

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292. Ефективна економіка. 2026. № 3. ISSN 2307-2105



Copyright © The Author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.3.171>

УДК 336.74:347.73

С. М. Защипас,

аспірант, Державний університет «Житомирська політехніка»

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-4285-9545>

УДОСКОНАЛЕННЯ ЕЛЕМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ПОШИРЕННЯ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ

S. Zashchypas,

Postgraduate student, Zhytomyr Polytechnic State University

IMPROVING THE ELEMENTS OF MONETARY POLICY UNDER THE EXPANSION OF VIRTUAL ASSETS

Поширення віртуальних активів в Україні створює нові виклики для монетарної політики Національного банку України, яка реалізується в умовах гнучкого інфляційного таргетування. Обґрунтовано, що віртуальні активи не створюють підстав для перегляду законодавчо закріплених цілей монетарної політики, однак суттєво модифікують середовище її реалізації через зміну стабільності попиту на гроші, швидкості обігу та структури ліквідності. Визнано доцільність трактування віртуальних активів як модифікатора параметрів ендогенної грошової пропозиції. дослідження базується на аналізі взаємодії віртуальних активів із класичними каналами

монетарної трансмісії, що дозволяє інтегрувати новий фінансовий феномен у традиційну аналітичну рамку монетарної політики. Обґрунтовано поняття каналу віртуальних фінансових сервісів як поперечного інфраструктурного контуру, який змінює провідність класичних каналів монетарної трансмісії.

Запропоновано ієрархічну модель каналів трансмісії у ВА-модифікованому середовищі, де валютний, процентний і грошовий канали формують операційне ядро керованості пропозиції грошей, тоді як фондовий канал і канал очікувань виступають модифікаторами портфельних параметрів попиту на гроші. Ідентифіковано чотири базові сценарії економічного обігу віртуальних активів в Україні та доведено, що найбільш монетарно значущим є сценарій транскордонних переказів, який безпосередньо підсилює валютний канал та впливає на ефективність валютних інтервенцій. Сформульовано критерії допустимості потенційного використання віртуальних активів в інструментарії НБУ. Запропоновано концепт регульованого гривневого стейблкоїна, забезпеченого ліквідними ОВДП, як інструмент протидії віртуалізованій доларизації за збереження ролі НБУ як регулятора. Визначено напрямки адаптації операційного дизайну монетарної політики: розширення моніторингу небанківських сегментів платіжного ринку; уточнення прогнозів ліквідності; врахування віртуальних активів як джерела зовнішніх шоків при калібруванні валютних інтервенцій.

The proliferation of virtual assets in Ukraine poses new challenges for the monetary policy of the National Bank of Ukraine, which is conducted under a flexible inflation-targeting framework. It is argued that virtual assets do not warrant a revision of the legally established objectives of monetary policy; however, they substantially modify the environment in which it is implemented by altering the stability of money demand, the velocity of circulation, and the structure of liquidity. The treatment of virtual assets as a modifier of endogenous money supply parameters is recognized as appropriate. The study is grounded in an analysis of the interaction between virtual assets and the classical channels of monetary transmission, which makes it possible to integrate this new financial

phenomenon into the traditional analytical framework of monetary policy. The concept of a virtual financial services channel is substantiated as a cross-cutting infrastructural circuit that alters the conductivity of classical monetary transmission channels.

A hierarchical model of transmission channels in a virtual-asset-modified environment is proposed, wherein the exchange rate, interest rate, and money channels constitute the operational core governing the controllability of money supply, while the asset price channel and the expectations channel function as modifiers of the portfolio parameters of money demand. Four baseline scenarios of the economic circulation of virtual assets in Ukraine are identified, and it is demonstrated that the most monetarily significant scenario is that of cross-border remittances, which directly amplifies the exchange rate channel and affects the effectiveness of foreign exchange interventions. Criteria for the admissibility of the potential use of virtual assets within the NBU's policy toolkit are formulated. The concept of a regulated hryvnia-denominated stablecoin, backed by liquid domestic government bonds, is proposed as an instrument for counteracting virtualized dollarization while preserving the role of the NBU as regulator. Directions for adapting the operational design of monetary policy are outlined: expanding the monitoring of non-bank segments of the payment market; refining liquidity forecasts; and incorporating virtual assets as a source of external shocks in the calibration of foreign exchange interventions.

Ключові слова: *віртуальні активи, монетарна політика, монетарна трансмісія, інфляційне таргетування, Національний банк України, стейблкоїни, віртуалізована доларизація, пропозиція грошей, канали трансмісії.*

Keywords: *virtual assets, monetary policy, monetary transmission, inflation targeting, National Bank of Ukraine, stablecoins, virtualized dollarization, money supply, transmission channels.*

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. *Стрімке поширення*

віртуальних активів (ВА) у глобальній фінансовій системі формує принципово нові виклики для центральних банків, що реалізують монетарну політику в умовах відкритих економік. Для України ця проблематика набуває особливої гостроти з огляду на значний обсяг транскордонних переказів через ВА-інфраструктуру, високий рівень доларизації та функціонування НБУ в режимі гнучкого інфляційного таргетування. Попри поступове формування регуляторного середовища, питання про вплив обігу ВА на ефективність монетарної трансмісії залишається недостатньо дослідженим як у вітчизняній, так і в зарубіжній науковій літературі. З практичної точки зору НБУ здійснює монетарне регулювання, спираючись на аналітичні інструменти, сформовані без урахування ВА як самостійного чинника грошово-кредитного середовища, що породжує ризики неточності прогнозів ліквідності та систематичного заниження зовнішніх шоків при калібруванні інтервенцій. Отже, науковим завданням є розробка концептуальної рамки, яка дозволяє інтегрувати ВА в аналіз монетарної трансмісії та адаптувати операційний дизайн монетарної політики до умов ВА-модифікованого фінансового середовища.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання впливу ВА на грошово-кредитну сферу активно досліджуються як вітчизняними (С. Андрійчук, В. Кузьмінський, С.О. Кораблін), так і закордонними науковцями (F.S. Mishkin, S. Karau, A.M. Nizam). Міжнародні фінансові інституції (МВФ, BIS, ЄЦБ) регулярно аналізують макрофінансові ризики ВА та їх імплікації для монетарної політики. Утім більшість досліджень зосереджується на окремих аспектах проблеми: місці криптовалют у фінансовій системі, ризиках для фінансової стабільності, регуляторних підходах. Комплексний аналіз трансформації каналів монетарної трансмісії під впливом ВА, ієрархізація цих каналів та формулювання критеріїв допустимості ВА в інструментарії центрального банку залишаються недостатньо розробленими, що зумовлює актуальність цього дослідження.

У попередніх дослідженнях автора [4; 5] було проаналізовано емпіричний зв'язок між динамікою ринку ВА та окремими монетарними змінними України. На відміну від цих робіт, у даній статті основну увагу

зосереджено на інституційному та теоретичному аспекті адаптації монетарної політики до поширення ВА. Зокрема, у роботі запропоновано ієрархічну модель каналів монетарної трансмісії у ВА-модифікованому середовищі, обґрунтовано поняття каналу віртуальних фінансових сервісів та сформульовано критерії допустимості використання ВА в інструментарії центрального банку.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою дослідження є визначення напрямків удосконалення елементів монетарної політики НБУ в умовах поширення ВА. Для досягнення цієї мети поставлено такі завдання: проаналізувати вплив ВА на класичні канали монетарної трансмісії; обґрунтувати ієрархічну модель каналів у ВА-модифікованому середовищі; ідентифікувати базові сценарії економічного обігу ВА в Україні та їх монетарні імплікації; сформулювати критерії допустимості використання ВА в інструментарії НБУ.

Виклад основного матеріалу дослідження. Монетарний режим України сформувався як режим інфляційного таргетування, який реалізується Національним банком України з урахуванням структурних особливостей національної економіки, високої відкритості фінансового сектору та підвищеної чутливості до зовнішніх і внутрішніх шоків. Ключовою метою монетарної політики відповідно до Ст. 6 Закону України «Про Національний банк України» [16] є забезпечення цінової стабільності, що розглядається як базова передумова сталого економічного зростання та фінансової стабільності. Поширення ВА змінює середовище реалізації монетарної політики, оскільки частина фінансових рішень і потоків ліквідності переміщується у «віртуалізований» сегмент, менш пов'язаний із банківською системою.

Емпіричний аналіз, проведений у [4], засвідчив наявність статистично значущого, хоча й обмеженого впливу глобального ринку ВА на валютний курс України та динаміку грошового агрегату М2. Ці результати є відправною точкою для аналізу напрямків удосконалення елементів монетарної політики в умовах поширення ВА.

В «Основних засадах грошово-кредитної політики» Національний банк України декларує досягнення точкової цілі інфляції на рівні 5% у межах режиму гнучкого інфляційного таргетування на горизонті монетарної політики, що не перевищує трьох років [17, С. 2]. Це формує номінальний якір монетарної політики у межах де-юре режиму інфляційного таргетування.

У воєнних умовах операційна реалізація цього режиму набула рис де-факто адаптованої конфігурації. За словами Голови НБУ Андрія Пишного [2], зазначений режим має проміжний характер між режимом жорстких антикризових заходів та класичним інфляційним таргетуванням. Він передбачає поєднання гнучкої процентної політики, активної присутності НБУ на валютному ринку, а також адміністративного обмеження руху капіталу у поєднанні з координацією дій НБУ та уряду щодо залучення зовнішнього фінансування і реалізації структурних реформ. У таких умовах НБУ змушений спиратися на поєднання процентних, валютних і регуляторних заходів [15], що фактично означає перехід від одноканальної до багатоканальної моделі впливу на монетарні умови.

