

**Лютий Ігор Олексійович**

*доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка;  
член-кореспондент НАН України, заслужений економіст України  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3249-002X>*

**Морозов Антон Семенович**

*аспірант 4-го року навчання кафедри фінансів,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка  
ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-4226-9263>*

**ПРОБЛЕМИ РЕІНТЕГРАЦІЇ ГОТІВКОВОЇ ВАЛЮТИ  
В ГРОШОВО-КРЕДИТНУ СИСТЕМУ УКРАЇНИ**

Анотація. Стаття досліджує наукову проблему реінтеграції наявних обсягів готівкової валюти, що знаходиться поза банківським сектором в систему грошово-кредитного ринку України. Дана проблема аналізується в контексті воєнного стану економіки України та посилення євроінтеграційного процесу. Наукова гіпотеза полягає у необхідності теоретичного аналізу та обґрунтування механізмів реінтеграції тезаврованих валютних коштів фізичних осіб в якості персональних інвесторів та суб'єктів монетарної та фінансово-бюджетної політики України. Теоретичну основу авторського підходу є обґрунтування взаємозв'язку: валютне заміщення (currency substitution) – частковий перехід іноземної валюти до виконання монетарних функцій; заміщення активів (asset substitution) – диверсифікація портфелів на користь іноземної валюти як засобу збереження вартості; тезаврація – накопичення готівки з нульовою швидкістю обігу, що унеможливує участь коштів у кредитному мультиплікаторі. Аналізуються чотири групи детермінант накопичення позабанківської валюти: регуляторна архітектура воєнного часу (обмеження НБУ відповідно до Постанови №18 від 24.02.2022); економічні та монетарні чинники (пік інфляції 26,6% у жовтні 2022 р.); інституційні фактори та запобіжний мотив заощадження; стейблкоїни (насамперед USDT) як паралельний канал трансферу вартості. Запропоновано чотири механізми реінтеграції: валютні ОВДП як первинний інструмент мобілізації; розширення системи гарантування вкладів до стандарту ЄС (100 000 євро відповідно до Директиви 2014/49/ЄС); одноразове добровільне декларування (амністія капіталу); розвиток ринку цінних паперів – корпоративних облігацій для оборонно-промислового комплексу та ІСІ для фінансування енергетичної інфраструктури, доступних для персональних інвесторів. Реалізація запропонованих механізмів здатна відновити ефективність монетарної трансмісії та забезпечити внутрішнє фінансування відбудови без нарощування зовнішнього боргу.

**Ключові слова:** реінтеграція готівкової валюти, доларизація, готівкова валюта, тезаврація, монетарна трансмісія, дедоларизація, реінтеграція капіталу, стейблкоїни.

**Ihor Liutyi**

*Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Finance,  
Taras Shevchenko National University of Kyiv;  
Corresponding Member of the National Academy of Sciences of Ukraine,  
Honoured Economist of Ukraine*

**Anton Morozov**

*Postgraduate student, 4th year, Department of Finance,  
Taras Shevchenko National University of Kyiv*

**CHALLENGES OF REINTEGRATION CASH FOREIGN CURRENCY  
INTO THE MONETARY-CREDIT SYSTEM OF UKRAINE**

Abstract. The article addresses the scientific problem of reintegrating substantial volumes of cash foreign currency held outside Ukraine's banking system into the monetary and credit market. This problem is examined in the context of Ukraine's wartime economy and its European integration process. The research hypothesis posits the necessity of theoretical analysis and substantiation of mechanisms for reintegrating thesaurised foreign currency assets of individuals as personal investors into Ukraine's monetary and credit system as a priority of monetary and fiscal-budgetary policy. The theoretical foundation of the authors' approach rests on the substantiation of the following interconnections: currency substitution – the partial assumption of monetary functions by foreign currency; asset substitution – portfolio diversification in favour



