

ВИСТУП ГОЛОВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ ПІД ЧАС ВОРКШОПУ "МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В КРАЇНАХ З РИНКАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ"

АНДРІЙ ПИШНИЙ^a

^a Національний банк України

Вступне слово Голови Національного банку України Андрія Пишного під час онлайн-воркшопу "Монетарна політика в країнах з ринками, що розвиваються: еволюція інфляційного таргетування", організованого Національним банком України 27 листопада 2025 року.

Шановні колеги!

Радий вас вітати на воркшопі Національного банку України "Монетарна політика в країнах з ринками, що розвиваються"¹.

Цьогоріч зосередимо увагу на інфляційному таргетуванні – монетарному режимі, який пройшов випробовування часом та екстремальними умовами.

Світ відзначає 35 років з моменту його запровадження. Для нас велика честь, що ключовим спікером воркшопу стане Ерік Теден, очільник Національного банку Швеції – країни, яка стояла біля витоків цього режиму і залишається одним із його найпоспідовніших провідників.

Національний банк України – відносно молодий таргетер інфляції: нещодавно ми відзначили перше десятиліття роботи в цьому режимі. Водночас досвід, який ми накопили за ці роки, є унікальним. Навіть у глобальному вимірі.

Ключові етапи трансформації нашої монетарної політики відбувалися в умовах війни: спочатку гібридної, а з 2022 року – повномасштабної.

Україна формувала засади політики паралельно з обороною країни від гібридних атак, інформаційного тиску та зовнішніх шоків. Інфляційне таргетування стало для нас не лише інструментом розвитку, а й опорою стабільності в часи невизначеності. Від початку повномасштабного вторгнення ми знову

перевіряємо на практиці, наскільки стійким і гнучким може бути цей режим у кризових умовах.

Наш досвід переконливо демонструє: монетарна парадигма формується викликами, а кризові умови нерідко стають каталізатором її еволюції.

Сьогодні я хочу поділитися нашим баченням еволюції інфляційного таргетування в Україні та окреслити ключові напрями його подальшого розвитку.

Перший етап – стратегічний вибір.

НБУ запровадив інфляційне таргетування у 2015 році. У момент, коли інфляція перевищувала 50%, а ключові реформи лише розпочиналися. Ці трансформації відбувалися не просто в умовах кризи, а на тлі гібридної війни росії проти України, анексії частини наших територій.

Тоді багато хто як всередині країни, так і ззовні казав, що Національний банк не готовий до такої рамки... "Не під час війни", "треба ретельніше підготуватися"... Сумнівів вистачало.

Але сумніви – це постійний супутник будь-якого стратегічного вибору.

Польща на початку 2000-х років стартувала в умовах високої інфляції, слабкої довіри і глибоких змін на ринку праці та в продуктивності. Чехія наприкінці 1990-х робила цей вибір, коли ще не було впевненості, що плаваючий курс у невеликій відкритій економіці може бути запобіжником криз, а не їх генератором. Швеція впровадила інфляційне таргетування після фінансової кризи

¹ <https://events.bank.gov.ua/MPEM2025/UA/>

початку 1990-х років, коли довіра до центробанків була на історичному мінімумі.

Ніхто з них не чекав ідеальних умов.

Україна теж не чекала.

НБУ ухвалив стратегічне рішення в критичних умовах – і воно було правильним. Інфляційне таргетування стало важливим елементом стабілізації в умовах криз та значно посилює стійкість економіки й фінансової системи країни до початку повномасштабного вторгнення РФ.

Другий етап – здобуття довіри.

Після перших років стабілізації інфляційне таргетування почало давати відчутні результати. Інфляція знижувалася, інфляційні очікування стали стійкішими, а монетарна політика – більш передбачуваною.

У цей період НБУ часто називали "надто жорстким" або навіть "схибленим на інфляції". Але саме таких дій вимагав наш найцінніший актив – довіра.

Подібні етапи проходили й інші країни.

США у 1980–90-х роках пройшли період "інфляційних яструбів", коли ціна жорсткої монетарної політики була високою, але без цього не було б стабільності у 2000-х роках.

Чехія, Польща та Швеція протягом багатьох років дотримувалися майже "класичного підручника" інфляційного таргетування, що дало їм змогу остаточно приборкати інфляцію. Тут доречно згадати висновки директора Європейського департаменту МВФ Альфреда Каммера та його колег щодо боротьби з інфляцією: "Політики мають бути наполегливими, уникати передчасних святкувань, посилювати довіру та демонструвати послідовність, а також уважно стежити за середньостроковими перспективами." У кожній з цих країн суворість і послідовність були необхідним містком до формування довіри.

Але довіра – не константа. Її потрібно відстоювати. Цим ми і займаємося – навіть в умовах повномасштабного вторгнення.

Третій етап – випробування засадничої рамки.

Повномасштабне вторгнення Росії в Україну створило монетарну ситуацію, якій не було

аналогів у світі. Ми потрапили до "ідеального шторму", коли жоден підручник, жодна модель, жодна історична аналогія не могли дати готового рецепту.