Ст. 6 Закону України «Про Національний банк України» [16] визначає ієрархію цілей монетарної політики. В ній, по-перше, основною функцією НБУ визначено забезпечення стабільності грошової одиниці України. По-друге, при виконанні цієї функції НБУ має виходити з пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності. По-третє, за умови, що це не перешкоджатиме досягненню цінової стабільності, закон фіксує наступні цілі: сприяння фінансовій стабільності та стійким темпам економічного зростання та підтримка економічної політики уряду. Тому будь-які інновації, пов'язані з ВА, мають оцінюватись передусім з погляду стабільності грошової одиниці та цінової стабільності.

У фактичній конфігурації ця ієрархія проявляється як необхідність узгодження цілей цінової стабільності з тактичними завданнями валютно-курсової та фінансової стабільності. Це прямо відображено в описі інструментів монетарної політики НБУ [6], де зазначається, що на поточному етапі облікова ставка застосовується в узгодженій комбінації з іншими інструментами для досягнення стратегічної цілі цінової стабільності та

У практичній реалізації режиму інфляційного таргетування Національний банк України використовує систему інструментів, що відрізняються за силою, швидкістю та каналами впливу на монетарні умови. Для аналітичних цілей доцільно розмежовувати: основний інструмент монетарної політики, додаткові інструменти, макропруденційні інструменти, які формально виходять за межі монетарної політики, але впливають на трансмісію. Така структуризація дозволяє пов'язати інструментарій не лише з інституційною практикою НБУ, а й з теорією каналів монетарної передачі. Подальший аналіз зосереджується на тому, як саме поширення ВА може змінювати умови дієвості цих елементів та які корекції потрібні для збереження керованості монетарних умов без виходу за межі законодавчо встановлених цілей і повноважень НБУ. В цій роботі удосконалення цього інструментарію розглядається також через призму керованості пропозиції грошей – зокрема прогнозованості попиту на гроші, стабільності депозитної бази та потреби в операціях емісії й стерилізації ліквідності.

Зміни у середовищі функціонування грошового ринку, пов'язані з поширенням ВА, означають, що аналіз каналів монетарної трансмісії має бути безпосередньо пов'язаний із вимогами до елементів монетарної політики. Іншими словами, трансформація каналів передачі монетарних імпульсів виливається у вимоги до аналітичного та операційного дизайну політики:

– зміни у валютному каналі потребують удосконалення оцінювання зовнішніх шоків, транскордонних перетоків капіталу та калібрування параметрів валютних інтервенцій і операцій стерилізації;

– зміни у процентному каналі вимагають перегляду оцінок еластичності попиту на гроші та чутливості фінансових умов до ключової ставки;

– зміни у грошовому каналі потребують точнішого прогнозування автономних чинників ліквідності та швидкості її перерозподілу між сегментами ринку;

– зміни у фондовому каналі означають необхідність моніторингу портфельної конкуренції між банківськими інструментами, державними цінними паперами та ВА;

– посилення ролі каналу очікувань підвищує значення комунікаційної політики та ранньої ідентифікації зсувів у ризик-апетиті економічних агентів.

Отже, удосконалення елементів монетарної політики у середовищі поширення ВА полягає не у зміні її цілей, а у точнішому налаштуванні інструментів аналізу, прогнозування та операційного управління ліквідністю.

Облікова ставка НБУ виступає основним інструментом монетарної політики і є базовим орієнтиром для формування короткострокових процентних ставок [6; 11], які, в свою чергу, через механізм процентного каналу визначає вартість грошей в економіці [29, С. 68]. Операційний рівень формують інструменти регулювання ліквідності [10]: процентний коридор (кредити овернайт і депозитні сертифікати) та тендерні операції, які нейтралізують вплив автономних чинників – бюджетних потоків, валютних інтервенцій, сезонних коливань. Роль цих операцій полягає не лише у вирівнюванні обсягів ліквідності, а й у формуванні очікувань щодо майбутніх умов фондування, що підсилює процентний канал трансмісії[6]. В умовах війни операційна реалізація режиму адаптується до підвищеної невизначеності.

Поширення ВА змінює операційне середовище управління ліквідністю, насамперед через появу додаткових шоків від глобальних ринків ВА та прискорення перетікання між сегментами ринку. У таких умовах удосконалення операційного дизайну полягає не у зміні інструментів як таких, а у підвищенні точності прогнозування ліквідності та гнучкості її регулювання.

Зокрема, зростає значення частішого перегляду прогнозів автономних чинників ліквідності, урахування можливих перетоків між банківськими депозитами та віртуалізованими формами збереження вартості, а також

оперативного коригування обсягів тендерних операцій. Це мінімізує ризики надлишку й дефіциту ліквідності за нестабільного попиту на гроші.

За інфляційного таргетування банківська система є головним провідником монетарних імпульсів. Зміни облікової ставки транслуються у міжбанківські ставки, далі – у ставки за кредитами й депозитами, ціни активів, валютний курс та очікування. Через ці змінні формується вплив на сукупний попит і інфляцію. Ефективність цього механізму залежить від довіри до політики НБУ, глибини фінансового ринку та стабільності інституційного середовища.

Поширення ВА частково змінює цю банкоцентричну логіку трансмісії, оскільки частина заощаджень, платіжних операцій та транскордонних переказів може здійснюватися поза балансами банківської системи. Це не створює окремої грошової маси в аспекті монетарних агрегатів, але опосередковано впливає на банківську пропозицію грошей: змінює стабільність попиту на гроші, структуру депозитів і співвідношення гривневої та валютної ліквідності. Для НБУ це означає зростання невизначеності щодо прогнозу такого попиту та калібрування операцій емісії та стерилізації ліквідності у межах M2.

Монетарна політика спирається на оцінку поточної та очікуваної ліквідності, інфляційних очікувань та схильності до ризику. З огляду на це ринки ВА можуть виконувати роль додаткового комплексного індикатора, який відображає зміни у структурі попиту на ліквідність, премії за ризик і переоцінка майбутніх макроекономічних сценаріїв. При цьому ми говоримо не про заміну традиційних індикаторів, а про допоміжне джерело інформації, чутливе до глобальних фінансових настроїв.

На практиці індикаторна роль ВА проявляється через кілька напрямів: кореляція обсягів торгів і волатильності як сигнал зміни ризик-апетиту [21; 24; 27] динаміка використання стейблкоїнів як індикатор доларизаційних очікувань; структура ринку (співвідношення спотових і деривативних сегментів, премії/дисконти стейблкоїнів) як сигнал напруження ліквідності.

Однак індикаторна роль ВА має обмеження. Ринки можуть бути фрагментованими, схильними до маніпуляцій, залежними від глобальних новин та регуляторних подій, а також характеризуватися високою волатильністю, що ускладнює відокремлення «сигналу» від «шуму». Тому використання таких даних у моніторингу НБУ доцільно будувати на принципах верифікації джерел, порівнянності показників і триангуляції з традиційними макрофінансовими індикаторами.

З погляду пропозиції грошей ці зміни проявляються через механізми емісії та стерилізації ліквідності. Трансформація цих механізмів у сучасній економіці пов'язана передусім зі структурним зростанням ролі безготівкових грошей[7], а також із появою ВА як додаткового каналу збереження вартості та переміщення капіталу.

Узагальнену модель монетарної трансмісії НБУ в умовах гнучкого інфляційного таргетування подано на рис. 2.

Модель демонструє взаємозв'язок між інструментами НБУ та кінцевими цілями через систему каналів трансмісії. Саме ці канали є об'єктом модифікації в умовах поширення ВА.

Емпіричні дослідження підтверджують, що взаємодія між монетарною політикою та ринками ВА є двосторонньою. Sören Karau у дослідженні [25] показав, що монетарні інновації ФРС і ЄЦБ мають статистично значущий та економічно відчутний вплив на ціни біткоїна і показники ВА-екосистеми, причому ефекти різняться за джерелом шоку. Це дає підстави розглядати біткоїн не лише як спекулятивний чи захисний актив, а і як інструмент перенесення вартості для транскордонних операцій і потенційного відтоку капіталу, що має значення для аналізу монетарної трансмісії та регуляторної політики. Тобто, хоча використання ВА як платіжних засобів часто не відповідає позиції регуляторів багатьох країн (в тому числі й України), на практиці вони вже застосовуються як інструмент транскордонного перенесення вартості та переказів у глобальному масштабі.