of foreign currency as a store of value; and thesaurisation – the accumulation of cash at zero velocity of circulation, which precludes its participation in the credit multiplier mechanism. Four groups of determinants driving the accumulation of off-bank currency are analysed: the wartime regulatory architecture (NBU restrictions pursuant to Resolution No. 18 of 24 February 2022); economic and monetary factors (the inflation peak of 26.6% in October 2022); institutional factors and the precautionary saving motive; and stablecoins (primarily USDT) as a parallel channel for value transfer. Four reintegration mechanisms are proposed: foreign-currency domestic government bonds (FX OVDPs) as the primary mobilisation instrument; extension of the deposit guarantee system to the EU standard (EUR 100,000 in accordance with Directive 2014/49/EU); a one-time voluntary declaration (capital amnesty); and development of the securities market – corporate bonds for the defence-industrial complex and collective investment instruments (CII) for financing energy infrastructure, accessible to personal investors. Implementation of the proposed mechanisms is capable of restoring the effectiveness of monetary transmission and providing domestic financing for reconstruction without increasing external debt.

**Keywords:** dollarization, cash foreign currency, thesaurization, monetary transmission, de-dollarization, capital reintegration, stablecoins.

**Постановка проблеми.** Основу наукової проблеми даної статті складає необхідність пошуку нових джерел фінансування воєнної економіки, підтримці валютного курсу та нагромадження фінансових ресурсів для повосенної відбудови. На сьогодні значний обсяг ліквідних активів у формі готівкової іноземної валюти залишається поза межами банківського обігу та не бере участі у механізмах монетарної трансмісії. Реінтеграція цих коштів у грошово-кредитну систему здатна одночасно вирішити проблему нестачі внутрішнього фінансування без нарощування зовнішнього боргу. За підрахунками, що базуються на даних Національного банку України (НБУ), кумулятивне позитивне сальдо між ввезенням та вивозом готівкової валюти комерційними банками за 2012–2025 роки склало 97,632 млрд дол. США [20]. Навіть з урахуванням природного вибуття, можна консервативно оцінити обсяг готівкової валюти, що зберігається домогосподарствами поза банківською системою, у 40–70 млрд дол. США. Цей показник зіставний з обсягом міжнародних резервів НБУ (57,3 млрд дол. США станом на кінець 2025 року) [18].

Позабанківські готівкові валютні кошти характеризуються нульовою швидкістю грошового обігу з точки зору офіційного фінансового кругообігу: вони існують у структурі грошової маси номінально, однак не беруть участі у механізмах банківського кредитування, не генерують мультиплікаційного ефекту та не є джерелом дохідності для державного бюджету у вигляді сеньйоражу. Крім того, акумульовані поза регульованим обігом валютні кошти формують потенційний тиск на обмінний курс гривні, здатний реалізуватися при виникненні шоків подій.

**Мета статті** полягає у науковому обґрунтуванні механізмів реінтеграції тезаврованих валютних коштів фізичних осіб як персональних інвесторів у грошово-кредитну систему України. Дослідження передбачає: аналіз теоретичних засад та причин накопичення готівкової валюти; статистичну верифікацію масштабів явища за даними НБУ 2012–2025 рр.; наукове обґрунтування необхідності реінтеграції; а також розробку конкретних механізмів залучення позабанківських валютних коштів до офіційного грошового обігу.

Повернення готівкової валюти населення у грошово-кредитну систему є важливою складовою наукових досліджень та дієвим інструментом практики монетарної політики, що визначає спроможність України профінансувати інвестиційну складову відбудови економіки без критичного нарощування зовнішнього боргу та зростання залежності від зовнішньої допомоги.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематика доларизації економіки та валютного заміщення в структурі грошового обігу, досліджувалася в роботах вітчизняних і зарубіжних науковців. У сучасній економічній науці явища використання іноземної валюти в межах національної економічної системи класифікуються через призму двох теоретичних підходів: валютного заміщення (currency substitution) та заміщення активів (asset substitution). Валютне заміщення виникає, коли іноземна валюта починає виконувати функції засобу обігу та одиниці рахунку – процес, що найчастіше ініціюється в умовах високої інфляції. Заміщення активів відображає схильність резидентів диверсифікувати портфелі активів, використовуючи іноземну валюту як засіб збереження вартості навіть за відсутності її щоденного використання в розрахунках.

