противаг. Наприклад, Ровіра Кальтвасер (Rovira Kaltwasser 2018) констатує, що найбільша загроза популізму приховується не стільки у царині електоральної ефективності популістських ідей, скільки у тому, що він підриває основи ліберальної демократії, тим самим руйнуючі усталені стримування і противаги, внаслідок чого відкривається шлях до авторитаризму. В такому ракурсі можна побачити інтеграцію досліджень популістського тиску на центробанки з інституціональним аналізом їхньої незалежності. Наприклад, Мозер (Mosser 1999) та Кіфер і Стасваге (Keefer & Stasavage 2003) започаткували аналіз незалежності центробанків на предмет характеру розподілу повноважень між гілками влади. Вони показали, що чим більшою мірою влада є роззосередженою, чим більше є гравців з правом вето, тим більш незалежним буде центробанк. Даний висновок стосується не тільки формального розподілу влади, але і неформального, оскільки неформальні гравці з правом вето можуть мати більшу владу, ніж це передбачає політичний режим. Верховенство права є важливою передумовою фактичного розподілу влади відповідно до формального законодавства. Якщо формально в такому розподілі влади передбачається незалежність центробанку, то фактичні гарантії такої незалежності випливають з верховенства права, а не з неформальних домовленостей між елітами, яким може бути вигідною протилежна ситуація з автономією монетарних органів. Існують емпіричні свідчення, що антиінфляційна ефективність незалежних центробанків має місце там, де має місце високий рівень верховенства права. Тобто сам факт формальної незалежності не є виключною передумовою цінової стабільності (Hielscher & Markwardt 2012; Nurbayev 2017; Hayo & Voigt 2008; Eijffinger & Stadhouders 2003).

По-четверте, відбувається «повернення влади людям». Ейхенгрін (Eichengreen 2018) відзначає, що важливою ознакою популізму є апологія відновлення прямої «влади народу» і позбавлення такої влади «безособових сил», втілених у відносно усталених підходах до економічної політики. Центробанки найчастіше асоціюються з такими силами. З одного боку, існує давня традиція протиставлення незалежності монетарних органів та демократичного контролю. Монетарній політиці, що здійснюється незалежним центробанком, часто закидають брак легітимності, оскільки даний орган не є виборним напряму, тоді як економічна вага його рішень є значною. Окрім цього, якщо цілі щодо цінової стабільності є Парето-нейтральними, то монетарні інструменти вміщують перерозподільчу компоненту (наприклад, зміна процентних ставок по різному впливає на схильних до заощаджень і схильних до споживання, на боржників та кредиторів тощо, зміна обмінного курсу протилежно позначається на вигодах експортерів і імпортерів, вимоги до банківського капіталу захищають інтереси вкладників, але накладають додаткові зобов'язання на власників фінансових установ, операції з викупу активів більшою мірою позитивно впливають на власників таких активів тощо). І саме за цією компонентною відсутній контроль з боку суспільства напряму. Попри те, що проблема «браку легітимності» вирішується через політичний вибір та затвердження мандату (основного завдання), відповідь на питання про демократичний контроль знаходиться в площині відповідальності (підзвітності, accountability) центробанків (Lybeck 1998; Goodhart & Lastra 2017). Еволюція транспарентності центробанків також покликана нівелювати проблема «демократичного контролю», оскільки вона стає функціональним елементом верифікації дій центробанку на відповідність делегованому мандату. Дінсер та Ейхенгрін (Dincer & Eichengreen 2014) відзначають найбільший прогрес у царині транспарентності центробанків саме в демократичних країнах. З іншого боку, центробанки часто сприймаються як глобалізована космополітична еліта, закритий клуб високоосвічених інтелектуалів технократів, які сповідують спільні принципи, поділяють спільні ідеї, будують політику на засадах західної академічної науки, тим самим «відриваючись» від «національного контексту», завдяки чому стають об'єктом нападок (Rajan 2018).

Хоча цей підхід повністю вписується в рамки протиставлення «народу і еліти», йому бракує інституціональної ваги. Можна сказати, що подібний тип протиставлення є вигідним електоральним фетишем, що має певну соціально мобілізаційну синергію, щоправда зі слабким структурним виміром. Це не виключає, що у випадку, коли існують стійкі націоналістичні преференції у сфері політики, наслідки для центробанків виходитимуть за рамки звичної проблеми політичного бізнес-циклу. Наприклад, Агур (Agur 2019) вказує, що, якщо націоналізм є одним з проявів популізму, як це передбачають Інглгарт та Норріс (Inglehart & Norris 2016), то поділ країн за критерієм політичних преференцій мав би мати прямі наслідки до того, якими будуть преференції щодо рівня незалежності центробанків. Для країн з середніми та низькими доходами в цілому підтверджується обернений зв'язок між укоріненістю урядів з націоналістичною орієнтацією та рівнем незалежності центробанків (Agur (2019)). Тобто націоналістичний ухил урядів супроводжується побудовою такої системи розподілу влади, при якій рівень незалежності центробанків буде нижчим.

Посилення тиску на центробанки також відзначається в літературі. Такий тиск хоч і не є новим явищем, але відзначається рядом особливостей. Він має місце на тлі: вже усталеного принципу еквівалентності між незалежністю центробанків і якістю інститутів врядування; звуження простору монетарної політики (низькі реальні процентні ставки); підвищення заборгованості у світі. Саме з поширенням популізму торпедування незалежності центробанків як інституціонального принципу посилились, що відзначає Біндер (Binder 2019) в емпіричній роботі, побудованій на основі текстуального аналізу. Гудгарт та Ластра (Goodhart & Lastra 2017) та Боріо (Borio 2019) констатують, що атаки на глобалізацію з боку правих популістів, так само як і спроби підірвати баланси стримувань і противаг загрожуватимуть розхитуванню інституціонального фундаменту, на який спирається політика цінової та фінансової стабільності.

Виникає питання про те, наскільки попередні успіхи в реформах монетарних органів виступили прологом до сувереністичного наступу на їхню незалежність в світлі звуження простору економічної політики? Останні дві глобальні кризи продемонстрували, що попри зміни в окремих елементах макрофінансового менеджменту, здійснюваного центробанками, формуватиметься специфічна ситуація, коли не спостерігатиметься відвертих змін в рівнях їхньої незалежності, однак підвищення вразливості до криз та власне кризи спонукатимуть до більш гнучкої реакції на шоки під егідою відновлення фінансової стабільності (Козюк 2015). З іншого боку, якщо підвищення незалежності центробанків вважається стандартним пакетом структурних реформ, то факт їх реалізації ще не гарантує, що фактична якість інститутів підвищуватиметься так само швидко. Верховенство права швидше є проявом еволюційних інституціональних взаємодій соціальних акторів. А тому, формальні зміни рівня незалежності центробанків можуть суттєво випереджати фактичне зміцнення верховенства права. Кризи ж, у свою чергу, посилюють конфлікти, завдяки чому запит на зміцнення верховенства права може затьмарюватись короткостроковими вигодами від виведення центробанків з периметру мандату. Посткризові ухили у бік економічного націоналізму розширять зону перманентного конфлікту між незалежними центробанками та урядами, що прагнуть швидкого відновлення економіки в супереч можливостям, які могла би дати глобальна координація.

Відповідно, метою статті є обґрунтування позиції, згідно якої в умовах, коли підвищення незалежності центробанків в загальному випереджає зміцнення верховенства права, їх здатність реалізації ефективної монетарної політики дедалі сильніше залежатиме від інституціональних факторів, а суверенізм здатний до співіснування з незалежністю центробанків як з універсальним принципом тою мірою, якою вона є продовженням інституціональних рамкових умов монетарної політики, зорієнтованої на досягнення внутрішньої рівноваги чи то в аспекті цінової стабільності, чи то в аспекті нагромадження валютних резервів.

## **Формування універсального принципу незалежності центробанків та подальші ризики**

Що надає особливого драматизму посиленню політичного тиску на центробанки, засвідченого в ряді праць (Rajan 2018; Borio 2019; Binder (2019)? Впродовж 1990–2000-х років в монетарній політиці відбувся цілий набір структурних зрушень, які були націлені на довгострокову інституціональну перспективу. Такі зрушення були покликані: нейтралізувати передумови політично вмотивованих макроекономічних рішень; знизити вірогідність потрапляння центробанків під популістичний вплив; усунути ризики «захоплення регулятора». Вони стосувались інституціональних основ монетарної політики (підвищення незалежності центробанків) та технології її реалізації (інфляційне таргетування в розвинутих країнах та поступове формування консенсусу щодо поєднання інфляційного таргетування з нагромадженням валютних резервів в країнах з ринками, що формуються). В суто технічному плані особливістю даних змін з самого початку була націленість центробанків на пріоритет внутрішньої рівноваги.

