



e-ISSN 3083-6018

СОЦІАЛЬНИЙ РОЗВИТОК: економіко-правові проблеми

<https://www.eu-scientists.com/index.php/sdel>



Проблеми впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні

Михайло О. Джус  ¹ *

¹ Державний податковий університет (Україна). Здобувач третього освітньо-наукового рівня вищої освіти.

* Автор-кореспондент, e-mail: m_dzhus@ukr.net

СТАТТЯ

АНОТАЦІЯ

Дослідницька

DOI:

[10.70651/3083-6018/2025.7-8.01](https://doi.org/10.70651/3083-6018/2025.7-8.01)

Авторське право

© 2025 автора



Цей твір
ліцензовано на
умовах Ліцензії
Creative Commons
«Із Зазначенням
Авторства –
Некомерційна 4.0
Міжнародна»
(CC BY-NC 4.0).



Стаття присвячена дослідженню процесу впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування (ІТ) з точки зору його відповідності законодавству та узгодженості з основною функцією Національного банку України (НБУ). Під час дослідження було виявлено характерні особливості та дискусійні моменти застосування НБУ режиму ІТ, проаналізовано зміни до законодавства та окремі нормативно-правові акти, які стосувалися трансформації організаційної структури НБУ та операційного дизайну монетарної політики. Перехід НБУ до реалізації монетарної політики в режимі ІТ відбувався упродовж 2014–2016 рр. в умовах фінансово-економічної кризи, а окремі рішення Правління НБУ того періоду, ухвалені на основі пропозицій новоствореного Комітету з монетарної політики, мали наслідком посилення девальваційних та інфляційних тенденцій. Характерною особливістю процесу впровадження режиму ІТ стало істотне обмеження повноважень Ради НБУ, а отже – погіршення підзвітності монетарної політики суспільству. НБУ застосовує жорстку версію режиму ІТ, засновану на так званій політиці дорогих грошей, що призвело до демонетизації економіки, згорання кредитної активності та сепарації банківської системи від реальної економіки. Зроблено висновок, що підтримання високих ставок, не в змозі забезпечити цінову стабільність, проте обмежує перспективи розвитку економіки та чинить негативний вплив на систему державних фінансів. Для забезпечення стабільності гривні монетарна політика НБУ повинна бути інтегрована до складу загальнодержавної антиінфляційної політики, розробленої із залученням усіх зацікавлених органів влади.

КЛЮЧОВІ СЛОВА

інфляційне таргетування, монетарний режим, цінова стабільність, Національний банк України (НБУ), Правління НБУ, Рада НБУ.



e-ISSN 3083-6018

SOCIAL DEVELOPMENT: Economic and Legal Issues

<https://www.eu-scientists.com/index.php/sdel>



Problems of Implementing the Inflation Targeting Regime in Ukraine

Mykhailo Dzhus  ¹ *

¹ State Tax University (Ukraine). PhD Student.

* **Corresponding Author**, e-mail: m_dzhus@ukr.net

ARTICLE INFO

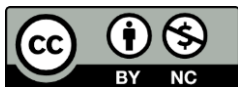
ABSTRACT

Research Article

DOI:

[10.70651/3083-6018/2025.7-8.01](https://doi.org/10.70651/3083-6018/2025.7-8.01)

Copyright © 2025
by author



This is an open access journal and all published articles are licensed under a Creative Commons Attribution—NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0)



The article is devoted to the study of the process of implementing the inflation targeting (IT) regime in Ukraine from the point of view of its compliance with the legislation and consistency with the main function of the National Bank of Ukraine (NBU). During the study, the characteristic features and controversial points of the NBU's application of the IT regime were identified, changes to the legislation and individual regulatory legal acts were analyzed, which concerned the transformation of the NBU's organizational structure and the operational design of monetary policy. The transition of the NBU to the implementation of monetary policy in the IT regime took place during 2014–2016 in the context of the financial and economic crisis, and certain decisions of the NBU Board of that period, adopted based on proposals of the newly established Monetary Policy Committee, increased devaluation and inflationary trends. A characteristic feature of the process of implementing the IT regime was the significant limitation of the NBU Council's powers, resulting in a deterioration in the accountability of monetary policy to society. The NBU applies a strict version of the IT regime, based on the so-called "expensive money" policy, which led to the demonetization of the economy, the curtailment of credit activity, and the separation of the banking system from the real economy. It is concluded that maintaining high rates is unable to ensure price stability, but rather limits the prospects for economic development and harms the public finance system. To ensure the stability of the hryvnia, the NBU's monetary policy should be integrated into the national anti-inflationary policy, developed with the involvement of all interested authorities.

KEYWORDS

inflation targeting, monetary regime, price stability, National Bank of Ukraine (NBU), NBU Board, NBU Council.

1. Вступ

З початку 2000-х рр. НБУ, дослухаючись до порад Міжнародного валютного фонду, почав декларувати намір перейти до режиму ІТ, проте на практиці номінальним якорем монетарної політики ще багато років залишався обмінний курс гривні. Лише у 2014 р., в умовах фінансово-економічної кризи, НБУ розпочав наближення операційної структури монетарної політики до стандартів ІТ, першим кроком до чого стала вимушена відмова від фіксованого обмінного курсу.