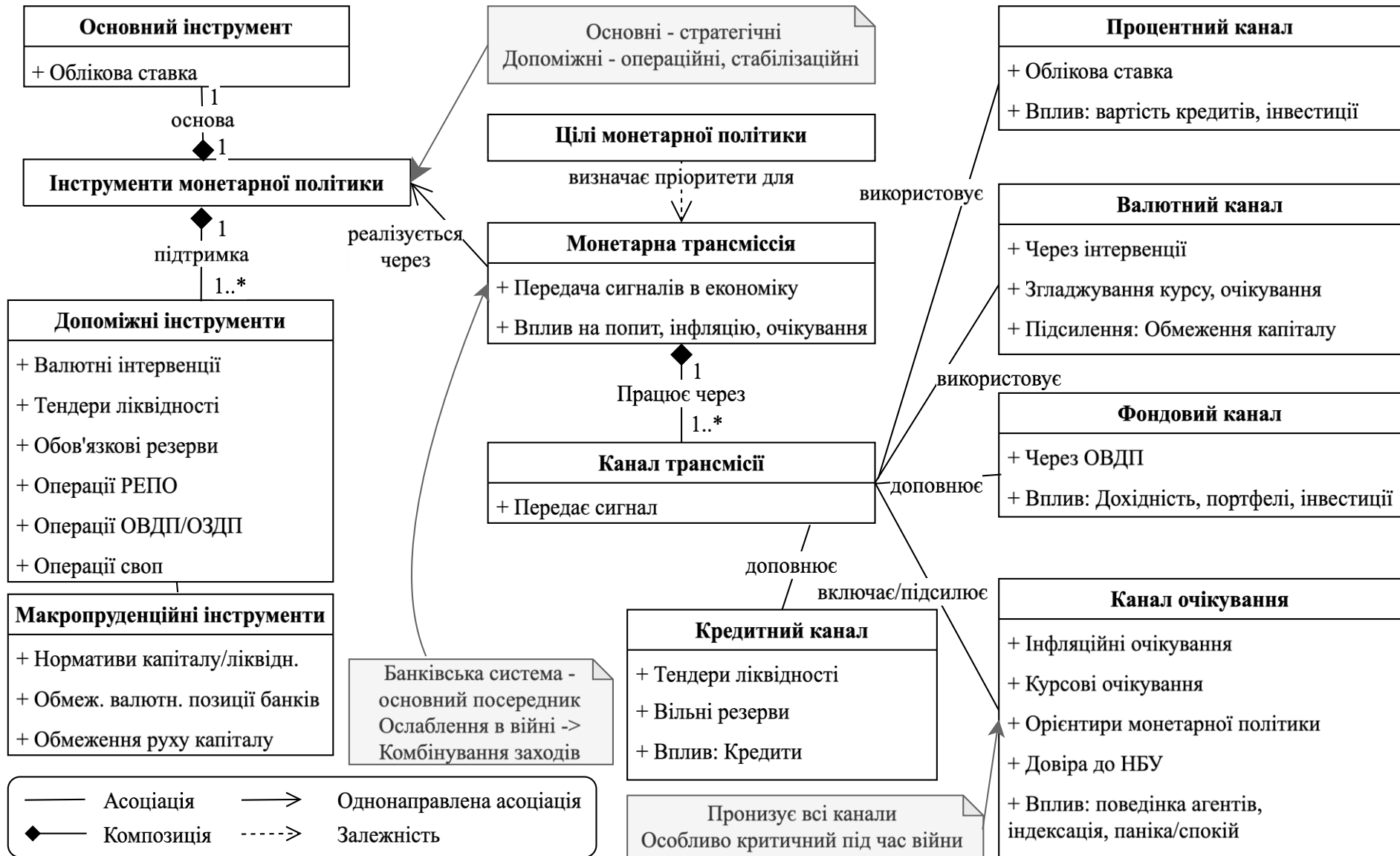


Рис. 2. Модель монетарної трансмісії НБУ в умовах гнучкого інфляційного таргетування

У практичному обігу ВА переважно обертаються як інвестиційні або майнові активи. Суб'єкти набувають, утримують і відчужують права на них для отримання доходу чи збереження вартості. Однак повноцінне нормативне поєднання цього підходу з податковими правилами в Україні безпосередньо прив'язане до запуску спеціального режиму оподаткування і набрання чинності профільним законом.

Кваліфікація ВА як фінансових інструментів залежить від їх економіко-правової природи та моделі емісії, зокрема від наявності ознак, подібних до цінних паперів, деривативів або інших регульованих інструментів. Саме тому у майбутній архітектурі регулювання питання класифікації та нагляду за різними типами ВА є ключовим для запобігання регуляторному арбітражу між ринками капіталу, платіжною сферою та ринком ВА. Наразі ж, з огляду на статус «не набрав чинності» ЗУ «Про віртуальні активи»[13], загальна класифікація залишається неповною і значною мірою спирається на суміжні режими та правозастосовну практику.

Підвищення спостережуваності операцій у ВА-фінансах залежить від того, чи потрапляють відповідні сервіси у периметр регулювання НБУ. «Положення про визнання належності послуги чи операції до фінансової / обмеженої платіжної послуги та виявлення здійснення безліцензійної діяльності на ринку небанківських фінансових послуг і платіжному ринку» [9] встановлює підхід до кваліфікації операцій як фінансових або платіжних послуг і дозволяє відмежовувати ліцензовану діяльність від безліцензійної. Це має значення для монетарної політики: з'являється можливість ідентифікувати, які операції з ВА підпадають під регуляторний периметр НБУ, а отже – можуть бути враховані в аналізі платіжних потоків і структури ліквідності.

З погляду удосконалення елементів монетарної політики важливо враховувати найбільш імовірні сценарії використання ВА в українській економіці, оскільки різні моделі їх обігу по-різному впливають на канали трансмісії та керованість ліквідності. Тому доцільно розглянути базові економічні сценарії обігу ВА та їх імплікації для пропозиції грошей.

Перший сценарій. Інвестиційно-майновий обіг з домінуванням операцій купівлі, продажу, обміну та зберігання як форми розміщення заощаджень і спекулятивного інвестування. У цьому сценарії легальність та «масовість» практик залежать від запуску податкових правил, оскільки саме вони мають створити передбачувану модель декларування доходів і витрат та знизити транзакційні бар'єри виходу з тіні. У цьому сценарії НБУ матиме змогу спостерігати за портфельними зсувами, попитом на ОВДП та депозитами.

У монетарному вимірі такий сценарій означає насамперед конкуренцію за заощадження між ВА та традиційними інструментами (депозитами, ОВДП), що модифікує фондовий канал трансмісії та чутливість інвесторів до процентних сигналів НБУ.

Другий сценарій. Інституціоналізація посередників та сервісів у форматі постачальників послуг, пов'язаних з ВА, із фокусом на комплаєнс, ідентифікацію клієнтів, моніторинг операцій та взаємодію з державними органами у межах режиму фінансового моніторингу. Відповідні категорії та вимоги вже закріплені у законодавстві з протидії відмиванню доходів[14], тоді як «чисто ринкові» норми про обіг ВА ще очікують на повний запуск. З погляду монетарної політики інституціоналізація провайдерів ВА підвищує прозорість потоків і дозволяє точніше враховувати такі операції в аналізі валютного ринку та ліквідності.

Третій сценарій. Використання токенизації для інвестиційних і корпоративних цілей поза функцією законного платіжного засобу, наприклад у моделях залучення фінансування, віртуалізованого обліку прав вимоги або представлення майнових прав у цифровій формі, за умови коректної класифікації таких інструментів та недопущення їх підміни грошових зобов'язань у внутрішніх розрахунках. Логіка цього сценарію узгоджується з «червоною лінією» НБУ, згідно з якою ВА не повинні ставати платіжним засобом і не мають підривати ефективність монетарних інструментів. У такій конфігурації вплив ВА концентрується не у сфері грошей як засобу платежу, а у сфері фінансових активів, що означає переважний вплив через фондовий канал та канал очікування, а не через грошову масу.

Четвертий сценарій стосується ВА як інструменту транскордонних переказів. Хоча у внутрішніх розрахунках ВА не заміщують гривню, вони конкурують з іноземними валютами та банківськими переказами у сфері міжнародного руху капіталу. Для монетарної політики це означає: частина попиту на іноземну валюту переходить у нерегульований ВА-сегмент, що послаблює контроль над валютним каналом і підсилює доларизаційні очікування. У правовому вимірі подібні операції неминуче мають потрапляти у сферу валютного регулювання, фінансового моніторингу та податкового контролю, подібно до операцій з валютними цінностями або банківськими металами. Тому регуляторна логіка тут може будуватися за аналогією з режимами контролю за транскордонним рухом капіталу та валютними операціями: не визнаючи ВА законним платіжним засобом, держава може встановлювати правила їх використання як об'єкта обміну у зовнішньоекономічних розрахунках, звітності та нагляді. Такий підхід дозволяє інтегрувати фактичну практику міжнародних переказів із використанням ВА у правове поле законів «Про Національний банк України» та «Про валюту і валютні операції» [12; 16] без зміни базового монетарного принципу виключності національної валюти у внутрішніх розрахунках.

У чинній українській правовій парадигмі ВА не визнаються законним платіжним засобом[3], а офіційна позиція регуляторів[18] зводиться до недопущення їх використання як валюти або легітимного засобу платежу у внутрішніх розрахунках. Але фактичний обіг ВА та пов'язана з ними інфраструктура обміну й зберігання створюють канали впливу на монетарні умови через транскордонні потоки, портфельні рішення та формування очікувань. Для монетарної політики це означає, що ключовим завданням є не інструменталізація ВА, а адаптація операційного дизайну й аналітичних підходів до додаткового джерела фінансових шоків.

З-поміж чотирьох розглянутих сценаріїв саме четвертий – використання ВА для транскордонних переказів – має найбільше значення для монетарної політики. На відміну від інвестиційно-майнового обігу (сценарій 1), який впливає переважно через фондовий канал, транскордонні операції з ВА безпосередньо пов'язані з валютним каналом, мобільністю

капіталу, доларизаційними очікуваннями та ефективністю валютних інтервенцій НБУ. Інституціоналізація провайдерів (сценарій 2) та токенизація (сценарій 3) мають значення для регуляторної інфраструктури, але їхній вплив на монетарну трансмісію є менш прямим.

Ризики, які несуть ВА для банківської системи, насамперед пов'язані з можливим послабленням традиційного механізму монетарної трансмісії. Утім, слід визнати, що емпіричні оцінки цих ризиків суттєво різняться залежно від методології та часового горизонту аналізу. Зменшення частки транзакцій, заощаджень або фінансового посередництва, чутливих до інструментів НБУ, може розглядатися як індикатор такого ослаблення. Практично це проявляється через низку взаємопов'язаних каналів.

По-перше, ідеться про часткову «підміну валют» або «віртуалізовану доларизацію», що знижує еластичність внутрішнього попиту на гроші до процентної ставки НБУ і може послаблювати процентний канал у гривні. Йдеться радше про маржинальний сегмент фінансової поведінки, ніж про повноцінну валютну субституцію на макрорівні. МВФ у звіті [19, С. 26] демонструє цей механізм на прикладі стейблкоїнів: їх використання для заощаджень і розрахунків зменшує частку операцій, чутливих до внутрішньої процентної ставки, що послаблює процентний канал у національній валюті. Стейблкоїни в іноземній валюті фактично виконують функцію «віртуалізованого готівкового долара», використання якого значною мірою виходить за межі валютного контролю НБУ.

По-друге, швидші транскордонні перетоки та ускладнення нагляду за ними, а також зростання їх обсягів унаслідок «ефекту мережі» (коли кількість користувачів зростає експоненційно), здатні підвищувати курсову волатильність і робити валютний канал менш керованим адміністративними інструментами. У такому разі традиційні механізми валютного регулювання стикаються з додатковими викликами, пов'язаними зі швидкістю та децентралізованим характером операцій із ВА.