Мандат на забезпечення цінової стабільності в сукупності з встановленням інфляційних цілей та ухваленням рішень щодо процентних ставок на основі очікуваних змін в динаміці цін та економічного зростання остаточно утвердили довгострокову тенденцію до того, що саме національні макроекономічні пріоритети мають перевагу. Формування ідеального типу ортодоксального центробанку за принципом «одне завдання – одна ціль – один інструмент» стало сильною відправною точкою верифікації того, як національні тенденції кореспондують з глобальними. Зниження та стабілізація інфляції в світі, зокрема, в багатьох країнах з ринками, що формуються, стали переконливим прикладом того, наскільки нові підходи в монетарній політиці дали результати. Попри те, що дана модель має широкі можливості по адаптації до національних умов, вона почала зазнавати відвертих викликів тільки після глобальної фінансової кризи. Ця криза породила нову хвилю дискусій про те, якими повинні бути інститути монетарної політики з точки зору фінансової стабільності, але не з точки зору пріоритету національних макроекономічних цілей. Особливості розгортання глобальних фінансових дисбалансів до 2008 року чітко засвідчили, що домінянти національно-центричної монетарної політики можуть іти в розріз із забезпеченням глобальної фінансової стабільності (Obstfeld & Rogoff 2002), а зміни в монетарній політиці розвинутих країн часто ставали причиною криз в бідніших країнах (Goldstein 2005). Втім, країни з кращим інституціональним оточенням центробанків продемонстрували, що останні створюють очевидні передумови для запобігання фінансовим потрясінням, а подолання їх наслідків є менш обтяжливим для суспільства (Cihak 2015; Berger & Kissmer 2013; Klomp & de Haan 2009).

Тим не менше, структурні реформи 1990–2000-х у сфері макроекономічної політики та трансформація регуляторів після глобальної фінансової кризи дають можливість виділити наступні декілька проблемних зон, де між центробанками та сувереністично-популістичними тенденціями формується напруження. При чому, в окремих випадках така напруга не обов'язково має характер конфлікту. Вона може

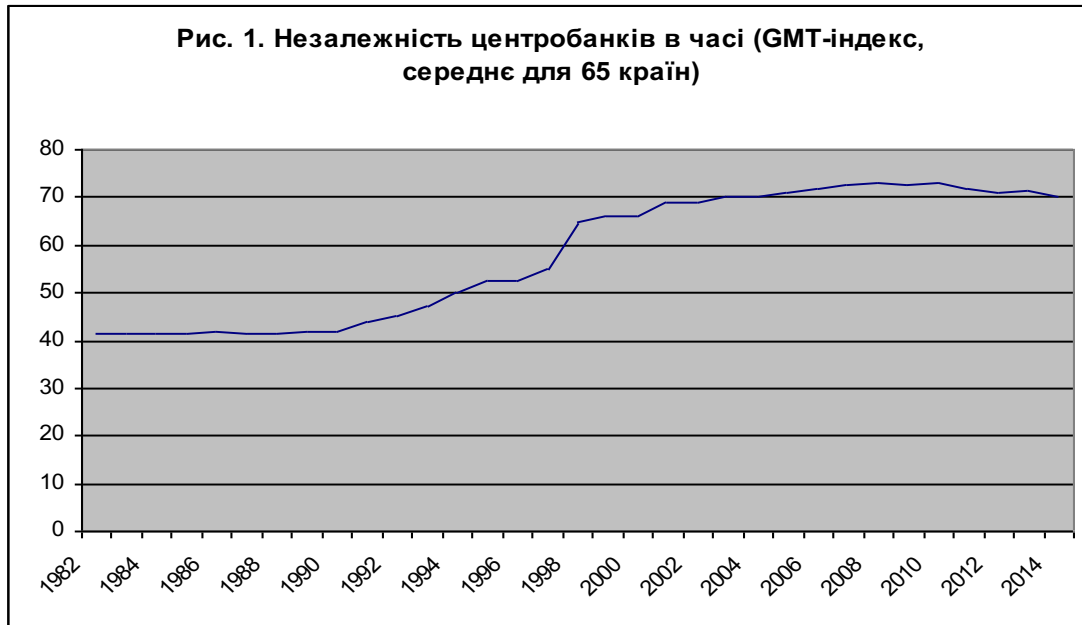


нагадувати своєрідну інституціональну мімікрію, коли окремі аспекти функціональної ефективності фактично незалежних центробанків «використовуються» сувереністичним порядком денним, а окремі аспекти формальної незалежності ідуть всупереч інтенції встановлення контролю за регуляторами. Такими зонами є:

- послаблення стереотипу ув'язки між зміцненням незалежності центробанків та підвищенням якості інститутів, що в окремих країнах супроводжується олігархічними пастками для монетарних органів;
- зміна ролі нагромадження валютних резервів та незалежності центробанків в політико-економічному моделюванні відповіді на виклики глобальної фінансової інтеграції;
- посткризова зростаюча роль центробанків та нові регуляторні повноваження.

### **Плато зміцнення незалежності центробанків: між лівим і правим популізмом**

Підвищення формальної незалежності центробанків як глобальна тенденція зазнала очевидного сповільнення після Азійської кризи. Після глобальної фінансової кризи спостерігаються мляві протилежні процеси (Рис. 1.). Попри те, що останнє є, швидше, методологічною проблемою емпіричної оцінки рівня незалежності центробанків (наприклад, широко вживаний GMT-індекс буде відображати зниження такої незалежності в разі, якщо роль центробанку у забезпеченні фінансової стабільності зростатиме), це не знімає питання про те, що глобальна економіка підійшла впритул до межі, за якою законодавчі зміни, націлені на посилення інституціональної спроможності центробанків, будуть мало вірогідні. Це не означає однозначного «перегляду парадигми». Це вказуватиме на те, що глобальна гравітація стереотипу про те, що підвищення незалежності монетарних органів є проявом підвищення якості інститутів, швидше за все послаблюватиметься.



Джерело: Vogio 2019

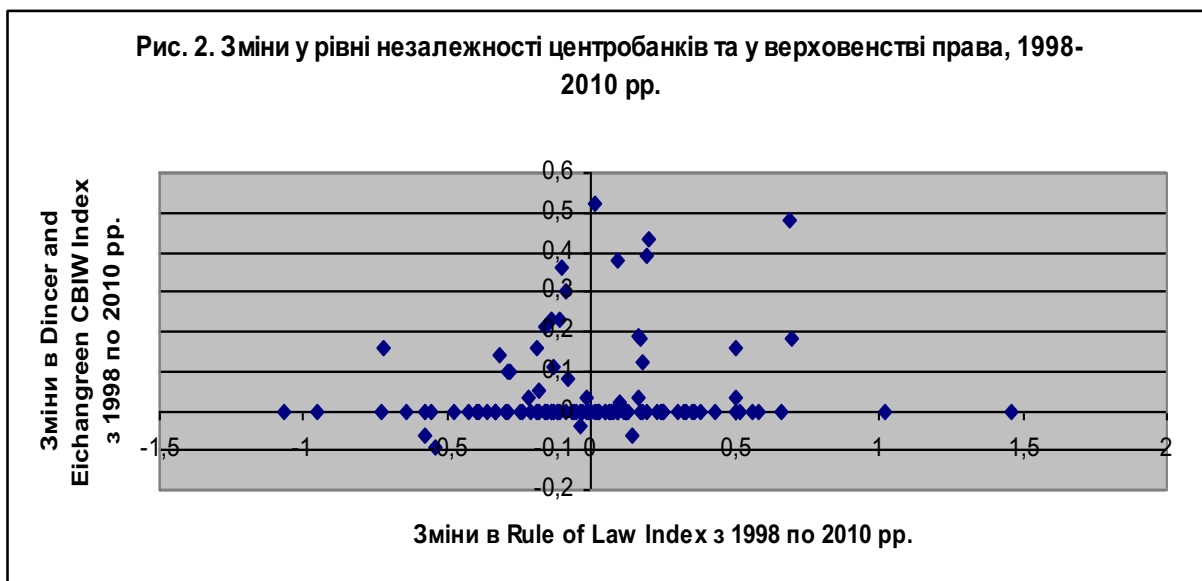
Послаблення такої глобальної гравітації синхронізується з розширенням можливостей популістичного тлумачення втрати «космополітичною глобальною елітою центробанків» довіри з боку репрезентативного виборця. Водночас, таке спрощене тлумачення не враховує більш складний бекграунд структурних реформ у сфері центробанків. Непрямими висновком з праць Мозера (Moser 1999) та Кіфера та Стасваге (Keefe & Stasavage 2003) є те, що підвищення незалежності центробанків повинно кореспондувати з чинною системою стримувань і противаг. Якщо така система вже виникла, то зміни статусу монетарних органів повинні або підсилити її в умовах вже досягнутого високого рівня якості інститутів демократії та верховенства права, або реконфігурувати її відповідно до змін в розподілі фактичної влади. Природно, що така реконфігурація може загрожувати макрофінансовій стабільності в силу появи потенційних домінантних гравців.