Фактично, процес впровадження режиму ІТ розтягнувся на декілька років: 1) серпень 2015 р. – затвердження Правлінням НБУ пропозицій до Основних засад грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки, в яких було оголошено цілі та принципи монетарної політики на засадах ІТ; 2) березень 2016 р. – оприлюднення Дорожньої карти з переходу до ІТ; 3) грудень 2016 р. – схвалення Радою НБУ Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу, що означало легітимізацію переходу до нового монетарного режиму; 4) липень 2018 р. – схвалення Радою НБУ Стратегії монетарної політики НБУ, яка передбачає використання режиму ІТ на постійній основі.

НБУ тяжіє до застосовування жорсткої версії режиму ІТ, в якій забезпечення цінової стабільності трактується як безумовний пріоритет монетарної політики, а основним засобом впливу на інфляцію є підтримання високих ставок. Зазначеним інструментом НБУ активно користувався навіть у 2022-2023 рр., незважаючи на фіксацію обмінного курсу, що де-факто означало призупинення дії режиму ІТ. Перехід до режиму гнучкого ІТ у 2024 р. не змінив схильності НБУ до так званої політики дорогих грошей.

2. Огляд літературних джерел

Проблематиці впровадження режиму ІТ в Україні присвячена велика кількість публікацій вітчизняних та іноземних науковців. Безальтернативність зазначеного режиму для України послідовно обстоювали В. Козюк, В. Лепушинський, С. Ніколайчук, О. Петрик та інші. Водночас Т. Богдан, С. Буковинський, А. Гальчинський, А. Гриценко, Т. Кричевська, Т. Унковська, С. Шумська та інші дослідники акцентували увагу на низці проблемних аспектів, які ставлять під сумнів ефективність застосування режиму ІТ в Україні [1].

О. Дзюблюк дійшов висновку, що запровадження ІТ в Україні було передчасним через відсутність необхідних передумов та порушення логіки реалізації антикризових заходів на фінансовому ринку [2]. Подібну позицію обстоювали також В. Астров та Л. Подкамінер, вважаючи запровадження в Україні режиму «чистого» ІТ сумнівним та передчасним, а інфляційну ціль на рівні 5 % – занадто амбітною, що вимагатиме надмірно жорсткої монетарної політики [3]. О. Береславська, аналізуючи практику впровадження ІТ в Україні, наголошувала на доцільності посилення гнучкості зазначеного монетарного режиму та необхідності комбінації політик (тарифної, фіскальної, монетарної) для управління інфляцією [4]. На думку Б. Данилишина, перехід до режиму ІТ дозволив НБУ досягнути певних успіхів в управлінні інфляційними процесами, однак політика високих ставок призвела до критичного зниження доступності кредитних ресурсів, уповільнення темпів економічного зростання, втрати робочих місць тощо [5]. С. Кораблін дав критичну оцінку впровадженню НБУ жорсткої версії ІТ з виключною орієнтацією на цінову стабільність, яке «відбувалося на тлі доволі спрощених уявлень щодо дієвості ринкових механізмів та обмеження державного управління» [6].

Попри те, що темі впровадження ІТ в Україні присвячено велику кількість праць провідних науковців, недостатньо висвітленим залишається сам процес впровадження основних елементів зазначеного монетарного режиму, що актуалізує його детальніше дослідження.

3. Постановка завдання

Незважаючи на позірну простоту і стрункість конструкції режиму ІТ має багато дискусійних аспектів, зокрема в контексті його впровадження в Україні. ІТ передбачає чітке дотримання процедур: оголошення інфляційної цілі, розроблення і оприлюднення прогнозу інфляції, встановлення ключової ставки та обґрунтування центральним банком своїх дій перед

суспільством для розбудови довіри до монетарної політики та впливу на інфляційні очікування. Відповідно, принципове значення має те, наскільки сам центральний банк дотримується правил у процесі впровадження зазначеного монетарного режиму та якою мірою його дії узгоджуються з досягненням законодавчо визначених цілей монетарної політики. З огляду на це, метою статті є дослідження процесу впровадження в Україні режиму ІТ, зокрема, з точки зору його відповідності вимогам законодавства та узгодженості із забезпеченням стабільності гривні як основної функції НБУ.

4. Методи та матеріали

У дослідженні було використано комплексний підхід до аналізу процесу впровадження режиму ІТ в Україні. Для вивчення законодавчих та нормативних актів, а також для відстеження еволюції монетарної політики, застосовувався неформалізований (традиційний) метод аналізу документів. Використання історичного методу дозволило представити події у хронологічній послідовності та виявити причинно-наслідкові зв'язки у процесі впровадження ІТ, а застосування методу систематизації дозволило виокремити основні етапи цього процесу. Елементи системного аналізу допомогли розглянути вплив монетарної політики на макроекономічні показники та взаємодію між ключовими інституціями. При формулюванні висновків було використано абстрактно-логічний метод, узагальнення та метод експертних оцінок.

5. Результати та обговорення

Відкриті джерела дають можливість простежити намір НБУ запровадити ІТ в Україні щонайменше з 2001 р. Зокрема, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік, схвалених Радою НБУ у вересні 2001 р., було задекларовано, що НБУ «поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції» [7]. Декларації подібного змісту були присутні також і в наступних ітераціях Основних засад грошово-кредитної політики.

