

Трансформація монетарного трансмісійного механізму в умовах функціонування ринку віртуальних активів

Еволюція монетарного трансмісійного механізму (МТМ) в умовах цифровізації фінансового сектору та поширення віртуальних активів потребує системного й міждисциплінарного підходу, оскільки дедалі більша частина ліквідності та платіжних потоків формується поза традиційною банківською системою. У статті досліджено еволюцію МТМ та особливості його функціонування в Україні у 2014–2024 рр. на основі відкритих даних НБУ. Показано, що МТМ має багатоканальну та двофазну структуру, у межах якої формування грошової пропозиції здійснюється через валютний, процентний, кредитний, фондовий і грошовий канали, а передавання монетарних імпульсів на реальний сектор відбувається через зміну цін активів, доступності кредиту та інфляційних очікувань. Емпіричний аналіз каналів безготівкової емісії й стерилізації засвідчив переважно стерилізаційний характер монетарної політики НБУ та специфічну ієрархію каналів МТМ в умовах криз і повномасштабної війни. Особливу увагу приділено впливу віртуальних активів на середовище функціонування МТМ та формування сегмента позабанківської ліквідності, що прискорює передавання монетарних імпульсів, але знижує прозорість грошового обороту й керованість класичних каналів, зокрема валютного, процентного й кредитного. Запропоновано виокремити канал віртуальних фінансових сервісів (virtual financial services channel) як нову ланку МТМ, що відображає вплив монетарних рішень на поведінку користувачів цифрових платіжних та ВА-інструментів. Обґрунтовано, що інтеграція цього каналу до аналітичної моделі МТМ, розширення системи монетарних індикаторів та активне застосування кількісного моделювання є необхідними умовами підвищення ефективності грошово-кредитної політики України в умовах «віртуалізації» економіки.

Ключові слова: монетарний трансмісійний механізм; інфляційне таргетування; процентний канал; кредитний канал; валютний канал; фінтех; віртуальні активи; цифрова ліквідність; монетарна політика.

Актуальність теми. Стрімка цифровізація фінансового сектору, поширення фінтех-платформ та зростання ролі віртуальних активів суттєво змінюють середовище функціонування монетарної політики. Частина ліквідності та платіжних потоків формується поза межами традиційної банківської системи, що знижує прозорість грошового обороту та ускладнює дію класичних каналів монетарної трансмісії. Для України ці процеси мають особливе значення через високу доларизацію, банкоцентричність фінансової системи та воєнні макрофінансові виклики. У таких умовах виникає потреба у поглибленому теоретичному та емпіричному аналізі того, як цифровізація впливає на працездатність процентного, кредитного, валютного та інших каналів МТМ, а також у формуванні нових концептуальних підходів до оцінки монетарних умов.

Аналіз основних досліджень і публікацій та законів. У статті узагальнено широкий спектр наукових джерел, що відображають еволюцію поглядів на монетарний трансмісійний механізм: від класичних моделей (John Maynard Keynes, John Richard Hicks, James Tobin, M.Friedman) до концепцій фінансових тертів, асиметрії інформації та кредитного каналу (G.A. Akerlof; B.S. Bernanke, M.Gertler; F.S. Mishkin). Проаналізовано результати емпіричних досліджень, виконаних центральними банками провідних економік (ЄЦБ, ФРС), включно з роботами Andreas Beyer та співавторів щодо структури каналів МТМ, дослідженнями Ca' Zorzi, Michele про асиметрію міжнародної монетарної передачі та працею Lavinia Franco щодо каналу фінтех-кредитування. Значну увагу приділено українським дослідженням НБУ (O.Zholud, V.Lepushynskiy, S.Nikolaychuk), а також працям вітчизняних науковців щодо специфіки функціонування МТМ у трансформаційній економіці та в умовах війни (С.М. Аржевітін, О.О. Примостка, Н.М. Давиденко, О.Кузан, С.В. Глушенко). На цій основі окреслено структурні деформації МТМ в Україні та вплив цифрової трансформації на його канали.

Мета статті – теоретичне та емпіричне обґрунтування трансформації монетарного трансмісійного механізму в умовах віртуалізації економіки та зростання ролі фінтех-інструментів і віртуальних активів. У межах цієї мети визначено особливості функціонування валютного, процентного, кредитного та фондового каналів МТМ в Україні у 2014–2024 рр., проаналізовано їхню чутливість до цифрових фінансових інновацій і воєнних шоків, а також запропоновано концепцію нового каналу – каналу віртуальних фінансових сервісів, що відображає зміну поведінки економічних агентів у цифровому середовищі.

Викладення основного матеріалу. Витоки концепції MTM беруть початок у класичній та неокласичній економічній думці. У XIX ст. Knut Wicksell одним із перших теоретично описав [33, с. 68] процентний канал передавання монетарних імпульсів. Однак системне теоретичне оформлення механізму відбулося в межах кейнсіанської школи. Зокрема, John Maynard Keynes у «Загальній теорії» [25, с. 205] описав процес, за яким монетарна влада, впливаючи на рівень процентних ставок, стимулює інвестиції, зростання сукупного попиту та обсягів виробництва. На базі цих ідей було здійснено першу формалізацію механізму передавання монетарних імпульсів.

Спираючись на ідеї Keynes [25], John Richard Hicks запропонував [23] модель взаємодії ринку товарів та грошей через систему рівнянь і графічне зображення, на якому показав дві криві: криву LL, що відображає співвідношення між доходом і відсотковою ставкою, та криву IS, що відображає співвідношення між доходом і процентною ставкою, необхідною для рівноваги між заощадженнями та інвестиціями. Hicks формалізував модель у вигляді рівнянь (наведено за [23, с. 153]):

$$M = L(I, i), I_x = C(i), I_x = S(I),$$

де M – фіксована пропозиція грошей, яка вважається екзогенною і визначається центральним банком; L – функція попиту на гроші; I – сукупний дохід; i – процентна ставка, що впливає на спекулятивний попит на гроші; I_x – обсяг інвестицій; $C(i)$ – функція граничної ефективності капіталу (зменшується зі зростанням процентної ставки); $S(I)$ – функція заощаджень.

Згодом модель отримала назву IS-LM (Investment-Saving; Liquidity preference – Money supply), яка поширилася завдяки популяризаторам кейнсіанства у США та світі. Одним із перших таку термінологію застосував Alvin H. Hansen [22, с. 77], замінивши криву LL на криву LM. Вона відображала залежність між доходом і процентною ставкою у випадку рівноваги між попитом на готівку L та пропозицією грошей $M (L = M)$. Крива IS демонструє рівновагу між інвестиціями I та заощадженнями S , а монетарна експансія зсуває криву LM, знижуючи процентні ставки та стимулюючи інвестиції вздовж кривої IS [22, с. 79]. Таким чином, модель IS-LM стала основою математичного апарата, у межах якого збільшення емісії інтерпретується як переміщення кривої LM униз і праворуч, що спричиняє падіння процентної ставки, подальше зростання інвестицій та, відповідно, збільшення сукупної емісії. Однак така інтерпретація залишала монетарну передачу переважно в межах процентного каналу, що згодом було визнано недостатнім.

Дослідження, які проводилися пізніше, показали, що процентний канал не вичерпує всієї сили впливу монетарної політики. У центр уваги поступово перейшов кредитний канал. Саме в цьому ключі свої ідеї виклав Robert V. Roosa [29], показавши, що зміна процентних ставок суттєво впливає на доступність банківського кредитування, обмежуючи кредитний потенціал банку під час скорочення резервів. Відтак зовнішні монетарні чинники, зокрема політика центрального банку, здатні обмежувати кредитну пропозицію незалежно від рівня попиту на неї. Цей підхід отримав назву «доктрина доступності» (availability doctrine), або «доктрина Roosa». В її основі лежить ідея, що монетарна політика впливає на економіку не лише через пряму зміну вартості кредиту, а передусім через зміну його доступності. Проводячи операції на відкритому ринку (ОВР), центральний банк скорочує резерви банків, що змушує останніх зменшувати кредитування, передусім стосовно фірм і домогосподарств, залежних від банківських позик. Своєю чергою це знижує агрегований попит і виробництво – навіть за відносно незначних змін процентних ставок. При цьому формується «ефект імобілізації» (locked-in effect), коли банки неохоче надають довгострокові кредити через невизначеність щодо майбутньої динаміки ставок і ризик капітальних втрат.

James Tobin у своїй праці [30] розвинув портфельний підхід до монетарної теорії, розглядаючи гроші як один з активів поряд з облігаціями, акціями та реальними активами. Він запропонував концепцію q -коефіцієнта, що визначається як співвідношення ринкової вартості капіталу фірми до його відновної вартості [30, с. 21]. Тут ринкова вартість визначається оцінкою капіталу фірми інвесторами (для публічних компаній – через капіталізацію на фондовому ринку), тоді як відновна вартість відображає витрати на відтворення активів за поточними цінами. Скорочення пропозиції грошей, зокрема через операції на відкритому ринку, призводить до зростання відсоткових ставок, що знижує ціни акцій та облігацій і, відповідно, зменшує q -коефіцієнт. Це робить нові інвестиції менш привабливими та гальмує інвестиційну активність, реалізуючи канал цін активів у структурі MTM. У 1960–1970-х рр., коли роль фінансових ринків у світовій економіці зростає, цей підхід виразно підкреслив непрямий характер впливу монетарної політики на інвестиції. Ціновий (портфельний) канал, який описав J. Tobin, доповнює кредитний підхід R. Roosa [29]: перший показує, як політика впливає на вартість активів і інвестиційні рішення, другий – як вона обмежує саму доступність кредиту. В поєднанні вони формують більш комплексне бачення MTM як поєднання цінових і кількісних обмежень.

