

УДК 336.74

## ЦИФРОВА ТРАНСФОРМАЦІЯ ГРОШОВОГО РИНКУ: ПЕРСПЕКТИВИ ЧИ ЗАГРОЗИ ФІНАНСОВІЙ СТАБІЛЬНОСТІ

**ХУТОРНА Мирослава Емілівна**

*д.е.н., доцент*

*професор кафедри фінансів та банківської справи*

*Черкаського навчально-наукового інституту*

*Університету банківської справи*

*ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0003-0761-3021>*

*e-mail: [lmiroslava7@gmail.com](mailto:lmiroslava7@gmail.com);*

**ТКАЧЕНКО Юлія Павлівна**

*здобувач Черкаського навчально-наукового інституту*

*Університету банківської справи*

*ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0001-9960-2703>*

*e-mail: [yuliya.tkachenko99@i.ua](mailto:yuliya.tkachenko99@i.ua);*

**Анотація.** *Стаття присвячена дослідженню сучасних тенденцій розвитку цифровізації грошового ринку та супутніх цьому процесу ризиків та загроз фінансовій стабільності. Розкрито еволюцію трансформації грошового ринку. Окреслено структуру грошового ринку в умовах постіндустріального суспільства. Особливу увагу приділено розвитку стейблкоїнів та визначено зони найбільших загроз фінансовій стабільності.*

**Ключові слова:** *цифрова трансформація, гроші, фіатні гроші, електронні гроші, стейблкоїни, фінансова стабільність, ризики, загрози.*

**Постановка проблеми.** Гроші – це змістотвірний атрибут економічної системи ринкового типу. Згідно з постулатами економічної теорії для визначення економічного змісту категорії «гроші» використовується функціональний підхід, тлумачачи її через призму таких функцій: міра вартості,

**Аннотация.** *Статья посвящена исследованию современных тенденций развития цифровизации денежного рынка и сопутствующих этому процессу рисков и угроз финансовой стабильности. Раскрыто эволюцию трансформации денежного рынка. Определены структуру денежного рынка в условиях постиндустриального общества. Особое внимание уделено развитию стейблкоинов и определены зоны наибольших угроз финансовой стабильности.*

**Ключевые слова:** *цифровая трансформация, деньги, фиатные деньги, электронные деньги, стейблкоины, финансовая стабильность, риски, угрозы.*

засіб обігу, засіб платежу, засіб нагромадження та виконання функції світових грошей. Вже понад 2500 років поспіль (ще з моменту появи золотих монет у Туреччині) гроші мають беззаперечно вирішальне значення для економічного та соціального розвитку людства. Також, за цей час гроші

пройшли глибинну трансформацію своєї форми представлення, а саме: золоті монети; паперові гроші, забезпеченні золотом; фіатні паперові гроші, які забезпеченні виключно довірою до держави та її інститутів. Поряд з цим, починаючи з другої половини ХХ століття, а саме через початок революції у сфері інформаційно-комунікаційних технологій та розвитку ринку платіжних карт гроші починають паралельно функціонувати у готівковій та безготівковій формах. У подальшому виникають електронні гроші, які, з одного боку, не збільшують масу грошей в обігу; не оскаржують монопольне право центрального банку на емісію грошей, а лише збільшують швидкість їх обігу в економіці. При цьому, на цьому етапі розвитку економічних відносин вже фіатні гроші самі стають забезпечення як грошей у безготівковій формі, так і електронних грошей. На нашу думку, такому підвищенню значимості фіатних грошей певною мірою посприяли ефективні та комплексні заходи міжурядової організації ФАТФ.