Емпіричні праці щодо політико-економічного аналізу реформ центральних банків переконливо показують наявність потенційних стелів в змінах їхнього статусу. Зрозуміло, що підвищення незалежності не може тривати нескінченно, принаймні на рівні формальної оцінки цього процесу. Але такі стелі мають і цілком практичний вимір. З одного боку, це є природним в рамках погляду на фактичну незалежність центробанків як ендогенну. З іншого боку, зберігається простір подальшого підвищення незалежності монетарних органів в багатьох суспільствах. Це ставить питання про те, якими характеристиками повинна володіти країна, щоб в ній реформи статусу центробанків відбулись. Наприклад, Аджемоглу із співавторами (Acemoglu et al 2008) констатують, що найбільшою мірою підвищення незалежності центробанків має місце в тих країнах, де політичні обмеження не є жорсткими. Тобто, там де розподіл влади передбачає вузький простір подальшого примноження повноважень одного з ключових гравців, реформи швидше за все не відбудуться, оскільки це порушуватиме істотно баланс стримувань і противаг. Там, де такий простір достатньо широкий, реформи також є рідкісними через динамічні зміни в балансі стримувань і

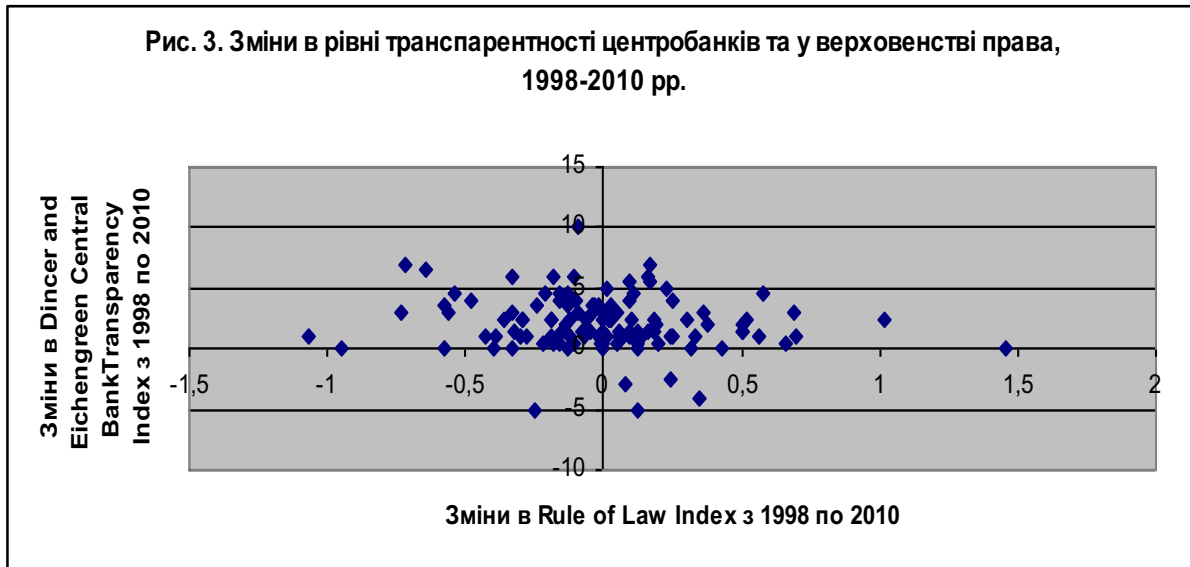
противаг. Бергґрен та співавтори (Berggren et al 2012) констатують, що реформи в напрямку підвищення незалежності монетарних органів чутливі до рівня соціальної довіри. У випадку з високим рівнем соціальної довіри суспільство може не затребувати таких реформ через те, що центробанки будуть реалізовувати політику максимізації суспільного добробуту, а політики не перешкоджатимуть цьому. У випадку з низькою соціальною довірою реформи не ініціюються з огляду на конфронтаційний характер поведінки ключових соціальних акторів. Голвіцер та Квентін (Gollwitzer & Quintyn 2010) наголошують, що підвищення незалежності центробанків справді справило позитивний вплив на зниження інфляції, як це передбачає теорія, незалежно від якості інститутів. Тоді як Машандро та Ромелі (Masciandaro & Romelli 2015) наголошують на ендогенному характері статусу монетарних органів – вибір на користь їхньої незалежності відповідає однотайності суспільства щодо необхідності забезпечення цінової стабільності.

Проблема розриву між якістю інститутів та підвищенням незалежності центробанків допускає наявність латентного конфлікту довкола політики цінової та фінансової стабільності. Внаслідок тих чи інших несприятливих структурних змін, чи завдяки політичній боротьбі сильних пасіонарних соціальних акторів монетарні органи можуть стати не тільки вразливими до політичного бізнес-циклу. Вони можуть виступити інструментом реконфігурації політичних сил в суспільстві. Це може відбуватися тою мірою, якою наслідки опортуністичної макрофінансової політики можна компенсувати вигодами окремих соціальних груп чи обмеженого кола концентрованих бенефіціарів, спроможних маніпулювати суспільним вибором та фруструвати інститути демократії.

Рис. 2 і 3 демонструють, що між змінами в статусі центробанків, змінами рівня їхньої прозорості та прогресом у царині верховенства права є дуже слабкий зв'язок.



Джерело: Dincer and Eichengreen 2014 та World Bank Global Development Indicators Database



Джерело: Dincer and Eichengreen 2014 та World Bank Global Development Indicators Database

Голвіцер та Квентін (Gollwitzer & Quintyn 2010) вказують на те, що це не є перешкодою для підвищення антиінфляційної ефективності монетарних органів. Втім, при певному збігові обставин слабке інституціональне підґрунтя під вже реалізованими реформами щодо посилення монетарних регуляторів розширює зону вразливості до популістичних атак. Результати попередніх реформ можуть виявитись незахищеними, або ж навіть розбурхувати апетит до «відмотування назад» у тих груп, які зазнали втрат від їх проведення.

У випадку слабого верховенства права та вразливих інститутів демократії не знімається питання про те, який характер включення центробанку у периметр олігархічного консенсусу має місце. Якщо центробанк включений у такий периметр, то його «захоплення» має місце безвідносно до фактичного статусу, а формальні зміни у рівні незалежності можуть відображати не менш формальну згоду на реформи під тиском зовнішніх обставин. Вразливість цієї ситуації полягає у тому, що будь-які зміни в олігархічному статусі-кво автоматично означатимуть відновлення політико-економічної боротьби за «захоплення» центробанку. Якщо ж центробанк виноситься за периметр олігархічного консенсусу, то його статус має значення. Втім, вищий рівень незалежності швидше тільки ускладнює процес тиску на монетарну політику та підвищує транзакційні витрати політичного бізнес-циклу.

Здійснення реформ щодо підвищення незалежності центробанку під зовнішнім тиском (програма МВФ, наприклад) при відсутності укоріненого інституту такої незалежності, що відповідає логіці слабого верховенства права, наражається на типовий популістичний опір. Ув'язка «міжнародні організації – незалежний центробанк» подається як прояв зверхності глобальної еліти над «суверенним правом» країни на суверенну економічну політику. Безвідносно до того, яким є інституціональне оточення реформ (в розумінні Acemoglu et al 2008 та Berggren et al 2012), популістичне зміщення політики автоматично активує протистояння соціальних акторів, органів влади тощо з центральним банком. Погіршення інфляційних очікувань ускладнює підтримання цінової стабільності, вимагаючи вищих процентних ставок.

Стагфляційні ефекти подібної політичної ситуації можуть ставати приводом до зміни керівництва центробанку на більш лояльне до чинного політичного режиму тільки тому, що оптимальна політика в короткостроковому періоді не гарантує політичного успіху у довгостроковому. А подібні маніпуляції відкривають шлях до стандартної проблеми динамічної інконсистентності монетарної політики та інфляційного зміщення.