У 2008 р. Урядом разом з НБУ було розроблено План антиінфляційних заходів на 2008 рік, який серед іншого передбачав спільне розроблення та реалізацію плану переходу до режиму, що базується на цінovій стабільності, а також поступовий перехід в середньостроковому періоді до плаваючого обмінного курсу з одночасним посиленням дієвості процентної політики. Фактично, йшлося про створення передумов для запровадження режиму інфляційного таргетування.

Проте, Закон України «Про Національний банк України» (далі – закон про НБУ) у своїй початковій редакції фактично унеможлилював перехід до ІТ, незалежно від того, наскільки сам НБУ був готовий до цього. Протягом перших одинадцяти років дії закону про НБУ стаття 6 передбачала, що на виконання своєї основної функції (забезпечення стабільності грошової одиниці) Національний банк сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, – цінovої стабільності. Водночас стаття 1 визначала цінovу стабільність як утримання системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України. Тобто, у початковій редакції закону про НБУ стабільність грошової одиниці трактувалась передусім як стабільність обмінного курсу гривні.

У 2010 р. до закону про НБУ було внесено зміни, які усунули вищезазначені законодавчі перепони для запровадження ІТ в Україні. Саме у 2010 р. в статті 6 закону про НБУ з'явилася норма про те, що при виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінovої стабільності в державі. Другою за пріоритетністю ціллю НБУ було визначено сприяння стабільності банківської системи, третьою – сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримку економічної політики Кабінету Міністрів України (далі – КМУ).

Тоді ж було кардинально змінено визначення поняття «цінова стабільність»: згідно з ним, цінovа стабільність – це збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.

Відтак наприкінці 2010 р. Уряд схвалив Спільний план КМУ та НБУ щодо переходу до режиму, що базується на цінovій стабільності, який фактично ліг в основу Основних засад грошово-кредитної політики на 2012 рік. А вже в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік було чітко задекларовано, що монетарна політика «здійснюватиметься на засадах використання основних елементів монетарного режиму, що базується на цінovій стабільності» та викладено відповідні принципи її реалізації в середньостроковій перспективі [8]. Документ передбачав стабілізацію темпів приросту споживчих цін у 2013-2014 рр. в діапазоні 4-6 %, а починаючи з 2015 р. – підтримання в межах 3-5 %. Тобто, під певним кутом зору, Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік можна трактувати як перший варіант стратегії переходу НБУ до режиму ІТ.

Однак, попри вищезазначені зміни до законодавства, узгоджений з Урядом план щодо переходу до ІТ та приписи Основних засад грошово-кредитної політики Національний банк продовжував підтримувати режим де-факто фіксованого обмінного курсу до початку 2014 р, що стало ключовим чинником уповільнення темпів інфляції у 2012-2013 рр.

Вимушена відмова НБУ від підтримання фіксованого курсу в лютому 2014 р., обумовлена загостренням соціально-економічної ситуації на тлі революційних подій, мала наслідком стрімку девальвацію гривні, яка, у свою чергу, спровокувала різке прискорення інфляції та стала ключовим чинником масштабної фінансово-економічної кризи 2014-2015 рр.

Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік передбачали, що її основним завданням в умовах впливу несприятливих зовнішніх та внутрішніх чинників має бути стабілізація ситуації у фінансово-банківській сфері. Водночас було передбачено, що засоби монетарної політики використовуватимуться насамперед для регулювання обсягу монетарної бази, яка розглядалась як операційний орієнтир політики. Фактично, йшлося про реалізацію монетарної політики в режимі таргетування монетарних агрегатів.

Попри це, влітку 2014 р. Голова НБУ, коментуючи зміну підходу до визначення рівня облікової ставки (орієнтація на можливий рівень інфляції в наступному році), назвала це першими кроками до впровадження ІТ [9]. Однак, на практиці, ставки рефінансування залишались відносно низькими наступних пів року, що, ймовірно, стало одним з чинників розгортання девальваційно-інфляційної спіралі.

Наприкінці 2014 р. в контексті переходу до режиму ІТ Правління НБУ власним рішенням створило Комітет з монетарної політики (далі – КМП), до складу якого увійшли члени Правління та деякі інші штатні працівники НБУ. КМП було створено як дорадчий орган, який розроблятиме та надаватиме Правлінню пропозиції щодо формулювання та реалізації грошово-кредитної політики. Слід акцентувати увагу на тому, що створюючи КМП Правління НБУ перевищило свої повноваження (право створювати комітети Правління отримало в липні 2015 р.) та втрутилось у сферу відповідальності Ради НБУ.

Невдовзі на основі пропозицій КМП Правління НБУ прийняло низку рішень щодо зміни підходів до проведення монетарної політики в межах підготовки до запровадження режиму ІТ [10]. З одного боку, було підвищено облікову ставку та встановлено її прив'язку до ставки рефінансування через тендер. З іншого боку, було прийняте рішення про припинення проведення щоденних валютних аукціонів та відмову від використання так званого індикативного курсу, що фактично знівелювало стабілізаційний ефект від посилення жорсткості процентної політики. Відтак у лютому 2015 р. гривня зазнала різкої девальвації, спровокувавши найбільший сплеск інфляції з часу введення в обіг гривні – на своєму піку в квітні 2015 р. річні темпи інфляції сягнули 60,9 % (рис. 1). Отже, можна зробити висновок, що епізод найбільшого знецінення гривні певним чином пов'язаний з початком діяльності КМП, хоч зазвичай його пов'язують з вичерпанням міжнародних резервів та загостренням бойових дій на сході України.