Варто відмітити, що поштовхом до розвитку ринку електронних грошей було створення інструменту, який би в еру безготівкових платежів дозволяв би забезпечувати деперсоніфікованість та конфіденційність учасників платіжних операцій, тобто взяти найбільш привабливі риси з готівкових та безготівкових розрахунків. Поряд з цим, найбільш радикальна трансформація у сфері грошових відносин відбулася з появою цифрової валюти (криптовалюти) у 2009 році, оскільки, тут мова вже йде про появу приватних емісійних центрів і лише цей факт обґрунтовує глибинні зміни у системі сучасних грошових відносин. Подібна

трансформація грошей породила активну наукову дискусію. При цьому, це той випадок, коли практика суттєво випереджає наукові дослідження у цій сфері, що тим паче потребує вивчення з позиції ймовірності зумовлення загроз фінансовій стабільності економіки.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Важливо відмітити, що науковці наразі приділяють активну увагу питанням трансформації фінансових ринків. Так, Н. Пантелеєва, С. Запорожець, Н. Нагайчук, О. Бартош розглядають еволюцію концепції банківського посередництва через призму принципів функціонування адаптивної бізнес-моделі банківських інституцій в умовах поширення процесів цифровізації [1]. С. Криниця вивчає це питання з позиції інституційного підходу, розкриваючи трансформацію грошово-кредитних відносин під впливом розвитку FinTech компаній [2]. Н. Рогова акцентує увагу на трансформації екосистеми фінансового посередництва у контексті діджиталізації економічних відносин [3]. Досить часто науковці вивчають цифрову трансформацію грошового ринку з позиції глибини імплементації у ці відносини технології блокчейну, що, зокрема, спостерігаємо у працях [4; 5].

**Виокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на те, що протягом останніх років цифровим грошам приділяється підвищена увага у наукових публікаціях, але досі багато аспектів розвитку цифрових грошей залишаються вивченими лише фрагментарно. Зокрема, недостатньо вивченим залишається питання впливу цифрової трансформації грошового ринку на фінансову стабільність.

**Метою написання цієї статті є дослідження сучасних тенденцій розвитку цифровізації грошового ринку та супутніх цьому процесу ризиків та загроз фінансовій стабільності.**

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Відмітимо, що сучасну цифровізацію грошей з технічної точки зору необхідно розглядати як нову еволюційну форму розвитку електронних грошей. Утім, той факт, що у випадку цифрових валют мова йде про децентралізацію емісії грошей, тому з економічної точки зору – це інституційна трансформація грошової системи в епоху індустріального суспільства. Так, незважаючи на традиційне закріплення на рівні національних законодавств монопольного права на емісію грошей саме центральними банками, в еру цифровізації спостерігається тенденція до формування приватних цифрових грошей (криптовалют) та децентралізованих платіжних систем [6]. Загалом розділяємо думку науковців, які вважають, що ці нефіатні цифрові гроші не є грошима у повному розумінні сутності цього інституту, спираючись на функціональний підхід, про який згадували вище. Наявні у даний час криптовалюти не виконують всі функції класичних грошей та, насамперед, є лише проміжним платіжним еквівалентом. Утім, поява фіатних криптовалют, які емітуються центральними банками, є тим переломним моментом в еволюції класичних грошей, які можуть призвести до розвитку нових типів грошових систем з широким використанням саме цифрових грошей. За такого підходу центральні банки повинні гарантувати збереження стабільності цінової цінності не лише за фіатними класичними, але й фіатними цифровими грошима.

Поряд з цим, також наразі існують стейблкоїни, які розглядаються у науково-експертному колі і як цифрові валюти, і як цифрові активи. Останнє поняття є значно ширше, яке у тому числі може включати цифрові валюти. Нам більшою мірою імпонує підхід А. Berentsen та F. Schär, які зазначають, що стейблкоїн – це різновид криптоактиву, який розробляється з метою мінімізації волатильності цін шляхом вбудування механізму стабільності [7]. Тобто, стейблкоїн – це технологічний механізм інтеграції криптовалюти та традиційних фіатних грошей. Наразі ці два ринки існують як інституційно відособлені екосистеми з досить незначним простором для взаємодії. Завдяки стейблкоїнам та різним технологічним алгоритмам їх реалізації, досить імовірно, що криптовалюта зазнає більш широкого спектру варіантів використання на ринках платежів та кредитування, на яких донині домінують фіатні гроші. Також стейблкоїни є нахшталт фінансових деривативів у сфері цифрових валют, які виконують роль інструменту зниження загального ризику для учасників угод з цифровими активами.