Характер включення центробанку в периметр олігархічного консенсусу також важливий з міркувань того, для якої форми популізму створюються більш сприятливі політико-економічні передумови. Так, включення центробанку у периметр олігархічного консенсусу більш сприятливе до появи сувереністичної форми популізму. Це пов'язано з тим, що Парето-нейтральна монетарна політика перепрофільовується у перерозподільчу на користь політичних бізнес-груп. Останнім для підтримання певної імпліцитної величини визискування ренти з активів, якими вони володіють, необхідне використання того набору інструментів з арсеналу центробанку, який найоптимальніше забезпечуватиме процес визискування. Це не означає автоматично експропріаційної політики. Швидше навпаки, це вимагає політики, зорієнтованої на певний баланс між прийнятним рівнем макроекономічної нестабільності (рівнем, який не матиме очевидних електоральних збурень і на яке суспільство швидше погоджується), між певним рівнем зайнятості та між визискуванням ренти. Суверенізм в такому розумінні означатиме прагнення нейтралізувати зовнішній вплив на політику, яка уможлиблює указаний баланс у максимально доступній часовій перспективі.

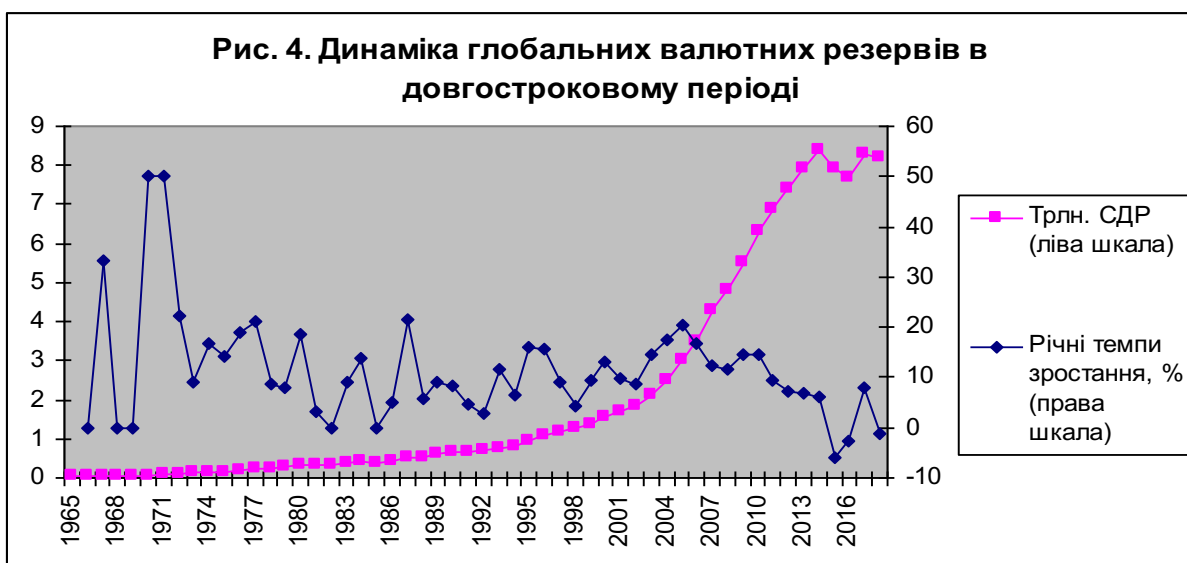
У випадку перебування центробанку поза периметром олігархічного консенсусу створюються більш сприятливі передумови для лівого популізму, або змагального популізму в електоральному процесі. Встановлення контролю за центробанком мотивується фіскальними міркуваннями та політикою жонглювання соціальними стандартами заради здобуття електоральної переваги. Природно, що міжнародні зобов'язання стосовно реформ центробанку вважатимуться антагоністичними щодо «права на політику, зорієнтовану на добробут мас». Навіть якщо підвищення незалежності монетарних органів не відбувалось під впливом виконання міжнародних зобов'язань, слабкість інститутів верховенства права уможлиблює зниження фактичного рівня незалежності. Це не означає, що більш традиційне позиціонування центробанку за межами олігархічного консенсусу автоматично звужує його вразливість виключно до лівого популізму.

Правий популізм може так само послуговуватись слабкістю інститутів задля встановлення контролю за незалежною інституцією у випадках, коли мова йде про перетворення економічного зростання в критерій геополітичного протистояння чи коли електоральні потреби вимагають подолати проблему жорстких бюджетних обмежень. Тим не менше, суверенізм може і співіснувати з сильним центробанком. Це можна вважати окремим випадком, коли країна вже достатньо інтегрована в глобальну економіку, але все ще є слабким геополітичним гравцем. Здорова макроекономічна політика може розглядатись як основна передумова зниження залежності від глобальних факторів впливу на економіку. Це можна асоціювати з

альтер-его ефекту дисципліни, що породжується торговельною та фінансовою відкритістю. Самодисципліна у сфері макроекономіки істотно розширює простір політики, тим самим уможлиблюючи фокусування сувереністичних інтенцій на питаннях, які потенційно цікаві медіанному виборцю, але добробут якого підтримується шляхом реалізації здорової макрополітики з відповідним статусом центробанку. В таких ситуаціях незалежність центробанку може санкціонуватись на професійному рівні в рамках більш тонких і невидимих контурів особистої довіри між сувереністичними лідерами та керівниками регуляторів. Зрозуміло, що вага такої довіри істотно варіює в залежності від політичного режиму: від значної у автократіях до несуттєвої в демократіях.

### Суверенізм, валютні резерви та незалежність центробанків: новий зміст традиційних рецептів

Найбільш характерним проявом поєднання сувереністичних політичних ухилів з розширенням простору економічної політики є протиставлення нагромадження валютних резервів незалежності центробанку. Наявність такого конфлікту, наприклад, відзначає Джеґер (Jager 2016). Його зміст зводиться до того, що більш незалежний центробанк віддає перевагу більш гнучкому валютному курсу, а цінову стабільність підтримує шляхом встановлення релевантного рівня процентної ставки. Попри те, що Джеґер (Jager 2016) аналізує особливості електоральних ризиків зниження резервів в розрізі політичних режимів, ця проблема є більш глибокою. Як видно з рис. 4., обсяги глобальних валютних резервів зростали експоненціально до 2015 року, після якого продовжують залишатись на значному рівні. Це вказує на наявність структурних спотворень в глобальному монетарному порядку, задум та більшість теоретичних аргументів на користь фундаментальних основ якого не передбачали можливостей для такого нагромадження. Такі структурні змін мали би супроводжуватись відповідними зрушеннями в політико-економічних преференціях, які набули універсалістського значення, принаймні, для країн з ринками, що формуються.



Джерело: IMF International Exchange Reserves Statistics

По-перше, валютні резерви можуть розглядатись як критерій успішності політики. У випадку демократії, якщо резерви справді свідчать про адекватну політику, то їх нагромадження знаходить електоральну підтримку (Нап 2006). Іншими словами, центробанк, що уможливлює нагромадження зовнішніх активів, опиняється під політичною парасолькою, а якщо він ще й має достатній рівень фактичної незалежності, то така парасолька створюється в рамках суспільного вибору. Однак, нагромадження значних резервів супроводжується відчутними фіскальними втратами та призводить до ряду викривлень в структурі фінансової системи. А тому політичний вибір на користь подальшого нагромадження значних резервів не є безальтернативний за демократичного режиму.

По-друге, вибір на користь більшого обсягу резервів також може означати, що це є кращою альтернативою в умовах, коли рівень якості інститутів гальмує розвиток фінансової системи, покликаної забезпечувати пристосування до шоків. Але чому суспільства погоджуються нести більший тягар значних резервів замість того щоб проводити політику підвищення якості інститутів як передумови фінансового розвитку? Швидше за все тому, що для такого підвищення бракує політичних можливостей, внаслідок чого більші резерви є простішим варіантом відповіді на вірогідні шоки та ще й з поправкою на коло зацікавлених акторів, які виграють від обмежень на рух курсу вгору. Але для нагромадження резервів потрібна більш менш адекватна монетарна політика, яку може реалізувати незалежний центробанк. Саме брак політичних можливостей забезпечити швидку появу інститутів, що сприяють поглибленню фінансової системи, створює ситуацію, коли поєднання цінової стабільності з нагромадженням резервів потребує згоди на вищий рівень незалежності центробанку. Завдяки цьому підвищується вірогідність подальшого просування реформ у сфері верховенства права, оскільки вони, як правило, є зтяжними та такими, що порушують багато політико-економічних альянсів, на яких тримається відносна політична стабільність.