У квітні 2015 р. НБУ презентував перший випуск Інфляційного звіту як ключового аналітичного документа з монетарної політики, публікація якого є традиційною для центральних банків, які перебувають в режимі ІТ. Ще через місяць НБУ відкрив на офіційній інтернет-сторінці розділ «Монетарна політика» як засіб комунікацій з суспільством, що є необхідним елементом відповідного монетарного режиму.

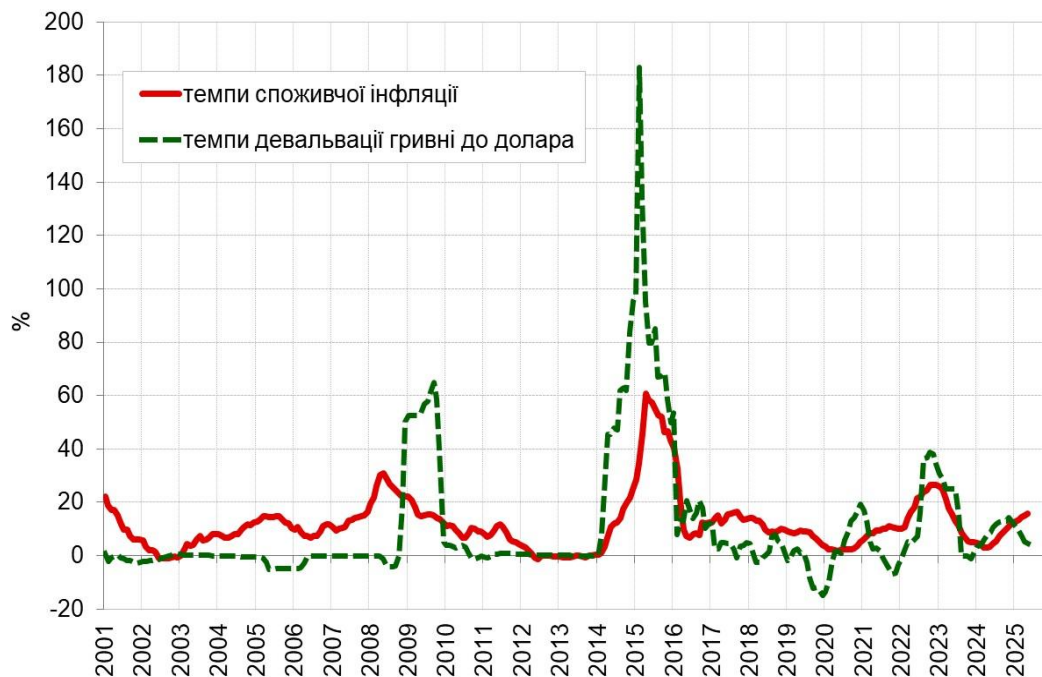


Рис. 1. Річні темпи інфляції та девальвації гривні протягом 2001–2025 рр.

Джерело: побудовано автором за даними ДССУ та НБУ.

Врешті, у серпні 2015 р. Правління НБУ схвалило пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки, виклавши їх у формі стратегії монетарної політики на відповідні роки. Документ містив мотивацію для прийняття режиму ІТ, принципи політики, опис основних елементів нового монетарного режиму та перелік інфляційних таргетів для кожного року [11].

Не чекаючи відповіді Ради НБУ Правління НБУ презентувало проєкт «Стратегії монетарної політики» широкому колу зацікавлених сторін, включно з представникам МВФ та Міністерства фінансів [12]. У такий спосіб Правління НБУ фактично позбавило Раду НБУ можливості виконувати свої конституційні функції щодо розроблення основних засад грошово-кредитної політики.

Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 рік так і не були схвалені, оскільки у вересні 2015 р. члени Ради НБУ припинили свої повноваження відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розбудови інституційної спроможності Національного банку України».

Наступним кроком у розбудові операційної структури монетарної політики в контексті переходу до режиму ІТ стало затвердження у вересні 2015 р. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи [13]. Зазначене положення не передбачало активного управління ліквідністю з боку НБУ, що в подальшому призвело до формування в банківській системі значного профіциту ліквідності. Тобто, можна зробити висновок, що документ розроблявся з усвідомленням того, що в майбутньому управління ліквідністю відбуватиметься переважно за рахунок операцій з розміщення депозитних сертифікатів НБУ, які здійснюються, фактично, з ініціативи банків.

У березні 2016 р. НБУ оприлюднив Дорожню карту з переходу до інфляційного таргетування, яка передбачала, зокрема, запровадження нового операційного дизайну процентної політики [14]. Відтак у квітні 2016 р. Правління НБУ затвердило Положення про основи процентної політики Національного банку України [15], фактично завершивши формування нової операційної структури монетарної політики. Принциповою новизною цього документа стала прив'язка облікової ставки до ставки за операціями з розміщення депозитних сертифікатів строком до 14 днів, які, на думку НБУ, в умовах профіциту ліквідності в банківській системі мали найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку.