По-третє, потенційне витіснення банківських депозитів цифровими заміниками може зменшувати ресурсну базу банків і змінювати структуру кредитної пропозиції [19, С. 24], а отже – послаблювати кредитний канал

монетарної трансмісії. Якщо частина коштів домогосподарств і бізнесу утримується поза банківською системою у формі ВА, це може впливати на здатність банків проводити кредитування та трансформувати заощадження в інвестиції.

Зазначені ризики, зокрема для монетарного суверенітету та фінансової стабільності, регулярно відображаються у позиціях центральних банків і міжнародних фінансових інституцій. ЕСВ у спеціальному звіті про криптоактиви аналізує канали їх висхідної взаємопов'язаності з традиційним фінансовим сектором, ризики перетоку та прогалини в моніторингу, що опосередковано впливає на умови передавання монетарної політики [20]. МВФ включає оцінку макрофінансових наслідків для монетарної політики до обов'язкових елементів регуляторного реагування [23, С. 18].

Слід зауважити, що поряд з ефектом «витіснення» ВА потенційно можуть стати елементом модифікованої монетарної трансмісії за умов їх інтеграції в регульовану фінансову інфраструктуру. Ключове значення тут має розмежування між нерегульованими криптоактивами та інструментами, що набувають окремих рис платіжних інструментів у правовому полі, зокрема регульованими стейблкоїн-угодами, токенизованими депозитами або токенизованими розрахунковими платформами. У такому випадку вплив ВА на банківську систему визначатиметься не лише технологічними характеристиками, а і якістю регуляторного середовища.

Досвід формування ринку доларових стейблкоїнів у США демонструє, що приватні забезпечені ВА можуть інтегруватися у фінансову систему без підриву монетарного суверенітету. А.М. Nizam [26] показав вплив таких інструментів на агрегат М2 США, що підтверджує їх макрофінансову значущість.

На основі цього досвіду автор пропонує розглянути можливість розвитку аналогічного сегмента в Україні – регульованих гривневих стейблкоїнів, забезпечених ліквідними державними борговими інструментами (ОВДП). Така модель могла б:

- сформувати конкурентний гривневий інструмент збереження вартості у цифровому середовищі;

- зменшити стимули до використання доларових стейблкоїнів (USDT, USDC);

- утримувати частину попиту на ліквідність у межах національної валюти.

Принципова відмінність цієї моделі від е-гривні (CBDC – цифрова валюта центрального банку) полягає у збереженні приватної ініціативи: НБУ виступає регулятором і встановлює вимоги до резервного забезпечення, прозорості та AML/CFT (Anti-Money Laundering / Combating the Financing of Terrorism), але не є безпосереднім емітентом.

Реалізація такого підходу в Україні потребує:

- 1) законодавчого визначення статусу забезпечених ВА;
- 2) розробки пруденційних вимог до емітентів;
- 3) оцінки впливу на ринок ОВДП та вартість державних запозичень.

Ці питання виходять за межі цього дослідження, однак запропонована модель заслуговує на окреме дослідження як потенційний інструмент протидії віртуалізованій доларизації.

Вплив ВА доцільно розглядати насамперед як модифікацію дії класичних каналів монетарної трансмісії – процентного, кредитного, валютного, фондового та каналу очікувань. Разом з тим віртуалізація фінансів формує окреме середовище обігу ліквідності, що надає впливу ВА міжканального характеру, поєднуючи зміни у різних сегментах трансмісії.

У теоретичному аспекті це відповідає підходу, за яким фінансові інновації впливають на монетарну трансмісію не через формування нових грошей, а через зміну параметрів попиту на гроші, швидкості обігу та структури ліквідності. У такій системі ВА доцільно трактувати як фактор зсуву функції попиту на гроші, а не як автономне джерело пропозиції.

У валютному каналі ключову роль відіграють транскордонні операції з ВА, які підвищують мобільність капіталу та курсову волатильність. Це потребує адаптації традиційних інструментів валютної політики до середовища з вищою швидкістю обігу та нижчим рівнем централізованого контролю.

У межах *процентного каналу* ВА та пов'язані з ними платіжні інфраструктури знижують транзакційні витрати та пришвидшують перерозподіл ліквідності між інструментами і юрисдикціями. Це підвищує швидкість реакції фінансових цін на рішення регулятора, але одночасно може зменшувати стабільність попиту на гривню, якщо частина операцій і заощаджень переміщується у ВА, менш чутливі до внутрішніх процентних ставок. У такому середовищі процентний сигнал передається швидше, проте його сила стає менш передбачуваною через часткову міграцію ліквідності у ВА-сегмент.

Фондовий канал модифікується як через токенізацію активів, так і через зростання конкуренції між традиційними фінансовими інструментами та ВА як об'єктами інвестування. ВА можуть стати альтернативним напрямом розміщення капіталу поряд із державними цінними паперами, акціями та облігаціями. Наприклад, конкуренція між ОВДП і ВА за кошти інвесторів може впливати на структуру портфелів, чутливість попиту на державні боргові інструменти до дохідності та, відповідно, на вартість державного запозичення. Волатильність ВА здатна посилювати портфельні перебудови й ефекти добробуту, змінюючи швидкість передавання монетарних імпульсів через ринки активів.

Трансформація *фондового каналу* означає зростання ролі аналізу портфельної поведінки економічних агентів. Конкуренція між ВА, банківськими депозитами та державними цінними паперами впливає на структуру заощаджень і чутливість інвесторів до процентних сигналів. У таких умовах для монетарного аналізу зростає значення моніторингу перерозподілу заощаджень між різними класами активів, оскільки ці процеси опосередковано впливають на стабільність депозитної бази банків, попит на державні боргові інструменти та трансмісію процентної політики. Відтак, удосконалення у межах фондового каналу полягає не у прямому регулюванні ринку ВА, а у врахуванні портфельної конкуренції під час оцінки фінансових умов і прогнозування попиту на гроші.

Канал очікувань також трансформується, оскільки ринки ВА функціонують у режимі майже безперервного ціноутворення та швидко

реагують на інформаційні сигнали. Динаміка цін на такі активи може відображати настрої та очікування економічних агентів щодо інфляції, валютного курсу чи фінансової стабільності. Утім висока волатильність і чутливість до глобальних новин обмежують надійність цього індикатора. Але попри їхню волатильність, ринки ВА, можуть відображати зміни у глобальному ризик-апетиті, інфляційних і курсових очікуваннях швидше, ніж традиційні сегменти фінансового ринку. Це не означає використання динаміки ВА як прямого орієнтира для рішень, однак такі показники можуть виконувати допоміжну сигнальну функцію в системі моніторингу фінансових умов. Відповідно, удосконалення монетарної політики у цьому аспекті полягає у розширенні інформаційного набору індикаторів та розвитку підходів до триангуляції даних, коли сигнали з ринку ВА зіставляються з традиційними макрофінансовими показниками. З огляду на це зростає роль комунікаційної політики НБУ: чітке розмежування між визнанням інформаційної ролі ВА та їх невикористанням як монетарного інструменту є важливим для уникнення хибних інтерпретацій з боку ринку.

Кредитний канал зазнає впливу ВА опосередковано – через зміну депозитної бази банків та потенційну трансформацію фінансового посередництва. Перетікання заощаджень у ВА та небанківські платформи може звужувати ресурси для кредитування. При цьому за чинними правовими нормами України ВА не виконують функції кредитного інструменту і не формують автономного механізму мультиплікації грошей. Така ситуація обмежує значення кредитного каналу у взаємодії з ВА порівняно з валютним, процентним і грошовим каналами, через які реалізується основний вплив. Інтеграція токенизованих депозитів і регульованих ВА у банківську інфраструктуру може підвищувати ефективність розподілу ліквідності та застав, тобто не лише послаблювати, а й структурно змінювати кредитний канал. Утім, наразі такий сценарій залишається гіпотетичним.

Грошовий канал зазнає впливу ВА через зміну структури ліквідності в економіці. Попри формування віртуалізованої «периферії» ліквідності, частина шоків ринку ВА проходить через банківську систему й відображається у динаміці депозитів та ліквідних коштів у складі агрегату

M2, підвищуючи потребу в точнішому калібруванні операцій з регулювання ліквідності, оскільки прогнозування автономних чинників ускладнюється додатковим джерелом волатильності.

Отже, ВА не лише змінюють швидкість і масштаб дії класичних каналів монетарної трансмісії, а також формують додатковий «віртуалізований» сегмент обігу ліквідності, що функціонує як поперечний контур відносно класичних банківських каналів, у межах якого частина фінансових рішень реалізується через фінтех-платформи та інструменти на базі ВА.

Це відповідає раніше обґрунтованому [5] поняттю каналу віртуальних фінансових сервісів, який в даному розділі доцільно трактувати не як окремий автономний канал трансмісії, а саме як контур, що впливає на «провідність» класичних каналів. У цьому сенсі він характеризує більше інфраструктуру та швидкість перетоку ліквідності, ніж самостійний напрям передавання монетарних імпульсів.

З погляду удосконалення елементів монетарної політики значення цього контуру полягає не у формуванні окремого механізму трансмісії, а в тому, що він впливає на стабільність попиту на гроші, швидкість обігу та чутливість економічних агентів до процентних сигналів. Відтак необхідно розширення моніторингу небанківських сегментів платіжного ринку та врахування відповідних даних у монетарному аналізі. У цьому сенсі вплив ВА стосується не лише трансмісії, а й параметрів пропозиції грошей – стабільності агрегату M2, швидкості обігу та обсягів ліквідності, що потребують стерилізації або підтримки з боку НБУ.

На основі проведеного аналізу автором систематизовано напрямки впливу ВА на канали монетарної трансмісії (таблиця 1). У межах цього дослідження наслідки для трансмісії одночасно інтерпретуються як наслідки для керованості пропозиції грошей – через зміну прогнозованості попиту на гроші, швидкості обігу та потреби в операціях ліквідності.