Для України характерною є часткова (фактична) доларизація, за якої національна валюта залишається єдиним законним платіжним засобом, але значна частина фінансових контрактів, цін на активи та заощаджень населення де-факто номінована в іноземній валюті. Теоретичні засади монетарної трансмісії та ефекти доларизації досліджували також Р. Benigno, L. Schilling та Н. Uhlig [1], Н. Dalgic [4], F. Ferrante та Е. Goshen [5]. Механізм валютного регулювання та його роль у забезпеченні стабільності обмінного курсу гривні ґрунтовно досліджує О. Береславська [10], аналізуючи ефективність валютних обмежень як інструменту монетарної стабілізації в умовах кризових явищ. О. Шаров розробляє концепцію монетарної ентропії як стану хаотизації грошової системи в умовах глобалізаційних процесів, пов'язуючи рівень доларизації з фазами ентропійно-негентропійного циклу розвитку міжнародної валютної системи [21].

Аналіз МВФ підтверджує: успішна дедоларизація вимагає не лише монетарної стабілізації, а й розвитку внутрішніх ринків капіталу та впровадження індексованих активів як альтернативи іноземній валюті [2; 6]. Трансформацію міжнародної валютної системи в умовах де-доларизації та цифровізації, а також виклики, що постають перед національними монетарними системами в цьому контексті, досліджують В.Мищенко та С. Науменкова [16] – зокрема аналізуючи сценарії розвитку глобальної валютної архітектури та їх наслідки для монетарної політики держав із доларизованими економіками. Динаміку показників довіри до монетарної політики в Україні у 2025 році, що є важливим індикатором ефективності монетарного регулювання та передумовою успішної дедоларизації, аналізує А. Дробязко [13].

Окремим теоретичним феноменом є тезаврація – свідоме накопичення готівки поза банківським обігом. З точки зору кількісної теорії грошей, тезаврована готівка еквівалентна грошам із нульовою швидкістю обігу: вона входить до складу грошових агрегатів номінально, однак майже не бере участі у виробничому процесі та не активується механізмами кредитного мультиплікатора. Відтік коштів із режиму тезаврації та їх залучення до офіційного фінансового обігу рівнозначне ефективному розширенню активної грошової маси без додаткової емісії.

Логічним теоретичним антиподом тезаврації є реінтеграція готівкової валюти у грошово-кредитну систему – цілеспрямований процес залучення позабанківських валютних активів приватних інвесторів до офіційного фінансового кругообігу через інституційні механізми добровільного характеру: банківські депозити, державні цінні папери або інструменти колективного інвестування. Принципово важливо розмежувати реінтеграцію від суміжних понять. На відміну від дедоларизації – широкого структурного процесу відновлення монетарних функцій націо-

нальної валюти – реінтеграція є вужчим операційним концептом: вона не передбачає примусової конвертації валютних активів у гривню, а спрямована на переведення активів з режиму нульової швидкості обігу до активного фінансового кругообігу зі збереженням валютної деномінації. На відміну від репатріації капіталу – яка стосується транскордонного повернення активів – реінтеграція охоплює кошти, що фізично перебувають всередині країни, але виключені з банківського посередництва. З позицій кількісної теорії грошей, реінтеграція тезаврованих активів є функціонально еквівалентною розширенню активної грошової маси без додаткової емісії – через відновлення ненульової швидкості обігу та активацію кредитного мультиплікатора. У термінах концепції ієрархії ліквідних активів (near-money hierarchy) це означає переміщення коштів з нижчого рівня ієрархії – готівки поза офіційним обігом – до вищого рівня: банківських депозитів або ринкових інструментів, що беруть повноцінну участь у механізмах фінансового посередництва [8].

Невивченим аспектом проблеми залишається роль стейблкоїнів як нового структурного чинника, що посилює позабанківську акумуляцію валюти в умовах регуляторних обмежень НБУ. Крім того, відсутній системний аналіз інструментів реінтеграції, адаптованих до специфіки воєнної економіки України, що й зумовлює актуальність даного дослідження.