По-третє, вищі обсяги резервів у автократіях не є гарантованим фактом. Як мінімум, така автократія повинна забезпечувати політичні передумови встановлення та підтримання функціонування механізму здорової макроекономічної політики. В такому випадку макроекономічна стабільність з певними гарантіями підвищення рівня добробуту розглядається як оплата лояльності. Валютні резерви перетворюються не тільки в засіб забезпечення простору політики, але в певний критерій успішності режиму, завдяки чому мінімізуються політичні втрати потенційного невдоволення значними витратами на підтримання зовнішніх центробанківських активів. Формальна незалежність центробанку може не бути ключовим інституціональним елементом забезпечення макрофінансової стабільності за певних обставин. Коли автократичні режими мінімізують політичні втрати формування оптимальних фіскальних коаліцій, тим самим усуваючи популістський тиск на центробанк, а також уможливлюють створення фіскальних буферів (фонди суверенного багатства є прикладом цього), ключовим каналом адаптації до шоків стає фіскальна політика. Найбільш виражено це працює в сировинних автократіях з міцною макроекономічною політикою: центробанк нагромаджує резерви і підтримує стабільність обмінного

курсу, а фіскальна політика стає контр-циклічним інструментом (детальніше це показано у Козюк 2018).

Дилема «незалежність центробанку vs нагромадження резервів» не вичерпується проблемою оптимального вибору режиму обмінного курсу в залежності від рівня розвитку фінансової системи чи вірогідності деструктивних фіскальних шоків. Швидше, вона загострює проблему протиставлення простору політики глобальній інтеграції, що, однак, по різному заломлюється на площини лівого популізму та суверенізму (в дусі економічного націоналізму). В даному випадку мова йде про те, що нагромадження резервів спроможне послабити жорсткі рамки так званої трилеми вибору у відкритій економіці (вибір між курсовою стабільністю, вигодами від фінансової інтеграції та здатністю проводити монетарну політику, зорієнтовану на досягнення внутрішньої рівноваги).

Проблема трилеми постала гостро в період відновлення мобільності капіталів та послідоючих валютно-фінансових потрясінь у 1990-х. Згодом вона загострилась в світлі спроможності підтримувати монетарну автономію в ситуації, коли плаваючих курсів виявилось недостатньо для компенсації масштабних переливів капіталів у 2000-х. І, з рештою, після глобальної фінансової кризи середовище низьких процентних ставок позначилось на масштабному перерозподілі глобальної ліквідності на користь країн з ринками, що формуються, спонукаючи їх розглядати валютні резерви не тільки в плані самострахування від фінансових потрясінь (визнаючи невдоволення багатосторонніми механізмами пропозиції міжнародної ліквідності), а і в плані послаблення обмежень трилеми (Aizenman et al 2013, 2015).

Нагромадження резервів, як не дивно, може іти в розріз з лівим популізмом, але у цей же час толеруватись суверенізмом. Основна причина цього полягає у конфлікті між політикою, сумісною з нагромадженням резервів, і політикою, адресованою секторам, які потенційно можуть отримувати вигоду від запобігання підвищувальному тиску на обмінний курс. Підтримання (не кажучи про нагромадження) значних резервів є своєрідною гальмівною сорочкою лівопопулістських зміщень у політиці. Хоча їхня втрата може засвідчувати не тільки неадекватну ліву політику, але й автократичне визискування, що супроводжується акумулюванням зовнішніх боргів та непродуктивним споживанням марнотратними елітами.

Що стосується суверенізму, то ситуація є більш складною. В найбільш простій формі уникнення зміцнення обмінного курсу створює сприятливі передумови для експортоорієнтованого зростання. Втім, це спрацьовує тільки за певного порогового рівня якості інститутів. Поєднання низької якості інститутів та заниженого обмінного курсу заохочує експансію екстрактивних секторів, в силу чого сувереністична політика набуває ознак захисту правлячої олігархії від глобальної конкуренції. Такий захист стає і джерелом політичної ваги елітних груп і фактором підтримання статусу кво в питаннях політичної стабільності. У випадку, коли в експорті починають домінувати більш складні виробництва, суверенізм означатиме формування протекції для секторів, здатних забезпечувати прискорене зростання.



Тим не менше, емпіричні праці вказують на те, що такий «новий меркантилізм» все ж таки поступається більш абстрактному мотиву до самострахування (Aizenman & Lee 2007). Основна причина зміщення у бік мотиву самострахування, навіть якщо він має і більш абстрактний перерозподільчий характер, криється у розвитку фінансового сектора. Його вразливість до значних коливань обмінного курсу стає значно більшим викликом економічній експансії, порівняно з випадком створення цінових переваг на користь національних експортерів, приймаючи до уваги, що вони вже вийшли на певний рівень розвитку.

Саме ситуація із зростаючою роллю фінансового сектора в економічному розвитку та гостра електоральна вразливість до фінансових потрясінь позначається на тому, що суверенізм легко асимілює ідеї необхідності нагромадження резервів. Останні дозволяють отримувати вигоди від глобальної фінансової інтеграції, але при цьому знижують вразливість країни до глобальних фінансових шоків. Аналогічним чином суверенізм з легкістю вислизує від потенційних обмежень на економічну політику, які могли би бути накладені міжнародними фінансовими організаціями в рамках надання доступу до міжнародної ліквідності. Таке хизування протиставленням власних можливостей вірогідним міжнародним обмеженням створює важливу основу для сувереністичного дискурсу. Здебільшого він адресований широкому прошарку виборців з преференціями щодо псевдо-соціально-економічної стабільності, глобальної мобільності, але які водночас вразливі до національних фобій (які часто переростають в націоналістичну параною). «Захист власного виробника» інтегрується у більш загальну схему сувереністичного трактування макрофінансової стабільності, тим самим посилюючи електоральну базу правого популізму.

Втім, указаний випадок є прикладом країн з ринками, що формуються. І нагромадження резервів, породжуючи істотні викривлення в механізмах курсової адаптації на глобальному рівні, призводить до появи зовсім іншого типу правого популізму в країнах, валюти яких не можуть відкоректуватись вниз в силу значного глобального зовнішнього попиту на них. Відносини США-Китай є класичним прикладом того, як еволюціонувала модель «Бреттон-Вудс 2» в напрямку торгівельних воєн, що сколихнули глобальну економіку впродовж 2018–2019 рр. Зміни в алокації виробництва шляхом аутсорсингу та формування мереж ланцюгів доданої вартості зумовлювались потребами в оптимізації витрат і пристосування до нових рівноважних умов, обумовлених зниженням глобальної вартості праці (підвищення частки виробництва товарів в країнах з низькими доходами). Поєднання цих процесів з попитом на валютні резерви позначилось на швидкому зниженні частки промислового виробництва в багатьох розвинутих країнах та їх обмеженій здатності відновлювати цінову конкуренцію. З одного боку, це стало сильним поштовхом у бік інновацій. З іншого боку, світ дедалі фрагментувався за принципом створення продукту і масового виробництва продукту, породжуючи значні соціальні напруження саме в розвинутих країнах. Це стало сильним підґрунтям для посилення правого популізму.

Водночас, специфіка ситуації полягає у тому, що глобальний монетарний порядок створює лазівку вигод для суверенізму як в розвинутих країнах (орієнтація центробанків на внутрішню рівновагу), так і в країнах з ринками, що виникають

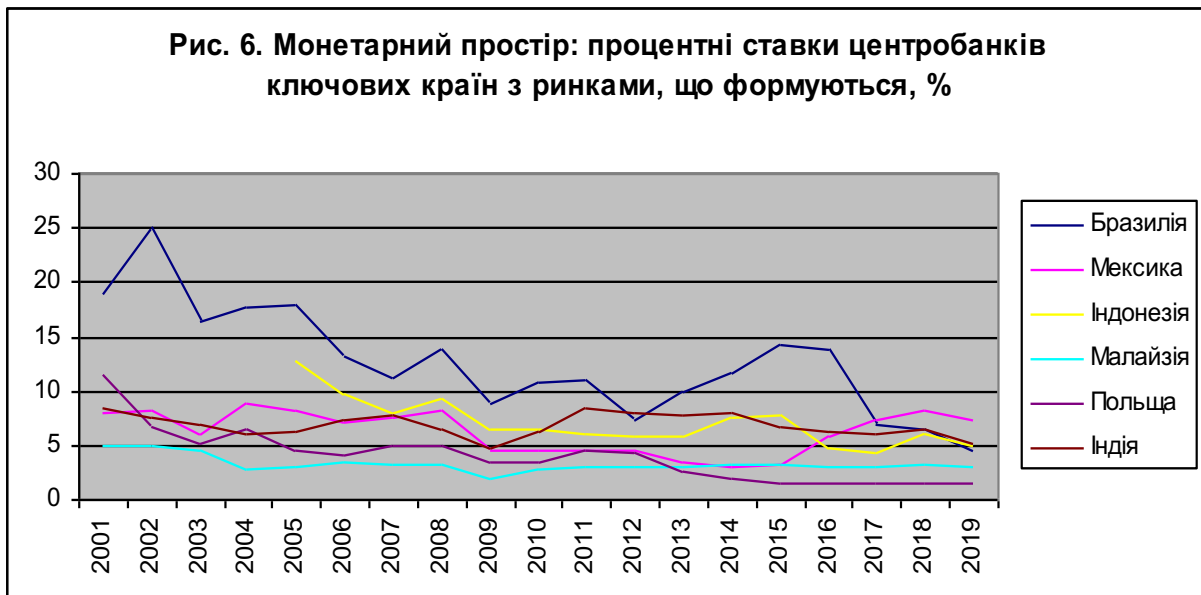
(здатність нагромаджувати резерви). Це створює ситуацію, коли фокус міжнародних напружень та «невдоволення глобалізацією» переводиться на торгівлю та міжнародне оподаткування. Таргетована боротьба з дефіцитом торгівлі з окремими країнами та створення податкових преференцій щодо де-офшоризації бізнесу та повернення виробничих потужностей може дати ряд сприятливих результатів в короткостроковому періоді. Однак, найбільшою небезпекою цього є поява ефекту гало. Віра в правильність агресивних сувереністичних кроків може перерости в схильність до автократії, що руйнує традиційні стримування і противаги. Якщо глобальний монетарний порядок уможлиблює «мирне співіснування» суверенізму і незалежності центробанків, то право-орієнтований вождизм може похитнути усталені норми щодо автономії монетарних органів. Вдало позиціоновані електоральні переваги, здобуті на одному фронті, можуть бути перекинуті на інший фронт. Навряд чи варто ігнорувати факт того, що таким новим фронтом може виступити послаблення інституту незалежності центробанків.