Таблиця 1. Напрямки впливу ВА на канали монетарної трансмісії

Канал монетарної трансмісії	Як саме впливають ВА	Результат для трансмісії	Регуляторні відповіді/можливі напрямки адаптації політики
1	2	3	4
Процентний канал	віртуалізована доларизація (перехід заощаджень/розрахунків у стейблкоїни та інші ВА, номіновані в іноземній валюті) знижує еластичність попиту на гроші в гривні до ставки НБУ; частина рішень щодо заощаджень стає менш чутливою до внутрішніх ставок; платіжні інфраструктури ВА прискорюють перерозподіл ліквідності між інструментами і юрисдикціями.	Сигнал ставки може передаватися швидше, але стає слабшим або менш передбачуваним у гривневому сегменті.	Розвиток регульованих гривневих інструментів (зокрема забезпечених стейблкоїнів) і їх інтеграція у фінінфраструктуру.
Валютний канал	Транскордонні операції з ВА здешевлюють і прискорюють міжнародні перекази; ефект мережі здатен збільшувати масштаби потоків; нагляд ускладнюється через швидкість і децентралізований характер; ВА, номіновані/прив'язані до іноземної валюти, формують додатковий прошарок попиту на валюту та доларизаційні очікування.	Зростає курсова волатильність, валютний канал стає менш керованим адміністративно; посилюється роль валютного ринку як передавача зовнішніх шоків.	Режим контролю/управління потоками капіталу; комплаєнс і інституціоналізація провайдерів послуг (AML/CFT), регульовані правила використання ВА у транскордонних операціях.
Грошовий канал (емісія/стерилізація)	Частина потоків, пов'язаних із ВА, циркулює поза банківськими балансами (цифрова «периферія» ліквідності); частина шоків ринку ВА проходить через банківську систему й відображається у депозитах/ліквідних коштах (агрегат M2).	Зростає потреба в точнішому калібруванні ліквідності; інструменти стерилізації залишаються релевантними навіть за часткового «витоку» у цифровий сегмент.	Операційні інструменти ліквідності (коридор, тендери, інші операції регулювання ліквідності), моніторинг ВА як додаткового джерела шоків.

Таблиця 1. (продовження)

1	2	3	4
Кредитний канал	Витіснення банківських депозитів ВА заміниками зменшує ресурсну базу банків і змінює структуру кредитної пропозиції; перетікання заощаджень у ВА або на небанківські платформи може послаблювати класичне посередництво; за чинного правового режиму ВА не формують автономного кредитного механізму, а вплив здебільшого опосередкований.	Ослаблення кредитної пропозиції через звуження депозитної бази. Вплив є опосередкованим: ВА не формують автономного кредитного механізму за чинного правового режиму, тому канал поступається валютному та ліквіднісному за значущістю.	Інтеграція токенизованих депозитів у банківську інфраструктуру та регульовані ВА (за умови правової визначеності).
Фондовий канал	Конкуренція ВА з традиційними інструментами (ОВДП, акції, облигації) за капітал інвесторів змінює структуру портфелів; може змінюватися чутливість попиту на ОВДП до доходності та вплив на вартість запозичень; висока волатильність ВА посилює портфельні перебудови та ефекти добробуту; токенизація активів змінює мікроструктуру ринку.	Зміна швидкості передавання імпульсів через ринки активів і можливе посилення нестабільності через портфельні зсуви.	Правова класифікація токенів і недопущення регуляторного арбітражу; регульована токенизація у контрольованій інфраструктурі.
Канал очікувань	Ринки ВА працюють майже безперервно, швидко реагують на сигнали; ціни/обсяги можуть відображати ризик-апетит, очікування щодо інфляції та курсу; але ринки фрагментовані, схильні до маніпуляцій і дуже волатильні, тому «сигнал» важко відокремити від «шуму».	Потенційно швидше формування/зміна очікувань, але нижча надійність індикатора; можливі інформаційні шоки.	Використання ВА як індикатора лише разом із верифікацією джерел і триангуляцією з традиційними індикаторами.
Канал віртуальних фінансових сервісів	Частина монетарних імпульсів реалізується через «віртуалізовані» фінансові сервіси (фінтех-платформи, стейблкоїни, цифрові сервіси та алгоритмічні механізми розподілу ліквідності); окремий поперечний контур, що поєднує ефекти кількох каналів одночасно.	З'являється додатковий контур передавання, який може або підсилювати, або розмивати класичну трансмісію, залежно від регульованості та інтеграції.	Розмежування нерегульованих і регульованих інструментів; регуляторне середовище (прозорість, аудит, правила доступу/погашення, AML/CFT), інституціоналізація провайдерів.

Включення ВА у монетарний інструментарій НБУ можливе лише тоді, коли це не суперечить чинному законодавству, вони не послаблюють ефективність трансмісії та не створюють ризиків, що домінують, для фінансової стабільності.

На основі проведеного аналізу автором сформульовано критерії, яким мають відповідати ВА для потенційного використання в інструментарії НБУ:

1) *Сумісність з цілями НБУ, та законодавством.* НБУ не може використовувати інструменти, що прямо або опосередковано підривають довіру до національної грошової одиниці чи сприяють неконтрольованій валютній субституції. Коли інструмент на базі ВА стимулює витіснення банківських грошей або послаблює контроль над монетарними умовами, його застосування виходить за межі допустимого.

2) *Критерій керованості та передбачуваності впливу.* Інструмент монетарної політики має забезпечувати прогнозований вплив на грошовий ринок і трансмісію. Існує низка ВА, які характеризуються нестабільною ринковою мікроструктурою, залежністю від глобальних факторів і технологічними ризиками (збої протоколів, смартконтрактні вразливості). Використання таких активів у операціях центрального банку може спричинити непередбачувані ефекти та інформаційні шоки.

3) *Мінімізація контрагентського і технологічного ризику.* Класичні операції центрального банку побудовані на контрольованій інфраструктурі з чіткими правилами остаточності розрахунків, доступу та відповідальності. Інтеграція ВА можлива лише за наявності регульованих провайдерів, прозорих процедур кастодіального зберігання, кіберзахисту, механізмів забезпечення безперебійної діяльності та правових гарантій виконання зобов'язань.

4) *Допоміжна роль ВА.* ВА можуть розглядатися лише як додатковий або аналітичний елемент – зокрема для ринкового моніторингу, оцінки ліквідності, аналізу транскордонних потоків чи операцій у визначених фінансових проєктах. Їх використання не повинно змінювати базову

архітектуру монетарної політики, у центрі якої залишаються процентний механізм, операції з банківською ліквідністю та регулювання грошового ринку. Інакше зростає ризик фрагментації грошового ринку та появи паралельних контурів ціноутворення ліквідності.

5) *Критерій меж, комунікаційної політики.* У сучасній монетарній політиці комунікація є інструментом, що формує очікування[22; 30]. Будь-які дії НБУ з ВА можуть бути інтерпретовані як «сигнал легітимації» певного класу приватних інструментів. Якщо така інтерпретація підсилює спекулятивні цикли, це послаблює довіру до політики та може погіршувати фінансову стабільність. Тому межа допустимості має визначатись не лише технічною можливістю, а й очікуваними поведінковими ефектами.

Зазначимо, що ВА для НБУ є важливим об'єктом реагування через їх здатність впливати на ліквідність, очікування та трансмісію. Однак їх інструментальне використання можливе лише в чітко окреслених межах: переважно як регульовані, прозоро забезпечені та юридично визначені форми цифрових зобов'язань або токенизованих традиційних активів, що не суперечать базовим принципам резервування і монетарної керованості. Для більшості волатильних ВА межа включення в інструментарій НБУ залишається вузькою, а пріоритетом є розвиток системи моніторингу, регулювання ризиків і інституційних механізмів, які забезпечують стабільність грошово-фінансової системи в умовах існування ВА.

У таких умовах емісійний механізм варто розглядати як безперервний процес управління сукупною ліквідністю, що поєднує інструменти розширення грошової пропозиції та її стерилізації. Поширення ВА ускладнює цей процес, оскільки змінює стабільність попиту на гроші, швидкість їх обігу та силу окремих каналів монетарної трансмісії. Тому адаптація операційного дизайну монетарної політики стосується насамперед уточнення ролі безготівкової емісії, гнучкішого управління ліквідністю та перегляду оцінок дієвості трансмісійних каналів у ВА-модифікованому фінансовому середовищі.

У традиційній моделі грошової системи ключова особливість безготівкової емісії полягає в її ендогенності. Обсяг депозитних коштів формується переважно через кредитну діяльність банків і залежить від попиту на кредити, ризикових оцінок, регуляторних вимог та вартості фондування. НБУ впливає на цей процес опосередковано, задаючи «ціну» ліквідності (процентний коридор і ключову ставку), умови рефінансування та параметри резервування. Панельний аналіз Р. Śliwiński [28] засвідчив, що зростання внутрішнього кредиту та грошової пропозиції статистично значуще пов'язане з динамікою реального і фінансового секторів та глобальною ліквідністю.

Поширення ВА змінює контекст цієї ендогенності, адже економічні агенти отримують додаткові інструменти перерозподілу заощаджень і проведення платежів, які можуть конкурувати з депозитними формами грошей чи зменшувати їх монетарну «ексклюзивність». Тобто ВА впливають на ендогенність грошової пропозиції через зміну поведінкових параметрів економічних агентів.

По-перше, змінюється структура попиту на ліквідність. Частина домогосподарств і бізнесу може тримати заощадження у формі ВА, сприймаючи їх як близькі замітники депозитів (про це йдеться в роботі С. Андрійчука та В. Кузьмінського[1]), що послаблює стабільність депозитної бази та підсилює ризик швидких «перетоків» між банківськими та позабанківськими сегментами.

По-друге, змінюється швидкість обігу ліквідності: ВА-інструменти прискорюють конверсію між формами збереження вартості й платіжними засобами, а це підвищує ймовірність того, що одна і та сама номінальна грошова маса забезпечуватиме більший обсяг транзакцій або, навпаки, що частина транзакцій оминатиме банківський контур.

