



Національний
банк України

Десятиріччя інфляційного таргетування в Україні: уроки для нової епохи невизначеності

Сергій Ніколайчук

Перший заступник Голови, НБУ

Київ, Україна

27 листопада 2025 року



Шлях довжиною в десятиліття: від запровадження до трансформації режиму ІТ в Україні

1

Десять років після сміливого повороту

2

Чому Україна обрала інфляційне таргетування (ІТ)?

3

Як вибудовувалася рамка інфляційного таргетування?

4

Функціонування режиму ІТ до повномасштабної війни

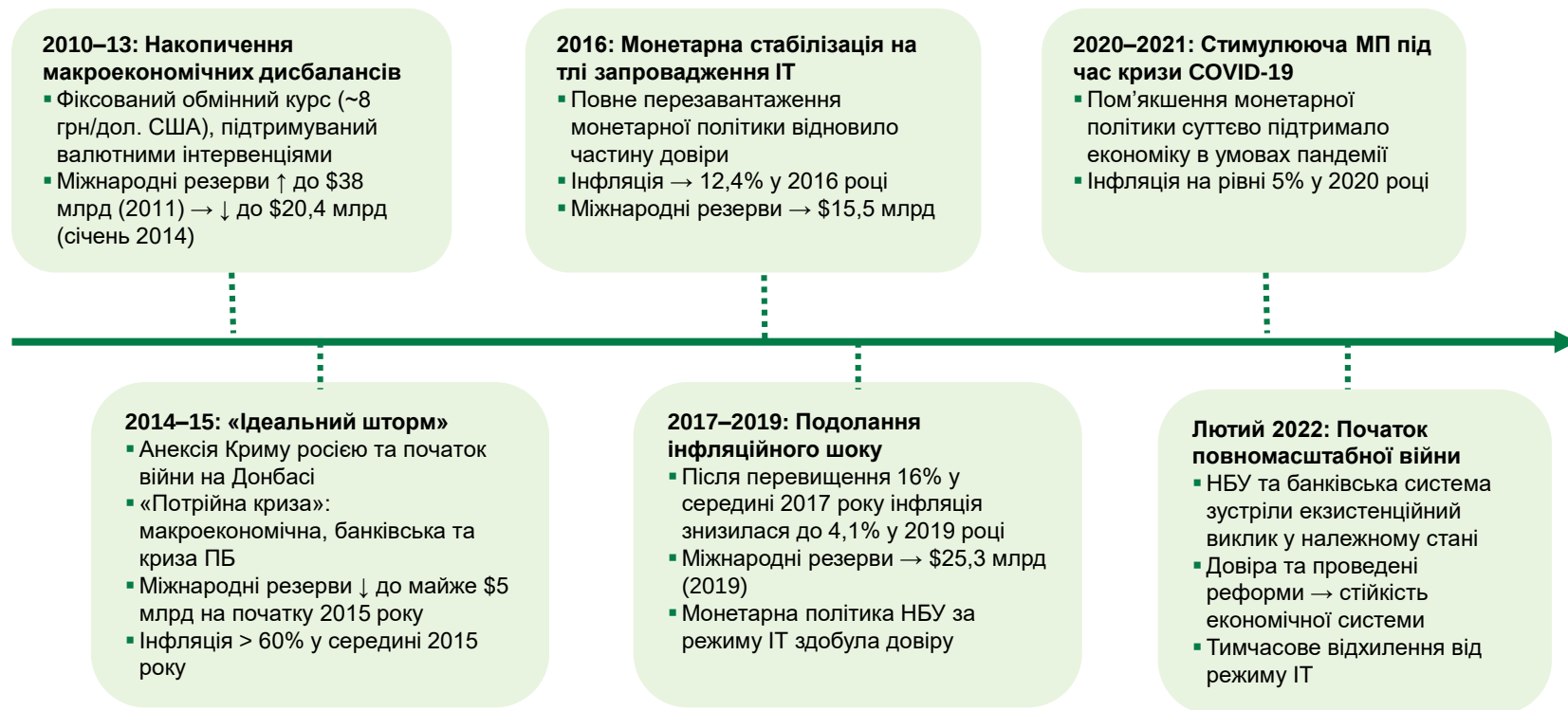
5

Стійкість в умовах повномасштабної війни

6

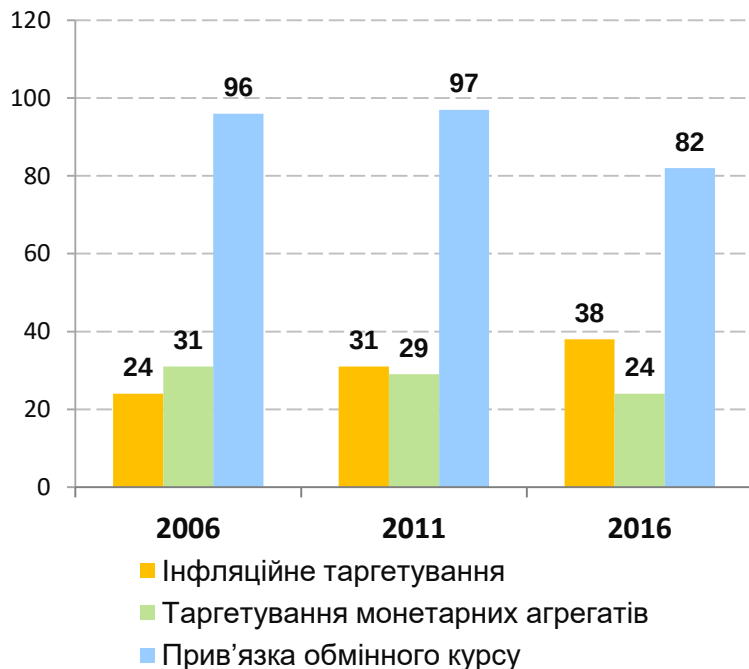
Висновки: ІТ в новій ері невизначеності

Оголошення про Інфляційне таргетування у серпні 2015 року: сміливе рішення на тлі «ідеального шторму» та його наслідки



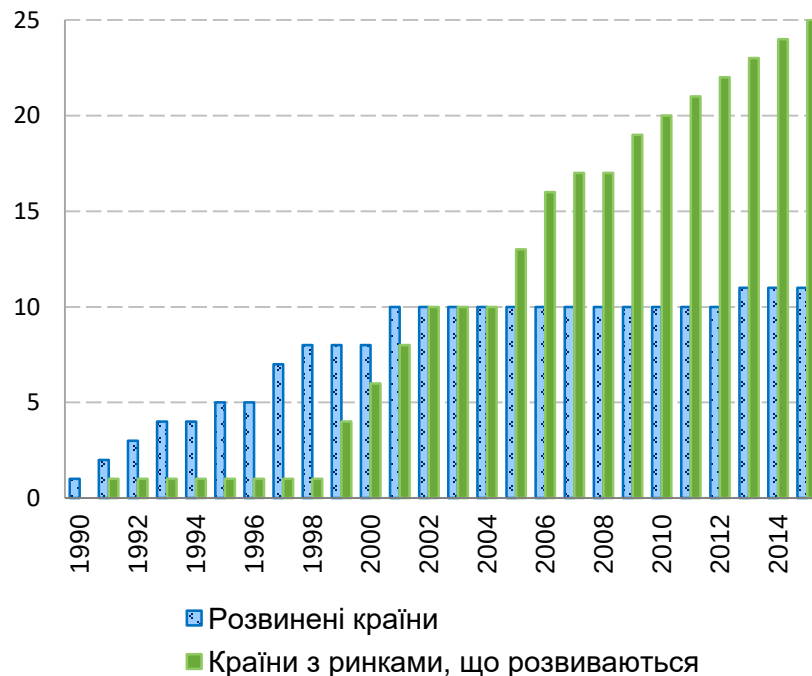
Чому Україна обрала інфляційне таргетування: відповідність сучасним міжнародним монетарним стандартам

Режими монетарної політики



Джерело: МВФ, IMF Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2006, 2011, 2016.

Країни з режимом ІТ, 1989–2015 рр.



Джерело: Klaus Schmidt-Hebbel, Martín Carrasco (2016).