**Причини зростання готівкової валюти поза банківською системою.**

**Регуляторна архітектура воєнного часу.**

Повномасштабне вторгнення 2022 року змусило НБУ радикально змінити правила валютних операцій. Ключовим документом стала Постанова Правління НБУ №18 від 24 лютого 2022 року, що визначила основні адміністративні обмеження для стабілізації фінансової системи. Динаміка цих обмежень для фізичних осіб відображена у Таблиці 1.

Таблиця 1

**Динаміка обмежень Національного банку для фізичних осіб**

Дата	Зняття готівки	Купівля валюти	Зняття готівки за кордоном
24.02.2022	Ліміт 100 тис. грн/день (грн); повна заборона іноз. валюти	Повна заборона	Без обмежень
04.03.2022	Ліміт 30 тис. грн/день (іноз. валюта)	Без змін	Без змін
21.03.2022	Ліміт 100 тис. грн/день (іноз. валюта)	Без змін	Ліміт 100 тис. грн/міс.
21.07.2022	Без змін	Купівля на депозит – 50 тис. грн / 3 міс.	12,5 тис. грн/тиж.
29.09.2022	Без змін	Купівля на депозит – 100 тис. грн / 3 міс.	Без змін
28.08.2023	Без змін	Ліміт 50 тис. грн/міс.; збільш. депозит до 200 тис. грн / 3 міс.	Без змін
30.11.2023	Без змін	Знято всі обмеження на продаж готівкової валюти	Без змін
10.05.2025	Без змін	Без змін	17,5 тис. грн/тиж.

Джерело: складено автором за даними НБУ. URL: <https://bank.gov.ua> [19]

З наукової точки зору, встановлення жорстких бар'єрів на вихід капіталу розриває природний цикл оборотності іноземної валюти: вона продовжує надходити в країну через канали експорту, міжнародної допомоги та приватних переказів, однак втрачає мобільність у внутрішньому фінансовому середовищі. Наслідком є концентрація надлишкової валютної маси поза офіційним банківським обігом: за відсутності ліквідних каналів розміщення та за збереження адміністративних обмежень на вилучення коштів з рахунків, домогосподарства надають перевагу утриманню активів у готівковій формі [17].

Обмеження для юридичних осіб більше стосувались транскордонного руху валюти. Їх динаміка представлена у Таблиці 2.

#### **Економічні та монетарні детермінанти.**

Одним із головних стимулів до накопичення валюти є інфляційний тиск. Пік інфляції у 26,6% у жовтні 2022 року спровокував зростання попиту на валютні активи як відповідь на знецінення гривні [14]. НБУ використовував високу облікову ставку (до 25% у певні періоди) для стимулювання гривневих заощаджень: якщо дохідність гривневих депозитів перевищує очікувану девальвацію та інфляцію, схильність до валютизації знижується. Однак за умов значної макроекономічної невизначеності цей механізм діяв лише частково.

#### **Інституційні фактори та запобіжний мотив заощадження.**

З позиції поведінкової економіки, ситуація воєнного часу стимулює домінацію запобіжного мотиву заощадження. Населення сприймає готівкову валюту як найбільш ліквідний та безпечний актив, захищений від адміністративних ризиків – примусової конвертації чи обмежень на розпорядження власністю. Дослідження підтверджують, що якість інституцій та довіра до макроекономічної політики є основними детермінантами варіацій доларизації між країнами [7]. І. Дернова (2024) у контексті України констатує, що військова агресія РФ суттєво посилила ризики, пов'язані з національною валютою, перетворивши готівковий долар на основний інструмент збере-

ження вартості для широких верств населення [11].

#### **Стейблкоїни як паралельний канал трансферу вартості.**

Поява стейблкоїнів (stablecoins) як нового класу цифрових фінансових інструментів суттєво трансформувала ландшафт валютного регулювання. Стейблкоїн – це різновид криптовалюти, вартість якої прив'язана до стабільного зовнішнього активу, як правило, до долара США у співвідношенні 1:1. На відміну від традиційних криптовалют, що схильні до екстремальної волатильності, стейблкоїни проєктуються як цифровий аналог фіатних грошей: вони поєднують технологічні переваги блокчейну (миттєвість, транскордонність, відсутність посередника) зі стабільністю номінальної вартості. Механізм підтримки прив'язки ґрунтується на принципі «підтвердження резервів» (Proof of Reserves): емітент зобов'язується утримувати активи в обсязі, що дорівнює або перевищує кількість випущених токенів [9].