Також, А. Berentsen та F. Schär висловлюються цікаву думку, що криптовалюти, як і традиційні гроші, є фіатними. Це науковці пояснюють тим, що основною характеристикою фіатної грошової одиниці є відсутність у неї внутрішньої цінності, оскільки її ринкова вартість базується виключно на сподіваннях економічних агентів щодо її майбутньої ціни, і такі очікування можуть швидко змінитися. Єдине, що відрізняє криптовалюти від традиційних фіатних грошей – це відсутність внутрішнього механізму стабільності (у випадку традиційних

грошей дію цього механізму забезпечуються інструментами монетарної політики центрального банку). Так ось, поява стейблкоїнів розглядається наразі як інституційна можливість наступного еволюційного витка розвитку ринку криптовалют. З одного боку, стейблкоїни беззаперечно здатні підвищити ефективність надання фінансових послуг, але, з іншого боку, можуть також створювати ризики для фінансової стабільності за умови масштабування таких операцій. Стейблкоїни – це спроба усунути об’єктивно високу волатильність «традиційних» криптоактивів шляхом прив’язки вартості стабільного монета до одного або кількох інших активів, таких як суверенні валюти. Вони можуть підвищити ефективність платежів (включаючи транскордонні платежі) та сприяти фінансовій інклюзії. Також, за умови широкого використання стейблкоїнів, цей механізм може набути системної важливості в одній або багатьох юрисдикціях, у тому числі застосовуватися як платіжна інфраструктура. А отже, тут постає питання забезпечення належного регулювання у сфері застосування стейблкоїнів, що вперше знайшло активне обговорення у рамках експертної консультаційної групи Ради з фінансової стабільності у 2020 році [8].

Перш, ніж обґрунтувати як всі ці трансформації впливають на фінансову стабільність, окреслимо структуру грошового ринку в умовах постіндустриального суспільства. Для його структурування виокремимо такі критерії:

1) **різновид об’єктної спрямованості відносин**: з приводу фінансових вимог; з приводу об’єкта фінансової природи;

2) **характеристика вартості**: збереження фіксованої вартості; змінна вартість; кількісний вимір сукупного обсягу одиниць; інше;

3) **тип емітента**: держава або уповноважена нею інституція; приватна інституція;

4) **технологічний підхід до організації обігу грошей**: централізований, децентралізований.

Також відмітимо, що Т. Adrian та Т. Mancini-Griffoli у своїй праці [9] виокремлює такі різновиди сучасних грошей: безготівкові гроші, тобто ті, що на існують на банківських рахунках та використовуються для оплати, взаємних розрахунків за допомогою перерахувань з одного рахунку на інший (*b-money*); електронні гроші (*E-money*); І-гроші, які є еквівалентом електронним грошам, за винятком дуже важливої функції - вони пропонують викуп змінної вартості у валюті, а отже, цей інструмент набуває рис власного капіталу (*I-money*); гроші центрального банку (*central bank money*); криптовалюта. Узагальнення вищезазначеного подано у табл. 1.

У рамках розгляду проблематики цифрової трансформації грошово ринку у контексті її впливу на фінансову стабільність, відмітимо, що під поняттям «фінансова стабільність» мислимо як здатність соціально-економічної системи ефективно виконувати основні функції навіть в умовах внутрішніх та зовнішніх збурень, що забезпечується завдяки попередженню нагромадження та реалізації ризиків, моніторингу та контролю за характером когерентної взаємодії між елементами системи та попередження її деструктивного впливу на стан систем вищого порядку та економіки загалом.

