DOI: https://doi.org/10.15407/etet2024.02.045
УДК: 336.7+336.1+330.1
JEL: E 59

Руслан Гриценко

ІНСТИТУЦІОНАЛІЗАЦІЯ ДОВІРИ ДО МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ ДЛЯ ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Одним із економічних завдань української влади є залучення зовнішніх іноземних інвестицій для відбудови економіки і розширення власного національного виробництва, яке за собою тягне інші позитивні соціально-економічні ефекти. В цьому дослідженні проаналізовано, як монетарна політика стає вагомим інструментом сприяння залученню іноземних інвестицій через інституціоналізацію довіри до Національного банку України (далі – НБУ).

У дослідженні визначено основні політико-економічні суперечності, притаманні інструментам монетарної політики, через що обґрунтовано важливість підвищення довіри до НБУ через забезпечення його інституційної незалежності, зокрема шляхом запровадження якісного корпоративного управління.

Доведено, що інституціоналізована довіра, через забезпечення передбачуваності використання інструментів монетарної політики, позитивно впливає на інвестиційну привабливість України, внаслідок чого зростає потенціал для економічного відновлення України.

К л ю ч о в і с л о в а : монетарна політика, незалежність НБУ, інституціоналізована довіра, корпоративне управління, інвестиційна привабливість, економічне відновлення.

Гриценко Руслан Андрійович (ragrytsenko@gmail.com), канд. екон. наук, доцент. ORCID: https://orcid.org/0009-0007-4023-330X

Цитування: Гриценко Р. А. Інституціоналізація довіри до монетарної політики як інструмент залучення інвестицій для відновлення економіки України. *Економічна теорія*. 2024. № 2. С. 45–66. DOI: https://doi.org/10.15407/etet2024.02.045

© Р. Гриценко. 2024

INSTITUTIONALIZATION OF CONFIDENCE IN MONETARY POLICY AS A TOOL FOR ATTRACTING INVESTMENTS FOR THE RECOVERY OF UKRAINE'S ECONOMY

Ruslan Grytsenko (ragrytsenko@gmail.com), Ph.D. economy sciences; associate professor of the banking department. ORCID: https://orcid.org/0009-0007-4023-330X

One of the economic tasks of the Ukrainian government is to attract external foreign investments to rebuild the economy and expand its own national production, which entails other positive socio-economic effects. This study analyzes how monetary policy becomes an important tool for promoting the attraction of foreign investments through the institutionalization of trust in the National Bank of Ukraine (hereinafter – the NBU).
The study identifies the main political and economic contradictions inherent in the instruments of monetary policy, due to which the importance of increasing trust in the NBU by ensuring its institutional independence is substantiated, in particular, via introducing high-quality corporate governance.
It has been proven that institutionalized trust via the predictability of the use of monetary policy instruments, has a positive effect on Ukraine's investment attractiveness, which increases the potential for this country's economic recovery.

K e y w o r d s : monetary policy, NBU independence, institutionalized trust, corporate governance, investment attractiveness, economic recovery.

У низці останніх досліджень[1] інвестиції одноголосно визначаються як пріоритетний фактор економічного зростання (*Скоробагатова, 2018),* ще одним із важливих пріоритетів Уряду вважається повернення українців із-за кордону (*Гайдуцький*, 2010), оскільки вважається, що це є передумовою підвищення економічного потенціалу України. Але повернення українців до України, насправді, є не передумовою, а лише похідним ефектом він інших дій Уряду, спрямованих на відновлення власного виробництва, яке повинно створити для потенційних працівників "конкурентоздатні" робочі місця. Для повернення українців важливим є створення робочих місць саме з конкурентними умовами щодо заробітної плати, умов праці та соціального захисту, оскільки повернення частини громадян із-за кордону відбуватиметься лише за умови створення їм більш привабливих умов у порівнянні з їх поточними умовами. Створення таких

[1] Основні загрози безпеці банківської системи України та шляхи їх подолання. (2016). Аналітична записка. Національний інститут стратегічних досліджень. URL: https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/osnovni-zagrozi-bezpeci-bankivskoi-sistemi-ukraini-ta-shlyakhi-ikh/; Проєкт Плану відновлення України. (2022). Національна рада з відновлення України від наслідків війни. *Веб-сайт Кабінету Міністрів України*. URL: https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/recoveryrada/ua/return-of-temporarily-displaced-citizens.pdf/

робочих місць можливе лише за умови збільшення загального потенціалу економічного зростання в Україні, що відбуватиметься вже як наслідок підвищення інвестиційної привабливості країни.

Для забезпечення можливості залучення довгострокових кредитно-інвестиційних ресурсів однією з важливих умов є гармонійна та прогнозована грошово-кредитна політика Національного банку України, останні завдання якої були викладені в "Основних засадах грошово-кредитної політики на період воєнного стану", в яких також визначено важливу роль залучення зовнішніх інвестицій: "*Національний банк підтримуватиме тісну взаємодію з Урядом для сприяння залученню необхідного зовнішнього фінансування від міжнародних організацій та країн-партнерів, зокрема спрямованого на розв'язання проблем у гуманітарній сфері, відбудову знищеної інфраструктури, відновлення/трансформацію економіки України*"[2].

Грошово-кредитна політика на різних етапах циклічного економічного розвитку може мати різні пріоритетні цілі і тактику використання ринкових інструментів через їх різну ефективність залежно від стадії розвитку і економічних умов. Для проведення ефективної грошово-кредитної політики важливим є розуміння механізмів можливого негативного впливу несприятливого економічного середовища, які можуть перешкоджати досягненню встановлених поточних цілей монетарної політики і спотворювати вплив звичайних монетарних інструментів. Необхідним є також пріоритезація поточних, найбільш реалістичних для досягнення економічних цілей, які б гармонійно відповідали цілям і завданням грошово-кредитної політики на конкретному етапі економічного розвитку та в конкретних економічних умовах.