Архітектура режиму інфляційного таргетування

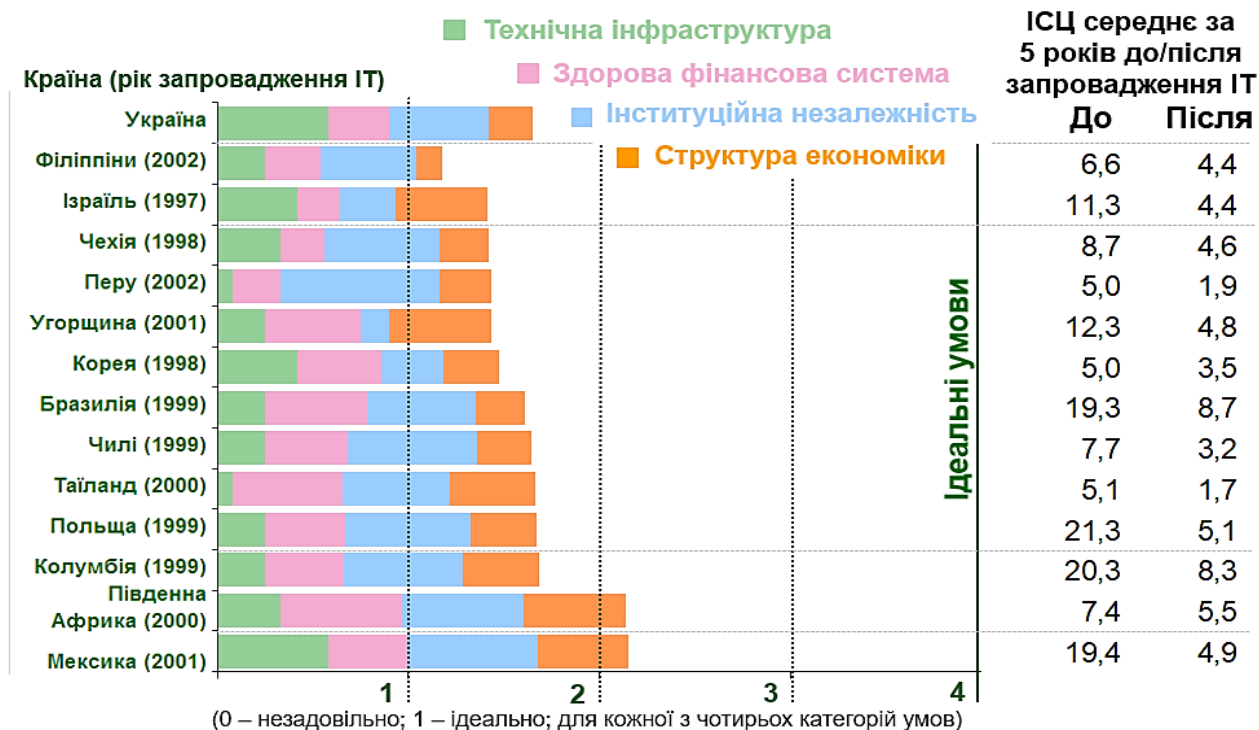
- Інфляція є єдиною кількісною ціллю ЦБ → сприяє закоренню інфляційних очікувань
- Інституційний мандат ЦБ з досягнення цієї цілі є чітко визначеним
 - Сукупність сучасних практик центральних банків
 - Зміна підходу до проведення монетарної політики
 - ✓ Основний інструмент МП – ключова процентна ставка
 - ✓ Гнучкість обмінного курсу
 - ✓ Вагома роль прогнозів та аналізу ризиків
 - ✓ Поєднання гнучкості з дотримання принципів політики на основі правил
 - ✓ Прозорість і підзвітність
- Ефективне довгострокове рішення для багатьох країн
 - Деякі країни запровадили ІТ вимушено — під тиском кризи платіжного балансу*
- Політична воля – вирішальний фактор у запровадженні сучасних підходів до монетарної політики, де режим ІТ вбачався як єдиний життєздатний вибір

Перехід до інфляційного таргетування став свідомим відходом від попередніх підходів до проведення монетарної політики



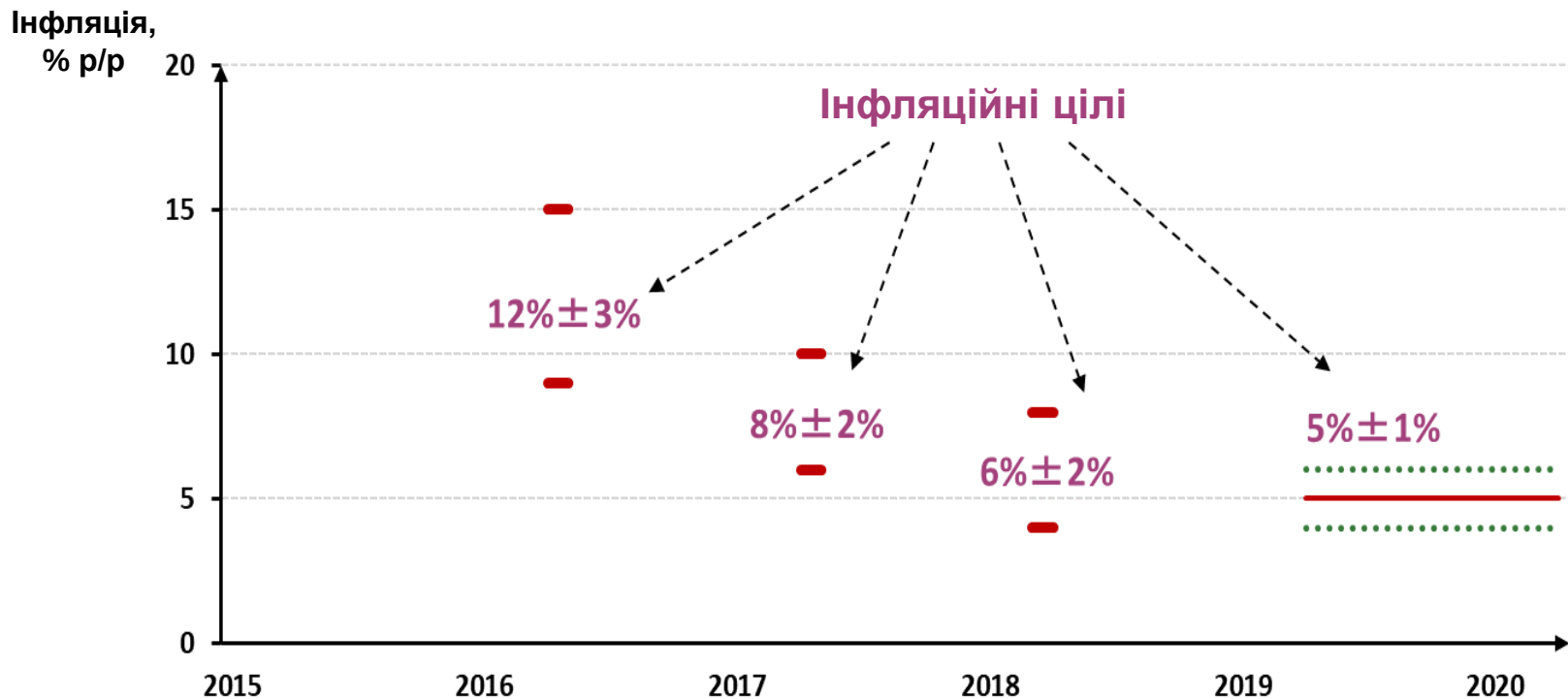
Стартові позиції у впровадженні ІТ: Україна vs інші країни

Порівняльний аналіз передумов для режиму ІТ під час запровадження



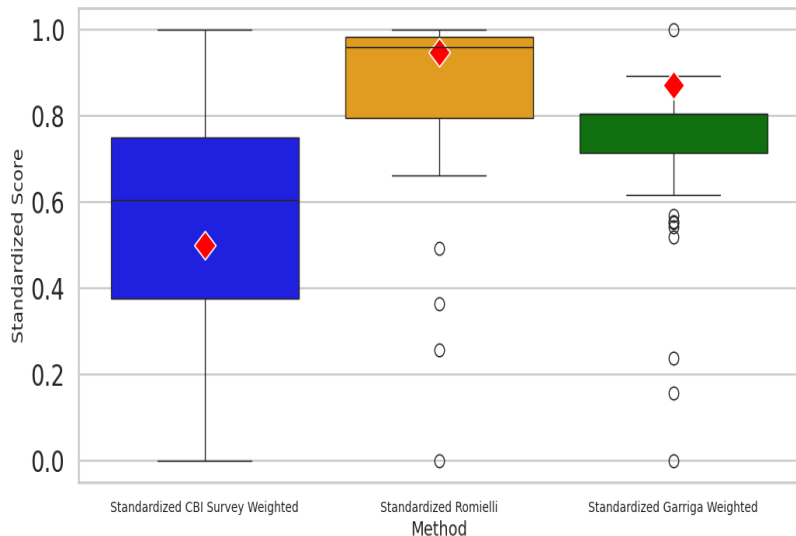
Джерело: World Economic Outlook, вересень 2005 року, розділ 4 Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?; Розрахунки НБУ.