### **Звуження простору політики: універсалізм vs прагматизм vs популізм**

Глобальна фінансова криза суттєво вплинула на довгострокові макроекономічні процеси. Боротьба з її наслідками зумовила швидке нагромадження державного боргу в більшості країн. Однак, більш далекосяжним драйвером макроструктурних змін виявилось падіння процентних ставок. Будучи зумовленим послабленням інфляційного тиску та сповільненням інвестиційної активності, зниження ставок радикально змінило макрофінансовий ландшафт, оскільки почало розглядатись як зручна вихідна точка для подальших агресивних змін в балансах центробанків (що стало відоме як кількісне пом'якшення). Зниження ставок та їх зтяжне підтримання на низькому рівні (Рис. 5–6.) вказує на появу цілого набору несприятливих ефектів. Перш за все це стосується вичерпання простору політики. Корона-криза продемонструвала, що практично більшість центробанків вкрай обмежені у здатності подальшого зниження ставок. Зміни у глобально нейтральних ставках призвели до того, що ключові країни з ринками, що формуються, (Рис. 6.) також перебувають в тренді знижувального тиску на ставки.



Джерело: BIS Central Bank's Policy Rate Statistics

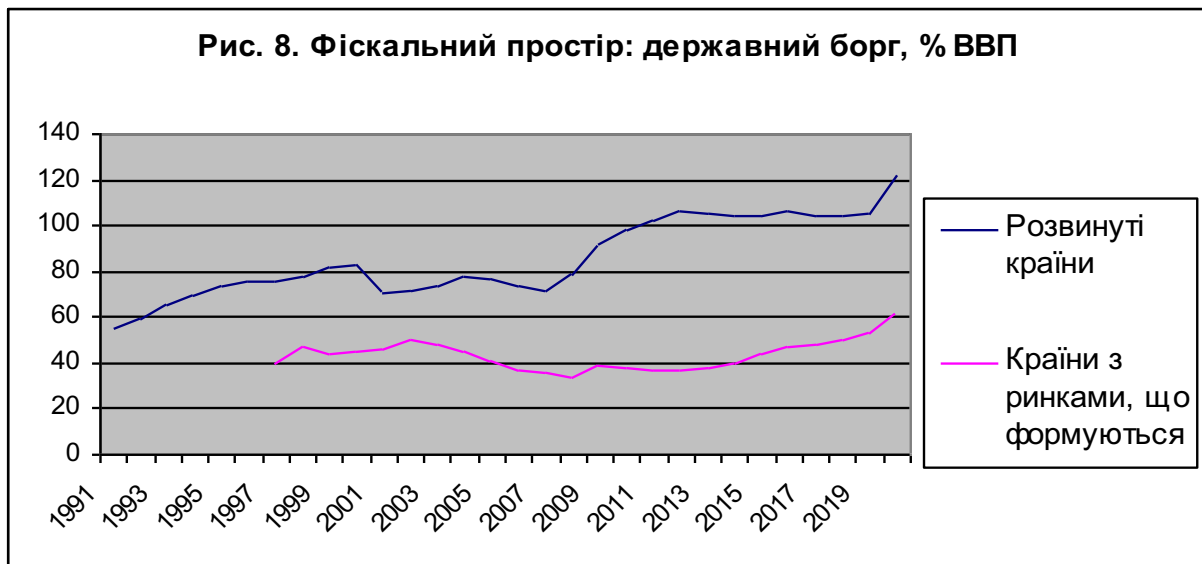


Джерело: BIS Central Bank's Policy Rate Statistics

З вичерпанням простору монетарної політики пов'язана також дилема фіскальної політики. Середовище низьких ставок толерувало можливості проводити м'яку боргову політику. Уряди як розвинутих країн, так і країн з ринками, що формуються, не поспішали повертатись до бюджетної дисципліни. Якщо динаміка первинного сальдо бюджету загалом відповідає циклічній позиції економік (рис. 7.), то зниження державного боргу після кризи 2008 року не відбулося (рис. 8). Внаслідок цього очікувані зміни в борговій позиції багатьох країн виглядають загрозливими. Запуск економіки після корона-кризи потребуватиме підтримання низьких процентних ставок в подальшому. Фіскальний простір швидко вичерпується, а його підтримка дедалі чіткіше ставатиме чутливою до того, як центробанки балансуватимуть між навігацією виходу з дефляційної пастки та підтриманням фінансової стабільності.

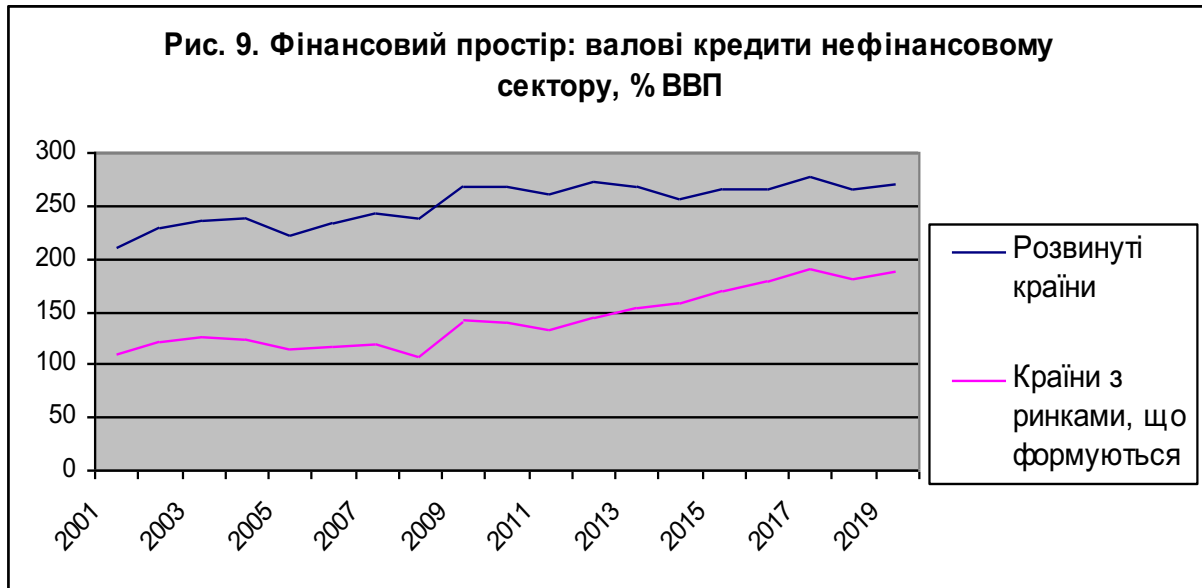


Джерело: IMF Statistics on Fiscal Indicators



Джерело: IMF Statistics on Fiscal Indicators

І на решті, очікування, що процентні ставки залишатимуться низькими в довгостроковій перспективі, справляє вплив на мотивацію щодо нагромадження боргів у приватному секторі. Рис. 9. демонструє, що фінансовий простір приватних позичальників суттєво звужився. Більший тягар боргів формує замкнене коло низьких процентних ставок. Їх підвищення відповідно до потреби обмежується міркуваннями фінансової стабільності, подальше нагромадження боргів позначатиметься на глибині шоку, а долання наслідків останнього в разі його виникнення в умовах значного боргового тягара передбачатиме і подальший знижувальний тиск на ставки (так звана проблема *secular stagnation vs secular debt*).