Залучення зовнішніх іноземних інвестицій для відбудови економіки і розширення власного національного виробництва тягне за собою інші позитивні соціально-економічні ефекти, такі як збільшення обсягів сплачених податків, зростання рівня зайнятості і відповідного зменшення обсягів прямих соціальних дотацій з бюджету,

[2] Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану (2024). НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-period-voyennogo-stanu

зростання експорту і відповідного зниження тиску на валютний курс тощо.

Саме ті країни, яким вдавалося створити сприятливе внутрішнє економічне та політичне середовище для іноземних інвестицій, досягали найбільшого економічного зростання завдяки забезпеченню для суб'єктів господарювання доступу до значно більшого обсягу ресурсів на зовнішніх ринках. Створення привабливих економічних умов приваблює не тільки зовнішніх, а й стимулює внутрішніх, локальних інвесторів.

Грошово-кредитна політика в цьому процесі є балансуючим елементом між внутрішніми політичними та економічними інтересами, яка повинна відбуватись у спосіб, який дозволяє інвесторам будувати чіткі та прогнозовані бізнес-моделі інвестиційних проєктів, які забезпечують їм доступ до інвестиційних коштів та інших кредитних ресурсів.

Для іноземних інвесторів одним із найважливіших факторів є розуміння ризиків, притаманних інвестиційному проєкту, можливість їх вимірювання, а також доступність інструментів хеджування таких ризиків. Україна переживала часи, коли деякі типи інвесторів задовольнялися надмірно високою дохідністю українських фінансових інструментів, яка перекривала усі валютно-інвестиційні ризики. Разом з цим залучення таких інвестицій не відповідає цілям відновлення економічного зростання через їх високу вартість і мінливий характер таких капіталів. Необхідним є створення привабливих умов для залучення саме довгострокових іноземних інвестицій в Україну, а для цього щонайменше іноземні інвестори повинні мати впевненість щодо повернення власних інвестицій в іноземній валюті без втрати їх вартості через непрогнозовані курсові коливання.

Важко очікувати того, що НБУ під час війни вдасться легко забезпечити довготривалу стабільність іноземної валюти, через що важливим інструментом залучення інвестицій повинно стати створення механізмів і інструментів хеджування валютного ризику. Такими інструментами можуть бути як біржові інструменти на кшталт свопів та опціонів, так і функціонування окремих установ, яким дер-

жава може делегувати функцію щодо забезпечення інвесторів механізмами інвестиційного страхування.

Звичайно, довгостроковою ціллю держави повинно бути створення повністю ринкових, саморегулюючих інструментів, але на первинному етапі для забезпечення можливості інвесторам хеджувати валютні ризики можливо створити певні нові державні інституції, або покласти відповідні функції на вже існуючі державні фінансові установи для забезпечення можливості страхування не тільки інвестицій, а й курсових ризиків. Покладання таких функцій на державні банки може бути менш привабливим, оскільки наявність пов`язаних з цими функціями ризиків на балансах банків може негативно впливати на їхній капітал. Внески Уряду в капітал відповідної установи, або інші витрати держави від такого страхування, повинні порівнюватися з загальним позитивним соціально-економічним ефектом для країни, який досягається завдяки функціонуванню нових інвестиційних проєктів, а саме, враховувати кількість новостворених робочих місць, зростання розміру фондів оплати праці, залучення до циклу виробництва підприємств інших галузей промисловості, а також враховувати загальний економічний ефект від їх зростання. Уряд повинен бути готовий до розуміння та публічного доведення того факту, що втрати від хеджування валютних ризиків перекриваються тривалим ефектом системного економічного зростання через зростання податкових платежів, зменшення соціальних виплат по безробіттю тощо. Тому на первинному етапі Уряд повинен стати активним організатором такого страхування і визначити установи для адміністрування цього ринку, в разі потреби забезпечуючи їх додатковим капіталом.

Грошово-кредитна політика центрального банку зазвичай повинна бути спрямована на стимулювання використання кредитних ресурсів на потреби функціонування і розвитку економіки. Проте на економічний ефект від вливання коштів в економіку впливає не лише загальний обсяг коштів, що вливаються, а саме той механізм, який обирає центральний банк та Уряд для проведення такої емісії. Зокрема, слід уникати таких вливань, які дозволятимуть банкам спрямовувати кошти на спекулятивні чи високодохідні ліквідні фінансові інструменти, замість фінансування реального сектору еко-

номіки, де хоча й існує більш тривалий економічний цикл (не завжди вигідний самим банкам), але він створює набагато більш корисний ефект для відновлення економіки. Тому ***операції НБУ на відкритому ринку*** та процентна політика повинні мати такий характер, щоб доходність державних цінних паперів або аналогічних за рівнем доходності та ліквідності інструментів, таких як депозитні сертифікати НБУ, знижувалась для уникнення перетікання вільних кредитних коштів у такі спекулятивні операції.

З точки зору операцій на валютному ринку, одним із завдань центрального банку повинно бути забезпечення довготривалої стабільності курсу або щонайменше його прогнозованої волатильності, яка є ключовою для оцінки ринкового ризику (*Буртняк*, 2018).