Основоположник монетаризму M. Friedman у своїй роботі [20] розкрив відмінне від кейнсіанського бачення впливу грошової політики на економіку, вказавши що цей вплив реалізується різними шляхами та має різні наслідки у короткостроковій і довгостроковій перспективі. На думку M. Friedman, монетарна влада не може тривалий час утримувати сталими ні процентні ставки, ні рівень безробіття. Первинне

збільшення грошової маси справді знижує процентні ставки та стимулює інвестиційну активність, однак цей ефект швидко нівелюється: зростання доходів і витрат підвищує попит на позики та ціни, що врешті повертає процентні ставки до їхньої «природної» рівноваги, а інколи й вище через інфляційні очікування. Тому короткострокове пом'якшення монетарних умов трансформується у довгостроковий інфляційний тиск, а низькі або високі процентні ставки самі собою не є певним індикатором «жорсткості» чи «м'якості» політики – вирішальним є саме темп зростання грошової маси.

Подібна логіка простежується й у сфері зайнятості. Збільшення грошової пропозиції може тимчасово знизити безробіття, оскільки роботодавці реагують на підвищений попит, а працівники погоджуються на роботу за попередніми номінальними ставками. Проте після корекції очікувань заробітні плати зростають, і рівень безробіття повертається до «природного» значення. Таким чином, між інфляцією та безробіттям існує лише короткостроковий компроміс, тоді як у довгостроковому періоді монетарна політика здатна забезпечити лише стабільне грошове середовище. Головна її мета – запобігати перетворенню грошей на джерело нестабільності, підтримувати передбачуваність інфляційної динаміки та забезпечувати умови для ефективної роботи інших економічних механізмів. Саме стабільність темпів зростання грошової маси, на його думку, є найкращою умовою для стійкого розвитку та збалансованого економічного зростання.

Разом із тим навіть за наявності стабільної грошової динаміки залишалося нез'ясованим, чому монетарні імпульси інколи слабо доходять до реального сектору. Це зумовило перехід до пояснень на основі інформаційних асиметрій.

Подальший розвиток теорії МТМ відбувався вже в контексті інформаційної економіки, яка пояснила, чому навіть за однакових ставок кредит не завжди доходить до позичальника. Проблематику трансмісійного механізму з нової перспективи розвинув G.A. Akerlof, який у своїй праці [11] сформулював концепцію асиметрії інформації (англ. *information asymmetry*), що пояснює виникнення ринкових збоїв через нерівний доступ учасників угоди до релевантної інформації, коли одна зі сторін, зазвичай продавець або позичальник, володіє повнішими відомостями про об'єкт угоди, ніж інша сторона, що призводить до адверсального відбору (англ. *adverse selection* – одна зі сторін ринкової угоди володіє більшою або точнішою інформацією, ніж інша) та морального ризику. У банківському кредитуванні ця проблема проявляється у тому, що позичальники краще поінформовані про свій реальний фінансовий стан та схильність до ризику, тоді як банки змушені приймати рішення на основі неповної та опосередкованої інформації. У результаті кредитні установи або завищують вимоги до застави та відсоткових ставок, або обмежують обсяг кредитування, що посилює роль кредитного каналу монетарної трансмісії, особливо в періоди жорсткої грошово-кредитної політики.

Розвиваючи концепцію асиметрії інформації Ben S. Bernanke та Mark Gertler спрямували увагу на роль фінансового стану позичальників у формуванні економічних коливань [14]. У своїй моделі вони показали, що чиста вартість активів підприємств і домогосподарств визначає рівень агентських витрат фінансування інвестицій, оскільки обмежує проблему асиметрії інформації між позичальниками та кредиторами. Зростання власного капіталу в періоди економічного підйому знижує вартість зовнішніх ресурсів і стимулює інвестиційну активність, тоді як у фазі спаду ослаблення балансів підвищує агентські витрати та поглиблює рецесію. Такий підхід дозволив пояснити механізм фінансового акселератора, за якого стан балансів позичальників не лише відображає динаміку економіки, а й сам стає фактором, що посилює бізнес-цикли.

У наступній своїй праці Bernanke та Gertler звернулися до проблеми так званого «чорного ящика» монетарної трансмісії, де традиційне пояснення ефектів монетарної політики через відсоткову ставку виявилось недостатнім для розуміння сили та тривалості впливу монетарної політики [15]. Автори підкреслили, що зміни короткострокових ставок не можуть повністю пояснити різкі й стійкі зрушення у витратах на довгострокові активи, такі як житло чи обладнання. Вони запропонували концепцію кредитного каналу, відповідно до якої імпульси монетарної політики підсилюються завдяки змінам у зовнішній премії за фінансування. Ця премія відображає додаткові витрати, зумовлені інформаційними асиметріями та проблемами забезпечення кредитів, і тому її коливання посилюють реакцію економіки на дії центрального банку.

Кредитний канал, за Bernanke та Gertler, функціонує у двох формах: через балансовий канал (вплив монетарної політики на вартість активів та ліквідність позичальників) та через банківський канал кредитування (зміни у здатності банків пропонувати позики). Обидва механізми підсилюють традиційні відсоткові ефекти, пояснюючи як масштаби, так і часові лаги впливу монетарної політики на реальний сектор. Відтак автори доводять, що врахування фінансових тертів (англ. *financial frictions*) і стану балансів є ключовим для розуміння того, як саме монетарна політика трансформується у зміни виробництва, інвестицій та споживчих витрат.

Пізніше Anil K. Kashyap та Jeremy C. Stein [24] деталізували банківський канал кредитування, показавши, що банки з нижчим рівнем капіталізації скорочують кредитування сильніше в умовах скорочення пропозиції грошей, що підкреслює гетерогенність впливу політики центрального банку.

Frederic S. Mishkin систематизував підходи попередників й виділив кілька базових каналів MTM: процентний канал (англ. The Interest Rate Channel), канал обмінного курсу (англ. The Exchange Rate Channel), кредитний канал (англ. The Credit Channel) та монетарні канали, що базуються на теорії інвестицій Tobin's q та ефекті багатства на споживанні (англ. Asset price and wealth channels) [26]. Він наголосив на кредитному каналі, виділивши в його складі підканали: балансовий канал (англ. balance sheet channel) і канал банківського кредитування (англ. bank lending channel). Науковець дає таке визначення MTM: «способи, якими монетарна політика впливає на сукупний попит і економіку» [27, с. 678]. В тій же роботі він показує роль інформаційної асиметрії як джерела фінансових тертів [27, с. 319] та доводить, що саме завдяки трансмісійному механізму монетарна політика набуває практичного змісту, а її результативність оцінюється через вплив на інфляцію та економічне зростання. У роботах автора MTM трактується як ключова ланка між рішеннями органів монетарної влади та кінцевими результатами функціонування економіки, а функціональне призначення MTM полягає у трансформації змін у грошово-кредитній політиці на вплив на сукупний попит, динаміку інвестицій, рівень цін, зайнятість та інші макроекономічні показники. Цифровізація й поява віртуальних активів (ВА) змінюють середовище дії цих каналів, тому далі пропонується розглянути те, як «класичний» MTM був сформований і що саме в ньому сьогодні деформується.

Після глобальної фінансової кризи 2008 р. частина традиційних каналів MTM виявилася малоефективною через досягнення нульової нижньої межі ставок. Це стимулювало появу досліджень нетрадиційної монетарної політики, зокрема програм кількісного пом'якшення (англ. quantitative easing – QE). Mark Gertler та Peter Karadi [21] запропонували DSGE-модель з номінальними жорсткостями та фінансовими тертями, у якій центральний банк може напряду замінити послаблену кредитну інтермедіацію, купуючи активи або кредитуючи приватний сектор. Передача QE в цій моделі відбувається через зменшення кредитних спредів і премій за ризик, що покращує баланси фінансових посередників і відновлює кредитування, фактично розширюючи кредитний канал MTM на ринки цінних паперів. Автори показали, що за таких умов нетрадиційна політика здатна пом'якшувати рецесійні шоки та прискорювати відновлення, що узгоджується з практикою ФРС США у посткризовий період.

Європейський центральний банк визначає монетарний трансмісійний механізм як складний процес, за допомогою якого рішення монетарної політики впливають на загальний стан економіки, зокрема впливаючи на динаміку рівня цін [32]. Цей механізм відображає взаємодію між змінами в монетарних інструментах та економічними показниками, такими як інфляція та економічне зростання.

У період фінансової кризи роль монетарної політики в Єврозоні істотно зросла, адже було необхідно відновити ефективність її трансмісійного механізму, що зазнав суттєвих порушень унаслідок фрагментації фінансових ринків. Для досягнення цієї мети Європейський центральний банк, поряд із традиційними інструментами, вдався до використання низки нестандартних заходів [12]. Серед них ключове значення мали трирічні операції довгострокового рефінансування (англ. long-term refinancing operations – LTRO), спрямовані на відновлення кредитування в сегментах з обмеженою фінансовою активністю, а також програма прямих монетарних транзакцій (англ. outright monetary transaction – OMT), що зменшила ризик розпаду Єврозони та частково послабила фінансову фрагментацію.

Представники ЄЦБ Andreas Beyer та його колеги у своїй роботі [16] деталізують MTM, додаючи такі канали:

- фондування та кредитування банків (англ. bank funding and lending channel), який наголошує на впливі монетарних рішень на вартість і доступність ресурсів для банків;
- банківського капіталу (англ. bank capital channel), що відображає залежність пропозиції кредитів від рівня капіталізації банків та їх стійкості до шоків;
- ризик-апетиту (англ. risk-taking channel), що демонструє, як м'яка монетарна політика стимулює пошук більш ризикових активів задля досягнення вищої доходності;
- очікувань (англ. expectations channel), який описує здатність центрального банку формувати уявлення економічних агентів щодо майбутньої інфляції та процентних ставок, що безпосередньо впливає на інвестиційні рішення, споживчий попит і цінову динаміку.