У перші години повномасштабної вторгнення НБУ зафіксував обмінний курс та впровадив жорсткі валютні обмеження, щоб стримати паніку та захистити фінансову систему. Ці рішення спрацювали. Спрацювали не лише завдяки професійним діям НБУ, а й завдяки довірі, вибудованій роками застосування інфляційного таргетування.

Без цієї довіри фіксований курс став би пасткою. З довірою – він став стабілізатором.

Так, у цей період довелося пожертвувати формальним дотриманням режиму інфляційного таргетування. Але без цього перший шок війни мав би катастрофічні наслідки для економіки, яка і так зазнала руйнівного удару від повномасштабної агресії Росії.

Проте ми ніколи не жертвували принципами. Наша мета – забезпечення цінової стабільності – стала одним з елементів підтримки обороноздатності країни. А в нашу Стратегію ми додали важливе повідомлення, що реалізація мандата центробанку має відбуватися за будь-яких умов.

Четвертий етап – перевірка на гнучкість.

Антикризові заходи на початку російського вторгнення можна порівняти з накладанням медичного джгута. Сьогодні більшість українців знають, як його накладати. У моменті – він рятує життя. Але, якщо його вчасно не зняти, – ризики величезні.

Коли в жовтні 2022 року я очолив НБУ, моїм завданням стало професійне зняття цього джгута. Поступово, крок за кроком, після ретельної підготовки та формування належних передумов.

Ми впровадили комплекс заходів, щоб відновити монетарну трансмісію. Налагодили співпрацю з урядом, відновивши роботу внутрішнього боргового ринку.

Ми посилили співпрацю з партнерами. Відмовилися від емісійного фінансування. Опублікували стратегічні документи, у яких чітко

виписали нашу логіку повернення елементів нормальності.

Вже у 2023 році ми змогли перейти від курсової фіксації до режиму керованої гнучкості курсу та розпочати валютну лібералізацію. У 2024 році – впровадити гнучке інфляційне таргетування.

Що ми почули, готуючись до цих змін? Та те ж саме, що і в 2015 році: "не на часі", "цей раз інший", "такого ще ніхто не робив під час війни"...

Але стратегічний вибір було зроблено. Для НБУ питання полягало в іншому: як саме ми маємо адаптувати політику, щоб зберегти довіру та забезпечити макрофінансову стабільність.

Сьогодні більша гнучкість центробанків стає трендом. Геополітична турбулентність після 2022 року стала тригером для впровадження комплексних інтегрованих підходів до політики – із використанням і процентної ставки, і валютних інтервенцій, і обмежень на рух капіталу.

Але гнучкість не означає слабкість. Гнучкість означає зрілість.

Ми не відмовилися від філософії інфляційного таргетування. Навпаки – ми вийшли на рівень, де поєднуються принципи з адаптивністю.

П'ятий етап – нормальність.

Війна триває. Хоч ми поволі повертаємо елементи нормальності, повноцінне повернення до класичного інфляційного таргетування – попереду.

Згідно з нашою Стратегією та Основними засадами грошово-кредитної політики цьому поверненню до класичного інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом передуватиме нормалізація функціонування економіки України за широким спектром показників.

Ми і надалі поєднуватимемо жорсткість у принципах та гнучкість у тактиці. Уникатимемо

реакції на короткострокові шоки для підтримки економіки – за умови стійких очікувань. І водночас реагуватимемо дуже рішуче, якщо на кін буде поставлено досягнення інфляційної цілі.

Коли настануть необхідні передумови, ми поступово повернемося до нормальності. Проте це буде зовсім інше класичне інфляційне таргетування.

Таке, що врахує досвід війни.

Таке, що інтегрує досвід гнучкості.

Засноване на нашому досвіді ухвалення подекуди дуже складних рішень, які не завжди вписуються в модель, але рятують стабільність.

Наш досвід інфляційного таргетування – це десятиріччя доказів, що монетарна політика може вистояти навіть там, де інші рамки руйнуються.

Я переконаний, що наше наступне десятиліття стане періодом відновлення, розвитку, інтеграції до ЄС та поглиблення довіри. Завдяки нашим військовим, нашим партнерам та нашій відданості.

Я сподіваюся, що цей воркшоп стане майданчиком для чесної й глибокої дискусії. Хочу, щоб сьогоднішні обговорення дали нам не лише сильні аналітичні аргументи, а й нові ідеї та практичні рішення для формування політики в майбутньому. Адже в період високої невизначеності важливо знайти правильний баланс: між стриманістю та реактивністю, між довірою та гнучкістю, між економічною логікою та реальністю воєнного часу і складного геополітичного середовища. Ми хочемо почути різні думки, поставити складні запитання й разом знайти змістовні відповіді.

Дякую вам за участь, за підтримку України та за вашу роботу над розвитком світової монетарної думки.

Слава Україні!