Встановлення НБУ незмінної інфляційної цілі у серпні 2015 року



Запровадження інфляційного таргетування стало каталізатором глибоких інституційних змін

Індекс незалежності ЦБ України серед країн Європи

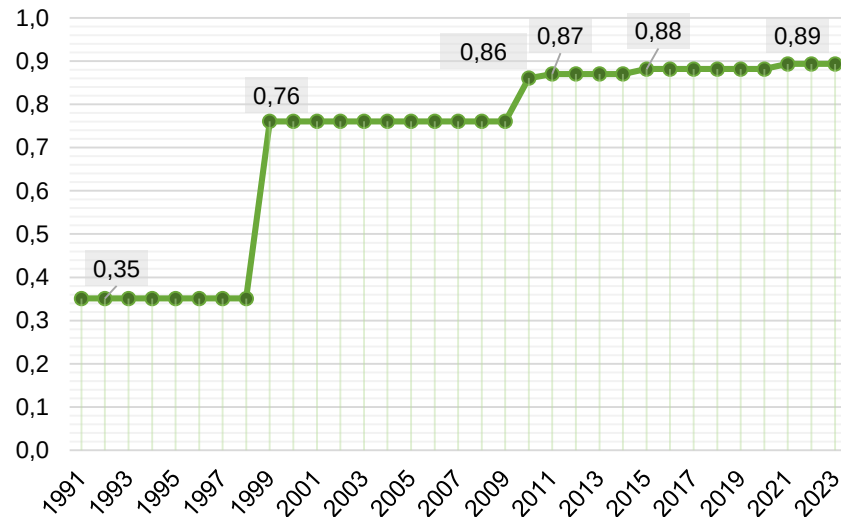


Примітки:

Надано А.Ханом (МВФ) на основі [Adrian, Khan, and Menand \(2024\)](#).

Оцінка не враховує тимчасове пом'якшення обмежень на монетарне фінансування у 2022 році у зв'язку з повномасштабною війною в Україні.

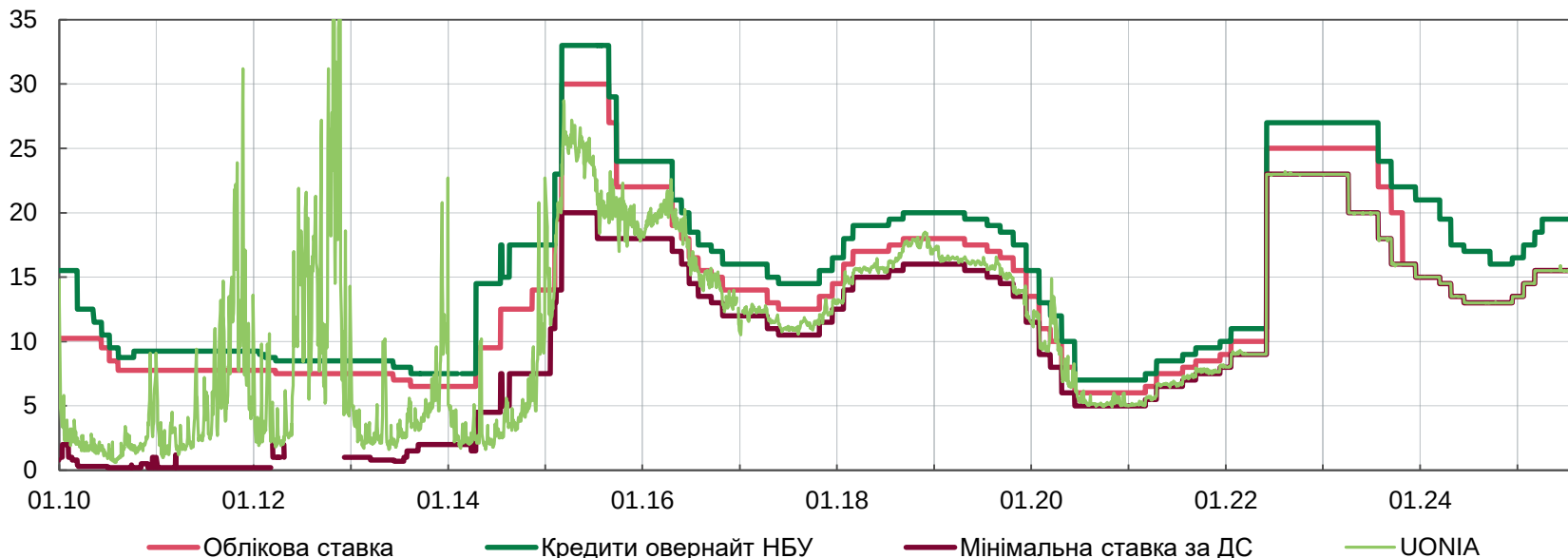
Індекс незалежності ЦБ України



Джерело: <https://cbidata.org/> (на основі [Romelli \(2024\)](#)).

Інструменти та операційний дизайн монетарної політики за режиму ІТ

Процентні ставки НБУ та UIIR/UONIA, %

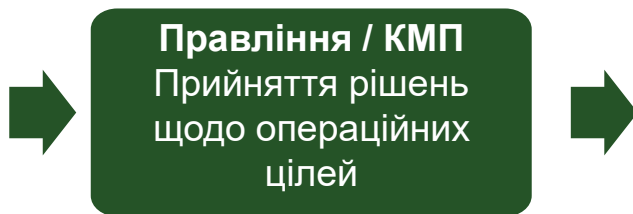
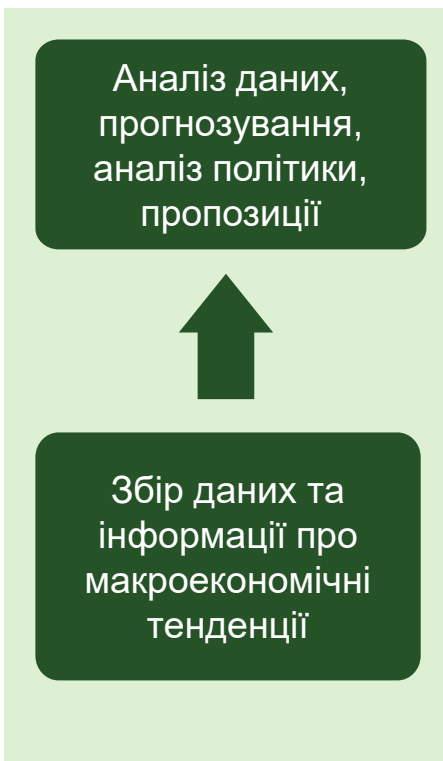


Джерело: НБУ.