Що можна вважати індикатором зростання ролі фінансової поведінки банків та інвесторів у передаванні монетарних імпульсів на реальну економіку.

Са' Zorzi, Michele з колегами у своєму дослідженні [17] проаналізували міжнародну трансмісію монетарної політики, зосередивши увагу на взаємодії Федеральної резервної системи (ФРС) США та Європейського центрального банку (ЄЦБ). Застосувавши узгоджений підхід до VAR-моделювання та ідентифікації шоків на основі високочастотних ринкових даних, автори змогли виділити чисті монетарні імпульси та усунути вплив інформаційних ефектів центральних банків.

Результати дослідження показали асиметрію: рішення Федеральної резервної системи істотно впливають на фінансові ринки та економічну активність у Єврозоні та країнах із ринками, що формуються, тоді як ефекти політики ЄЦБ щодо економіки США виявилися статистично незначними. Це підтверджує домінування долара США у світовій фінансовій системі та структурну нерівномірність глобальної монетарної трансмісії.

Подібна асиметрія простежується й у сфері ВА. Як іноземні стейблкоїни, забезпечені активами у доларах США, так і будь-які глобальні ВА фактично перетворюються на канал зовнішнього монетарного впливу для малих відкритих економік, зокрема України. На відміну від США, де емісія стейблкоїнів змінює структуру внутрішніх резервів та грошову пропозицію через банки-кастодіани, в Україні їхній вплив реалізується опосередковано – через валютну субституцію та відтік гривневої ліквідності за межі банківського сектору. Це створює нову форму міжнародної монетарної передачі, яка не підлягає безпосередньому регулюванню з боку НБУ.

Отримані результати міжнародних досліджень узгоджуються з висновками вітчизняних і закордонних науковців, у працях яких простежується спільна ідея: трансмісійний механізм є ключовим інструментом реалізації монетарної політики, ефективність якого визначається інституційним середовищем та структурою економіки. Отже, функціональне призначення монетарного трансмісійного механізму полягає у забезпеченні зв'язку між рішеннями центрального банку у сфері грошово-кредитної політики та станом реальної економіки. Через нього монетарні імпульси, що виникають у результаті змін облікової ставки, операцій на відкритому ринку чи регулювання грошової маси, послідовно впливають на фінансові ринки, вартість кредитних ресурсів, рівень інвестиційної та споживчої активності, а відтак – на інфляцію, зайнятість та економічне зростання. Таким чином, МТМ є посередником, який трансформує монетарні рішення у макроекономічні результати, забезпечуючи досягнення цілей економічної політики.

Подібну багатоканальну логіку поступово переймають і національні регулятори країн з ринками, що формуються, зокрема НБУ. В українській науковій та інституційній літературі підходи до тлумачення монетарного трансмісійного механізму поступово конкретизуються та адаптуються до структурних особливостей національної економіки.

Як зазначають О.Зхолуд, V.Lepushynskyi та S.Nikolaychuk [31], ефективність трансмісійного механізму в Україні зросла після переходу до інфляційного таргетування. Хоча дослідження авторів показує, що його результативність залишається чутливою до зовнішніх шоків і структурних дисбалансів економіки, визначальне значення має комунікаційна політика НБУ, яка сприяє формуванню прогнозованих інфляційних очікувань і підвищує дієвість процентного каналу. Автори зазначають, що стабільність і передбачуваність дій центрального банку формують довіру до його сигналів, що забезпечує повнішу та швидшу реакцію економіки на зміни монетарної політики.

Примостка О.О. [9] визначає МТМ як вплив сукупності каналів монетарних імпульсів, згенерованих центральними банками на головні макроекономічні змінні, які характеризують фундаментальні цілі економічної політики держави, через які зміни у грошово-кредитній політиці впливають на поведінку економічних агентів та макроекономічні показники, зокрема обсяг виробництва, рівень цін і зайнятість. Автор підкреслює, що ефективність цього механізму залежить від здатності центрального банку своєчасно впливати на очікування учасників ринку, а також від структурних особливостей економіки. У висновках наголошено, що трансмісійний механізм є складним і багатоканальним процесом, який потребує постійного удосконалення інструментів монетарної політики з урахуванням специфіки національної економіки. Крім того, важливим є врахування лагів впливу та взаємодії між каналами, що зумовлює необхідність комплексного підходу до його аналізу та прогнозування результатів монетарних рішень. В українській практиці, відповідно до стратегічних документів НБУ [8], МТМ трактується як багатфакторний процес, що забезпечує передачу впливу монетарної політики на ключові макроекономічні змінні. Ефективність цього процесу визначає спроможність облікової ставки виконувати роль головного інструменту впливу на фінансові ринки, поведінку економічних агентів і динаміку інфляції.

Аржевітін С.М. аналізує [1] МТМ і особливості його функціонування у країнах із трансформаційною економікою, виокремлює низку каналів передавання монетарних імпульсів від центрального банку до реального сектору. Серед них: канал процентних ставок; канали заміщення та доходу; канал цін активів (що охоплює канали зміни власного капіталу, зміни коефіцієнта Тобіна, добробуту та ліквідності); кредитний канал; валютний канал, а також інфляційний канал і канал інфляційних очікувань. Спектр цих механізмів охоплює як традиційні підходи (процентний канал), так і сучасні концепції, що наголошують на ролі фінансових ринків, очікувань і поведінкових чинників. Аржевітін підкреслює багатоканальний характер монетарної трансмісії та залежність її ефективності від структури національної економіки. Якщо в розвинених фінансових системах провідну роль відіграють канали активів і очікувань, то у країнах із трансформаційною економікою ключовими залишаються процентний, кредитний і валютний канали. Це пояснюється недостатнім розвитком фондового ринку, високим рівнем доларизації та слабкою структурою грошової маси. Автор наголошує, що специфіка інституційного середовища знижує ефективність окремих каналів і потребує корекції монетарної політики з урахуванням національних особливостей. Зокрема, для підвищення результативності МТМ в Україні необхідно зміцнити процентний і кредитний канали та стимулювати комерційні банки до активнішого фінансування реального сектору.

У науковій літературі сформувалося кілька підходів до аналізу функціонального призначення МТМ. Зокрема, виокремлюють два основні напрями. Перший пов'язаний із процесами формування пропозиції грошей, де наголос робиться на створенні та мультиплікації грошової маси. Тут досліджуються як прямі

інструменти впливу центрального банку (емісія грошей, регулювання резервних вимог), так і роль банківської системи у перетворенні первинних імпульсів у нові кредитні ресурси. Цей напрям переважно ґрунтується на кількісних підходах та спирається на класичні й монетаристські концепції. Другий напрям фокусується на тому, як зміни у монетарній політиці впливають на ключові макроекономічні змінні через канали процентних ставок, валютного курсу, цін активів, доступності кредитних ресурсів та інфляційних очікувань. Він тісно пов'язаний із сучасними моделями макроекономічного аналізу (IS–LM, DSGE), які відображають складність взаємодії монетарної політики з реальною економікою.

Виходячи з цих підходів, функціональне значення МТМ можна розглядати у двох напрямках вивчення. Перший напрям стосується процесів формування грошової маси та ліквідності через канали грошово-кредитної системи (банківське кредитування, процентний канал, валютний курс, ціни активів). У XXI ст. до цієї групи додаються й нові елементи, зумовлені розвитком фінтеху і ВА, які створюють додаткові джерела ліквідності поза межами традиційної банківської системи. Другий напрям вивчення охоплює вплив цих змін на поведінку економічних агентів і ключові макроекономічні показники. Зокрема, доступність кредиту, зміни у структурі портфелів інвесторів чи корекція інфляційних очікувань можуть визначати масштаб і тривалість впливу монетарних рішень. Так дослідження В. Bernanke та А. Blinder підтверджують [13] провідну роль кредитного каналу у формуванні інвестиційних рішень підприємств, тоді як М. Friedman наголошував [20] на часових лагах, що пояснюють відкладений вплив монетарної політики на інфляцію та економічний цикл.

Відтак у сучасній науковій літературі МТМ трактується як двофазний процес:

- формування пропозиції грошей та ліквідності через канали грошово-кредитної системи;
- передача монетарних імпульсів на реальний сектор економіки з урахуванням часових лагів та взаємодії різних каналів.

Відкриті дані НБУ дають змогу оцінити канали монетарної трансмісії з погляду безготівкової емісії. Для цього слід виділити основні канали, за допомогою яких відбувається ця емісія. Для України це особливо показово, бо більшість операцій має безготівковий характер і проходить через інструменти, що в цифровому середовищі спрацюють швидше, ніж їх описують класичні моделі. З погляду на статистику можна виокремити основні операції безготівкової емісії та стерилізації надлишкової грошової маси: валютні інтервенції НБУ, кредити банкам для підтримки їх ліквідності, викуп облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) на вторинному ринку, а також емісія депозитних сертифікатів НБУ. Крім цього, слід згадати операції отримання доходів від утриманих ОВДП, доходів від кредитів для підтримання ліквідності банків, видатків на обслуговування депозитних сертифікатів, а також погашення державного боргу і виплату відсотків по ньому.

Валютні інтервенції зараховують до валютного каналу монетарної трансмісії, оскільки зміни в пропозиції іноземної валюти безпосередньо впливають на курс національної валюти, що визначає конкурентоспроможність експорту та імпорتنі ціни. У таблиці 1 подано дані, що відображають динаміку емісії, стерилізації та чистої емісії за валютним каналом у 2014–2024 рр.