## Компонентна будова еволюційної трансформації грошового ринку в умовах постіндустріального суспільства

Критерій	Класифікування							
	з приводу фінансових вимог				з приводу об'єкта фінансової природи			
<i>різновид об'єктної спрямованості відносин</i>								
<i>характеристика вартості</i>	збереження фіксованої вартості			змінна вартість	кількісний вимір сукупного обсягу одиниць		інше	
<i>тип емітента</i>	державна або уповноважена нею інституція		приватна інституція		державна або уповноважена нею інституція		приватна інституція	
<i>технологічний підхід до організації обігу грошей</i>	Ц*	Д*	Ц	Д	Д	Д	Д/Ц	Д
<i>приклади</i>	Платіжні карти, чеки	-	AliPay, PayPal, WeChat Pay, M-Pesa	Raxos, USD-Coin, TrueUSD	Gold-coins, Libra	Готівка	Цифрова валюта ЦБ***	Bitcoin, Basis
<i>різновид грошей</i>	В-money		Е-money		I-money	гроші ЦБ		криптовалюта

Позначення: \* - централізовані; \*\* - децентралізовані; \*\*\* – центральний банк.

Джерело. Здійснено авторами на основі врахування позиції МВФ.

Стосовно наукової позиції впливу цифрової трансформації грошового ринку на фінансову стабільність, то мають місце достатньо різні позиції. Так, R. Ali, J. Barrdear, J. Southgate вважають, що очікуване розширення напрямів, форм та способів використання цифрової валюти у майбутньому очікувано посилюватиме загрози фінансовій стабільності [10]. Якщо звернути увагу на позицію провідних центральних банків, то до прикладу, Банк Англії у 2014 році зазначав, що цифрові валюти слугують джерелом потенційних ризиків, що не можна ігнорувати в довгостроковій перспективі [11]. Також, на увагу заслуговує позиція китайських науковців Y. Huang та X. Chen, які емпіричним шляхом

довели, що цифрова валюта впливає на пропозицію грошей, що очікувано становитиме виклик ролі центрального банку Китаю в реалізації грошово-кредитної політики [12]. Погоджуючись з позиціями науковців щодо окреслення змістових зон потенційних загроз фінансовій стабільності також нам видається доцільним акцентувати увагу на тому, що цифрові валюти можуть слугувати важелем активізації конкуренції на грошовому ринку та створювати абсолютно новий виклик для традиційних фіатних грошей, особливо урахувавши поступовий розвиток ринку стейблкоїнів.

Поряд з песимістичним поглядом впливу цифровізації грошового ринку на фінансову стабільність, існують і

альтернативні позиції. Так, К. Фрідман стверджував, що роль центрального банку не може бути легко замінена цифровою валютою, навіть незважаючи на те, що вплив цифрової валюти зростає [13]. Цю думку також підтримали В. Fung, М. Molico, G. Stuber, піддаючи сумніву, що цифрова валюта може повністю замінити традиційну фіатну валюту. Утім, науковці наголошують на необхідності систематичного забезпечення коригування грошово-кредитної політики в умовах активної цифровізації грошового ринку [14].

Спираючись на проведені аналіз наукової літератури та попередні наші обґрунтування вважаємо, що через активних розвиток інформаційно-комунікаційних технологій наразі мають місце глибинні та безповоротні зміни грошових відносин, спектр причин яких суттєво виходить за межі включно технологічного удосконалення. Мова, у тому числі йде про світоглядну трансформацію суспільно-економічних взаємовідносин, які також відображаються і у сфері грошового ринку. Все це зумовлює необхідність застосування принципів обачності та превентивності задля завчасного окреслення тих змістових зон, де зародження загроз фінансовій стабільності є, по-перше, найбільш очікуваним, а по-друге, найсуттєвішим з позиції потенційних результатів впливу.