Інвестори повинні мати розуміння курсової прогнозованості для хеджування валютних ризиків, оскільки для них є важливим закладення вартості страхування в їх інвестиційні бізнес-моделі. Для інвесторів ризики – це лише "математика" – ніякої "політики", вони повинні мати можливість все обраховувати для розрахунку строків окупності інвестиційного проєкту.

До ризиків, які інвестори включають до власних прорахунків рентабельності інвестиційного проєкту, відносять такі:

– прогнози зміни процентних ставок та курсів обміну валют;

– вірогідність підвищення операційних витрат;

– очікування щодо змін у рівнях доходів населення;

– можливість підвищення ставок оподаткування (*Dentons*, 2018).

Тому валютні курси стають вагомим компонентом для розрахунків, які роблять інвестори перед прийняттям відповідних інвестиційних рішень.

Зважаючи на важливість політики ***валюто-обмінних курсів*** для прийняття інвестиційних рішень, необхідно уникати будь-якого політичного тиску на нього, зокрема зі сторони груп експортерів, які, звісно, зацікавлені в підвищенні курсу національної валюти і мають зазвичай певні політичні зв`язки і можливості здійснювати відповідний вплив на Уряд, через збіг їхніх інтересів щодо збільшення валютної виручки і поліпшення сальдо торговельного рахунку.

Рефінансування банків під час кризи є важливим додатковим інструментом економічного відновлення. У разі здійснення такого рефінансування центральному банку бажано усунути можливість для банків використання цих коштів для спекулятивних операцій і впевнитись, що вони спрямовуються саме на фінансування інвестиційних проєктів. Уряду потрібно цільове рефінансування, подібне державній програмі "Доступні кредити 5–7–9%", але вже для цільового забезпечення відбудови нових виробничих можливостей у масштабах усієї країни. Розроблення типових державних програм, створення в банках відповідних інвестиційних департаментів, або окремих державних установ для управління такими інвестиційними проєктами з нарощуванням відповідних компетенцій є одним із пріоритетних шляхів реалізації цієї політики, в якій увага повинна приділятися також навчанню персоналу і залученню міжнародного досвіду щодо управління такими проєктами. Останнє в подальшому також забезпечить більш м'яку інтеграцію України з європейськими фінансовими ринками.

Кредитування на стадії післявоєнного відновлення може мати особливості, пов'язані з тим, що локальні інвестори можуть не мати достатньо заставного майна через його втрату під час військових дій або неможливість прийняття на власний рахунок притаманних таким проєктам ризиків. Через це зростає роль структурованого фінансування, коли використовуються диверсифіковані джерела фінансування, а ризики та прибутки розподіляються між різними групами інвесторів відповідно до їхнього "апетиту до ризиків". Для управління таким інвестиційним проєктом зазвичай створюється окрема SPV-компанія, в капіталі та в органах управління якої представлені всі інвестори відповідно до розмірів внесених коштів та прийнятих ними ризиків.

У сучасному економічному середовищі джерелами для диверсифікованого фінансування вважаються:

– традиційні кредити на проєктне фінансування, що надаються комерційними банками;

– випуск облігацій;

– експортно-кредитні агентства;

– міжнародні або регіональні банки розвитку;

– лізинг обладнання;

– мезонінне фінансування;

– процентні і валютні свопи та інші інструментів хеджування;

– кредити акціонерів та спонсорів (*Dentons*, 2018).

Кожна категорія інвесторів має різні цілі, пріоритети, апетити до ризиків, різну вартість та строковість ресурсів і всі ці параметри необхідно узгодити для того, щоб створити єдиний пакет довгострокового фінансування проєкту.

Фінансування будь-якого проєкту можна поділити на дві чи більше частин залежно від ризиків втрати вартості інвестиції: високоризикову частину і низькоризикову частину. Низькоризиковою частиною є та частина проєкту, нижче якої існує дуже мала вірогідність зниження вартості інвестицій усього проєкту (рис. 1). Ця частина може бути за вартістю близькою до ліквідаційної вартості проєкту. Але ця низькоризикова частина фінансування проєкту має певну перевагу, яка полягає в тому, що через низькі ризики втрати інвестованих у неї коштів під її фінансування можливо залучати більш дешевші довгострокові кошти від інвесторів, які не мають великого апетиту до ризиків, таких як недержавні пенсійні фонди або інші державні фонди.

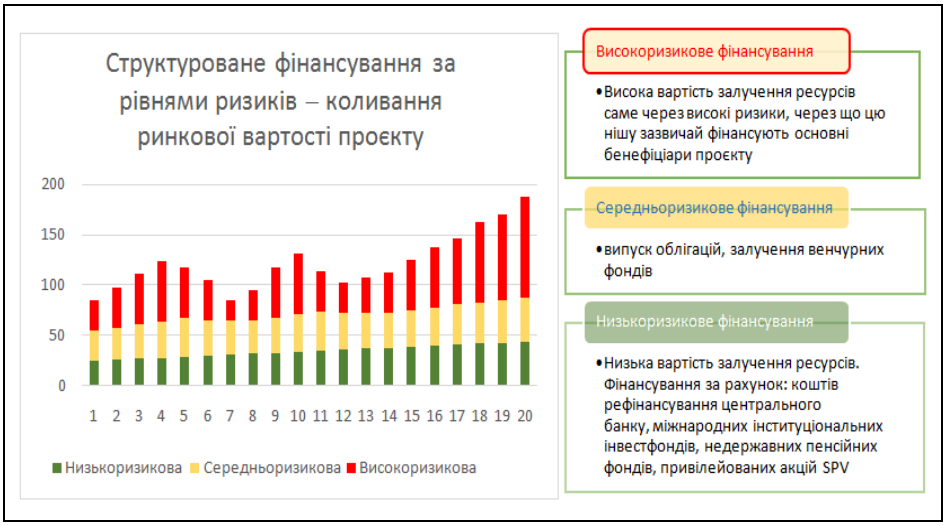

Рисунок 1. Структура фінансування за ступенями ризиків

Джерело: створено автором.