Наприкінці 2016 р. новопризначена Рада НБУ формалізувала перехід до режиму ІТ, схваливши Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу, які в ключових моментах відповідали пропозиціям Правління НБУ. Проте,

остаточну крапку в процесі переходу до режиму ІТ було поставлено лише в липні 2018 р., коли Рада НБУ схвалила Стратегію монетарної політики НБУ [16], яка передбачає використання зазначеного режиму на постійній основі для досягнення інфляційної цілі на рівні 5% +/- 1 п. п.

У жовтні 2019 р. було підписано Меморандум між КМУ та НБУ про взаємодію з метою досягнення стійкого економічного зростання та цінової стабільності [17], в якому КМУ зобов'язувався підтримувати цілі та принципи монетарної політики НБУ, визначені Стратегією монетарної політики та Основними засадами грошово-кредитної політики, тобто сприяти реалізації політики в режимі ІТ. Натомість НБУ зобов'язувався, зокрема, поступово знижувати облікову ставку до 8%, але за умови зниження інфляції до цілі 5%. Загалом, меморандуму була притаманна певна асиметричність зобов'язань сторін на користь НБУ.

Вищезазначена лояльність Уряду була дещо неочікуваною, оскільки монетарна політика, яку НБУ провадив до початку повномасштабної війни, жодним чином не сприяла економічному розвитку. Протягом шести років НБУ застосовував жорстку версію режиму ІТ, засновану на так званій політиці дорогих грошей (за рахунок підтримання високих ставок): середній рівень облікової ставки протягом 2016–2021 рр. становив 13,3 %, тоді як середній рівень інфляції – 10,1 %.

Наслідком жорсткої монетарної політики стала демонетизація економіки: відношення грошової маси до ВВП скоротилось з 49,1 % у 2015 р. до 36,0 % у 2021 р. (рис. 2). Відбулося згортання кредитної активності (за шість років рівень насиченості економіки кредитами знизився з 50,3 % до 18,3 %) та сепарація банківської системи від реальної економіки – банки переорієнтувалися на вкладення коштів у державні облігації та депозитні сертифікати НБУ. Підтримання впродовж тривалого часу високих ставок призвело до значного збільшення видатків бюджету на обслуговування державного боргу та процентних витрат НБУ.

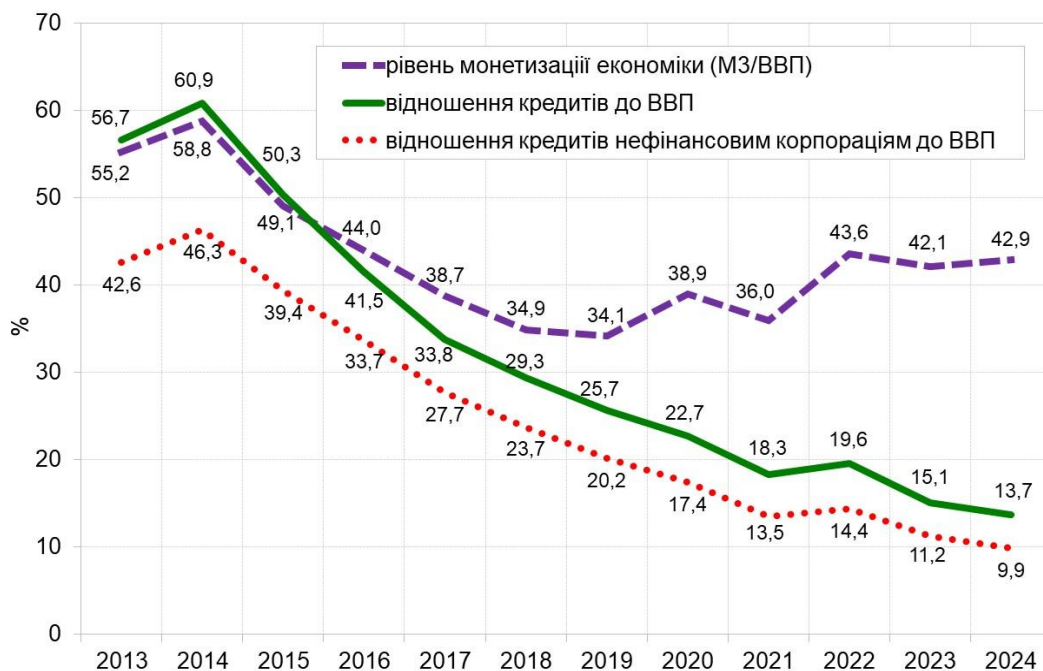


Рис. 2. Рівень монетизації економіки та відношення кредитів до ВВП у 2013–2024 рр.

Джерело: побудовано автором за даними ДССУ та НБУ.

Під час коронакризи у 2020 р. Рада НБУ зробила спробу пом'якшити жорсткість монетарного режиму, задекларувавши в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу, що НБУ використовуватиме режим гнучкого ІТ з акцентом на підтримання фінансової стабільності та забезпечення стійких темпів економічного зростання. Рада НБУ акцентувала увагу на тому, що для сприяння економічному зростанню НБУ використовуватиме гнучкість режиму ІТ, допускаючи тимчасове відхилення інфляції від цілі. Проте, вже в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу відбулось повернення до традиційної жорсткої риторики, а економічне зростання було повністю узалежене від досягнення цінової стабільності.