Таблиця 1

Динаміка безготівкової емісії валютним каналом 2014–2024 рр. (млрд грн)

Рік	Емісія	Стерилізація	Чиста емісія
2014	13,25	0,98	12,27
2015	2,20	2,05	0,16
2016	0,91	2,46	-1,55
2017	1,01	2,27	-1,26
2018	1,80	3,17	-1,37
2019	0,53	8,46	-7,93
2020	3,89	4,93	-1,04
2021	1,28	3,69	-2,42
2022	28,34	3,39	24,95
2023	28,83	0,22	28,61
2024	34,95	0,13	34,82
Всього			85,23

Джерело: складено автором на основі консолідованої звітності НБУ [7]

Характерною рисою цього періоду є різка волатильність показників, що відображає як вплив макроекономічних шоків, так і зміну підходів Національного банку України до валютної політики. У 2014 р. спостерігається значний обсяг чистої емісії (12,27 млрд грн), зумовлений девальваційними процесами та кризовими явищами у фінансовому секторі. Надалі у 2015–2021 рр. чиста емісія переважно коливалася навколо нульових значень, а в окремі роки мала від’ємне значення (наприклад, -7,93 млрд грн у 2019 р.), що свідчить про домінування політики вилучення надлишкової ліквідності через стерилізаційні інструменти. Це відповідало стратегії НБУ зі стримування інфляційного тиску та стабілізації валютного ринку. Починаючи з 2022 р., ситуація кардинально змінилася: у воєнних умовах центральний банк значно активізував емісію для фінансування бюджетних потреб і підтримки макрофінансової стабільності. Це виявилось у стрімкому зростанні чистої емісії – 24,95 млрд грн у 2022 р., 28,61 млрд грн у 2023 р. та 34,82 млрд грн у 2024 р. Відтак валютний канал став одним з ключових джерел емісійного фінансування в умовах воєнної економіки, тоді як у попередні роки він здебільшого виконував роль інструмента стерилізації та забезпечення курсової стабільності.

Таблиця 2

Динаміка безготівкової емісії фондовим каналом 2014–2024 рр. (млрд грн)

Рік	ОВДП, що обліковуються за		ОВДП загал.	Внутр. держборг України	Всього	Чиста емісія
	справедливою вартістю	амортизованою собівартістю				
2013	7,89	139,16	147,05	2,268	149,32	
2014	10,33	306,48	316,81	2,18	318,99	169,66
2015	1,25	387,99	389,24	2,091	391,33	72,35
2016	0,15	381,82	381,97	2,002	383,97	-7,36
2017		360,47	360,47	1,926	362,40	-21,58
2018		348,10	348,10	1,834	349,94	-12,46
2019		337,08	337,08	1,727	338,80	-11,13
2020		324,58	324,58	1,635	326,21	-12,59
2021		312,75	312,75	1,541	314,29	-11,92
2022		704,75	704,75	1,444	706,19	391,90
2023		690,19	690,19	1,347	691,54	-14,65
2024		677,79	677,79	1,248	679,04	-12,50
Всього						529,71

Джерело: складено автором на основі консолідованої звітності НБУ [7]

Викуп ОВДП належить до фондового каналу (каналу цін активів і добробуту), адже він змінює дохідність державних цінних паперів, структуру портфелів інвесторів і, відповідно, рівень їхніх витрат та інвестиційної активності. Динаміка безготівкової емісії (табл. 2) фондовим каналом у 2014–2024 рр. характеризується різкими коливаннями, що відображають як кризові явища, так і зміну підходів до фінансування бюджетного дефіциту. У 2014–2015 рр. відбулося значне зростання обсягів державних цінних паперів у структурі активів НБУ: загальний портфель ОВДП зріс з 147,05 млрд грн у 2013 р. до 316,81 млрд грн у 2014 р. та 389,24 млрд грн у 2015 р., що забезпечило чисту емісію на рівні 169,66 та 72,35 млрд грн відповідно. Це свідчить про активне застосування фондового каналу для фінансування дефіциту бюджету в умовах економічної та валютної кризи. Починаючи з 2016 р. і до 2021 р., динаміка характеризується від’ємними значеннями чистої емісії (від -7,36 до -21,58 млрд грн), що відображає політику поступової стерилізації та зменшення частки ОВДП у балансі центрального банку. У цей період фондовий канал виконував радше функцію вилучення надлишкової ліквідності, ніж джерело емісії.

Кардинальний перелом відбувся у 2022 р., коли внаслідок тимчасового зупинення дії статті 54 Закону України «Про Національний банк України» (Законом № 2118-IX від 3 березня 2022 р.) НБУ отримав можливість напряму купувати державні цінні папери на первинному ринку. У результаті портфель ОВДП зріс до 704,75 млрд грн, а сукупний обсяг за статтею «Всього» досяг 706,19 млрд грн, що спричинило рекордну чисту емісію за фондовим каналом у 391,90 млрд грн. Це означає, що у воєнних умовах фондовий

канал фактично виконував квазіфіскальну функцію в межах МТМ. Хоча такі операції частково можна трактувати і як вплив через грошовий канал, у межах цього дослідження вони належать до фондового каналу, бо здійснювалися безпосередньо через ринок боргових цінних паперів. У 2023–2024 рр. відбулося поступове зниження показників (чиста емісія – -14,65 та -12,50 млрд грн), що засвідчує повернення до рестрикційної політики та прагнення зменшити роль фондового каналу у фінансуванні бюджетних потреб.

У межах цього дослідження до фондового каналу монетарної трансмісії зараховано також показник внутрішнього державного боргу України. Це пояснюється тим, що його динаміка безпосередньо пов'язана з операціями на ринку державних цінних паперів, які визначають масштаби емісійного чи стерилізаційного впливу НБУ на грошово-кредитні умови. Також варто наголосити, що внутрішній борг має характер відкладеного зобов'язання держави й повинен бути погашений у межах програм реструктуризації до 2035 р. Його обсяг є відносно невеликим порівняно з портфелем ОВДП, тому його вплив на фондовий канал можна оцінювати як стабільний і передбачуваний.

Таблиця 3

Динаміка безготівкової емісії кредитним каналом 2014–2024 рр. (млрд грн)

Рік	Кредити, надані банками для підтримання ліквідності							Емісія (різниця між кредитами на початок та кінець періоду)
	для стабілізації роботи банків	шляхом проведення тендерів НБУ (короткострокові)	шляхом проведення тендерів НБУ (довгострокові)	шляхом проведення тендерів НБУ	овернайт	за операціями РЕПО	всього кредитів на 31 грудня відповідного року	
2013*	55,0			9,9	0,5	14,7	80,2	
2014	97,5			13,3		2,6	113,4	33,2
2015	103,1			2,7			105,8	-7,5
2016	72,9			1,9			74,8	-31,1
2017	60,9			7,7			68,6	-6,2
2018	57,1			4,5			61,6	-7,0
2019	51,3			0,4			51,7	-9,9
2020	41,4	13,9	48,4				103,7	52,0
2021	39,0	6,6	88,9		0,5		134,9	31,1
2022	37,9	1,5	36,9				76,3	-58,6
2023	36,9	0,3	2,5				39,7	-36,6
2024	36,5	0,6	1,6				38,6	-1,0
Всього:								-41,5

Джерело: складено автором на основі консолідованої звітності НБУ [12].

Примітка: 2013 р. наведено в таблиці для підрахунку емісії 2014 р.

Надання кредитів банкам для підтримки ліквідності впливає насамперед на канал фондування та кредитування банків, оскільки забезпечує доступність ресурсної бази для кредитування реального сектору та пом'якшує умови фінансування. Аналіз кредитних операцій НБУ для підтримання ліквідності (табл. 3) свідчить про зміну ролі кредитного каналу монетарної трансмісії у 2013–2024 рр. На початковому етапі (2013–2014 рр.) обсяги кредитів поступово зростали, що відображало потребу банків у стабілізаційних та короткострокових ресурсах. Уже з 2015 р. спостерігається стале скорочення кредитної підтримки: обсяги виданих позик та показники чистої емісії набули від'ємних значень (-7,5 млрд грн у 2015 р., -31,1 млрд грн у 2016 р., -9,9 млрд грн у 2019 р.), що свідчило про політику вилучення надлишкової ліквідності та зменшення залежності банків від рефінансування. У 2020–2021 рр. в умовах пандемії COVID-19 відбулося різке зростання обсягів тендерних кредитів (до 134,9 млрд грн у 2021 р.), що зумовило позитивну чисту емісію (31,1–52,0 млрд грн), відображаючи антикризовий характер заходів монетарної політики. Проте вже з 2022 р. НБУ знову скоротив обсяги кредитування: загальний рівень кредитів зменшився до 76,3 млрд грн у 2022 р. та до 38,6 млрд грн у 2024 р., при цьому чиста емісія знову стала від'ємною (-58,6 млрд грн у 2022 р., -36,6 млрд грн у 2023 р., -1,0 млрд грн у 2024 р.). Це засвідчує повернення до рестрикційної політики та орієнтацію на інші інструменти регулювання ліквідності, зокрема операції з депозитними сертифікатами та ОВДП. Таким чином, кредитний канал у цей період втратив значення як стійке джерело емісії та виконував переважно тимчасову антикризову функцію.

Глушенко С.В. у своєму підручнику [3, с. 21] зараховує депозитні сертифікати до каналу монетарної політики (грошового каналу). Дійсно, найбільш виразно вплив депозитних сертифікатів простежується через грошовий канал, оскільки розміщення депозитних сертифікатів зменшує грошову масу та, відповідно, кредитний потенціал банків. Тому депозитні сертифікати доцільно зараховувати насамперед до сфери взаємодії з грошовим каналом монетарної трансмісії, де їх можна було б розглядати, як специфічний підканал – «канал депозитних сертифікатів», що відображає механізм вилучення надлишкової ліквідності для забезпечення ефективності монетарної політики.