Обов'язковою умовою для такого інвестування "в низькоризикову частину" повинно бути те, що інвестиційною угодою або законодавством повинно бути передбачено першочергове погашення саме цих зобов'язань у будь-якому процесі ліквідації, банкрутства, продажу, трансформації тощо. Тому для забезпечення ефективного механізму захисту низькоризикової частини структурованого фінансування може бути необхідним також внесення змін у Кодекс України з процедур банкрутства стосовно черговості задоволення вимог кредиторів.

Кредитні ресурси, джерелами яких є кошти, отримані як рефінансування центрального банку, не повинні вкладатися банками в активи з високим ступенем ризиків, оскільки тоді збільшуватимуться резерви під кредитні ризики, необхідність формування яких підвищуватиме для банку собівартість такого фінансування. Тому за рахунок коштів центрального банку доцільно фінансувати переважно безризикову частину інвестиційного проєкту. Іншу частину можуть брати на себе інші венчурні інвестори з більшим апетитом до ризиків.

Одним із позитивних ефектів від розподілу фінансування на ризикове і низькоризикове є можливість залучення довгострокового фінансування від "низькоризикових інвесторів" за суттєво меншими ставками, що дозволяє знизити загальну середньозважену вартість залучення коштів для фінансування усього проєкту.

Іншим корисним напрямом використання рефінансування центрального банку може бути також покриття тимчасових розривів (гепів), які можуть виникати між різними джерелами фінансування при формуванні структурованого фінансування проєкту.

Одним із сучасних шляхів підвищення інвестиційної привабливості бізнес-проєкту є дотримання принципів ESG (Environmental, Social and Corporate Governance)[3]. Дотримання цих принципів додає будь-якій країні позитивного економічного ефекту від виконання інвестиційного проєкту, оскільки вони вимагають:

– забезпечення соціальної направленості бізнесу, тобто виконання певних соціальних завдань та функцій;

[3] Що таке ESG-принципи і чому компаніям важливо їх дотримуватися. (2024). *FinTech Insider.* Веб-сайт. URL: https://fintechinsider.com.ua/shho-take-esg-prynczypy-i-chomu-kompaniyam-vazhlyvo-yih-dotrymuvatysya/

– підвищення економічності виробництва, зокрема через економне використання енергоресурсів, застосування енергозберігаючих технологій;

– створення належного корпоративного управління і, відповідно, мінімізацію корупційних ризиків.

Дотримання ESG-принципів забезпечує додаткову привабливість інвестиційному проєкту завдяки щонайменше двох важливих факторів:

1. Розширення джерел фінансування – оскільки на світовому ринку ресурсів існує значна частка ESG-інвесторів, які вкладають кошти лише в ті проєкти, які дотримуються цих принципів.

2. Зменшується вплив внутрішніх корупційних та зовнішніх політичних факторів завдяки запровадженню якісного корпоративного управління і виникає можливість для подальшого виходу компаній на IPO (англ. *Initial Public Offer*).

Сам факт можливості виходу проєкту на IPO вже робить його цікавим для більшої кількості інвесторів, оскільки існують певні групи інвесторів, які беруть участь саме на початкових стадіях фінансування, очікуючи виходу з проєкту і отримання прибутку від продажу власної частки саме на цій стадії.

Щодо інших інструментів монетарної політики, зокрема ***встановлення норми обов'язкових резервів*** – на шоковому і після шоковому циклах економічного розвитку, необхідно виходити із необхідності визволення найбільшого обсягу капіталів банків. Це відповідає звичайним антикризовим політикам більшості Європейських країн. Лише на стадіях пожвавлення та зростання пріоритет у визначенні норми обов'язкових резервів може зміщуватись в бік забезпечення цілей фінансової стабільності. Проте навіть тут може відбуватися певний конфлікт інтересів. Комерційні банки завжди бажають зниження норми обов'язкових резервів, оскільки це вивільняє більше грошей для їх використання у кредитуванні, що збільшує їхні прибутки. При цьому центральний банк має зацікавленість у збереженні або навіть збільшенні норми обов'язкових резервів, адже це дозволяє збільшити стабільність фінансової системи. Зниження процентних ставок центрального банку з точки зори забезпечення достатнього рівня інвестицій відіграє важливу роль, оскільки

"вплив монетарної політики на процентні ставки, а через процентні ставки – на нефінансову економічну активність, зумовлений роллю центрального банку як монополіста на пропозицію банківських резервів" (*Friedman*, 1999).

Таргетування інфляції повинно корелювати з цілями підтримки валютних курсів. Основним підходом до такого таргетування повинно бути створення можливості для інвесторів вимірювати кумулятивні ризики (інфляції та знецінення валюти) у їхньому вартісному виразі. Саме їхня прогнозованість та вимірюваність є важливим фактором для можливості їх включення у фінансові моделі інвесторів. Забезпечення можливості прорахунку цих ризиків може стати одним із важливих поточних завдань монетарної політики НБУ. Можливість певного використання курсового таргетування була вже описана в статтях, написаних фахівцями НБУ, де зроблено такий висновок: "Курсове таргетування орієнтується на курс національної валюти як цільовий показник інфляції. Логіка використання курсового таргетування в тому, що курс як співвідношення паритетів купівельної спроможності двох валют виступає індикатором купівельної спроможності національної валюти щодо твердої іноземної валюти, з якою проводиться зіставлення" (*Данилішин*, 2018).