На тлі суперечностей між Правлінням і Радою НБУ восени 2021 р. було ухвалено Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо окремих питань діяльності Національного банку України», який позиціонувався як такий, що вдосконалив взаємодію між двома керівними органами НБУ. У підсумку, зазначеної мети було досягнуто за рахунок істотного звуження повноважень Ради НБУ. Зокрема, Раду НБУ було позбавлено повноважень здійснювати аналіз впливу грошово-кредитної політики на стан соціально-економічного розвитку України та розробляти пропозиції щодо внесення відповідних змін до неї. Водночас контроль за проведенням грошово-кредитної політики, право на який гарантоване Раді НБУ Конституцією України, був фактично унеможливлений через специфічне визначення в законі про НБУ самого поняття контролю. Крім того, законом про НБУ в новій редакції було де-факто заборонено оприлюднення рішень Ради НБУ (винятком є рішення про схвалення Основних засад грошово-кредитної політики), що позбавило суспільство важливого інструменту контролю за діяльністю НБУ [18].

Після початку повномасштабної війни НБУ зафіксував обмінний курс, запровадив жорсткі валютні обмеження та відклав ухвалення рішення щодо розміру облікової ставки, залишивши її незмінною на рівні 10%. Тобто, відбулося призупинення дії режиму ІТ. У квітні 2022 р. Рада НБУ схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану, в яких було констатовано, що «зниження дієвості ринкових інструментів та висока невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій унеможливають здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом» [19]. Водночас Рада НБУ задекларувала зобов'язання повернутися до режиму ІТ у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи.

Проте, вже у червні 2022 р. НБУ повідомив, що «зміна споживчої та економічної поведінки бізнесу та населення потребує повернення до ринкових засад управління фінансовою системою» [20] і підвищив облікову ставку до 25 %. Це фактично заблокувало кредитування бізнесу на ринкових засадах, значно ускладнило залучення коштів для фінансування дефіциту бюджету та спровокувало зростання вартості державних запозичень, що в комплексі призвело до загострення стосунків між НБУ та Міністерством фінансів. На такому високому рівні облікова ставка перебувала понад рік, після чого НБУ поступово знизив її до 13 %.

У жовтні 2023 р., посиляючись на стійкий прогрес у зниженні темпів інфляції, накопичення міжнародних резервів та збільшення привабливості гривневих депозитів і державних облігацій, НБУ припинив підтримання фіксованого курсу та перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу, який передбачає активну присутність регулятора на валютному ринку з метою компенсації структурного дефіциту валюти та згладжування надмірних коливань курсу.

Врешті, у вересні 2024 р. Рада НБУ схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, якими було задекларовано, що до відновлення повноцінного режиму ІТ з плаваючим курсом, НБУ застосовуватиме режим гнучкого ІТ. «Гнучкість» режиму у цьому випадку полягає в збереженні керованої гнучкості обмінного курсу та подовженні до 3-х років горизонту політики, на якому НБУ намагатиметься привести інфляцію до цілі 5 %. Принципово важливим аспектом є те, що в документі чітко зафіксоване прагнення НБУ «утримувати реальні процентні ставки за строковими гривневими інструментами на достатньо високому рівні для захисту гривневих заощаджень населення від інфляційного знецінення» [21].

Втілюючи зазначене прагнення в життя НБУ наприкінці 2024 р. розпочав новий цикл посилення жорсткості монетарної політики. Для обґрунтування свого рішення НБУ надіслав суспільству велику кількість сигналів щодо перспектив прискорення інфляції, спровокувавши жваве обговорення цієї теми в медіа, що призвело до погіршення інфляційних очікувань домогосподарств [22]. Після цього облікову ставку було поступово підвищено з 13 % до 15,5 %.

6. Висновки

Впровадження режиму ІТ в Україні має тривалу історію, яка сягає корінням початку 2000-х рр. Проте, перші понад десять років справа не просувалась далі декларацій. До практичних кроків Правління НБУ перейшло у 2014 р., коли було припинено підтримання фіксованого обмінного курсу, змінено підходи до визначення рівня облікової ставки та створено КМП.

Важливо зазначити, що перші рішення Правління НБУ, ухвалені на основі пропозицій КМП, передували епізоду найбільшого знецінення гривні у лютому 2015 р.

НБУ продовжував робити кроки в напрямі запровадження режиму ІТ навіть під час найгостріших моментів фінансово-економічної кризи. Так, наприклад, у квітні 2015 р., коли темпи інфляції сягнули 60,9 %, НБУ презентував перший випуск Інфляційного звіту, а ще через місяць відкрив на офіційній інтернет-сторінці розділ «Монетарна політика». Про перехід до режиму ІТ Правління НБУ оголосило влітку 2015 р., а навесні 2016 р. оприлюднило дорожню карту щодо такого переходу. Проте Рада НБУ легалізувала його лише наприкінці 2016 р. У такий спосіб було порушено логіку формування монетарної політики, передбачену Конституцією України.