Таблиця 4

Динаміка безготівкової емісії грошовим каналом 2014–2024 рр. (млрд грн)

Рік	Депозитні сертифікати НБУ	Емісія за депозитними сертифікатами НБУ	Доходи за ОВДП	Витрати за депозитними сертифікатами, що емітовані НБУ	Доходи за кредитами, наданими для підтримки ліквідності банків	Доходи по внутрішньому державному боргу	Чиста емісія по каналу
2013	3,13						
2014	19,61	-16,48	26,50		10,71	0,19	-53,88
2015	89,75	-70,14	46,36		14,88	0,18	-131,56
2016	68,07	21,67	49,61	9,65	9,96	0,17	-28,43
2017	67,02	1,05	46,20	6,37	6,63	0,18	-45,59
2018	61,87	5,16	42,98	7,37	3,74	0,16	-34,35
2019	151,93	-90,07	32,50	9,61	2,89	0,14	-115,98
2020	163,49	-11,55	28,51	10,53	2,28	0,14	-31,96
2021	212,93	-49,44	36,85	10,66	6,92	0,13	-82,69
2022	457,46	-244,54	90,63	40,77	15,57	0,13	-310,09
2023	621,67	-164,20	105,86	91,56	3,78	0,12	-182,41
2024	548,91	72,76	85,39	76,83	0,77	0,11	63,31
Всього		-545,785	591,4	263,331	78,132	1,644	-953,6

Джерело: складено автором на основі консолідованої звітності НБУ [7].

Примітка: 2013 р. наведено в таблиці для підрахунку емісії 2014 р.

Також до грошового каналу доцільно зарахувати доходи за ОВДП та іншими інструментами внутрішнього державного боргу України, доходи за кредитами, наданими банкам для підтримки ліквідності, а також видатки за депозитними сертифікатами НБУ.

Динаміка операцій НБУ з депозитними сертифікатами у 2013–2024 рр. (табл. 4) відображає трансформацію грошового каналу як інструмента регулювання ліквідності банківської системи. Обсяги розміщених сертифікатів зросли від символічних 3,1 млрд грн у 2013 р. до понад 621 млрд грн у 2023 р., що засвідчує зростання ролі цього інструмента в операційній діяльності центрального банку. При цьому емісія за депозитними сертифікатами мала переважно від’ємне значення (-244,5 млрд грн у 2022 р., -164,2 млрд грн у 2023 р.), що свідчить про вилучення надлишкової ліквідності та посилення стерилізаційної функції НБУ. Лише у 2024 р. показник набув позитивного значення (72,8 млрд грн), що зумовило чисту емісію на рівні 63,3 млрд грн.

Фінансові результати використання депозитних сертифікатів також знайшли відображення у витратах НБУ: якщо у 2016 р. вони становили лише 9,6 млрд грн, то у 2023 р. зросли до 91,6 млрд грн, тобто майже у десять разів. Це свідчить про зростання вартості стерилізації надлишкових резервів банків у період воєнних та післявоєнних макрофінансових шоків. Доходи НБУ від портфеля ОВДП демонстрували зростання (з 26,5 млрд грн у 2014 р. до 105,9 млрд грн у 2023 р.), що частково компенсувало витрати за депозитними сертифікатами. Доходи від кредитів банкам для підтримки ліквідності та внутрішнього державного боргу залишалися порівняно невеликими, хоча в окремі роки (2014–2016) вони мали помітне значення.

Узагальнюючи наведені дані, можна зробити висновок, що впродовж більшої частини 2015–2021 рр. політика НБУ мала переважно стерилізаційний характер. Сумарна чиста емісія за основними каналами (валютним, фондовим, кредитним і грошовим) свідчить, що центральний банк частіше вилучав ліквідність із банківської системи, ніж створював її. Такий підхід відповідав стратегії інфляційного таргетування, спрямованій на стримування інфляційного тиску та збереження макрофінансової стабільності. Лише у

кризові періоди (2020–2022 рр.) емісійна активність суттєво зросла, що пояснюється антикризовими заходами й воєнним фінансуванням.

Розглянуті показники підтверджують, що депозитні сертифікати перетворилися на один із ключових інструментів грошового каналу монетарної трансмісії в Україні. Їх використання дозволяло НБУ ефективно вилучати або, навпаки, повертати ліквідність, забезпечуючи контроль над монетарними умовами, хоча вартість такого регулювання для центрального банку істотно зросла у воєнний період.

Завдяки такій подвійній ролі МТМ не лише визначає, як монетарна політика впливає на економіку, а й дає змогу оцінювати ефективність її реалізації. Це знаходить відображення і в нормативних документах, зокрема у документі «Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу» на 2024 р. [8], де підкреслюється, що досягнення цінової стабільності безпосередньо залежить від функціонування каналів монетарної трансмісії.

Поширення фінтех-платформ та ВА поступово віднімає частину «ігрового поля» в операційному середовищі монетарної трансмісії, оскільки частина платіжних потоків і заощаджень починає формуватися поза традиційною банківською системою. Якщо в класичних моделях МТМ виходять з того, що центральний банк контролює обсяг резервів та процентну ставку, а банки – головний канал мультиплікації грошей, то в умовах віртуалізації з'являються сегменти ліквідності – ВА, які не відображаються або частково відображаються в офіційних монетарних агрегатах (M0–M3) і водночас здатні впливати на попит на національну валюту, швидкість обігу та інфляційні очікування. Так дослідження [18] демонструє, що поширення кредитування Big Tech, яке функціонує поза класичним банківським каналом і слабше реагує на зміну процентних ставок, призводить до загального послаблення впливу монетарної політики на кредит та економіку. Це також означає, що ускладнюється прогнозування реакції сукупного попиту на зміни облікової ставки.

Поширення волатильних ВА створило новий сегмент «цифрового багатства», що формує додаткові коливання споживчого та інвестиційного попиту. Зростання курсу Bitcoin чи інших великих ВА викликає ефект нереалізованого багатства, який може тимчасово стимулювати витрати, у тому числі в національній валюті. У періоди падіння ринку, навпаки, фіксуються ефекти «зворотного багатства» (wealth destruction), що знижують споживчу активність. Таким чином, ринок ВА починає діяти як нове джерело циклічних коливань грошового попиту.

Одним із проявів цього процесу є поява нових каналів передавання монетарних імпульсів у цифровому середовищі. Дослідниця ЄЦБ Lavinia Franco у своєму дослідженні [19] аналізує вплив звичайних і нестандартних монетарних шоків на ставки та обсяги іпотечного кредитування у фінтех- та нефінтех-секторах США у 2012–2019 рр., визначаючи новий канал монетарної трансмісії – канал фінтех-кредитування (англ. fintech lending channel). Вона виявила, що «фінтех-кредитори прискорюють трансмісію монетарної політики на іпотечні ставки, послаблюючи її вплив на обсяги кредитування». Досліджені в роботі відмінності стосуються швидкості передавання монетарних імпульсів, тоді як загальна величина ефекту у середньостроковій перспективі є подібною в обох групах.

Канал фінтех-кредитування, запропонований у [19], є прикладом зміщення грошової пропозиції у цифровий простір поза класичною банківською системою. Подібне зміщення відбувається й у випадку поширення ВА. Muhammad Zubair Mumtaz, Zachary Smith та Naoyuki Yoshino у своєму дослідженні [28] виявили, що зростання активності обороту ВА знижує попит на гроші.

Ще одна проблема полягає в тому, що фінтех-системи та ВА не завжди створюють зобов'язання саме банківської системи, і, відповідно, не підлягають стандартним механізмам стерилізації та рефінансування з боку центрального банку. Частина операцій відбувається у сегменті позабанківської ліквідності – між платіжними посередниками, небанківськими фінансовими установами, торговими платформами чи криптовалютними біржами – і лише у підсумку може конвертуватися в банківські гроші. У результаті трансмісія через грошовий канал прискорюється, однак інформаційна прозорість обсягів створеної та перерозподіленої ліквідності знижується: імпульс монетарної політики передається до кінцевого споживача швидко (через цифрові канали комунікації та мобільні сервіси), однак зворотний зв'язок щодо фактичного обсягу створеної та оборотної ліквідності стає для регулятора менш точним. Це ускладнює калібрування процентної політики та вибір обсягів стерилізаційних операцій.

Аналогічні тенденції спостерігаються і на ринку ВА, де ВА створюють ще один виклик – валютно-курсовий. За наявності розвинених каналів купівлі стейблкоїнів або інших токенів, номінованих в іноземній валюті, економічні агенти отримують додатковий спосіб хеджувати курсові ризики чи обмеження на рух капіталу, минаючи банківську систему. Для малої відкритої економіки це означає, що традиційний валютний канал МТМ (через інтервенції, облікову ставку, курсові очікування) втрачає частину керованості: зміна ключової ставки ще впливає на внутрішні гривневі інструменти, але не обов'язково обмежує попит на «крипто-замінники» іноземної валюти, про що зазначається у звіті МВФ [10, с. 6]. У воєнних умовах, коли довіра до національної валюти чутлива до шоків, така «паралельна» цифрова ліквідність може посилювати тенденції доларизації та послаблювати ефект монетарного сигналу.

Для України, як країни з високим рівнем доларизації, ринок ВА виконує частково функцію цифрового валютного притулку. Під час девальваційних або кризових очікувань частина резидентів можуть переводити гривневі заощадження у ВА, що фактично означає зменшення попиту на національну валюту і послаблення ефективності валютного каналу. Цей ефект можна емпірично перевірити за допомогою VAR-моделей.

З погляду аналітики МТМ це означає потребу в розширенні переліку монетарних індикаторів. Окрім стандартних показників грошової бази, грошової маси та структурної ліквідності банківського сектору, центральному банку доводиться відстежувати обсяги операцій у платіжних системах, частку безготівкових розрахунків, активність небанківських фінансових посередників, а також – за можливості – оцінювати масштаби використання ВА резидентами. Без цього оцінка «жорсткості / м'якості» монетарних умов може бути хибною: формально банківська ліквідність може бути стерилізованою, тоді як у цифровому сегменті продовжує циркулювати значний обсяг платоспроможного попиту, який живить інфляцію та імпорт.