Інвестори будуть зацікавлені у здійсненні інвестицій в України, коли сума повернення інвестиції після її конвертації в базову валюту інвестора (зазвичай, такі як долар США чи ЄВРО) буде перевищувати норму прибутку на суму не тільки власно інвестиції, а й обов’язкових резервів, необхідність формування яких виникає як через ризики фінансування самого проєкту, так і через низький суверенний рейтинг України. В цій моделі ключову роль для інвестора відіграватиме саме очікуваний зворотний курс конвертації гривні в базову валюту, який і стає здебільшого ключовим негативним фактором, що впливає на відмову від прийняття відповідного інвестиційного рішення.

Складно апелювати до однозначного твердження щодо необхідності повернення до курсового таргетування, але його можливо використовувати як компонент моделі інфляційного таргетування для досягнення основної мети – забезпечення прогнозованості та передбачуваності курсів для інвесторів.

Стосовно встановлення будь-яких обмежень на повернення інвестицій за кордон слід розуміти, що такі обмеження призводять лише до того, що зникає і приплив валюти з-за кордону як у формі прямих інвестицій, так і у формі повернення валютної виручки експортерами. Як тільки такі обмеження з`являються – зовнішні інвестори зникають. Такі обмеження можуть працювати лише на дуже короткому часовому інтервалі, тому від них необхідно поступово відмовлятися і використовувати інші балансуючі інструменти.

Деякі дослідження вже звертали увагу на важливі передумови ефективного інфляційного таргетування: "По-перше, центральний банк має бути певною мірою незалежним від уряду країни при проведенні грошово-кредитної політики. Для того щоб виконувалася така умова, державі необхідно відмовитися від принципу "фіскального домінування". Якщо ж фіскальне домінування продовжує існувати, то податкова політика буде стимулювати інфляційний тиск, який підірве ефективність кредитно-грошової політики. На практиці це може виражатися в достатньо "нешкідливих", на перший погляд, діях, наприклад, у вимогах Уряду знизити відсоткові ставки, що призводитиме до підвищення податкових зборів.

Друга умова, що визначає результативність інфляційного таргетування, полягає в тому, що влада має проігнорувати таргетування таких економічних чинників, як заробітна плата, рівень зайнятості або валютний курс. Якщо влада переслідує одночасно декілька цілей, учасники ринку не знають, якій з них буде віддано перевагу у разі погіршення економічної ситуації. У випадку виникнення загрози стабільності валютного курсу центральний банк буде змушений зробити вибір: або утримувати курс, чим відмовитися від інфляційної мети, або зберігати плановий рівень інфляції, при цьому поступитися валютним курсом" (*Мойсеєнко*, 2011).

Як акцентує це саме дослідження, незалежність є ключовим фактором, але суспільство зазвичай болісно реагує на необмежену свободу центрального банку.

Узагальнюючи наведені потенційні конфлікти інтересів, можна підсумувати, що центральним банкам при проведенні монетарної політики буває важко ***уникати***:

– спокус фінансування дефіциту бюджету під час проведення операцій на відкритому ринку;

– підвищення доходів центрального банку за рахунок доходів від курсової різниці під час проведення операцій на валютному ринку;

– політичного тиску зі сторони групи експортерів при формуванні валюто-обмінних курсів;

– домінування фіскальних факторів під час інфляційного таргетування.

З вищезазначеного можна зробити висновок, що компоненти монетарної політики мають у своїй основі один важливий фактор – фактор довіри до центрального банку, яка, зокрема, досягається через забезпечення його інституційної незалежності, про шляхи досягнення якої вже неодноразово дискутували та готували відповідні законопроєкти[4].

Деякі наукові дослідження виділили навіть такий вид довіри як ***інституціоналізована довіра*** (*Балюк*, 2009), яка виникає внаслідок встановлення на законодавчому рівні прозорих процедур формування керівних органів, чітких корпоративних правил і їх подальшого належного дотримання. В інших дослідженнях робляться також висновки, що історично довіра до національної валюти трансформується від довіри до її золотого паритету, через довіру до політики уряду в довіру до монетарної політики. А останніми науковими дослідженнями взагалі було зведено проблему забезпечення довіри до грошової одиниці до "довіри до зобов'язань щодо низької інфляції, взятих на себе інститутом, наділеним законодавчим мандатом на забезпечення цінової стабільності" (*Кричевська*, 2017. С. 87). Саме така інституціоналізована довіра повинна формуватися до НБУ та його керівних органів.

З урахуванням зазначеного вище забезпечення незалежності і довіри до НБУ повинно стати ключовим завданням для влади. При цьому незалежність є багатофакторним явищем, яке включає в се-

[4] Писарук О. (2015). Реальна інституційна незалежність Національного банку України має бути якнайшвидше закріплена на законодавчому рівні. Веб-сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/archive-news/all/17343826-oleksandr-pisaruk-realna-institutsiyna-nezalejnist-natsionalnogo-banku-ukrayini-maye-buti-yaknayshvidshe-zakriplena-na-zakonodavchomu-rivni/.