По-третє, змінюється трансмісійна чутливість: якщо частина фінансових рішень (заощадження, перекази, хеджування) зміщується у середовище, де процентна ставка НБУ не є визначальним орієнтиром, тоді

класичний механізм «ставка-попит на кредити – депозитна емісія» слабшає або стає менш передбачуваним.

Відтак, в умовах віртуалізації фінансів доцільною є така архітектура передачі монетарних імпульсів, де «операційне ядро» забезпечує працездатність процентного каналу, інструменти ліквідності підтримують кредитний канал без викривлення його структури, валютний канал використовується як потенційний підсилювач, а канал очікувань інтегрує всі елементи через прозору та послідовну політику. В такій логіці адаптація механізмів емісії та стерилізації ліквідності перетворюється на багаторівневу систему: від техніки операцій на грошовому ринку до інституційної спроможності забезпечувати домінування національних грошей у віртуалізованому фінансовому середовищі.

С.О. Кораблін зазначає [8], що вплив монетарної політики є багатовимірним і не зводиться до інфляції. Ці міркування набувають додаткової актуальності в контексті поширення ВА: віртуалізація фінансів створює додаткові чинники, які можуть впливати на стабільність попиту на гроші. Поширення ВА може ускладнювати реалізацію інфляційного таргетування, оскільки частина фінансових потоків переміщується у сегменти, менш чутливі до інструментів НБУ. У такій ситуації традиційні важелі грошово-кредитної політики впливають на відносно меншу частку фінансових потоків, ніж у повністю банкоцентричній системі.

З огляду на це, адаптація монетарного режиму має полягати не лише у пом'якшенні цільових орієнтирів, а й у розширенні периметра моніторингу та регулювання шляхом інтеграції ВА-інструментів у систему каналів трансмісії. Такий підхід дозволить нівелювати ризики віртуалізованої доларизації та відновити керованість грошовими агрегатами, що є критичним для повоєнного відновлення економіки.

Законодавчо закріплена модель обігу ВА передбачає їх інтеграцію у фінансову систему без підриву монетарного суверенітету держави та без конкуренції з національною грошовою одиницею. Тому ВА розглядаються не

як альтернатива грошам у класичному розумінні, а як специфічний фінансовий інструмент, економічні функції якого обмежуються збереженням вартості, інвестуванням, обміном та використанням у цифрових сервісах. Такий підхід відповідає загальній логіці сучасних монетарних режимів, у яких виключне право на емісію законних платіжних засобів зберігається за НБУ.

Вірогідність реалізації саме цього сценарію обґрунтовується аналізом чинної правової бази та офіційної позиції НБУ. Два взаємопов'язані чинники підтверджують цей висновок:

1. держава зберігає жорсткий контроль над грошовою пропозицією та каналами монетарної трансмісії, що унеможливорює легалізацію ВА як повноцінного платіжного засобу без істотних змін у конституційно-правових засадах грошово-кредитної системи.

2. чинне законодавство формує чітку модель регуляторного розмежування, за якої операції з ВА підлягають нагляду з боку уповноважених органів, тоді як монетарна політика залишається автономною сферою відповідальності НБУ.

У межах такого сценарію ВА поступово інтегруються у фінансову інфраструктуру через діяльність постачальників послуг, пов'язаних з обігом ВА, використання кастодіальних сервісів, біржових платформ та платіжних шлюзів. Утім їх економічний вплив на монетарне середовище матиме опосередкований характер і проявлятиметься передусім через фондовий канал. Так, інвестиційна активність на ринку ВА зможе впливати на розподіл заощаджень між традиційними та альтернативними фінансовими інструментами, змінюючи структуру портфелів домогосподарств і бізнесу, але не формуючи автономної грошової маси.

Важливою рисою цього сценарію є збереження асиметрії між регуляторним статусом ВА та класичних фінансових інструментів. На відміну від банківських депозитів або безготівкових грошей, ВА не включаються до монетарних агрегатів і не є об'єктом прямого впливу інструментів грошово-

кредитної політики. Звідси необхідність урахування їх динаміки на аналітичному рівні, без формального включення до операційного механізму монетарної політики.

Також цей сценарій дозволяє поєднати поступову легалізацію та регуляцію ринку ВА зі збереженням ефективності монетарної політики, цінової стабільності та виключного статусу національної валюти як єдиного законного платіжного засобу. У цьому сценарії ВА постають не як загроза монетарному режиму, а як новий фактор фінансового середовища, який потребує адаптації інструментів аналізу та нагляду з боку НБУ.

Попередній комплексний емпіричний аналіз на основі VAR, BVAR та TVP-VAR моделей[4] засвідчив, що вплив ВА на монетарне середовище України є статистично значущим, проте диференційованим за каналами. Найінтенсивніші ефекти зафіксовано у валютному сегменті: функції імпульсного відгуку демонструють реакцію офіційного курсу гривні до долара США та обсягів валютних операцій на шоки ринку біткоїна. Вплив на агрегат M2 залишається слабким і нестійким, що підтверджує опосередкований характер зв'язку між ВА та грошовою пропозицією. І хоча ця реакція за масштабами поступається впливу традиційних макрофінансових чинників, вона є релевантною з огляду на зростання глобальної інтегрованості ринків ВА. Це обґрунтовує доцільність розгляду ВА не лише як фінансового феномену, а і як чинника, що опосередковано взаємодіє з монетарними змінними.

За цих умов взаємодія ВА з процентними інструментами монетарної політики реалізується через механізм відносної дохідності та перерозподілу ліквідності. Зміни ключової процентної ставки впливають на рішення економічних агентів щодо структури заощаджень, що, своєю чергою, може посилювати або послаблювати реакцію внутрішнього фінансового ринку на глобальні шоки ринку ВА. Емпірично зафіксований зв'язок із грошовим агрегатом M2 свідчить про те, що частина таких шоків трансформується у

зміну грошових залишків через банківську систему, а не обмежується виключно перетоком коштів у позабанківський сегмент.

Особливе значення має взаємодія з валютними інструментами монетарної політики. Виявлена реакція валютного ринку України на шоки глобального ринку ВА свідчить про існування каналу передавання, який може бути інтерпретований як поєднання фінансового та очікувального ефектів. У цьому випадку операції з ВА, номінованими переважно в іноземній валюті або прив'язаними до неї, є додатковим фактором попиту на валюту, що знаходить відображення у короткострокових коливаннях валютного курсу та потребує урахування при проведенні валютних інтервенцій.

Проте характер впливу на агрегат M2, виявлений у попередньому аналізі [4], не свідчить про формування автономного грошового каналу, пов'язаного з ВА. Натомість йдеться про опосередкований ефект, за якого глобальні шоки ринку ВА через валютний та фінансовий канали впливають на поведінку економічних агентів, змінюючи обсяги банківських депозитів і ліквідних коштів у національній валюті та іноземній валюті в складі M2. Отже, ВА не замінюють традиційні монетарні інструменти, але стають фактором, який модифікує ефективність їх дії.

З огляду на це доцільною є така логіка реагування Національного Банку, яка направлена не на пряме втручання у ринок ВА, а на коригування монетарного аналізу та прогнозування з урахуванням додаткового джерела зовнішніх шоків. Емпірично підтверджений, хоча й слабкий, вплив на валютний ринок і грошову масу обґрунтовує необхідність включення показників ринку ВА до системи індикаторів моніторингу монетарних умов.

І хоча ВА в сучасному монетарному середовищі України не можуть розглядатися як самостійний монетарний інструмент або повноцінний резервний актив, проте вони вже взаємодіють з традиційними інструментами принаймні через валютний канал. Це обґрунтовує логіку їх урахування в процесі формування та реалізації монетарної політики як додаткового, але системно значущого чинника впливу. Значення якого для монетарної

політики полягає насамперед у впливі на стабільність попиту на гроші, валютну структуру ліквідності та прогнозованість грошових агрегатів.

З цього випливає, що в умовах поширення ВА ключовим завданням монетарної політики є не заміна традиційних каналів трансмісії, а їх адаптація до нової структури фінансових потоків. Йдеться передусім про збереження керованості пропозиції грошей у середовищі, де частина ліквідності циркулює у віртуалізованих сегментах фінансової системи. Отримані раніше емпіричні результати, які засвідчують наявність хоча й обмеженого, але статистично фіксованого впливу глобальних шоків ринку ВА на валютний ринок України та агрегат M2, дозволяють ідентифікувати канали монетарної трансмісії, які мають першочергове значення для випуску грошей, стерилізації ліквідності та передавання монетарних імпульсів в економіку:

По-перше, валютний канал трансмісії, роль якого посилюється. ВА, переважно номіновані в іноземній валюті або прив'язані до неї, формують додатковий прошарок попиту на валюту та стають каналом передачі зовнішніх фінансових шоків. Саме через валютний ринок ці шоки трансформуються у коливання обмінного курсу, які далі впливають на інфляційні очікування, цінову динаміку та грошову пропозицію. Зважаючи на це валютні інтервенції та операції з управління міжнародними резервами залишаються ключовим інструментом як для стерилізації надлишкової ліквідності, так і для пом'якшення імпульсів, що надходять з глобального ринку ВА.

По-друге, грошовий канал набуває особливого значення у контексті емісії та стерилізації. Емпірично зафіксований вплив шоків ринку ВА на агрегат M2 свідчить про те, що частина фінансових потоків, пов'язаних із ВА, проходить через банківську систему, змінюючи обсяги депозитів і ліквідних коштів. Це означає, що інструменти регулювання ліквідності (деPOSITні сертифікати, тендери, операції з підтримання або вилучення ліквідності) залишаються ефективними для стерилізації, навіть за умов часткового витоку коштів у позабанківський сегмент.

Процентний канал зберігає базове значення для передачі монетарних імпульсів, однак потребує підкріплення валютним та грошовим каналами через зниження еластичності реакції на зміну ставки. Фондовий канал і канал очікувань виконують роль модифікаторів попиту на гроші (див. таблицю 1).