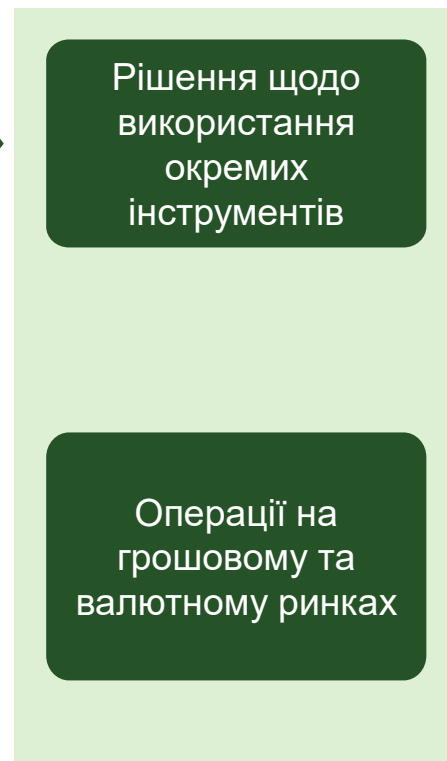
- На початку 2016 року був удосконалений операційний дизайн МП: посилено роль ключової процентної ставки як основного інструменту політики та звужено процентний коридор для кращої передачі сигналів політики на ставки грошового ринку

Проактивне прийняття монетарних рішень на основі макроекономічного прогнозу

Формування МП



Реалізація МП



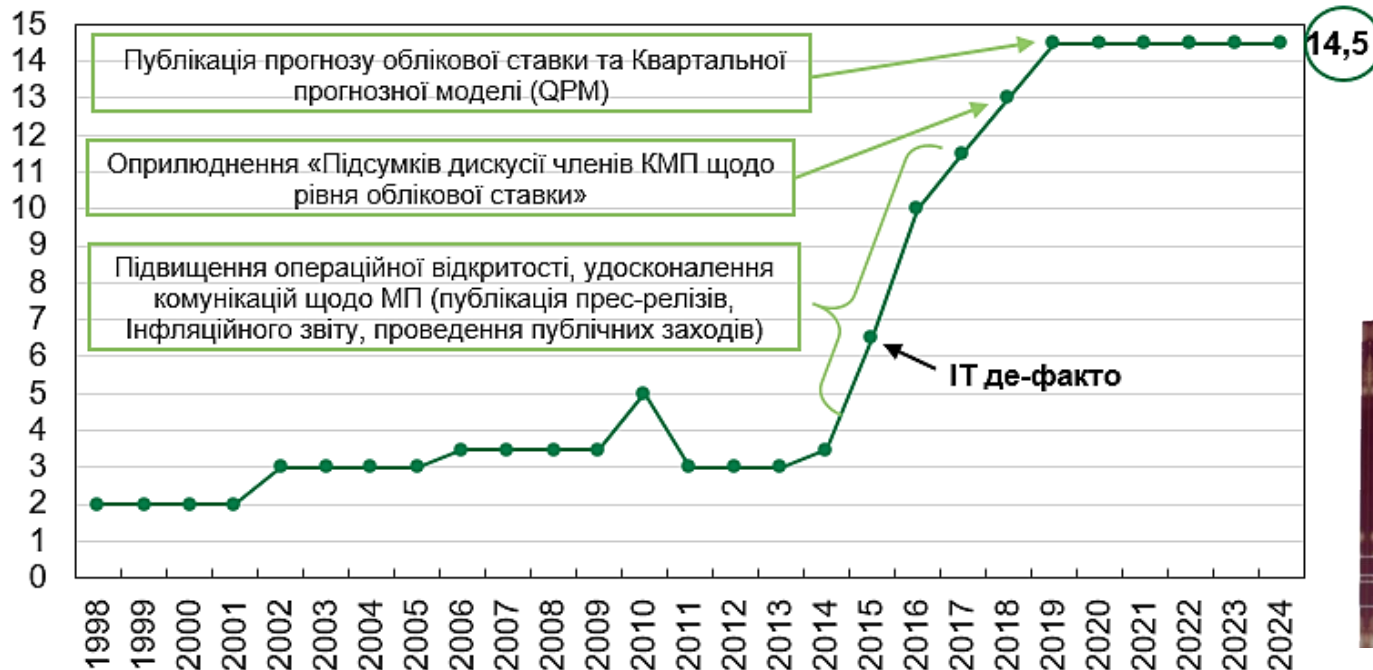
«Forward-looking» рішення спираються на глибокий аналітичний інструментарій



- НБУ також посилив свій дослідницький напрям, започаткувавши серію Working Papers та публікуючи дослідження з розробки макроекономічних моделей ([Nikolaychuk, Sholomytskyi \(2015\)](#); [Grui, Lepushynskyi and Nikolaychuk \(2018\)](#); [Shapovalenko \(2021\)](#))

Комунікації стали стратегічним стовпом режиму ІТ

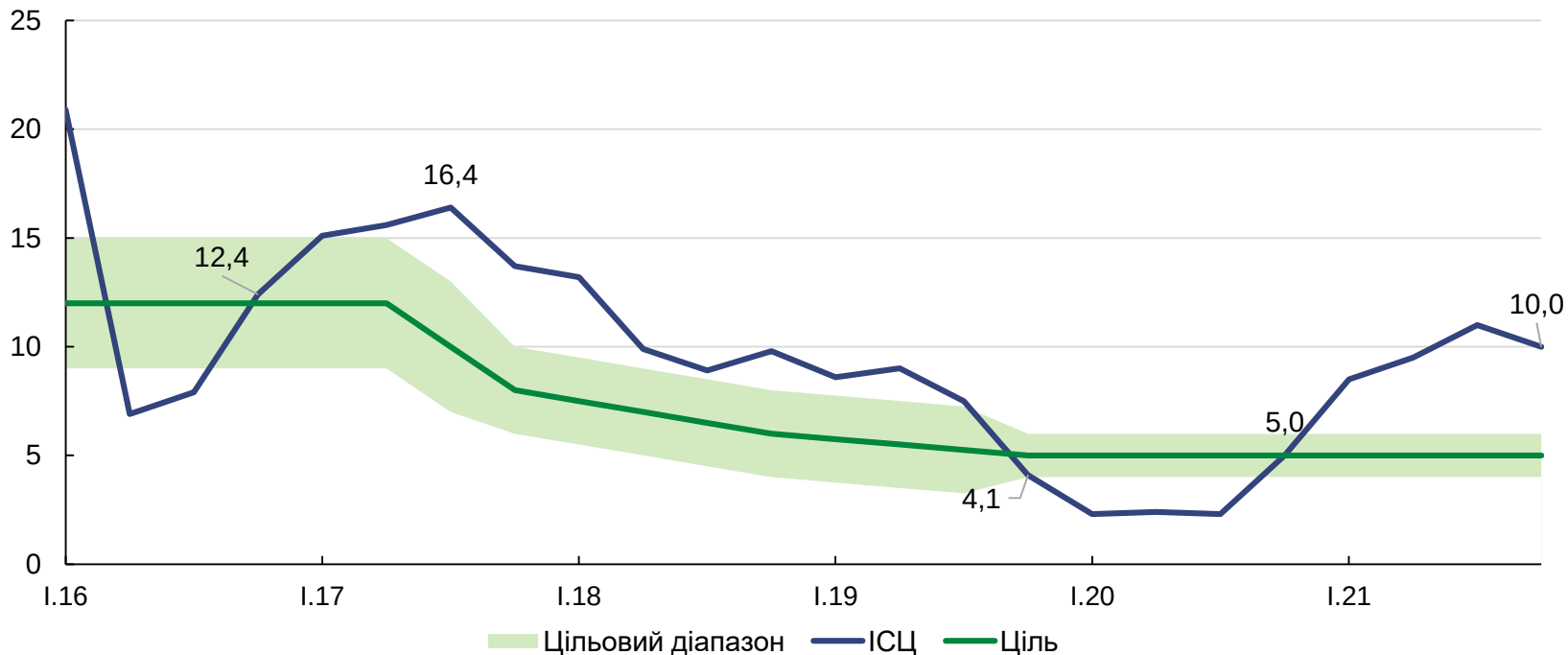
Індекс транспарентності монетарної політики



Джерело: Розрахунки НБУ за методологією [Dincer, Eichengreen and Geraats \(2022\)](#).