Процес впровадження та реалізації режиму ІТ супроводжувався планомірним обмеженням повноважень Ради НБУ, а з вересня 2015 р. до жовтня 2016 р., внаслідок змін до законодавства, цей конституційний орган не функціонував взагалі. У 2021 р. Раду НБУ було позбавлено повноважень здійснювати аналіз впливу грошово-кредитної політики на стан соціально-економічного розвитку України та розробляти пропозиції щодо внесення відповідних змін до неї, а суспільство втратило можливість ознайомлюватись з її рішеннями. Тобто, процес так званого посилення інституційної спроможності НБУ, фактично, призвів до зниження його підзвітності суспільству, а низка змін до законодавства стосовно обмеження повноважень Ради НБУ мають ознаки антиконституційності.

Створюючи КМП Правління НБУ перевищило свої повноваження та фактично втрутилось у сферу відповідальності Ради НБУ. Проблема правового статусу КМП та розподілу повноважень між ним та Радою НБУ залишається актуальною дотепер та потребує врегулювання на рівні законодавства. Зворотним боком вищезазначеної проблеми є фактична відсутність відповідальності Правління НБУ за наслідки ухвалених рішень у сфері монетарної політики, а також за недосягнення цілей, встановлених законом.

Під час повномасштабної війни НБУ вдався до фактичної підміни цілей власної політики: будучи неспроможним забезпечити цінову стабільність регулятор намагається переконати суспільство в тому, що метою його політики є забезпечення привабливості гривневих активів для захисту заощаджень населення від інфляційного знецінення. Для досягнення цієї (власноруч встановленої) мети регулятор з червня 2022 р. підтримує ставки на високому рівні, діючи в інтересах невеликого прошарку заможних громадян і банківського сектору та водночас ігноруючи потреби держави і реального сектору економіки в залученні фінансових ресурсів на прийнятних умовах.

Важливим підсумком процесу впровадження режиму ІТ в Україні є те, що НБУ не вдається забезпечити цінову стабільність, яка, відповідно до закону про НБУ, передбачає підтримання низьких і стабільних темпів інфляції. Щоразу, коли фактична інфляція на кінець року «потрапляла» в ціль НБУ, це відбувалось на стрімкому низхідному або висхідному тренді, напрямок якого значною мірою визначався впливом чинників з боку витрат. З цього випливає логічний висновок, що режим ІТ, з точки зору його практичної реалізації в Україні, не є оптимальним вибором в контексті виконання НБУ його функцій, зокрема забезпечення цінової стабільності.

Беручи до уваги все вищевикладене, можна констатувати, що забезпечення цінової стабільності вимагає розроблення та реалізації системної антиінфляційної політики із залученням всіх зацікавлених органів влади (прикладом такого підходу є План антиінфляційних заходів на 2008 р.). У контексті зазначеної політики НБУ доцільно приділити увагу забезпеченню курсової стабільності для мінімізації імпоротної складової інфляції та генерування довіри до гривні в суспільстві. Водночас процентна політика НБУ повинна враховувати необхідність повноцінного відновлення кредитної активності, що передбачає істотну модифікацію режиму ІТ або й обрання альтернативного монетарного режиму. Крім того, критично важливим є повернення Раді НБУ повноважень щодо реального впливу на формування монетарної політики та здійснення контролю за її проведенням як де-факто єдиного засобу забезпечення підзвітності НБУ суспільству.