У підсумку «віртуалізація» не скасовує класичні канали монетарної трансмісії, але робить їх більш фрагментованими: процентний і кредитний канали залишаються ядром для банкоцентричної економіки, проте поряд із ними виникає «віртуальний платіжний підканал», що працює швидше й частково поза балансами банків. Саме цей зсув і потрібно враховувати при аналізі українського МТМ після 2022 р., коли обсяги безготівкових операцій різко зросли, а частина ліквідності почала формуватися в середовищі, яке регулятор бачить із запізненням.

Поширення безготівкових інструментів, розвиток фінтех-платформ і поява ВА змінюють саме середовище дії МТМ: грошовий канал стає швидшим, очікування – більш керованими через цифрові комунікації НБУ, а частина ліквідності формується поза банківською системою. Такі потоки не потрапляють у традиційні монетарні агрегати, що ускладнює оцінку монетарних умов у реальному часі. Це вимагає від центрального банку розширення переліку індикаторів та корекції операційного дизайну.

Отримані дані підтверджують висновки вітчизняних дослідників, які наголошують, що ефективність МТМ в Україні визначається станом фінансової архітектури та структурними деформаціями окремих каналів і не може розглядатись ізольовано. Так О.В. Глушенко зазначає [2], що ефективність реалізації політики інфляційного таргетування залежить не лише від наявності формальних каналів передавання імпульсів, але й від їхньої здатності адекватно реагувати на монетарні сигнали центрального банку. Кризові явища у банківській системі України призвели до деформацій окремих каналів трансмісії, що знизило чутливість економічних агентів до змін у грошово-кредитній політиці та ускладнило досягнення стабільності цін.

Окремого розгляду заслуговує ієрархія каналів трансмісійного механізму. На відміну від країн із розвинутою ринково орієнтованою фінансовою системою, де ключову роль відіграє канал цін активів, для України як банкоцентричної економіки визначальними залишаються процентний канал та канал банківського кредитування. Проте саме вони зазнали найбільших викривлень під впливом кризових шоків. Емпіричні дослідження вказують на відсутність стійкого зворотного зв'язку між обліковою ставкою, грошовою масою та інвестиційною активністю, що є ознакою дисфункцій у побудові процентного каналу.

У цьому контексті важливою є гіпотеза щодо динамічної зміни головних каналів залежно від макроекономічних умов. Так у періоди фінансової нестабільності в Україні посилюється роль валютного каналу та каналу очікувань, тоді як у стабільних умовах провідними мають залишатися процентний та кредитний канали. Така мінливість свідчить про вразливість трансмісійного механізму та про необхідність інституційного зміцнення банківської системи задля відновлення його ефективності.

Історичні особливості становлення грошово-кредитної політики в Україні також вплинули на МТМ. Як зазначає Н.М. Давиденко [4], до 2010 р. Національний банк України перебував у пошуку оптимальної моделі, балансуючи між валютно-курсовим таргетуванням та поступовим переходом до інфляційного таргетування. У цей період провідним інструментом був валютний канал, через який здійснювалася основна частина емісії, що зумовлювало залежність грошової пропозиції від зовнішніх факторів і динаміки платіжного балансу. Під час фінансової кризи 2008 р. активізувався кредитний канал, який мав потенціал стати ключовим важелем впливу на економічну активність. На думку дослідниці, відсутність системності у виборі каналів трансмісії підкреслювала високу вразливість грошово-кредитної сфери до зовнішніх шоків, що особливо проявилось в роки фінансової кризи, коли зросла роль кредитного та фондового каналів, однак їхнє використання залишалося несистемним і ситуативним.

Вагомі інституційні зрушення відбулися у 2015 р., коли Національний банк офіційно відмовився від валютного таргетування та перейшов до режиму інфляційного таргетування. Як показують дослідження науковців НБУ О. Zholud, V. Lepushynskiy та S. Nikolaychuk [31, с. 20], запровадження нового операційного дизайну дало змогу регулятору встановити міцний зв'язок між ключовою ставкою та короткостроковими ставками грошового ринку. На відміну від попередніх років, коли облікова ставка фактично виконувала лише сигнальну функцію, у новій системі вона стала дієвим інструментом регулювання ліквідності та вартості грошей. Це означало поступове наближення до практики розвинених економік. Але подальша

передача імпульсів від ключової ставки до реального сектору виявилася обмеженою через низький рівень фінансової інтермедіації, високу частку проблемних кредитів, слабкість банківської системи після кризи 2014–2015 рр. та значну доларизацію економіки. Це зумовлювало низьку ефективність процентного каналу, тоді як кредитний канал залишався малопотужним через обмежений доступ домогосподарств та бізнесу до банківського фінансування і недосконалий захист прав кредиторів. Найбільш дієвим каналом МТМ в Україні у досліджуваній період залишався валютний канал. Перехід до плаваючого курсу гривні та активне використання облікової ставки призвели до того, що зміни ключової ставки безпосередньо впливали на динаміку обмінного курсу. Це мало потужний ефект на інфляцію та економічну активність, оскільки висока відкритість економіки й доларизація спричиняли швидку реакцію цін і поведінки економічних агентів на коливання курсу. Очікувалося, що з розвитком фінансових ринків роль валютного каналу поступово зменшуватиметься, хоча й залишатиметься суттєвою, як і в інших малих відкритих економіках. Канал цін активів та канал очікувань в Україні мали обмежений вплив. Слабкість фондового ринку та відсутність активного іпотечного кредитування обмежували дію каналу цін активів. Канал очікувань поступово почав відігравати більшу роль завдяки зміцненню довіри до НБУ та зниженню інфляційної волатильності, однак його вплив залишався нижчим, ніж у країнах із тривалою історією таргетування інфляції.

Питання воєнної адаптації монетарної політики висвітлює у своїй статті О.Кузан [5], який підкреслює, що активна фаза збройної агресії росії у 2022–2023 рр. поставила Національний банк України перед безпрецедентними викликами. Основними завданнями стали фінансування військових потреб, забезпечення ліквідності банківської системи та утримання макрофінансової стабільності. Серед ключових заходів виокремлюються прямі закупівлі державних облігацій, нарощування міжнародних резервів, підтримання безперебійного функціонування платіжної системи та перехід до гнучкішого режиму обмінного курсу. Значне підвищення облікової ставки було необхідним для стримування інфляційних очікувань і запобігання гіперінфляції, тоді як її подальше зниження у 2023 р. мало стимулювати економічну активність. При цьому, як зауважує О.Кузан, виникла суперечність між потребою фінансування дефіциту бюджету та завданням збереження стабільності національної валюти. Автор робить висновок, що традиційні канали трансмісії в умовах війни істотно втрачають ефективність, а регулятор вимушений застосовувати нетрадиційні інструменти, враховуючи бланкове рефінансування банків та масштабні валютні інтервенції. Загалом результативність монетарної політики у воєнний час, за О.Кузаном, визначається здатністю НБУ зберігати гнучкість та балансувати між контролем інфляції, стабільністю фінансової системи й фінансуванням нагальних потреб держави, а перспективним напрямом є інтеграція воєнної монетарної політики у процеси повоєнного відновлення.

Практичний вимір цих процесів відображено у презентації директора Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ В.Лепушанського [6]. До початку війни він підкреслював, що МТМ в Україні діяв у межах режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсом, а ключовим інструментом була облікова ставка, яка завдяки сформованій довірі до Національного банку забезпечувала ефективну передачу сигналів на грошово-кредитний ринок, сприяла дедоларизації та зниженню інфляційної волатильності.

Повномасштабне вторгнення призвело до радикальної зміни умов його функціонування: традиційні канали трансмісії були ослаблені через панічні настрої, високу невизначеність та відплив капіталу. Для стабілізації очікувань регулятор тимчасово відмовився від гнучкого курсоутворення та зафіксував обмінний курс гривні як номінальний якір, доповнивши цей захід масштабними валютними обмеженнями. Облікова ставка зберегла роль орієнтира, проте фактично виконувала допоміжну функцію, тоді як основними інструментами підтримки стабільності стали валютні інтервенції та монетарне фінансування дефіциту бюджету.

Сучасний етап, за словами В.Лепушанського, характеризується поступовим відновленням ефективності процентного каналу, збереженням високої облікової ставки для підвищення привабливості гривневих активів, а також упровадження нового операційного дизайну, спрямованого на стимулювання строкових заощаджень і посилення конкуренції між банками. Унаслідок цього в умовах війни трансмісійний механізм набув «еклектичного» характеру, поєднуючи інструменти інфляційного таргетування із заходами прямого контролю валютного ринку та підтримання ліквідності.

У перспективі післявоєнного відновлення НБУ орієнтується на повернення до класичного режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсом, що вимагатиме посилення кредитного каналу та каналу очікувань як провідних механізмів забезпечення стійкого економічного зростання.

Подальша «віртуалізація» фінансових послуг проявляється не лише у появі нових форм зберігання вартості, таких як ВА, але й у зміні самої інфраструктури переказу коштів. Фінтех-платформи, небанківські платіжні установи, Р2Р-сервіси торгових платформ створюють паралельні контури обігу короткострокової ліквідності, які можуть підтримувати високий обсяг транзакцій без прямого залучення банківських депозитів. Для центрального банку це означає, що частина платіжного попиту обслуговується інструментами, на які не поширюються класичні монетарні важелі.