Перші переконливі докази, що режим ІТ працює

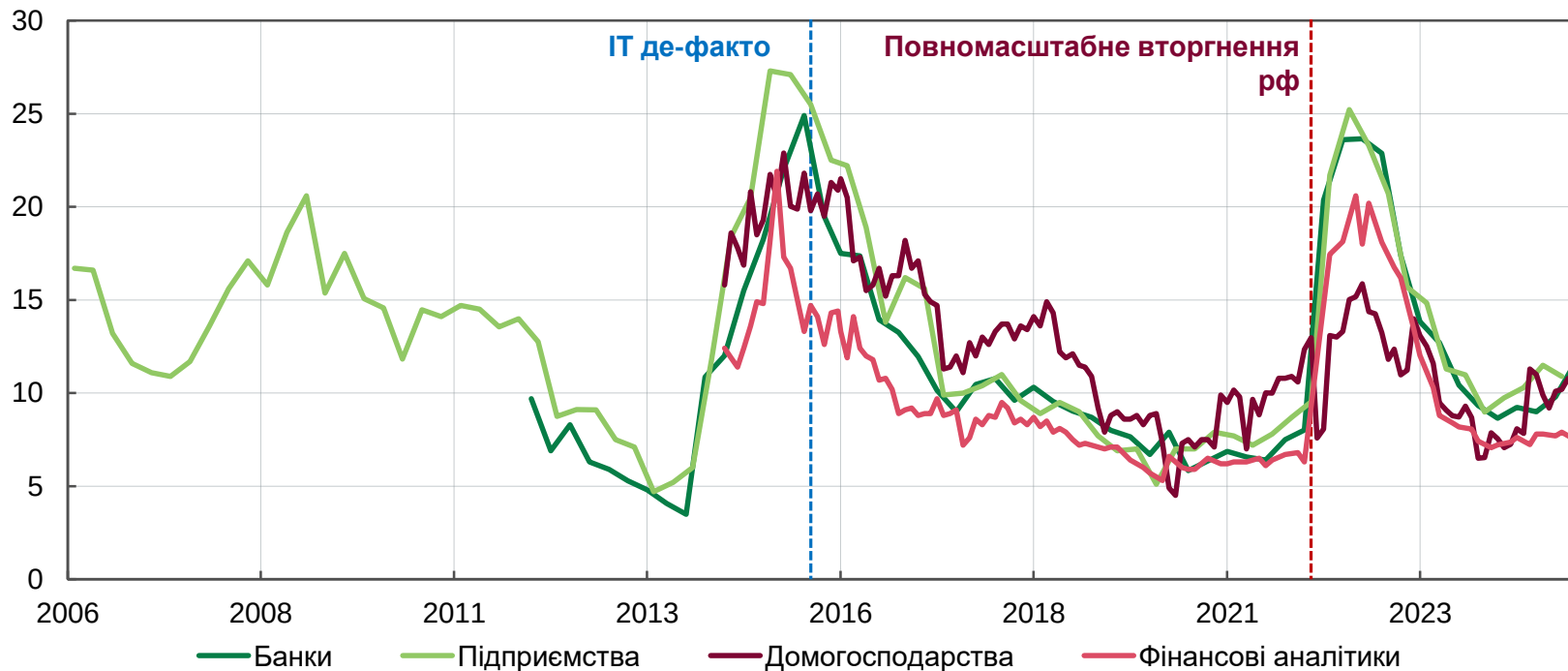
Інфляція та інфляційні цілі, %



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ.

Режим ІТ навчив ринок довіряти діям та цілям центрального банку

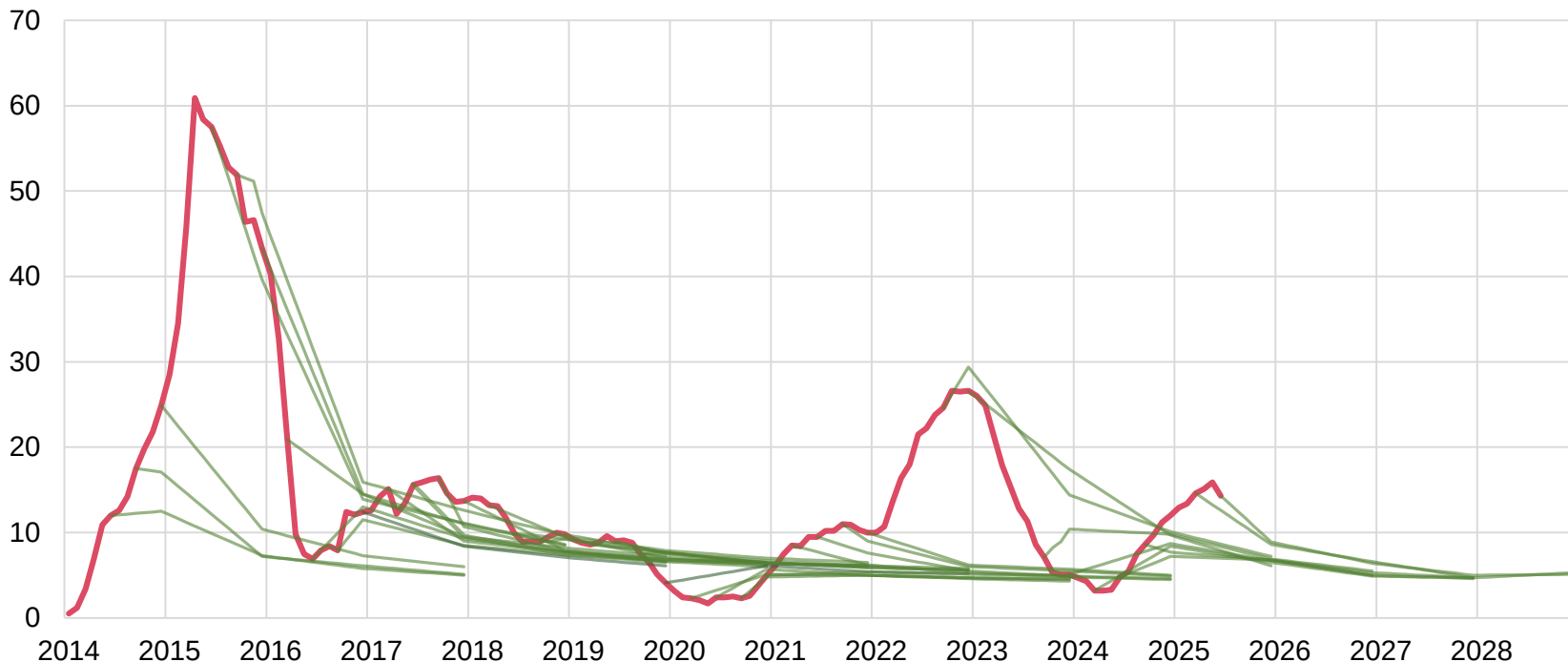
Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: Info Sapiens, НБУ.

ІТ створило умови для стабілізації інфляційних очікувань і поступового їх закріплення навколо оголошеної цілі