На відміну від вищеназваних каналів, кредитний канал у взаємодії з ВА має другорядне значення. За чинного правового режиму ВА не виконують функцію повноцінного кредитного інструменту в національній економіці, а отже не формують автономного механізму мультиплікації грошей. Їхній вплив на кредитування реалізується опосередковано – через зміну фінансових умов, очікувань і структури заощаджень.

Тому автор пропонує розглядати канали монетарної трансмісії в умовах поширення ВА як ієрархічну систему, де основу керованості грошової пропозиції формують валютний, процентний і грошовий канали, тоді як фондочий канал і канал очікувань виконують роль модифікаторів поведінкових та портфельних параметрів попиту на гроші. Валютний канал функціонує як ключовий провідник зовнішніх шоків, процентний – основний механізм впливу на економічну активність і фінансові рішення, а канал ліквідності – операційна основа емісії та стерилізації. При цьому фондочий канал відображає перерозподіл заощаджень між традиційними фінансовими інструментами та ВА, впливаючи на структуру портфелів і чутливість попиту на гривневі активи до дохідності. Канал очікувань інтегрує інформаційні сигнали з різних сегментів фінансового ринку, у тому числі ринку ВА, впливаючи на інфляційні, курсові та ризикові очікування економічних агентів.

У межах такої конфігурації НБУ зберігає спроможність передавати монетарні імпульси без формального включення ВА до грошових агрегатів, але з урахуванням їхнього впливу на стабільність і структуру попиту на гроші. Поширення ВА не змінює базових принципів монетарної політики, однак ускладнює середовище її реалізації та підвищує роль аналітичного забезпечення. Пріоритетного значення набувають точніше вимірювання

ліквідності, урахування позабанківських форм збереження вартості та своєчасна ідентифікація змін у валютній і портфельній структурі попиту на гроші. Відповідно, адаптація монетарної політики стосується насамперед розвитку інструментів аналізу й моніторингу, тоді як стратегічні цілі та базовий інструментарій залишаються незмінними. У такій рамці ВА доцільно трактувати як фактор модифікації монетарного середовища, вплив якого є контекстно залежним і посилюється в періоди макрофінансової нестабільності, валютних обмежень або зниження довіри до фінансових посередників. Наукова новизна такого підходу полягає у розгляді ВА не як «паралельних грошей», а як модифікатора стабільності попиту на гроші та параметрів ендогенної емісії.

Слід визнати певні обмеження проведеного аналізу. По-перше, оцінка впливу ВА на канали монетарної трансмісії базується переважно на якісному аналізі, оскільки кількісні дані щодо обсягів операцій з ВА в Україні залишаються фрагментарними. По-друге, швидка еволюція технологій та регуляторного середовища може змінювати релевантність окремих висновків. По-третє, запропоновані критерії включення ВА в інструментарій НБУ потребують подальшої верифікації в умовах стабілізації економічної ситуації.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі.

Проведене дослідження засвідчило, що поширення ВА не створює підстав для перегляду законодавчо закріплених цілей монетарної політики НБУ, однак суттєво модифікує середовище її реалізації. ВА запропоновано трактувати не як «паралельні гроші», а як фактор, що модифікує стабільність попиту на гроші та параметри ендогенної безготівкової емісії через поведінкові зсуви, швидкість обігу та структуру ліквідності.

Обґрунтовано поняття каналу віртуальних фінансових сервісів як поперечного інфраструктурного контуру, який змінює провідність класичних каналів монетарної трансмісії. На відміну від традиційних каналів, він не є автономним механізмом передачі монетарних імпульсів, а впливає на

швидкість перетоків ліквідності та чутливість економічних агентів до процентного сигналу.

Запропоновано ієрархічну модель каналів монетарної трансмісії у ВА-модифікованому середовищі (таблиця 1): валютний, процентний і грошовий канали формують операційне ядро; фондовий канал і канал очікувань виступають модифікаторами; кредитний канал визначено як другорядний за чинного правового режиму.

Ідентифіковано чотири базові сценарії економічного обігу ВА в Україні: інвестиційно-майновий обіг, інституціоналізація провайдерів, токенизація та транскордонні перекази. Сценарний підхід адаптовано до аналізу монетарних імплікацій, і обґрунтовано, що саме транскордонний сценарій є найбільш монетарно значущим, оскільки безпосередньо підсилює валютний канал, мобільність капіталу та впливає на ефективність валютних інтервенцій.

Сформульовано набір критеріїв допустимості потенційного використання ВА в інструментарії НБУ: правова сумісність із мандатом, керованість і передбачуваність впливу, мінімізація технологічних і контрагентських ризиків, допоміжність ролі ВА та урахування комунікаційних ефектів. Простір для інструментального використання волатильних ВА є вузьким, а пріоритетом стає моніторинг і регуляторна інтеграція прозорих форм цифрових зобов'язань.

На основі аналізу досвіду формування ринку доларових стейблкоїнів у США запропоновано концепт регульованого гривневого стейблкоїна, забезпеченого ліквідними ОВДП. Така модель може слугувати інструментом протидії віртуалізованій доларизації без переходу до моделі CBDC, за збереження ролі НБУ як регулятора, а не емітента.

Наукова новизна отриманих результатів полягає у трактуванні ВА як фактору модифікації параметрів ендогенної грошової пропозиції, в обґрунтуванні каналу віртуальних фінансових сервісів як поперечного контуру трансмісії, а також у формулюванні ієрархічної моделі каналів та критеріїв допустимості ВА в інструментарії центрального банку.

Практичне значення результатів полягає в обґрунтуванні напрямків адаптації операційного дизайну монетарної політики: розширення моніторингу небанківських сегментів платіжного ринку, уточнення прогнозів ліквідності, врахування ВА як джерела зовнішніх шоків при калібруванні валютних інтервенцій, посилення комунікаційної політики для уникнення хибних ринкових інтерпретацій.

Обмеження дослідження пов'язані з фрагментарністю кількісних даних щодо ВА-операцій в Україні, високою динамікою технологічних і регуляторних змін та потребою подальшої верифікації запропонованих критеріїв після стабілізації макроекономічних умов.

Перспективи подальших досліджень включають кількісну оцінку впливу ВА на окремі канали трансмісії в умовах повоєнного відновлення, аналіз регуляторних ризиків гривневих стейблкоїнів, а також розробку методології включення ВА-індикаторів до системи моніторингу фінансової стабільності.

Література

1. Андрійчук С., Кузьмінський В. Макроекономічні аспекти впливу криптовалют на грошовий ринок. Вчені записки Університету «КРОК». 2025. № 1(77). С. 117–128 DOI:10.31732/2663-2209-2025-77-117-128.

2. Виступ Голови Національного банку Андрія Пишного під час воркшопу про монетарну політику в країнах з ринками, що розвиваються: Національний Банк України, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-andriya-pishnogo-pid-chas-vorkshopu-pro-monetarnu-politiku-v-krayinah-z-rinkami-scho-rozvivayutsya>. (дата звернення: 05.01.2026).

3. Дмитро Кошовий Ми точно не розглядаємо маленькі банки як проблему – голова Нацбанку України: 2024. URL: <https://interfax.com.ua/news/interview/1020860.html>. (дата звернення: 08.01.2026).

4. Защипас С. М. Методи аналізу впливу віртуальних активів на агрегати грошової маси. Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. 2025. Т. 3(62). С. 18–35 DOI:10.26642/rbo-2025-3(62)-18-35.

5. Защипас С. М. Трансформація монетарного трансмісійного механізму в умовах функціонування ринку віртуальних активів. Економіка, управління та адміністрування. 2025. Т. 4(114). С. 148–163 DOI:10.26642/ema-2025-4(114)-148-163.

6. Інструменти монетарної політики // Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools> (дата звернення: 05.01.2026).

7. Кількість та сума безготівкових розрахунків платіжними картками у першому півріччі 2025 року зросли: Новина Національного банку України від 20.08.2025. 2025. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kilkist-ta-suma-bezgotivkovih-rozrahunkiv-platijnimi-kartkami-u-pershomu-pivrichchi-2025-roku-zrosli>. (дата звернення: 12.02.2026).

8. Кораблін С. О. Інфляційне таргетування в Україні: окремі аспекти, результати та висновки. Фінанси України. 2023. № 7. С. 37–55 DOI:10.33763/finukr2023.07.037.

9. Положення про визнання належності послуги чи операції до фінансової / обмеженої платіжної послуги та виявлення здійснення безліцензійної діяльності на ринку небанківських фінансових послуг і платіжному ринку : Постанова Правління НБУ від 04.09.2024 № 105. // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0105500-24>. (дата звернення: 13.01.2026).

10. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи : Постанова Правління Національного банку України від 17.09.2015 № 615 (редакція від 28.12.2024). // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>. (дата звернення: 08.02.2026).

11. Положення про процентну політику Національного банку України : Постанова Правління Національного банку України від 21.04.2016 № 277 (редакція від 26.10.2023). // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16>. (дата звернення: 08.02.2026).

12. Про валюту і валютні операції : Закон України від 21.06.2018 № 2473-VIII, редакція від 01.01.2026. // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>. (дата звернення: 10.02.2026).

13. Про віртуальні активи : Закон України від 17.02.2022 № 2074-IX. // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/go/2074-20>. (дата звернення: 12.02.2025).

14. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення : Закон України від 06.12.2019 №361-IX. // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20>. (дата звернення: 16.03.2025).

15. Про монетарну політику: Національний банк України, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>. (дата звернення: 08.02.2026).

16. Про Національний Банк України : Закон України від 20.05.1999 №679-XIV. // База даних «Законодавство України» / ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>. (дата звернення: 27.11.2025).

17. Про «Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу» : Рішення Ради Національного банку України від 11 вересня 2024 року № 16-рд. // Офіційний вебсайт Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd. (дата звернення: 15.08.2025).