Насамперед, вважаємо, що це стосується створення та активного розвитку механізму стейблкоїнів, який на нашу думку, є вельми схожий до кредитного деривативу, активність застосування якого пов'язують однією з базових причин світової кризи 2008. У цьому контексті ми розділяємо позицію О. Л. Яременка, який зауважує,

що завдяки «складним фінансовим інструментам суб'єкти ринку отримали можливість знижувати ризик до таких масштабів, якими можна було знехтувати при прийнятті інвестиційних рішень». Це, у свою чергу, «сприяло зниженню значимості професіоналізму, відповідальності, реалістичності планів, узгодженості оцінок та критеріїв прийняття рішень» [15, с. 116-117]. Стосовно стейблкоїнів важливо відмітити, що вони здатні генерувати ризику за умови їх інвестування у фінансові активи з ненульовим ризиком. При цьому мова може йти про кредитний, ринковий, валютний та ризик ліквідності. З точки зору фінансової стабільності постає запитання: хто у кінцевому підсумку бере на себе ці ризики, зумовлені інвестиційними процесами? У випадку, якщо технологія стабілізаційного механізму нездатна генерувати фіксовану вартість стейблкоїну, тоді вона буде змінюватися синхронно зі зміною вартості фіатної валюти, яка виконує роль забезпечення. Тоді саме кінцевий користувач і буде приймати на себе всі ризики, стейблкоїни у цьому випадку будуть еквівалентами частки в акціонерному фондуванні, унеможливаючи ризик неплатоспроможності.

Утім, якщо кінцеві користувачі втратять довіру до емітента стейблкоїнів чи розробленої ним інфраструктури (наприклад, через кібератаку), або ж зниження вартості стейблкоїнів через падіння вартості фіатних валют, які слугують їх забезпеченням, – тоді це здатне спонукати ризик ліквідності та його прояв на системному рівні. Це відбуватиметься через те, що більшість покупців стейблкоїнів матимуть намір їх переведення у фіатну валюту,

посилуючи негативний вплив на показники грошового ринку.

Поряд з цим, цей ризик може зумовлюватися і в умовах, якщо технологія стабілізаційного механізму здатна гарантувати фіксовану вартість стейблкоїнів. У цьому випадку збитки через реалізацію ризиків інвестування повністю покладаються на емітентів або гарантодавців. Окрім цього, це здатне здійснити негативний вплив на банківське фондування через відання економічними агентами переваги інституційним депозитам (тобто у формі стейблкоїнів), а не банківським. Це, звичайно залежно від масштабів таких операцій, здатне зумовити кризу ліквідності у банківському секторі. З іншого боку, банки, які можуть виконувати посередницьку функцію у сфері обігу стейблкоїнів, можуть зазнати впливу репутаційного ризику, а також негативні фінансові наслідки через волатильність грошового ринку.

Все це обумовлює необхідність комплексного та мультиаспектного регулювання економічних відносин у сфері функціонування стейблкоїнів, оскільки ризики, що виникають на цьому ринку, через канали стабілізаційного механізму переходять на ринок традиційних фіатних валют, тобто здатні проникнути у діяльність будь-якого економічного агента (навіть то-

го, що не здійснює діяльність з жодними криптоактивами).

**Висновки.** Отже, наразі грошовий ринок зазнає глибоких трансформаційних змін, зокрема відбувається повноцінне інституційне становлення ринку криптоактивів. Утім, особливим переломним моментом у цій трансформацію вважаємо зародження стейблкоїнів, застосування яких суттєво виходить за межі трейдингу, як це характерно для інших криптоактивів. Більшою мірою він представлений як ефективний інструмент управління ризиками, а також канал поєднання фіатного та криптографічного сегментів грошового ринку в єдине ціле. Цей тип цифрового активу є потужним інструментом, який може допомогти зміцнити екосистему криптовалют в цілому, а також бути альтернативним засобом заощадження у випадках високої волатильності ринку. Але ж, 2008 рік, на нашу думку, став доказом тому, що будь-які фінансові інновації необхідно розглядати через призму фінансової стабільності, завчасно окреслюючи зони її потенційних загроз.