бе, зокрема, прозорі формалізовані процедури обрання членів Ради та Правління НБУ**.**

На цей час проведення конкурсів на посади членів Ради НБУ законодавством не передбачені, як це, наприклад, зроблено для наглядових рад державних банків у ст. 7 Закону України "Про банки і банківську діяльність", де прописані чіткі вимоги до проведення відкритих конкурсів: "*до конкурсного відбору допускаються виключно кандидати, відібрані на умовах відкритого конкурсу компанією з добору персоналу"*, а HR-компанія обирається "*з числа тих, що мають міжнародний досвід надання послуг з добору керівного складу банків не менш як 10 років"*[5]. Єдиною існуючою умовою у відборі кандидатури для призначення членом Ради НБУ є те, що вони "*проходять обговорення на спеціальному відкритому засіданні профільного комітету Верховної Ради України, який вносить свої рекомендації Верховній Раді України"*[6].

Механізм формування Ради НБУ, передбачений ст. 10 Закону України "Про Національний банк України"[7], а саме: призначення чотирьох членів від Верховної Ради та чотирьох членів Президентом, виглядав би політично збалансованим, але в умовах, коли провладна партія має більшість у Верховній Раді, може бути потрібним запровадження більш збалансованих, структурованих і прозорих процедур обрання членів, які забезпечуватимуть ще більшу незалежність процесу відбору членів у Раду та Правління НБУ і унеможливлять політичний вплив при формуванні складу Ради. Зокрема, для цього може бути потрібно дотримання чіткого формалізованого процесу, подібного до обрання членів наглядових рад державних банків, починаючи з обрання HR-компанії, формування загального переліку кандидатів (long-list), визначення чітких критеріїв, за якими кандидати потрапляють з long-list до short-list. Можливо, навіть додати публічності процесу проведення співбесід з кандидатами, як

[5] Закон України "Про банки і банківську діяльність". *Відомості Верховної Ради України* (ВВР). 2001. № 5–6. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/#n160

[6] Закон України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функціонування фінансового сектору в Україні". Відомості Верховної Ради (ВВР), 2018, № 46, ст.369. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2491-19#Text

[7] Закон України "Про Національний банк України". (1999). №679-XIV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14

це зараз робиться на конкурсах при проведенні судової реформи, що дозволить також підвищити культуру соціальної та політичної відповідальності у процесі таких призначень (*Гриценко*, 2024).

Потрібно системно формувати інституціоналізовану довіру до всіх ланок корпоративного управління в державному секторі, що підвищить інвестиційну привабливість України і дозволить отримати більше ресурсів, які спрямовуватимуться на відновлення економіки країни. У широкому сенсі інституційна незалежність – це комплексне питання законодавства, процедур і соціальної культури та суспільної моралі, в якій громадянська активність також відіграє певну позитивну роль, особливо за умови громадського "нагляду" за дотриманням процедур корпоративного управління і, зокрема, проведення конкурсів на посади членів Ради та Правління НБУ. В разі успішної імплементації якісного корпоративного управління в НБУ, довіра до центрального банку також поступово трансформуватиметься у довіру до органів влади і держави в цілому.

Необхідність побудови ефективної моделі корпоративного управління НБУ із її окремими незалежними елементами є також важливим для утримання відповідних компетенцій у керівних органах центрального банку, які значною мірою втрачаються з кожним новим політичним циклом. Важливим для збереження компетенцій є забезпечення принципу "***континуїті***" (*з англ.* – безперервність) – поступовій заміні лише частини ради або іншого керівного органу для найліпшого збереження "інституційної пам'яті", оскільки одночасна заміна більшості складу наглядової ради або правління є дуже шкідливим стресом для роботи будь-якої установи (*Jackson*, 2005) і лише затримує її розвиток.

У Законі про НБУ для колегіальних керівних органів зроблено спробу забезпечити принцип "континуїті", але це формулювання має доволі невизначений характер його реалізації: "Призначення на посади та звільнення з посад членів Ради Національного банку здійснюється таким чином, щоб було забезпечено можливість проведення засідання Ради Національного банку" (*ВР*, 1999). Через

таке недостатнє законодавче врегулювання в НБУ трапляються певні правові інциденти[8] (*ЕП*, 2021).

Якісну реалізацію забезпечення принципу континуїті можна побачити у Римському Статуті Міжнародного Кримінального Суду[9], де, зокрема, передбачено таке: "Під час перших виборів одна третина суддів, що відбираються шляхом жеребкування, залишається на посаді протягом трьох років; одна третина суддів, що відбираються шляхом жеребкування, залишається на посаді протягом шести років, а решта суддів залишаються на посаді протягом дев'яти років. Суддя, обраний для заповнення вакансії, залишається на посаді до закінчення строку повноважень свого попередника і, якщо цей строк становить три роки або менше, може бути переобраний на повний строк".

Існування таких норм вирішує певні правові прогалини і дозволяє члену керівного органу в разі призначення замість іншої особи на неповний строк бути обраним на новий повний строк, якщо до цього виконання ним функцій у разі призначення замість звільненого члена тривало менше 1/3 загального строку.

Процедури формування Правління та Ради НБУ і забезпечення незалежності Ради мають особливу важливість через те, що в НБУ завжди існує конфлікт між досягненням короткострокових цілей монетарної політики і її довгострокових цілей – забезпечення довгострокової стабільності та прогнозованості. В цьому контексті Правління НБУ зазвичай є органом, який надає перевагу досягненню короткострокових монетарних цілей, а Рада НБУ зазвичай відповідає саме за виконання довгострокових цілей. Задля дотримання цілей довготривалої монетарної політики незалежність Ради НБУ постає окремим важливим компонентом забезпечення незалежності усього механізму роботи центрального банку. З приводу цього викликають занепокоєння і порушують баланс конфлікту інтересів повідомлення про скорочення секретаріату Ради НБУ: "*два структурні підрозділи, між якими були розподілені окремі*

[8] Ексчлен Ради НБУ Шапран судиться з парламентом за колишню посаду. *Економічна правда*. 2021. URL: https://www.epravda.com.ua/news/ 2021/09/6/677541/
[9] Римський Статут Міжнародного Кримінального Суду. (1998). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/995_588#n291

функції щодо забезпечення організації діяльності Ради та супроводження взаємодії з Радою, будуть трансформовані в один підрозділ. З організаційної структури Національного банку виключається Секретаріат Ради НБУ, а функції цього підрозділу передаються до Офісу Правління НБУ"[10]. Такі кроки виглядають на перший погляд лише технічними та незначними, але насправді віддаляють НБУ від досягнення головних монетарних цілей.