18. Спільна заява фінансових регуляторів щодо статусу криптовалют в Україні // Національний банк України. URL:

<https://bank.gov.ua/ua/news/all/spilna-zayava-finansovih-regulyatoriv-schodo-statusu-kriptovalyut-v-ukrayini> (дата звернення: 05.01.2026).

19. Adrian T., Bains P., Bechara M., et al. Understanding stablecoins: International Monetary Fund, 2025. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/dp/2025/english/usea.pdf>. (дата звернення: 09.03.2026).

20. Aerts S., Born A., Gati Z., et al. Just another crypto boom? Mind the blind spots. *Financial Stability Review*. European Central Bank. 2025. P. 86–97.

21. Ahmed M. Y., Sarkodie S. A., Leirvik T. Mutual coupling between stock market and cryptocurrencies. *Heliyon*. 2023. Vol. 9, Issue 5. P. e16179 DOI:10.1016/j.heliyon.2023.e16179.

22. Cumming D., Fuchs J., Momtaz P. P. Market Reactions to Cryptocurrency Regulation: Risk, Return and the Role of Enforcement Quality. *British Journal of Management*. 2025. Vol. 36, Issue 4. P. 1709–1745 DOI:10.1111/1467-8551.70002.

23. Elements of effective policies for crypto assets: IMF Policy Paper No. 2023/004. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2023. ISBN 979-8-4002-3439-2. DOI:<https://doi.org/10.5089/9798400234392.007>.

24. Farag H., Luo D., Yarovaya L., et al. Returns from liquidity provision in cryptocurrency markets. *Journal of Banking & Finance*. 2025. Vol. 175. P. 107411 DOI:10.1016/j.jbankfin.2025.107411.

25. Karau S. Monetary policy and bitcoin: Discussion Paper 41/2021. Frankfurt am Main : Deutsche Bundesbank, 2021. ISBN 978-3-95729-849-2. URL: <https://hdl.handle.net/10419/247679>. (дата звернення: 14.12.2025).

26. Nizam A. M. How the fiat-backed stablecoins are manipulating US money supply. 2023, SSRN Electronic Journal. 2023 DOI:10.2139/ssrn.4510449.

27. Patra S., Gupta N. Unravelling the volume-volatility nexus in cryptos under structural breaks using fat-tailed distributions: mixture of distribution hypothesis and implications for market efficiency. *The European Journal of Finance*. 2025. P. 1–20 DOI:10.1080/1351847X.2025.2453732.

28. Śliwiński P. Endogenous money supply, global liquidity and financial transactions: Panel evidence from OECD countries. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*. 2023. Vol. 18, Issue 1. P. 121–152 DOI:10.24136/eq.2023.004.

29. Wicksell K. Geldzins und güterpreise: Eine untersuchung über die den tauschwert des geldes bestimmenden ursachen. Jena : Gustav Fischer, 1898.

30. Woodford M. Central bank communication and policy effectiveness: NBER Working Paper No. 11898. National Bureau of Economic Research, 2005. URL: <https://www.nber.org/papers/w11898>. (дата звернення: 11.02.2026).

References

1. Andriichuk, S. and Kuzminskyi, V. (2025), “Macroeconomic aspects of the impact of cryptocurrencies on the money market”, *Vcheni zapysky Universytetu “KROK”*, vol. 1(77), pp. 117–128. DOI:10.31732/2663-2209-2025-77-117-128.

2. National Bank of Ukraine (2024), “Speech by the Chairman of the National Bank Andriy Pyshnyi during the workshop on monetary policy in countries with developing markets”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-andriya-pishnogo-pid-chas-vorkshopu-pro-monetarnu-politiku-v-krayinah-z-rinkami-scho-rozvivayutsya> (Accessed 05 Jan 2026).

3. Koshovyi, D. (2024), “We definitely do not consider small banks as a problem – the head of the National Bank of Ukraine”, *Interfax-Ukraine*, available at: <https://interfax.com.ua/news/interview/1020860.html> (Accessed 08 Jan 2026).

4. Zashchypas, S.M. (2025), “Methods of analysis of the impact of virtual assets on money supply aggregates”, *Problemy teorii ta metodolohii bukhhalterskoho obliku, kontroliu i analizu*, vol. 3(62), pp. 18–35. DOI:10.26642/pbo-2025-3(62)-18-35.

5. Zashchypas, S.M. (2025), “Transformation of the monetary transmission mechanism in the conditions of the virtual assets market functioning”, *Ekonomika*,

upravlinnia ta administruvannia, vol. 4(114), pp. 148–163. DOI:10.26642/ema-2025-4(114)-148-163.

6. National Bank of Ukraine (2024), “Monetary policy instruments”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools> (Accessed 05 Jan 2026).

7. National Bank of Ukraine (2025), “The number and amount of non-cash payments by payment cards in the first half of 2025 increased”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kilkist-ta-suma-bezgotivkovih-rozrahunkiv-platijnimi-kartkami-u-pershomu-pivrichchi-2025-roku-zrosli> (Accessed 12 Feb 2026).

8. Korablin, S.O. (2023), “Inflation targeting in Ukraine: selected aspects, results and conclusions”, *Finansy Ukrainy*, vol. 7, pp. 37–55. DOI:10.33763/finukr2023.07.037.

9. National Bank of Ukraine (2024), Resolution of the NBU Board “On the recognition of the belonging of a service or operation to a financial / limited payment service and detection of unlicensed activity in the market of non-bank financial services and the payment market”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0105500-24> (Accessed 13 Jan 2026).

10. National Bank of Ukraine (2015), Resolution of the NBU Board “On the use by the National Bank of Ukraine of standard instruments for regulating the liquidity of the banking system”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15> (Accessed 08 Feb 2026).

11. National Bank of Ukraine (2016), Resolution of the NBU Board “On the interest rate policy of the National Bank of Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16> (Accessed 08 Feb 2026).

12. The Verkhovna Rada of Ukraine (2018), The Law of Ukraine “On currency and currency operations”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19> (Accessed 10 Feb 2026).

13. The Verkhovna Rada of Ukraine (2022), The Law of Ukraine “On virtual assets”, available at: <http://zakon.rada.gov.ua/go/2074-20> (Accessed 12 Feb 2025).

14. The Verkhovna Rada of Ukraine (2019), The Law of Ukraine “On prevention and counteraction to legalization (laundering) of proceeds from crime, financing of terrorism and financing of proliferation of weapons of mass destruction”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20> (Accessed 16 Mar 2025).

15. National Bank of Ukraine (2024), “About monetary policy”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (Accessed 08 Feb 2026).

16. The Verkhovna Rada of Ukraine (1999), The Law of Ukraine “On the National Bank of Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> (Accessed 27 Nov 2025).

17. National Bank of Ukraine (2024), Decision of the Council of the National Bank of Ukraine “On the Main Principles of Monetary Policy for the Medium Term”, available at: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd (Accessed 15 Aug 2025).

18. National Bank of Ukraine (2024), “Joint statement of financial regulators on the status of cryptocurrencies in Ukraine”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/spilna-zayava-finansovih-regulyatoriv-schodo-statusu-kriptovalyut-v-ukrayini> (Accessed 05 Jan 2026).

19. Adrian, T., Bains, P., Bechara, M. et al. (2025), “Understanding stablecoins”, International Monetary Fund, available at: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/dp/2025/english/usea.pdf> (Accessed 09 Mar 2026).

20. Aerts, S., Born, A., Gati, Z. et al. (2025), “Just another crypto boom? Mind the blind spots”, Financial Stability Review, European Central Bank, pp. 86–97.

21. Ahmed, M.Y., Sarkodie, S.A. and Leirvik, T. (2023), “Mutual coupling between stock market and cryptocurrencies”, *Heliyon*, vol. 9, issue 5, p. e16179. DOI:10.1016/j.heliyon.2023.e16179.

22. Cumming, D., Fuchs, J. and Momtaz, P.P. (2025), “Market Reactions to Cryptocurrency Regulation: Risk, Return and the Role of Enforcement Quality”, *British Journal of Management*, vol. 36, issue 4, pp. 1709–1745. DOI:10.1111/1467-8551.70002.

23. International Monetary Fund (2023), Elements of effective policies for crypto assets, IMF Policy Paper No. 2023/004, Washington, D.C., USA. DOI:10.5089/9798400234392.007.

24. Farag, H., Luo, D., Yarovaya, L. et al. (2025), “Returns from liquidity provision in cryptocurrency markets”, Journal of Banking & Finance, vol. 175, p. 107411. DOI:10.1016/j.jbankfin.2025.107411.

25. Karau, S. (2021), “Monetary policy and bitcoin”, Discussion Paper 41/2021, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, Germany, available at: <https://hdl.handle.net/10419/247679> (Accessed 14 Dec 2025).

26. Nizam, A.M. (2023), “How the fiat-backed stablecoins are manipulating US money supply”, SSRN Electronic Journal. DOI:10.2139/ssrn.4510449.

27. Patra, S. and Gupta, N. (2025), “Unravelling the volume-volatility nexus in cryptos under structural breaks using fat-tailed distributions: mixture of distribution hypothesis and implications for market efficiency”, The European Journal of Finance, pp. 1–20. DOI:10.1080/1351847X.2025.2453732.

28. Śliwiński, P. (2023), “Endogenous money supply, global liquidity and financial transactions: Panel evidence from OECD countries”, Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, vol. 18, issue 1, pp. 121–152. DOI:10.24136/eq.2023.004.

29. Wicksell, K. (1898), Geldzins und güterpreise: Eine untersuchung über die den tauschwert des geldes bestimmenden ursachen, Gustav Fischer, Jena, Germany.

30. Woodford, M. (2005), “Central bank communication and policy effectiveness”, NBER Working Paper No. 11898, National Bureau of Economic Research, available at: <https://www.nber.org/papers/w11898> (Accessed 11 Feb 2026).

Отримано редакцією журналу / Received: 12.03.26

Прорецензовано / Revised: 17.03.26

Схвалено до друку / Accepted: 20.03.26