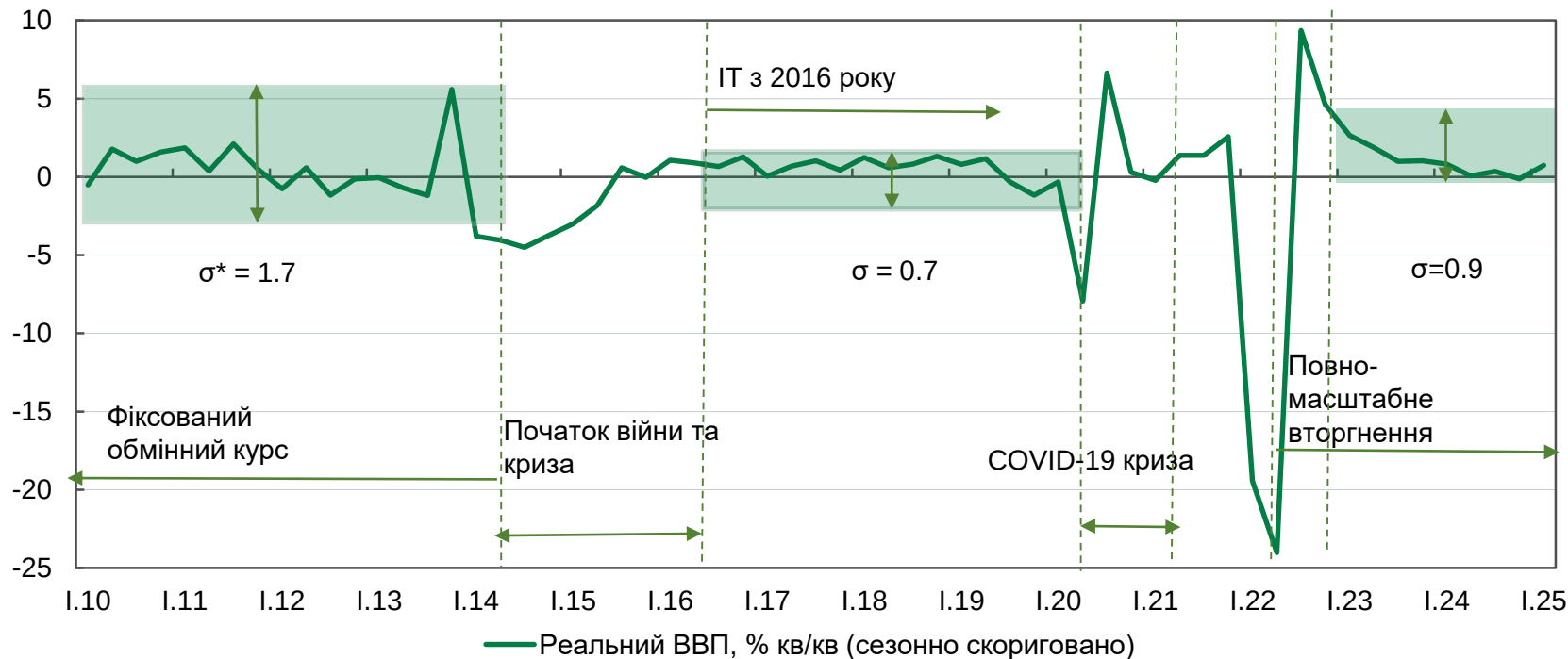
Інфляція та інфляційні очікування фінансових аналітиків, %



Джерело: FocusEconomics, НБУ.

Відчутне зниження волатильності темпів зростання ВВП

Реальний ВВП, % кв/кв (сезонно скоригований)

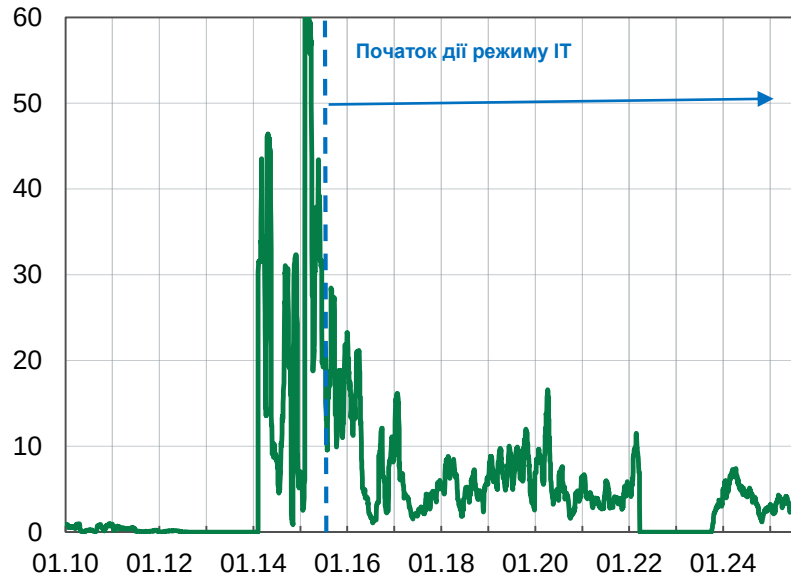


* σ – середнє квадратичне відхилення

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

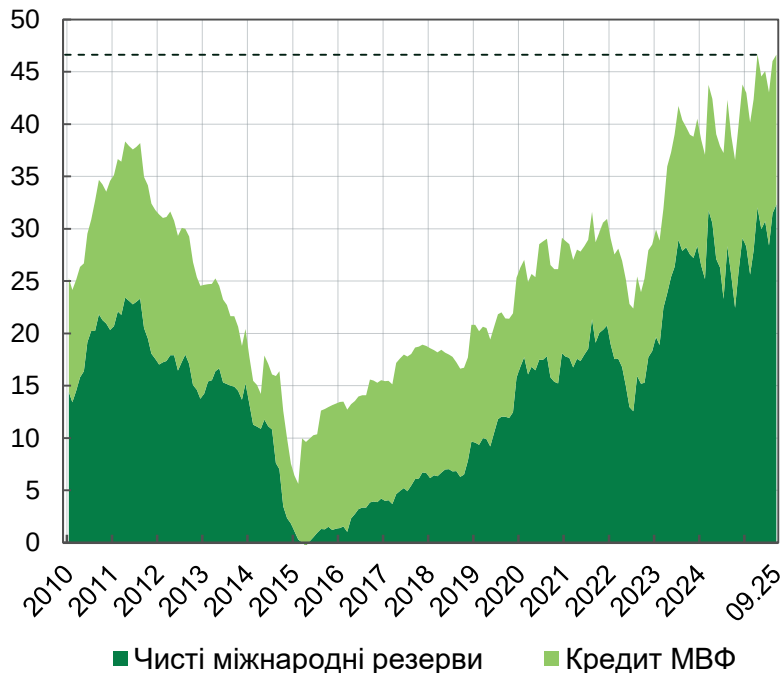
Адаптація до гнучкого обмінного курсу та покращення зовнішньої позиції

Місячна волатильність офіційного курсу
UAH/USD*, %



*Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом ковзного місяця (кварталу) приведенне до річного виміру.

Міжнародні резерви, млрд дол.

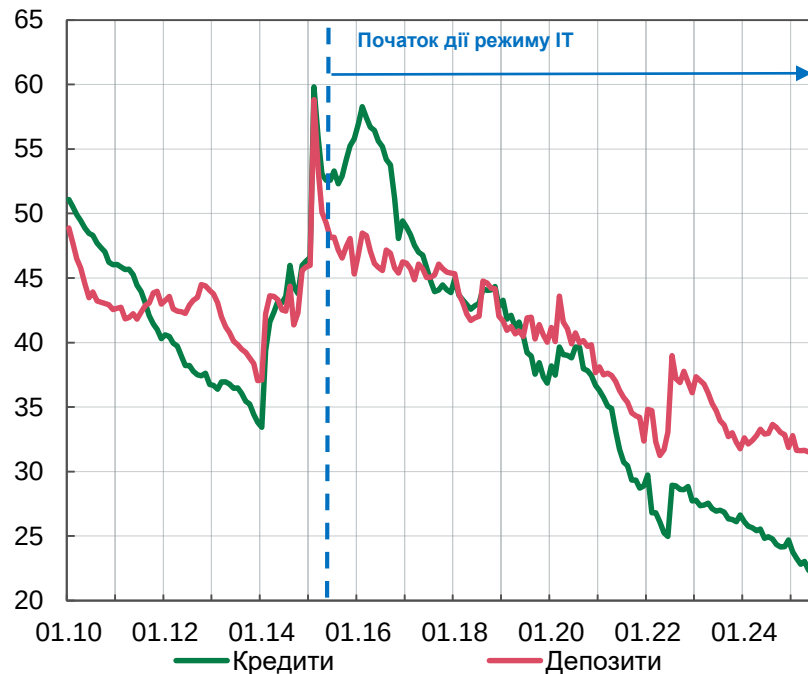


Джерело: розрахунки НБУ.

Джерело: НБУ.