Те саме стосується і механізму регулювання відносин у сфері обігу грошей – важливо, щоб регулятори інструменти регулювання, які б випереджали, а не лише реагували на фінансові виклики.

### *Список використаної літератури*

1. Pantieliieva N., Zaporozhets S., Nagaichuk N., Bartosh O. Transformation of financial intermediation in the context of spread of digital trends. *Bulletin of National Academy of Sciences of the Republic of Kazakhstan*. 2019. Vol. 3. № 379. С. 144 – 152.

2. Криниця С. Сучасні тренди розвитку FinTech та їх взаємодії з традиційними фінансовими посередниками. *Розвиток фінансового ринку в Україні: загрози, проблеми та перспективи: зб. матеріалів II Міжнародної науково-практичної конференції* (22 жовтня 2020, м. Полтава). Полтава: Національний університет «Полтавська політехніка», 2020. С. 28-31.
3. Pantelieieva N., Rogova N., Zaporozhets S., Tretiak N. Transformation in the ecosystem of financial intermediaries in the context of digitalization. *Scientific bulletin of Polissia*. 2020. Vol. 1, PP. 49–59. URL: [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2020-1\(20\)-49-59](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2020-1(20)-49-59).
4. Pantelieieva N., Krynytsia S., Khutorna M., Potapenko L. FinTech, Transformation of Financial Intermediation and Financial Stability. *IEEE 5th International Scientific-Practical Conference Problems of Infocommunications* (October 9-12, 2018, Kharkiv, Ukraine). PIC S&T 2018. Kharkiv : Kharkiv National University of Radio Electronics. 2018. PP. 553-560.
5. Нагайчук Н.Г., Третяк Н.М. Можливості використання технології blockchain у страхуванні. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»*. 2018. Вип. 19. Ч.2. С. 104-107.
6. Ali R., Barrdear J., Clews R., Southgate J. Innovation in payment technologies and the emergence of digital currencies. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 2014. № 54(3). С. 262–275. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/innovations-in-payment-technologies-and-the-emergence-of-digitalcurrencies.pdf>.
7. Berentsen A., Schär F. Stablecoins: The quest for a low- volatility cryptocurrency. *The Economics of Fintech and Digital Currencies*. Publisher: CEPR Press, 2019. PP.65-71. URL: [https://www.researchgate.net/publication/332464789\\_Stablecoins\\_The\\_quest\\_for\\_a\\_low\\_volatility\\_cryptocurrency](https://www.researchgate.net/publication/332464789_Stablecoins_The_quest_for_a_low_volatility_cryptocurrency).
8. Financial Stability Board. Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements. Consultative document. 2020. April. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf>.
9. Adrian T., Mancini-Griffoli T. The rise of digital money. FinTech notes. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2019.



10. Ali R., Barrdear J. Southgate J. Innovations in payment technologies and the emergence of digital currencies. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 2014. № 52(3). PP.262-275.
11. Bank of England. The economics of digital currencies. 2014. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/digital-currencies/the-economics-of-digital-currencies>.
12. Huang Y., Chen X. Digital currency: demand, impacts and role of central bank. *Journal of Zhejiang University*. 2006. № 36(6). PP.74-80.
13. Freedman C. Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future. *International Finance*. 2000. № 3(2). PP . 211-227.
14. Fung B., Molicco M., Stuber G. Electronic Money and Payments: Recent Developments and Issues. Ottawa: Bank of Canada. 2014.
15. Яременко О. Л. Кризисные факторы и направления сбалансирования хозяйственной системы : монография. *Взгляд из Украины. Кн. 2* / Под ред. В.М. Гейца, А.А. Гриценко. Київ : Нац. акад. наук. Украины, Ин-т экономики и прогнозирования, 2012. Гл. 7. С. 114-119.