У випадку України додатковим чинником є те, що Національний банк традиційно вибудовував МТМ навколо облікової ставки, міжбанківського ринку та курсового каналу. Повномасштабна війна й одночасне прискорення цифровізації платежів зміщують баланс на користь інструментів, що забезпечують швидкість і безперервність платежів, а не їх повну монетарну «прозорість». Якщо ж до цього додати використання населенням і бізнесом ВА як альтернативи зберіганню вартості та як неофіційний інструмент розрахунків, то формується сегмент ліквідності, який може впливати на попит на національну валюту й на швидкість обігу грошей, але не враховується у традиційних монетарних агрегатах НБУ. Це дає підстави говорити про доцільність виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів (англ. virtual financial services channel) у структурі монетарного трансмісійного механізму. Його специфіка полягає в тому, що імпульс від грошово-кредитної політики передається через зміну відносної привабливості банківських інструментів порівняно з інструментами, що базуються на ВА. Тобто, наприклад, коли ставка НБУ зростає, але доступ до альтернативних (дешевших, швидших) інструментів зберігається, частина економічних агентів може використати альтернативу, тим самим знижуючи попит на гроші.

Запропонований канал можна описати як такий, що пов'язує грошово-кредитний імпульс центрального банку з обсягом і структурою використання ВА та фінтех-інструментів. Чим більша частка таких інструментів у платіжному обороті та заощадженнях, тим більш «розмитим» стає ефект від зміни облікової ставки або від операцій з ліквідністю. Тому для збереження керованості МТМ НБУ буде вимушений або розширювати моніторинг на дані небанківських платіжних установ та провайдерів послуг ВА, або розробляти регуляторні підходи, які встановлюють мінімальні вимоги до таких платформ за аналогією з банківськими.

Формування паралельних сегментів ліквідності, таких як ринок ВА, зумовлює появу структурних зламів у функціонуванні МТМ. Монетарні рішення центрального банку все частіше взаємодіють не лише з банками, а й з ринком альтернативних активів, який має власну динаміку цін, прибутковості та очікувань. Це означає, що традиційні канали процентної ставки й кредиту діють слабше, натомість посилюються портфельний канал та канал очікувань, що реагують на коливання вартості ВА.

Через те, що взаємодія ринку ВА з грошовою пропозицією відбувається непрямо й асиметрично, класичні індикатори монетарної політики (ставки, агрегати М1–М3) не фіксують цих змін належним чином. Тому доцільним є використання динамічних моделей часових рядів – VAR, BVAR та TVP-VAR, – які дозволяють оцінити наявність і напрям впливу обсягів операцій із ВА на макроекономічні змінні, зокрема на показники валютного ринку та пропозицію грошей.

Висновки та дискусія. Проведене дослідження засвідчило, що МТМ є складною багатоканальною системою, еволюція якої відображає зміну ролі фінансових інструментів і технологій у передаванні монетарних імпульсів. Історичний розвиток теорії – від процентного та кредитного підходів до сучасних моделей із фінансовими тертями й інформаційними асиметріями – підтверджує, що грошово-кредитна політика діє не лише через вартість ресурсів, а й через канали ліквідності, очікувань і фінансової стійкості.

Аналіз українського МТМ показав, що у 2014–2024 рр. три основні напрями його дії – валютний, фондовий і кредитний канали – виконували переважно стерилізаційну функцію, спрямовану на вилучення надлишкової ліквідності, а не на створення нових грошових потоків. Така асиметрія відображає політику інфляційного таргетування та прагнення НБУ підтримувати макрофінансову стабільність у кризових і воєнних умовах. Водночас дані підтверджують, що ефективність цих каналів залежить від структурних особливостей фінансової системи, режиму обмінного курсу та глибини ринку державних цінних паперів.

Подальша цифровізація, поширення ВА та розвиток фінтех-платформ змінюють середовище функціонування МТМ, створюючи позабанківську ліквідність. Це посилює швидкість передачі монетарних імпульсів, але знижує прозорість грошового обороту для регулятора. У зв'язку з цим обґрунтовано доцільність виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів як нової ланки монетарного трансмісійного механізму, що описує вплив монетарних рішень на поведінку користувачів цифрових платіжних і ВА-інструментів. Врахування цього каналу у системі монетарного аналізу є необхідною умовою підвищення керованості грошово-кредитної політики у умовах віртуалізації економіки.

Дискусійним залишається питання меж монетарної політики у цифровому середовищі. З одного боку, швидке зростання небанківської ліквідності та ВА може вимагати розширення регуляторного периметра та нових підходів до моніторингу, що дозволило б НБУ отримувати більш точну картину платоспроможного попиту поза банківською системою. З іншого боку, надмірне втручання у сектор ВА може створити ризики для інновацій і конкуренції. Також дискусійним є питання співвідношення між процентним сигналом НБУ та реакцією економічних агентів, які дедалі частіше обирають цифрові альтернативи для зберігання та переказу вартості. Вирішення цих суперечностей потребуватиме балансування між підтримкою фінансової інноваційності та забезпеченням макрофінансової стабільності, а також застосування динамічних моделей для виявлення змінної у часі ієрархії каналів.

Список використаної літератури:

1. *Аржевітін С.М.* Канали монетарної трансмісії / *С.М. Аржевітін* // Фінанси облік і аудит : збірник наукових праць. – 2009. – Вип. 13. – С. 7–13.
2. *Глуценко О.В.* Формування фінансової архітектури забезпечення національного добробуту / *О.В. Глуценко*. – Харків : Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна, 2018.
3. *Глуценко С.В.* Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти / *С.В. Глуценко*. – Київ : НаУКМА, 2017.
4. *Давиденко Н.М.* Сучасний стан грошового ринку та особливості емісії грошей в Україні / *Н.М. Давиденко* // Науковий Вісник Херсонського Державного Університету. – 2017. – Вип. 27. – С. 20–24.
5. *Кузан О.О.* Інструменти грошово-кредитної політики воєнного часу / *О.О. Кузан* // Бізнес Інформ. – 2024. – Вип. 1. – С. 304–310. DOI: 10.32983/2222-4459-2024-1-304-310.
6. *Лепушинський В.* Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні / *В.Лепушинський* // Національний банк України. – 2023 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Volodymyr_Lepushynskiy_Role_monetary_policy_in_wartime_and_post-war_recovery_pr_2023-05-12.pdf.
7. Національний банк України : офіційний сайт. – 2025 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/>.
8. *Примостка О.О.* Трансмісійний механізм: методологічні підходи / *О.О. Примостка* // Науковий Вісник Міжнародного Гуманітарного Університету. Серія : Економіка і менеджмент. – 2016. – № 19. – С. 104–107.
9. Про Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу : Рішення Ради від 11 вересня 2024 року № 16-рл / Національний банк України. – 2024 [Електронний ресурс] – Режим доступу : https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd.
10. IMF-FSB synthesis paper: Policies for crypto-assets / *T.Adrian, A.Ismail, Y.Cabedo and other* // International Monetary Fund and Financial Stability Board. – 2023 [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.fsb.org/uploads/R070923-1.pdf>.
11. *Akerlof G.A.* The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism / *G.A. Akerlof* // Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84, Issue 3. – 488 p. DOI: 10.2307/1879431.
12. Monitoring the transmission of monetary policy / BBVA. Research. – 2016 [Electronic resource]. – Access mode : https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/02/Monitor_transmission_MP_ENG.pdf.
13. *Bernanke B.S.* Credit, money, and aggregate demand / *B.S. Bernanke, A.S. Blinder* // American Economic Review. – 1988. – Vol. 78, Issue 2. – P. 435–439.
14. *Bernanke B.S.* Agency costs, net worth, and business fluctuations / *B.S. Bernanke, M.Gertler* // American Economic Review. – 1989. – Vol. 79, Issue 1. – P. 14–31.
15. *Bernanke B.S.* Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission / *B.S. Bernanke, M.Gertler* // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9, Issue 4. – P. 27–48. DOI: 10.1257/jep.9.4.27.
16. The transmission channels of monetary policy: How they work and how they have changed over time / *A.Beyer, G.Nicoletti, N.Papadopoulou and other* // European Central Bank. – 2017 [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op191.en.pdf>.
17. Making waves: Monetary policy and its asymmetric transmission in a globalized world / *M.Ca' Zorzi, L.Dedola, G.Georgiadis and other* // International Journal of Central Banking. – 2023. – Vol. 19, Issue 2. – P. 95–144.
18. *De Fiore F.* Big Techs and the Credit Channel of Monetary Policy / *F.De Fiore, L.Gambacorta, C.Manea* // Bank for International Settlements. – 2023 [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.bis.org/publ/work1088.pdf>.
19. *Franco L.* The fintech lending channel of monetary policy / *L.Franco* // European Central Bank. – 2024 [Electronic resource]. – Access mode : https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20241007_monpolconf/Franco_paper.pdf.
20. *Friedman M.* The role of monetary policy / *M.Friedman* // American Economic Review. – 1968. – Vol. 58, Issue 1. – P. 1–17.
21. *Gertler M.* A model of unconventional monetary policy / *M.Gertler, P.Karadi* // Journal of Monetary Economics. – 2011. – Vol. 58, Issue 1. – P. 17–34. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2010.10.004.
22. *Hansen A.H.* Monetary theory and fiscal policy / *A.H. Hansen* // Monetary Theory and Policy. – 1949.
23. *Hicks J.R.* Mr. Keynes and the «classics»: a suggested interpretation / *J.R. Hicks* // Econometrica. – 1937. – Vol. 5, Issue 2. – P. 147–159. DOI: 10.2307/1907242.
24. *Kashyap A.K.* What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy? / *A.K. Kashyap, J.C. Stein* // American Economic Review. – 2000. – Vol. 90, Issue 3. – P. 407–428. DOI: 10.1257/aer.90.3.407.
25. *Keynes J.M.* The general theory of employment, interest and money / *J.M. Keynes*. – London : Macmillan, 1936.
26. *Mishkin F.S.* Symposium on the monetary transmission mechanism / *F.S. Mishkin* // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9, Issue 4. – P. 3–10. DOI: 10.1257/jep.9.4.3.
27. *Mishkin F.S.* The economics of money, banking and financial markets / *F.S. Mishkin*. – Harlow, England : Pearson Education Limited, 2019.
28. *Mumtaz M.Z.* Cryptocurrencies, Money Demand, and Monetary Policy / *M.Z. Mumtaz, Z.Smith, N.Yoshino* // Bull. Monet. Econ. Bank. – 2025. – Vol. 28, Issue 2. – P. 293–312. DOI: 10.59091/2460-9196.1722.
29. *Roosa R.V.* Interest rates and the central bank / *R.V. Roosa* // Money Trade Economic Growth Honor John Henry Williams. – New York : Macmillan, 1951. – P. 270–295.
30. *Tobin J.* A General Equilibrium Approach To Monetary Theory / *J.Tobin* // Journal Money Credit Bank. – 1969. – Vol. 1, Issue 1. – P. 15–29. DOI: 10.2307/1991374.