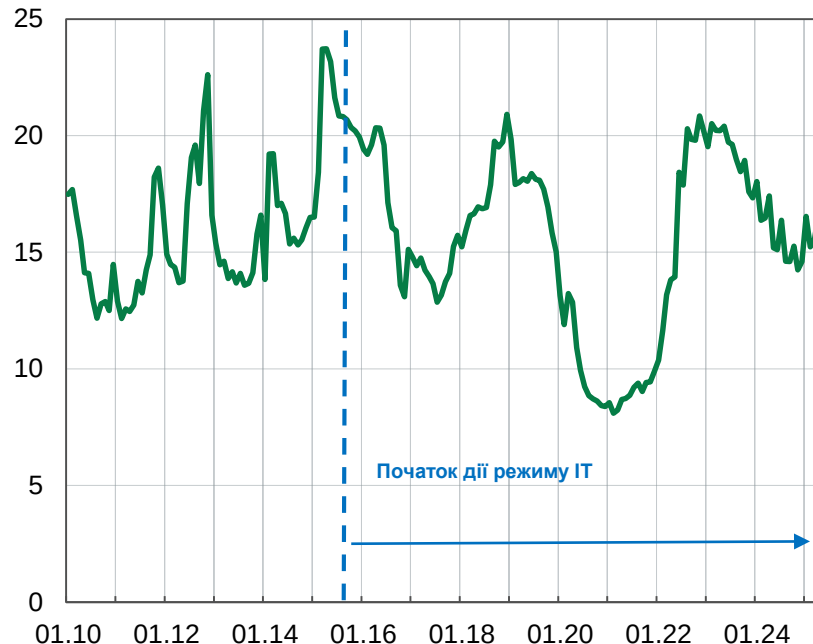
Дедоларизація кредитів і депозитів, а також зниження ставок за кредитами

Частка кредитів та депозитів в іноземній валюті, %



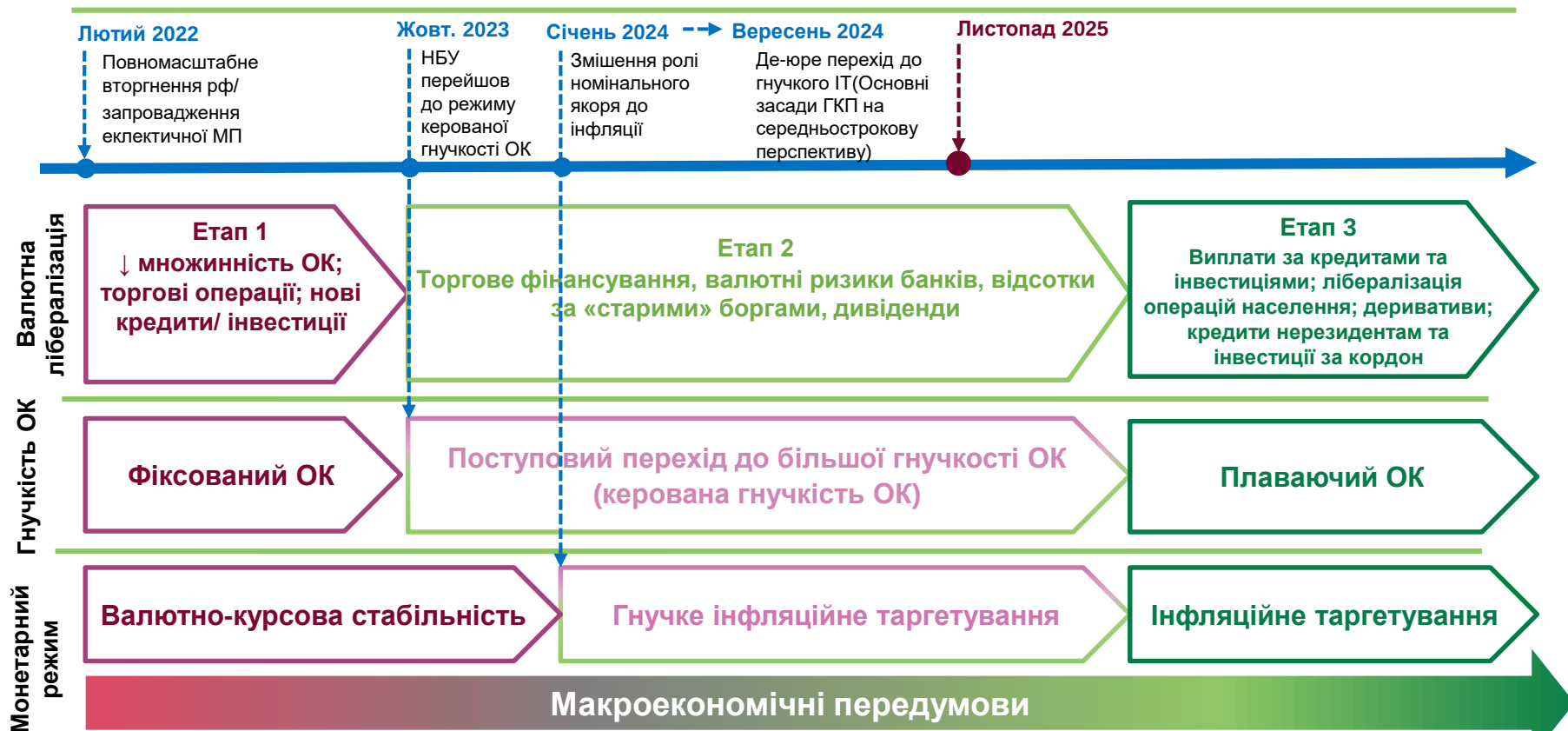
Джерело: НБУ.

Ставки за гривневими кредитами НФК, %



Джерело: НБУ.

Дорожня карта МП: «Поворот на 180°» та рух від «Стратегії виживання» до «Стратегії відновлення»



Валютна політика: від фіксації до керованої гнучкості та повернення до плаваючого обмінного курсу в майбутньому

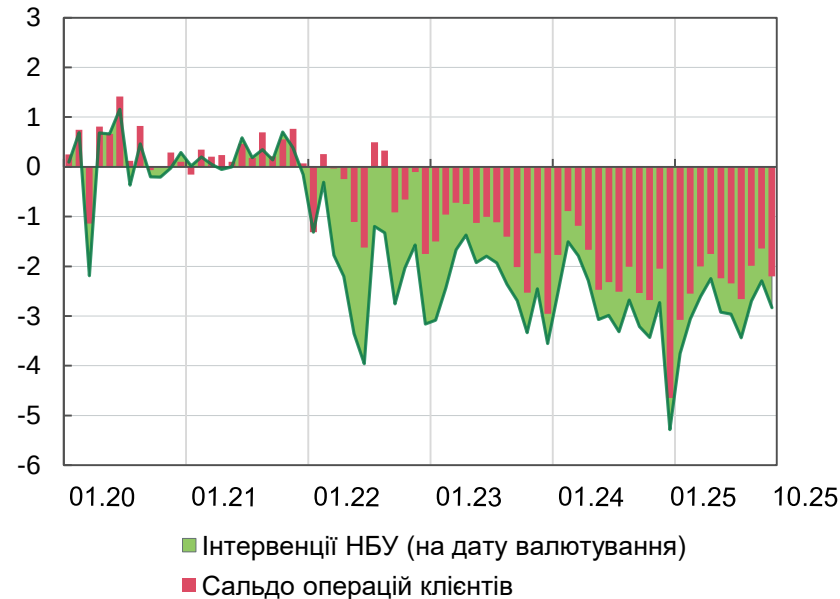
Курси гривні до долара



Дані станом *на 11.11, ** на 07.11, *** на 10.11.

Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Сальдо операцій з іноземною валютою клієнтів банків та інтервенції НБУ, млрд дол.



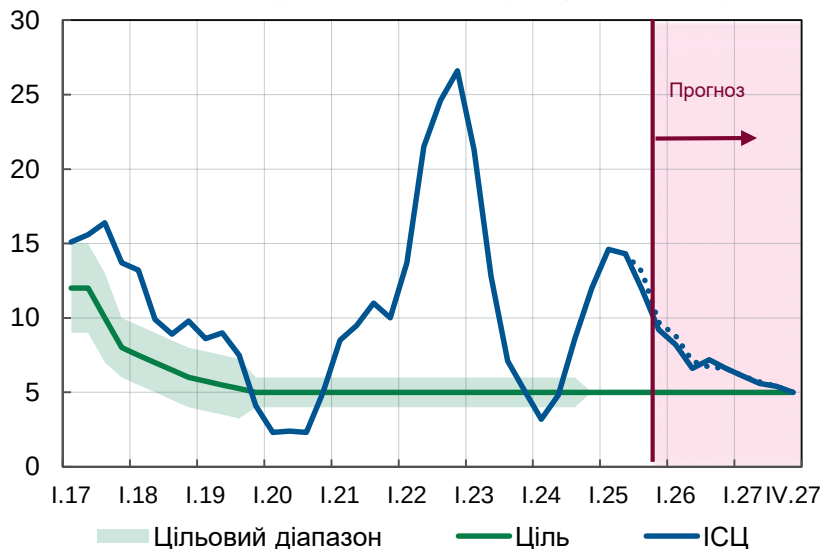
Джерело: НБУ.