Джерело: BIS Credit Statistics

Також очевидним є те, що глобальна інтеграція породжує асиметричну здатність до нагромадження боргів приватними компаніями та урядами в розрізі розвинутих країн та країн з середніми доходами. Якщо уряди з країн з ринками, що формуються, не в змозі дозволити собі подібних до розвинутих країн масштабів боргової експансії, то приватні позичальники значно чутливіші до універсалізму реакції на низькі процентні ставки. Компанії країн з середніми доходами за темпами нагромадження боргів значно випередили компанії розвинутих країн (Рис. 9).

Боргове нависання, набуваючи універсальної структурної риси, так само швидко космополітизується, і так само швидко переростає в джерело популізму, оскільки простір монетарної політики виглядає вже значно більш обмеженим. Центробанки, активно долаючи наслідки двох останніх глобальних фінансових потрясінь, вже сформували образ «рятувальників» економіки, часто виходячи за межі традиційної модальності монетарної політики, яка впливає з усталеного інституціонального каркасу. Це відкриває шлях до того, що суспільні запити і тим більше ідеологічно вмотивований тиск на монетарні органи щодо їхнього залучення у розв'язання структурних проблем дедалі посилюватиметься.

Якщо контр-циклічна реакція є цілком в дусі універсального академічного погляду на оптимальну монетарну політику, то це ще не означає, що на політичному рівні існуватиме достатня воля для ідентифікації різниці між циклічними та структурними проблемами. Донедавна центробанкам вдавалось обстоювати свою незалежність, апелюючи до різниці між циклічними та структурними вимірами шоку. Довіра до інституту незалежності тут відігравали важливу роль: вона була еквівалентна довірі до професійного судження регулятора, внаслідок чого його дискреційні дії легітимізувались в рамках чинної інституціональної моделі. Втім, виникає проблема, чи центробанки свідомо йшли на більш м'які контр-циклічні реакції щоб знизити градус політичного тиску довкола монетарної політики для того, щоб не сформувались передумови для появи коаліцій, зацікавлених у послабленні

їхнього статусу? Чи монетарні органи були настільки впевнені у своїй компетентності, щоб завжди розмежовувати розширення поля дискреційних рішень, адресованих циклічним процесам, та захист своєї професійної автономії у випадках, коли політичний тиск на них генерувався браком політичної волі до реагування на структурні виклики?

Швидше за все відповідь на це питання перебуває десь по середині, демонструючи появу специфічного феномену – центробанківського прагматизму. Останній, покликаний продемонструвати допустиму гнучкість, відштовхуючись від формальних та неформальних обмежень на монетарні рішення, втім, він ще більше потребує необхідності спиратись на аргументи, релевантність яких часто допускає високий професійний бар'єр для розуміння. З іншого боку, професійний прагматизм калібрується тим, на скільки інші центробанкіри опиняються в подібних ситуаціях приблизно в однаковий історичний час. Наявність іміджу глобальної еліти формує своєрідний peer's pressure, коли рішення, як би вони не виглядали надмірно акомодативними, повинні відповідати інтелектуальним стандартам, усталеним в глобалізованій культурі академічного виміру поведінки центробанкірів. Без такого рефрену втрата поваги в глобальних колах підриває і внутрішню легітимність неоднозначних макроекономічних рішень. Для країн з ринками, що формуються, ситуація деякою мірою зворотна. Саме непопулярні внутрішні рішення, які виправдовуються в рамках клубної центробанківської культури, стають підставою глобальної легітимізації, що в багатьох випадках відкриває шлях до неявної міжнародної протекції відповідних монетарних органів, тиск на які набуває світового розголосу, але й здобуває популярності серед популістично налаштованого суспільства.

Іншим виміром цієї проблеми є те, на скільки універсалізується запит на м'яку монетарну політику внаслідок кризи. Формується парадоксальна ситуація, коли центробанки сприймаються глобалізованою елітою і у цей же час ті з них, які мають найбільший простір політики, обираються за приклад для наслідування при популістичному торпедуванні тих з них, які в силу макроекономічних обставин більшою мірою змушені бути обмежені у дискреційних рішеннях. Відмінності в структурі та дизайні пакетів допомоги економіці під час кризи швидше за все вказують на те, що незалежність центробанків все таки справляє вплив на простір супутніх політик. Інституціональні запобіжники тиску на центробанк виявляються дієвими у багатьох випадках, інакше антикризові програми, попри функціональну однотипність, виглядали би значно подібнішими в розрізі багатьох країн. Завдяки здатності до адаптації до структурних, інституціональних чи політико-економічних нюансів тої чи іншої країни центробанки продовжують бути носієм гену універсального принципу незалежності тою мірою, якою саме суспільство спроможне дозувати сплески популізму, послуговуючись вигодами цінової та фінансової стабільності.

## Висновки

Зміни в глобальній економіці, чи то під впливом шоків, чи то під впливом технологічних та структурних змін, стали сприятливим підґрунтям для посилення популістичних настроїв. Ще до початку глобальної фінансової кризи сформувався універсальний принцип незалежності центрального банку як інституціональної рамкової умови підтримання цінової та фінансової стабільності. Однак, так само є зрозумілим, що такі рамкові умови мають спиратись на достатній запас міцності якості інститутів (верховенство права, баланс стримувань і противаг, якість демократії, соціальна довіра, наявність легітимних шляхів розв'язання проблеми міжгрупових протистоянь).

Поєднання слабкості інститутів з посиленням популістичної тенденції фокусується на ризиках подальшого виживання універсального принципу незалежності центробанків, оскільки останні дедалі частіше асоціюються з глобалізованою елітою. Підвищення незалежності центробанків в світі випереджає покращення верховенства права, тим самим підвищуючи вразливість більш незалежних монетарних органів там, де реформи є найбільш млявими. Окрім цього, звуження простору політики та масштаб двох останніх глобальних криз стають додатковими джерелами підживлення популістського тиску на центробанки, з огляду на послаблення політико-економічної гнучкості у реалізації рішень, які могли би покращити структурну адаптацію економіки. Здатність до нагромадження валютних резервів також опиняється під ризиком в силу посилення популізму. Суверенізм демонструє своєрідну асиміляцію здатності до нагромадження резервів, оскільки з ними пов'язане зниження вразливості до зовнішніх шоків, пристосування до яких може обмежувати національну економічну політику.

Також суверенізм не входить у парадигмальний конфлікт з фундаментальними принципами сучасної монетарної політики, яка здійснюється відповідно до пріоритетів внутрішньої рівноваги чи то в аспекті встановлення процентних ставок, чи то в аспекті нагромадження валютних резервів. Звідси випливає, що суверенізм не повинен радикально розходитись з тими інституціональними рамковими умовами, які уможливають ефективну реалізацію монетарної політики, зорієнтовану на внутрішню рівновагу. Це формує певні напруження між універсалізмом незалежності центробанків та посиленням зміщень в сторону економічного націоналізму, на який така незалежність може накладати обмеження швидше у вигляді втримання його в рамках принципів макроекономічної дисципліни. З іншого боку, здатність центробанків розширювати арсенал реакції на сильні макрофінансові потрясіння призводить до появи своєрідного прагматизму, який стає своєрідною функціональною відповіддю на зростаючий тиск, допускаючи дозовану гнучкість монетарної політики в межах інституціонально захищених мандатів на підтримання цінової та фінансової стабільності. Це дозволяє констатувати, що ті принципи реалізації монетарної політики, на які спираються сучасні центробанки, є достатньо зручними для сувереністичних ухилів в порядку денному багатьох суспільств. Руйнація універсального принципу незалежності центробанків відбудеться тільки тою мірою,

якою суверенізм підриває принципи верховенства права з відповідними наслідками для соціально-економічних показників.