Згідно з цим доопрацювання законодавчої бази для імплементації усієї сучасної міжнародно-визнаної практики корпоративного управління, проведення незалежних конкурсів на посади членів Ради НБУ повинно бути однією з поточних цілей забезпечення проведення ефективної монетарної політики НБУ, яке впливає на утримання балансу всієї системи економічних і політичних інтересів та, відповідно, визначає, чи будуть досягнуті довгострокові цілі монетарної політики.

Через недостатню законодавчу урегульованість вищезазначених процедур незалежність Ради НБУ викликає занепокоєння інвесторів та відповідно зменшує довіру до центрального банку, яка стає ключовим елементом для ефективності трансмісійних механізмів монетарної політики, оскільки практика доводить, що якщо є довіра до політики НБУ – трансмісійні механізми працюють ефективно, а коли довіри немає – застосування тих самих механізмів стає менш ефективним, а їхні результати більш непрогнозованими.

Якщо узагальнити перелічені проблеми і механізми їхньої взаємодії, можна побудувати таку модель складових цілей для відновлення економічного зростання в Україні (рис. 2).

На другому колі імплементації складових цілей цієї моделі вже відбуватиметься низка інших позитивних зрушень:

– підвищення суверенного рівня країни, який зменшуватиме вартість подальших запозичень;

– збільшення експортного потенціалу за рахунок зростання внутрішнього виробництва;

[10] НБУ. (2023). Про зміни в організаційній структурі НБУ. Національний банк України. Веб-сайт. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/pro-zmini-v-organizatsiyniy-strukturi-nbu

Рисунок 2. Складові цілі відновлення економічного зростання в Україні

Джерело: узагальнено і побудовано автором.

– залучення ще більшого кола іноземних інвесторів, що призводитиме до притоку валюти до країни і полегшуватиме для НБУ проведення монетарної політики, зокрема утримання курсової стабільності і досягнення цілей таргетування інфляції;

– повернення кваліфікованого персоналу та працездатного населення в Україну, що підвищуватиме виробничий потенціал країни та податкові збори.

Ці зрушення і є основною метою Уряду для забезпечення умов залучення іноземних інвесторів і збільшення фінансування для економічного відновлення.

Висновки

1. Потрібно системно працювати над формуванням інституціоналізованої довіри до Національного банку України як запоруки проведення ефективної монетарної політики та ефективної роботи її трансмісійних механізмів. Зокрема, інституціоналізація довіри повинна відбуватися через запровадження прозорих процедур обрання членів Ради та Правління НБУ і дотримання принципу континуїті в їхній роботі. Інституціоналізація довіри до усіх ланок корпоративного управління в державному секторі також підвищує загальну інвестиційну привабливість України.

2. На період виходу із кризи НБУ повинен розробити механізми довгострокового рефінансування банків для підтримки фінансування ними низькоризикових компонентів інвестиційних проєктів, а також можливих гепів ліквідності у структурованому фінансуванні, включаючи необхідність внесення відповідних змін у Кодекс банкрутства України стосовно черговості погашення зобов'язань.

3. Монетарна політика повинна проводитись з урахуванням необхідності забезпечення передбачуваної волатильності курсу гривні для забезпечення можливості побудови інвесторами фінансових моделей окупності проєктів, які для інвесторів є умовою доступу до структурованого фінансування.

4. Поряд із передбачуваністю монетарної політики для інвесторів Уряд повинен забезпечити можливість хеджування валютно-курсових ризиків або шляхом створення спеціальних установ, або через запровадження інших ринкових механізмів із забезпеченням їх державної підтримки. Держава повинна створити фінансово-бюджетні механізми для покриття витрат на підтримку страхових інвестиційних механізмів із розумінням того, що ці витрати покриваються довготривалим позитивним соціально-економічним ефектом розвитку країни зокрема через податкове наповнення бюджету та зменшення соціальних виплат.

Література

1. Балюк О. (2009). Джерела довіри в економічних системах. Соціологія в ситуації соціальних невизначеностей: тези доповідей учасників І Конгресу Соціологічної асоціації України. Харків: ХНУ імені В. Н. Каразіна. 476 с.

2. Буковинський С. А., Унковська Т. Є., Яременко О. Л. (2011). Уроки глобальної фінансової кризи: методологічні проблеми реформування міжнародних стандартів банківського регулювання і нагляду. *Економічна теорія*. № 1. С. 79–89.

3. Буртняк І. В. (2018). Моделі поведінки волатильності фінансових інструментів фондових ринків: монографія. Івано-Франківськ: ДВНЗ "Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника". 287 с.

4. Гайдуцький А. П. (2010). Характерні риси української трудової міграції за кордон. *Економіка та держава*. № 9. С. 88–92.