References

1. Krychevska, T. (2019). Prychyny vrazlyvosti ta stiykosti konventsynoho monetarnoho rezhymu – hnuchkoho inflyatsynoho tarhetuvannya [Causes of Vulnerability and Resilience of the Conventional Monetary Regime – Flexible Inflation Targeting]. *Biznes Inform – Business Inform*, (11), 67–76. <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-11-67-76> (in Ukrainian)
2. Dzyublyuk, O. (2017). Monetarna polityka yak klyuchovyy vazhil realizatsiyi antykryzovykh zakhodiv v ekonomitsi [Monetary policy as a key tool of anti-crisis measures in the economy]. *Bankivska sprava – Banking*, (2), 3–26. <https://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/22081> (in Ukrainian)
3. Astrov, V., & Podkaminer, L. (2017). Inflation targeting regime for Ukraine: caution is needed. *wiiw Policy Notes and Reports*, (19), 1–17. <https://wiiw.ac.at/ukraine-selected-economic-issues-dlp-4370.pdf>
4. Bereslavskaya, O. (2018). Inflyatsiyne tarhetuvannya: evolyutsiya rozvytku ta ukrayinska praktyka [Inflation targeting: evolution of development and Ukrainian practice]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu "Ostrozka akademiya", seriya "Ekonomika" – Scientific Notes of the National University "Ostroh Academy", Series "Economics"*, 10(38), 46–51. [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2018-10\(38\)-46-51](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2018-10(38)-46-51) (in Ukrainian)
5. Danylyshyn, B. (2021). Shist rokiv inflyatsynoho tarhetuvannya v Ukrayini: nad chym varto zadumatysya? [Six years of inflation targeting in Ukraine: what is worth thinking about?]. *LB.ua*. <https://surli.li/rjamat> (in Ukrainian)
6. Korablin, S. (2023). Inflyatsiyne tarhetuvannya v Ukrayini: okremi aspekty, rezul'taty ta vysnovky [Inflation targeting in Ukraine: some aspects, results and conclusions]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, (6), 34–46. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.06.034> (in Ukrainian)
7. National Bank of Ukraine. (2001, December 27). *Osnovni zasady hroshovo-kredytnoyi polityky na 2002 rik* [Monetary Policy Guidelines for 2002]. <https://surli.cc/tdziqu> (in Ukrainian)
8. National Bank of Ukraine. (2012, December 7). *Osnovni zasady hroshovo-kredytnoyi polityky na 2013 rik* [Monetary Policy Guidelines for 2013]. <https://surli.li/pmotur> (in Ukrainian)
9. National Bank of Ukraine. (2014, July 18). Valeriya Hontareva: zmina oblikovoyi stavky – odyń iz krokiv dlya rozvytku rynku kapitalu [Valeria Gontareva: changing the discount rate is one of the steps for the development of the capital market]. *National Bank of Ukraine*. <https://surli.cc/meuobg> (in Ukrainian)
10. National Bank of Ukraine. (2015, February 5). Natsional'nyy bank zminyuye pidkhody do provedennya hroshovo-kredytnoyi polityky, odnochasno posylyuyuchy yiyyi zhorstkist' [The National Bank is changing its approaches to monetary policy, while simultaneously tightening it]. *National Bank of Ukraine*. <https://surli.li/vqahkw> (in Ukrainian)
11. National Bank of Ukraine. (2015, August 18). *Pro osnovni zasady hroshovo-kredytnoyi polityky na 2016–2020 roky* (On the basic principles of monetary policy for 2016–2020) [Resolution No. 541]. <https://zakon.rada.gov.ua/go/v0541500-15> (in Ukrainian)
12. National Bank of Ukraine. (2015, August 28). *Natsional'nyi bank rozghlianyv z ekspertamy proiekt "Stratehii monetarnoyi polityky"* [The National Bank discussed the draft "Monetary Policy Strategy" with experts]. <https://surli.li/butlgt> (in Ukrainian)
13. National Bank of Ukraine. (2015, September 17). Polozhennia pro zastosuvannya Natsional'nym bankom Ukrainy standarnykh instrumentiv rehuliuвання likvidnosti bankivskoi systemy [Regulations on the application by the National Bank of Ukraine of standard instruments for regulating the liquidity of the banking system]. Resolution of the NBU Board dated September 17, 2015 No. 615. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15/ed20150917#Text> (in Ukrainian)
14. National Bank of Ukraine. (2016, March 16). *Dorozhnyia karta Natsional'noho banku z perekhodu do inflyatsynoho tarhetuvannya (IT)* [National Bank's roadmap for transition to inflation targeting (IT)]. <https://surli.cc/xhaiim> (in Ukrainian)
15. National Bank of Ukraine. (2016, April 21). Polozhennia pro osnovy protsentnoyi polityky Natsional'noho banku Ukrainy [Regulations on the Fundamentals of Interest Rate Policy of the National Bank of Ukraine]. Resolution of the NBU Board dated 21.04.2016 No. 277. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16/ed20160421#Text> (in Ukrainian)
16. National Bank of Ukraine. (2018, July 13). Pro Stratehiyu monetarnoyi polityky Natsional'noho banku Ukrainy [About the Monetary Policy Strategy of the National Bank of Ukraine]. Decision of the NBU Council dated 13.07.2018 No. 37-rd. <https://surli.cc/tbxarx> (in Ukrainian)
17. Cabinet of Ministers of Ukraine & National Bank of Ukraine. (2019, October 3). Memorandum mizh Kabinetom Ministriv Ukrainy ta Natsionalnym bankom Ukrainy pro vzayemodiyu z metoyu dosyahnennya stiykoho ekonomichnoho zrostannya ta tsinovoyi stabilnosti [Memorandum between the Cabinet of Ministers of

- Ukraine and the National Bank of Ukraine on cooperation to achieve sustainable economic growth and price stability]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/n0002120-19> (in Ukrainian)
18. Dzhus, M. (2024). Posylennya instytutsiynoyi spromozhnosti Natsionalnoho banku Ukrayiny yak chynnyk pohirshennya yoho pidzvutnosti suspilstvu [Strengthening the institutional capacity of the National Bank of Ukraine as a factor in the deterioration of its accountability to society]. In *Proceedings of the International Scientific and Practical Conference "Socio-Economic Challenges and Opportunities of Globalization"* (pp. 75–77). Research Europe. <https://researcheurope.org/book-47> (in Ukrainian)
 19. National Bank of Ukraine. (2022). *Osnovni zasady hroshovo-kredytnoyi polityky na period voyennoho stanu* [Monetary Policy Guidelines during Martial Law]. <https://surl.li/kuprpp> (in Ukrainian)
 20. National Bank of Ukraine. (2022). *Natsionalnyi bank Ukrayiny pidvyshchyv oblikovu stavku do 25 %* [The National Bank of Ukraine raised the discount rate to 25 %]. <https://surl.li/qgfjui> (in Ukrainian)
 21. National Bank of Ukraine. (2024). *Osnovni zasady hroshovo-kredytnoyi polityky na seredn'ostrokovu perspektyvu* [Monetary Policy Guidelines for the Medium Term]. <https://surl.li/lazsmg> (in Ukrainian)
 22. Dzhus, M. (2024). Piv vidsotka "zbalansovanosti" [Half a percent of "balance"]. *Biznes Tsenzor – Business Censor*. <https://surl.li/bboriu> (in Ukrainian)