Перехід до гнучкого Інфляційного таргетування

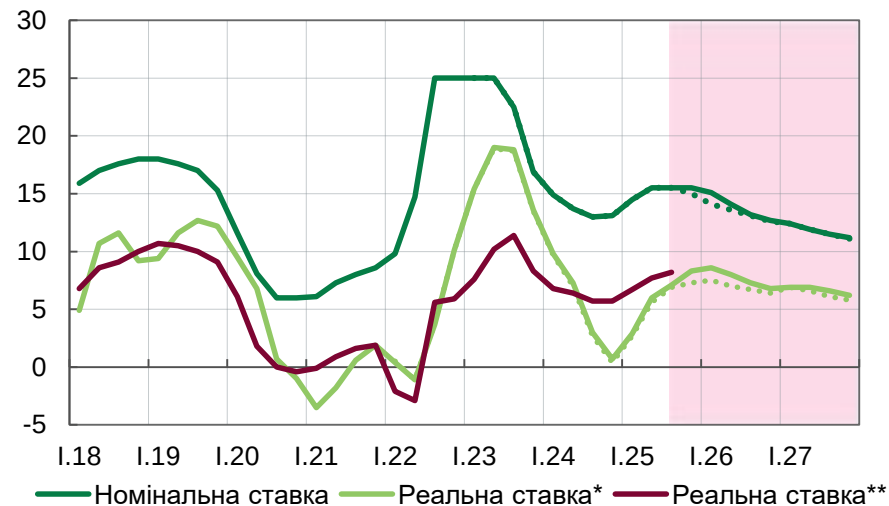
	Традиційний формат ІТ (2015-23.02.2022)	Гнучке ІТ (2024-...)
Інфляційна ціль	5% з діапазоном ± 1 в. п	точкова інфляційна ціль у 5%
Горизонт політики	9-18 місяців	подовжений, до 3-х років
Режим валютного курсу	Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу (волатильність ОК)	Керована гнучкість обмінного курсу як проміжний етап
Інструменти політики	Ключова процентна ставка, валютні інтервенції як допоміжний інструмент	Узгоджена комбінація інструментів процентної, валютно-курсової політики, валютних обмежень
Валютні обмеження	Лібералізація руху капіталу	Наявність валютних обмежень з їх поступовим пом'якшенням
Підхід до прийняття рішень з МП	Перспективний (forward-looking) характер прийняття рішень з МП	Мікс forward-looking підходу з готовністю реагувати на зміни у поточних макротенденціях (data-driven підхід)

ІТ – не «автопілот»: правила дають компас, але штурвал у руках професійного судження

Зміна ІСЦ та інфляційні цілі (з прогнозом), %



Реальна облікова ставка (з прогнозом), %



* Дефльована на інфляційні очікування відповідно до моделі (QPM+).

** Дефльована на інфляційні очікування фін.аналитиків.

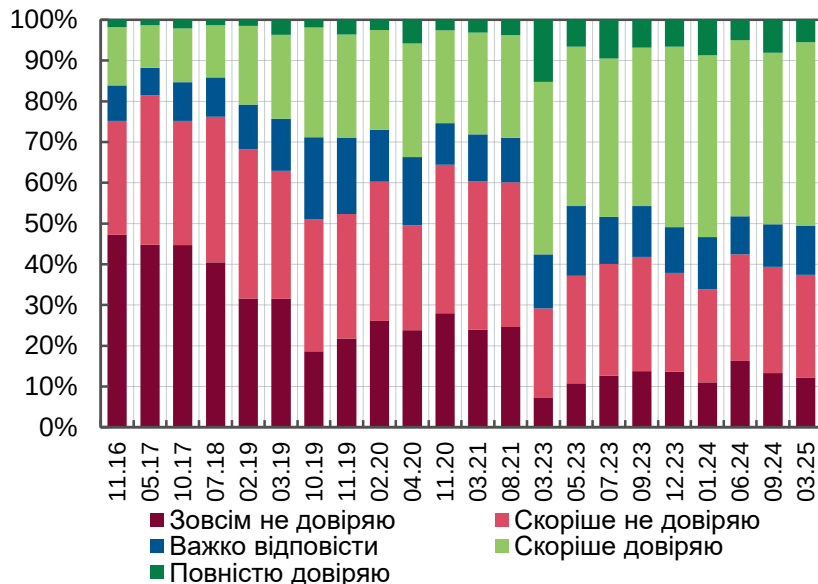
Джерело: Інфляційний звіт (Жовтень 2025).

Джерело: Інфляційний звіт (Жовтень 2025).

- Наприкінці 2024 року НБУ здійснив перехід від пом'якшення до посилення МП та скоригував операційний дизайн
- Виважені кроки дали змогу розвернути інфляційний тренд уже в середині 2025 року та втримати інфляційні очікування під контролем - ознака того, що МП перейшла від «гасіння пожеж» до тонкого налаштування

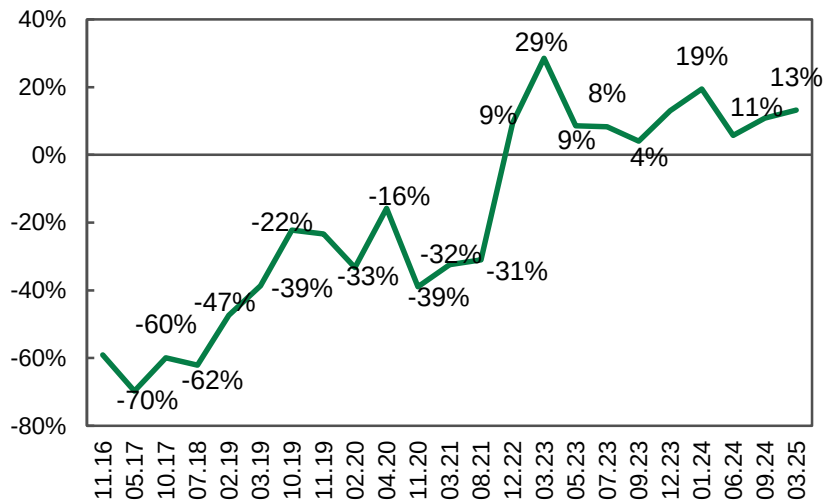
Надійна основа для переходу від «Стратегії виживання» до «Стратегії відновлення»

Рівень довіри суспільства до НБУ



Джерело: [Український центр економічних та політичних досліджень ім. О. Разумкова](#)

Баланс довіри / недовіри*, %



*різниця між частками тих, хто довіряє, та тих, хто не довіряє НБУ

- Після початкового підвищення інфляції до майже 27% через вплив війни, комплекс заходів МП дав змогу НБУ знизити інфляцію до 5,1% на кінець 2023 року, фактично повернувши її до цільового рівня
- Це стало ключовим чинником зростання довіри громадськості до НБУ

Інфляційне таргетування в новій ері невизначеності нагадує «теорію Пепа Гвардіоли у монетарній політиці»

- Інфляційне таргетування фундаментально трансформувало здатність НБУ виконувати свій мандат
- Перехід до ІТ визнаний однією з найважливіших і найуспішніших реформ з часів Революції Гідності
- Інституційна спроможність монетарної політики сьогодні незрівнянно вища, ніж десять років тому
- Інфляційна ціль у 5% стала надійним номінальним якорем у періоди найсильніших і найтриваліших шоків у новітній економічній історії
- Справжній лакмусовий папірець ефективності монетарної політики – це не відсутність відхилень від цілі, а здатність центрального банку належним чином реагувати на шоки
- Виклик попереду – утримати цю довіру та ефективність у світі перманентної невизначеності
- Як і раніше, центральний банк робитиме все необхідне для забезпечення цінової стабільності, адаптуючи політику до нових реалій. В епоху турбулентності сильна й стійка відданість досягненню інфляційної цілі є важливою як ніколи



Національний банк України

[Web](#) ▪ [Facebook](#) ▪ [Twitter](#) ▪ [Flickr](#) ▪ [Youtube](#) ▪ [Instagram](#)