### Бібліографія:

- Acemoglu, Daron, Johnson, Simon, Querubin, Pablo, and Robinson, James. (2008). When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence. *NBER Working Paper* 14033: 1–73.
- Agur, Itai. (2019). Populism and Central Bank Independence. *SUERF-BAFFI Carefin Conference “Populism, Economic Policies and Central Banking” website*, November 8, [https://www.suerf.org/docx/L\\_89f0fd5c927d466d6ec9a21b9ac34ffa\\_24119\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/L_89f0fd5c927d466d6ec9a21b9ac34ffa_24119_suerf.pdf) (accessed March 12, 2021).
- Aizenman, Joshua, and Lee, Jaewoo. (2007). International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. *Open Economies Review* 18(2): 191–214.
- Aizenman, Joshua, Cheung, Yin-Wong, and Ito, Hiro. (2013). “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics* 21(3): 447–458.
- Aizenman, Joshua, Cheung, Yin-Wong, and Ito, Hiro. (2015). International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There no End of Hoarding? *Journal of International Money and Finance* 52: 102–126.
- Berger, Wolfram, and Kissmer, Friedrich. (2013). Central Bank Independence and Financial Stability: A Tale of Perfect Harmony? *European Journal of Political Economy* 31: 109–118.
- Berggren, Niclas, Daunfeldt, Sven-Olov, and Hellstrom, Jorgen. (2012). Social Trust and Central Bank Independence. Paper Presented at World Congress of Public Choice Societies, IFN Working Paper 920: 1–23, <http://www.ifn.se/wfiles/wp/wp920.pdf> (accessed March 12, 2021).
- Binder, Carola. (2019). Political Pressure on Central Banks. *SUERF-BAFFI Carefin Conference “Populism, Economic Policies and Central Banking”*, November 8, [https://www.suerf.org/docx/s\\_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4\\_7247\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/s_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4_7247_suerf.pdf) (accessed March 12, 2021).
- BIS. (1997). BIS 67th Annual Report. *Bank for International Settlements* (BIS), June 9, <https://www.bis.org/publ/ar67f01.htm> (accessed March 12, 2021).
- BIS. (2001). BIS 71th Annual Report. *Bank for International Settlements* (BIS), June 9, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2001e.htm> (accessed March 12, 2021).
- Bodea, Cristina, and Hicks, Raymond. (2014). Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. *International Organization* 69(1): 35–61.
- Bodea, Cristina, Garriga, Ana Carolina, and Higashijima, Masaaki. (2019). Monetary Constrains, Spending, and Autocratic Survival in Party-Based Regimes. *SUERF-BAFFI Carefin Conference “Populism, Economic Policies and Central Banking”*, November 8, [https://www.suerf.org/docx/s\\_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4\\_7247\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/s_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4_7247_suerf.pdf) (accessed March 12, 2021).
- Borio, Claudio. (2019). Central Banking in Challenging Times. *SUERF Policy Note* 114: 1–20.
- Cihak, Martin. (2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence. *Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference Papers*, 45–55.
- Colantone, Italo, Stanig, Piero. (2019). The Surge of Economic Nationalism in Western Europe. *Journal of Economic Perspective* 33(4): 128–151.
- De Lima, Pedro, de Serres, Alain, and Kennedy, Mike. (2003). Macroeconomic Policy and Economic Performance. *OECD Economic Department Working Paper* 353: 1–65.



- De Spiegeleire, Stephan, Skinner, Clarissa, and Sweijs, Tim. (2017). The Rise of Populist Sovereignism. *Hague Centre for Strategic Studies. Populist Sovereignism. Hague 2*: 23–44.
- Dincer, Nergiz, and Eichengreen, Barry. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking* 10(1): 189–253.
- Dornbusch, Rudiger, and Edwards, Sebastian. (1991). The Macroeconomics of Populism in Latin America. Chicago: NBER and University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry. (2018). *The Populist Temptation: Economic Grievance and Political Reaction in the Modern Era*. Oxford: Oxford University Press.
- Eijffinger, Sylvester, Stadhouders, Patrick. (2003). Monetary Policy and Rule of Law. *CEPR Discussion Paper* 3698, <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/3698.html> (accessed March 12, 2021).
- Funke, Manuel, Schularick, Moritz, and Trebesch, Christoph. (2016). Going to Extreme: Politics after Financial Crises, 1870-2014. *European Economic Review* 88(C): 227–260.
- Gerlach, Stefan. (2019). Populism and Economic Dynamics. *SUERF-BAFFI Carefin Conference “Populism, Economic Policies and Central Banking”, November 8*, [https://www.suerf.org/docx/s\\_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4\\_7247\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/s_cf5ff72ca35f112b361de3e312c088f4_7247_suerf.pdf) (accessed March 12, 2021).
- Gnan, Ernest, and Masciandaro, Donato. (2020). Populism, Economic Policies and Central Banking: an Overview. *SUERF Policy Note* 131: 1–13.
- Goldstein, Morris. (2005). What the Next Emerging Market Financial Crisis Look Like. *Institute for International Economics Working Paper* 5–7: 1–115.
- Gollwitzer, Sophia, and Quintyn, Marc. (2010). The Effectiveness of Macroeconomic Commitment in Weak(er) Institutional Environments. *IMF Working Paper* 10(193): 1–58.
- Han, Intaek. (2006). The Political Economy of Reserve Accumulation in the Developing World. *The Korean Journal of International Relations* 46 (5): 231–248.
- Hayo, Bernd, and Voigt, Stefan. (2008). Inflation, Central Bank Independence and the Legal System. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 164 (4): 751–777.
- Hielscher, Kai, and Markwardt, Gunther. (2012). The Role of Political Institutions for the Effectiveness of Central Bank Independence. *European Journal of Political Economy* 28(3): 286–301.
- Inglehart, Ronald, and Norris, Pippa. (2016). Trump, Brexit, and the Rise of Populism: Economic Have-Nots and Cultural Backlash. *Harvard Kennedy School Research Working Paper* 16-026: 1–53.
- Jacome, Luis, and Vazquez, Francisco. (2005). Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *IMF Working Paper* 05 (75): 1–41.
- Jacome, Luis. (2001). Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s. *IMF Working Paper* 01(212): 1–40.
- Jager, Kai. (2016). The Role of Regime Type in the Political Economy of Foreign Reserves Accumulation. *European Journal of Political Economy* 44: 79–96.
- Kaltwasser, Cristobal Rovira. (2018). The Siren Song of Left-Wing Populism. *Project Syndicate*, September 14, <https://www.project-syndicate.org/commentary/siren-song-of-left-wing-populism-by-cristobal-rovira-kaltwasser-2018-09?barrier=accesspaylog> (accessed March 12, 2021).
- Keefer, Philip, and Stasavage, David. (2003). The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy. *American Political Science Review* 97(3): 593–621.
- Klomp, Jeroen, and de Haan, Jakob. (2009). Central Bank Independence and Financial Instability. *Journal of Financial Stability* December: 1–46.

- Koziuk, Viktor. (2015). Nezalezhnist' tsentral'nykh bankiv pislya hlobal'noyi finansovoyi kryzy: «sira zona status-kvo». *Visnyk NBU* 2: 16–25.
- Koziuk, Viktor. (2018). Tsinova stabil'nist' i tarhetuvannya inflyatsiyi v syrovynnykh ekonomikakh: makroekonomika vs politekonomiya. *Visnyk NBU* 244: 4–25.
- Lybeck, Tonny. (1998). Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. *IMF Occasional Paper* 98(1): 1–46.
- Masciandaro, Donato, and Romelli, Davide. (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.
- Mazzoleni, Oscar. (2019). Sovereignist Wine in Populist Bottle? An Introduction. *Perspectives on European Politics and Society* October: 1–15.
- Moser, Peter. (1999). Cheks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review* 43(8): 1569–1593.
- Mudde, Cas, and Kaltwasser, Cristobal Rovira. (2017). *Populism: A Very Short Introduction*. Oxford: Oxford University Press.
- Nurbayev, Daniyar. (2017). The Rule of Law, Central Bank Independence and Price Stability. *Journal of Institutional Economics* 14(4): 659–687.
- Obstfeld, Maurice, and Rogoff, Kenneth. (2002). Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules. *The Quarterly Journal of Economics* 117(2): 503–535.
- Obstfeld, Maurice. (2001). Globalization and Macroeconomics. *NBER Reporter* Fall: 1–20.
- Rajan, Raghuram. (2018). Central Bank's Years of Reckoning. *Livemint*, January 1, <https://www.livemint.com/Opinion/GLUMBvsD1E8HDjkoEZwl1L/Raghuram-Rajan--Central-banks-year-of-reckoning.html> (accessed March 12, 2021).
- Rodrik, Dani. (1999). Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them. *IMF Conference on Second Generation Reforms*, October 14, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/rodrik.htm> (accessed March 12, 2021).
- Rodrik, Dani. (2018). In Defence of Economic Populism. *Social Europe*, January 18, <https://www.socialeurope.eu/defense-economic-populism> (accessed March 12, 2021).
- Rodrik, Dani. (2020). Why Does Globalization Fuel Populism? Economics, Culture, and the Rise of Right-Wing Populism. *NBER Working Paper* 27526, July, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27526/w27526.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27526/w27526.pdf) (accessed March 12, 2021).