31. Zholud O. The effectiveness of the monetary transmission mechanism in Ukraine since the transition to inflation targeting / O.Zholud, V.Lepushynskiy, S.Nikolaychuk // Visnyk National Bank Ukraine. – 2019. – Issue 247. – P. 19–37. DOI: 10.26531/vnbu2019.247.02.
32. European Central Bank Monetary policy transmission mechanism / European Central Bank. – 2025 [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.
33. Wicksell K. Geldzins und güterpreise: Eine untersuchung über die den tauschwert des geldes bestimmenden ursachen / K.Wicksell. – Jena : Gustav Fischer, 1898.

References:

1. Arzhevitin, S.M. (2009), «Kanaly monetarnoi transmisii», *Finansy Oblik I Audyt Zbirnyk Naukovykh Prats*, Issue 13, pp. 7–13.
2. Hlushchenko, O.V. (2018), «Formuvannia finansovoi arkhitektoniky zabezpechennia natsionalnoho dobrobutu», *Kharkivskiy natsionalnyi universytet imeni V.N. Karazina*, Kharkiv.
3. Hlushchenko, S.V. (2017), «Monetarna polityka: teoretyko-metodolohichni aspekty», NaUKMA, Kyiv.
4. Davydenko, N.M. (2017), «Suchasnyi stan hroshovoho rynku ta osoblyvosti emisii hroshei v Ukraini», *Naukovyi Visnyk Khersonskoho Derzhavnoho Universytetu*, Issue 27, pp. 20–24.
5. Kuzan, O.O. (2024), «Instrumenty hroshovo-kredytnei polityky voiennoho chasu», *Biznes Inform*, Issue 1, pp. 304–310, doi: 10.32983/2222-4459-2024-1-304-310.
6. Lepushynskiy, V. (2023), *Rol monetarnoi polityky pid chas viiny ta v pislivoiennomu vidnovlenni*, Natsionalnyi Bank Ukrainy, [Online], available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Volodymyr_Lepushynskiy_Role_monetary_policy_in_wartime_and_post-war_recovery_pr_2023-05-12.pdf
7. Natsionalnyi Bank Ukrainy (2025), ofitsiyniy sait, [Online], available at: <https://bank.gov.ua/>
8. Prymostka, O.O. (2016), «Transmisiyni mekhanizm: metodolohichni pidkhody», *Naukovyi Visnyk Mizhnarodnoho Humanitarnoho Universytetu*. Serii. *Ekonomika i menedzhment*, No. 19, pp. 104–107.
9. Natsionalnyi Bank Ukrainy (2024), *Pro Osnovni zasady hroshovo-kredytnei polityky na serednostrokovu perspektyvu*, Rishennia Rady vid 11 veresnia 2024 roku, No. 16-rd, [Online], available at: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd
10. Adrian, T., Ismail, A., Cabedo, Y. et al. (2023), *IMF-FSB synthesis paper: Policies for crypto-assets*, International Monetary Fund and Financial Stability Board, [Online], available at: <https://www.fsb.org/uploads/R070923-1.pdf>
11. Akerlof, G.A. (1970), «The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Issue 3, 488 p., doi: 10.2307/1879431.
12. BBVA. Research (2016), *Monitoring the transmission of monetary policy*, [Online], available at: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2016/02/Monitor_transmission_MP_ENG.pdf
13. Bernanke, B.S. and Blinder, A.S. (1988), «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, Vol. 78, Issue 2, pp. 435–439.
14. Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1989), «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, Vol. 79, Issue 1, pp. 14–31.
15. Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995), «Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, Issue 4, pp. 27–48, doi: 10.1257/jep.9.4.27.
16. Beyer, A., Nicoletti, G., Papadopoulou, N. et al. (2017), *The transmission channels of monetary policy: How they work and how they have changed over time*, European Central Bank, [Online], available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op191.en.pdf>
17. Ca’ Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G. et al. (2023), «Making waves: Monetary policy and its asymmetric transmission in a globalized world», *International Journal of Central Banking*, Vol. 19, Issue 2, pp. 95–144.
18. De Fiore, F., Gambacorta, L. and Manea, C. (2023), *Big Techs and the Credit Channel of Monetary Policy*, Bank for International Settlements, [Online], available at: <https://www.bis.org/publ/work1088.pdf>
19. Franco, L. (2024), *The fintech lending channel of monetary policy*, European Central Bank, [Online], available at: https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20241007_monopolconf/Franco_paper.pdf
20. Friedman, M. (1968), «The role of monetary policy», *American Economic Review*, Vol. 58, Issue 1, pp. 1–17.
21. Gertler, M. and Karadi, P. (2011), «A model of unconventional monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, Issue 1, pp. 17–34, doi: 10.1016/j.jmoneco.2010.10.004.
22. Hansen, A.H. (1949), «Monetary theory and fiscal policy», *Monetary Theory and Policy*.
23. Hicks, J.R. (1937), «Mr. Keynes and the «classics»: a suggested interpretation», *Econometrica*, Vol. 5, Issue 2, pp. 147–159, doi: 10.2307/1907242.
24. Kashyap, A.K. and Stein, J.C. (2000), «What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?», *American Economic Review*, Vol. 90, Issue 3, pp. 407–428, doi: 10.1257/aer.90.3.407.
25. Keynes, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London.
26. Mishkin, F.S. (1995), «Symposium on the monetary transmission mechanism», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, Issue 4, pp. 3–10, doi: 10.1257/jep.9.4.3.
27. Mishkin, F.S. (2019), *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson Education Limited, Harlow, England.
28. Mumtaz, M.Z., Smith, Z. and Yoshino, N. (2025), «Cryptocurrencies, Money Demand, and Monetary Policy», *Bull. Monet. Econ. Bank*, Vol. 28, Issue 2, pp. 293–312, doi: 10.59091/2460-9196.1722.
29. Roosa, R.V. (1951), «Interest rates and the central bank», *Money Trade Economic Growth Honor John Henry Williams*, Macmillan, New York, pp. 270–295.

30. Tobin, J. (1969), «A General Equilibrium Approach To Monetary Theory», *Journal Money Credit Bank*, Vol. 1, Issue 1, pp. 15–29, doi: 10.2307/1991374.
31. Zholud, O., Lepushynskyi, V. and Nikolaychuk, S. (2019), «The effectiveness of the monetary transmission mechanism in Ukraine since the transition to inflation targeting», *Visnyk National Bank Ukraine*, Issue 247, pp. 19–37, doi: 10.26531/vnbu2019.247.02.
32. European Central Bank (2025), *Monetary policy transmission mechanism*, [Online], available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>
33. Wicksell, K. (1898), *Geldzins und güterpreise: Eine untersuchung über die den tauschwert des geldes bestimmenden ursachen*, Gustav Fischer, Jena.

Защипас Сергій Миколайович – аспірант кафедри фінансів та цифрової економіки Державного університету «Житомирська політехніка».

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

Наукові інтереси:

– забезпечення фінансової стабільності в умовах функціонування ринку віртуальних активів.

E-mail: phd072223_zsm@student.ztu.edu.ua.

Zashchypas S.M.

Transformation of the monetary transmission mechanism under the functioning of the virtual asset market

The evolution of the monetary transmission mechanism (MTM) amid the digitalization of the financial sector and the spread of virtual assets requires a systemic and interdisciplinary approach, as an increasing share of liquidity and payment flows is formed outside the traditional banking system. This article examines the evolution of the MTM and the specific features of its functioning in Ukraine during 2014–2024 based on open data from the National Bank of Ukraine. The analysis demonstrates that the MTM has a multi-channel and two-phase structure: money supply is formed through the exchange rate, interest rate, credit, securities, and money channels, while the transmission of monetary impulses to the real sector occurs through changes in asset prices, credit availability, and inflation expectations. The empirical assessment of cashless emission and sterilization channels reveals the predominantly sterilization-oriented stance of the NBU's monetary policy and a specific hierarchy of MTM channels during crises and the full-scale war. Special attention is paid to the impact of virtual assets on the MTM environment and the formation of an off-bank liquidity segment, which accelerates the transmission of monetary impulses but reduces the transparency of monetary circulation and the controllability of classical channels, particularly the exchange rate, interest rate, and credit channels. The study proposes distinguishing the virtual financial services channel as a new component of the MTM that reflects how monetary policy decisions influence the behavior of users of digital payment and virtual-asset instruments. It is argued that integrating this channel into the analytical MTM framework, expanding the system of monetary indicators, and actively employing quantitative modelling are essential conditions for improving the effectiveness of Ukraine's monetary policy in the context of an increasingly «virtualized» economy.

Keywords: monetary transmission mechanism; inflation targeting; interest rate channel; credit channel; exchange rate channel; fintech; virtual assets; digital liquidity; monetary policy.

Стаття надійшла до редакції 19.11.2025.