5. Гриценко Р. А. (2024). Репутація і збитки державних банків в Україні: До чого тут корпоративне управління? *NV*. URL: https://biz.nv.ua/ukr/experts/pributki-derzhavnih-bankiv-v-ukrajini-ekspert-poyasnyuye-chomu-korporativne-upravlinnya-maye-znachennya-50407371.html

6. Данилішин Б. М. (2018). В Україні діє полегшене інфляційне таргетування. *ZN.* URL: https://zn.ua/ukr/macrolevel/borotba-z-inflyaciyeyu-chi-ekonomichne-zrostannya-scho-vazhlivishe-275088_.html

7. Кричевська Т. О. (2017). Монетарна політика як інститут забезпечення довіри до грошової одиниці і банківської системи: логіко-історичний аналіз. *Економічна теорія*. № 3. С. 64–100. https://doi.org/10.15407/etet2017.03.064

8. Мойсеєнко Б. І. (2011). Інфляційне таргетування: міжнародний досвід та українські перспективи. *Наука та інновації*. Т. 7. № 1. С. 45–52. URL: http://dspace.nbuv.gov.ua/handle/123456789/115295

9. Скоробогатова Н. Є. Потапова В. П. (2018). Роль інвестицій у формуванні економічного зростання України. *Актуальні проблеми економіки та управління: Збірник наукових праць молодих вчених*. Вип. 12. URL: https://ela.kpi.ua/bitstream/123456789/24600/1/2018-12_1-05.pdf/

10. Dentons. (2018). A Guide to Project Finance. URL: https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2013/april/1/a-guide-to-project-finance/

11. Friedman, M. (1999). The Future of Monetary Policy: the Central Bank as an Army With Only a Signal Corps? *International Finance*. Vol. 2. Pp. 21–25. https://doi.org/10.3386/w7420. URL: https://scholar.harvard.edu/files/bfriedman/files/the_future_of_monetary_policy_the_central_bank_as_an_army_with_only_a_signal_corps.pdf

12. Jackson G. and Moerke A. (2005). Continuity and Change in Corporate Governance: comparing Germany and Japan. URL:

https://www.researchgate.net/publication/4989119_Continuity_and_Change_in_Corporate_Governance_Comparing_Germany_and_Japan/
http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00429.x

Надходження до редакції 23 квітня 2024 року
Прорецензовано 10 травня 2024 року
Підписано до друку 29 червня 2024 року

References

1. Baliuk, O. (2009). Sources of trust in economic systems. Sociology in a situation of social uncertainties: abstracts of the reports of the participants of the 1st Congress of the Sociological Association of Ukraine. Kharkiv: KhNU imeni V. N. Karazina [in Ukrainian].

2. Bukovynskyi, S. A., Unkovska, T. Ye., Yaremenko, O. L. (2011). The lessons of the global economic crisis: methodological problems of reforming the international standards of banking regulation and oversight. *Ekon. teor. – Economic theory,* 1, 79-89 [in Ukrainian].

3. Burtniak, I. V. (2018). Behavior models of volatility of financial instruments of stock markets: monograph. Ivano-Frankivsk: Vasyl Stefanyk Pre-Carpathian National University [in Ukrainian].

4. Haidutskyi, A. P. (2010). Characteristic features of Ukrainian labor migration abroad. *Ekonomika ta derzhava – Economy and the state,* 9, 88-92 [in Ukrainian].

5. Grytsenko, R. A. (2024). Reputation and losses of state-owned banks in Ukraine: Why corporate governance? *NV*. Retrieved from: https://biz.nv.ua/ukr/experts/pributki-derzhavnih-bankiv-v-ukrajini-ekspert-poyasnyuye-chomu-korporativne-upravlinnya-maye-znachennya-50407371.html [in Ukrainian].

6. Danylishyn, B. M. (2018). Ukraine has simplified inflation targeting. *ZN*. Retrieved from: https://zn.ua/ukr/macrolevel/borotba-z-inflyaciyeyu-chi-ekonomichne-zrostannya-scho-vazhlivishe-275088_.html [in Ukrainian].

7. Krychevska, T. O. (2017). Monetary policy as an institution to ensure confidence in money and banking system: logical-historical analysis. *Ekon. teor. – Economic theory,* 3, 64-100. https://doi.org/10.15407/etet2017.03.064 [in Ukrainian].

8. Moiseienko, B. I. (2011). Inflation Targeting: an International Experience and Ukrainian Prospects. *Nauka ta innovatsii – Science and innovation,* 7(1), 45-52. Retrieved from http://dspace.nbuv.gov.ua/handle/123456789/115295 [in Ukrainian].

9. Skorobohatova, N. Ye. Potapova, V. P. (2018). Role of investments in formation of economic growth of Ukraine. *Aktualni problemy ekonomiky ta upravlinnia: zbirnyk naukovykh prats molodykh vchenykh – Actual problems of*

economics and management: A collection of scientific works of young scientists, 12. Retrieved from https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/recoveryrada/ua/return-of-temporarily-displaced-citizens.pdf/ [in Ukrainian].

10. Dentons. (2018). A Guide to Project Finance. Retrieved from https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2013/april/1/a-guide-to-project-finance/

11. Friedman, M. (1999). The Future of Monetary Policy: the Central Bank as an Army With Only a Signal Corps? *International Finance,* 2, 21-25. https://doi.org/10.3386/w7420 Retrieved from https://scholar.harvard.edu/files/bfriedman/files/the_future_of_monetary_policy_the_central_bank_as_an_army_with_only_a_signal_corps.pdf

12. Jackson, G. and Moerke, A. (2005). Continuity and Change in Corporate Governance: comparing Germany and Japan. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/4989119_Continuity_and_Change_in_Corporate_Governance_Comparing_Germany_and_Japan/ http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00429.x

Received on April 23, 2024.
Reviewed May 10, 2024
Signed before printing June 29, 2024