Найпоширенішим стейблкоїном є USDT (Tether) – фіатно-забезпечений стейблкоїн долара США, що займає домінуючу позицію на глобальних криптовалютних ринках: понад 70% обсягу торгів на криптобіржах забезпечується торговими парами з USDT. Масштаби використання стейблкоїнів набули макроекономічно значущих обсягів: у 2024 році загальний обсяг транзакцій із використанням стейблкоїнів перевищив 5,62 трлн дол. США, що порівнянно з річним платіжним оборотом великих платіжних систем [3].

Компанія Tether Limited, що емітує USDT, станом на 2025–2026 роки стала одним із найбільших у світі власників державного боргу США, утримуючи понад 135 млрд дол. США у казначейських облігаціях [9]. В Україні стейблкоїни набули значного поширення в умовах валютних обмежень НБУ: фактично вони функціонують як інструмент трансферу вартості за межі юрисдикції в обхід традиційних банківських каналів. При цьому виникає характерний структурний дисбаланс: цифровий еквівалент вартості покидає країну, тоді як фізична готівка, за яку стейблкоїн було придбано на P2P-ринку, залишається всередині

Таблиця 2

#### **Динаміка обмежень Національного банку для юридичних осіб**

Дата	Оплата імпорту	Погашення боргів
24.02.2022	Заборона, крім критичного імпорту	Повна заборона
04.04.2022	Поступове розширення переліку	Без змін
29.09.2022	Без змін	Можлива виплата відсотків
21.06.2023	Без змін	Дозволено % за новими кредитами (після 20.06.23) до 12% річних
30.11.2023	Розширено перелік послуг	Без змін
04.05.2024	Скасовано всі валютні обмеження для імпорту робіт та послуг	Без змін
10.05.2025	Отримали право здійснювати операції, які раніше були заборонені, в межах «інвестиційного ліміту»	Виконувати зобов'язання за кредитами/позиками, отриманими до 20 червня 2023 року

Джерело: складено автором за даними НБУ. URL: <https://bank.gov.ua> [19]



**Рис. 1. Обсяги транзакцій стейблкоїнів, 2019–2024 рр. (трлн дол. США).**

Джерело: Visa Onchain Analytics Dashboard; Binance Research, Full-Year 2024 & Themes for 2025 [3]

країни та збільшує обсяг позабанківської готівкової маси. Наявність стійкої «премії» на вартість стейблкоїнів в Україні у 1–3% порівняно з міжнародними котируваннями є кількісним індикатором надмірного попиту на канали виводу капіталу та дефіциту легальних інструментів конвертації.

**Масштаби явища: статистичний аналіз динаміки готівкового валютного балансу.**

Для оцінки обсягів накопичення готівкової валюти проаналізуємо офіційні дані НБУ щодо ввезення та вивозу готівки банками за 2012–2025 роки (Таблиця 3).

Аналіз представлених даних демонструє стійку структурну асиметрію між ввезенням та вивозом готівкової валюти. Сумарне позитивне сальдо за

2012–2025 роки склало 97,632 млрд дол. США. Воєнний період 2022–2024 років характеризується різким прискоренням чистого припливу готівки: темпи зміни сальдо у 2022 році зросли на 180,61% – що відповідає класичній моделі реагування на макроекономічну невизначеність, за якої готівкова валюта набуває функції пріоритетного ліквідного активу. У 2024 році чистий приплив склав 14,6 млрд дол. США, що становить майже 15% від усього накопиченого обсягу за 13 років.

Дані за 2025 рік фіксують зміну тенденції: вперше зафіксовано від'ємний темп зміни сальдо (–39,17%) при рекордному офіційному вивозі (2,9 млрд дол. США), що може відображати як початок часткової девальютації, так і структурний відтік капіталу гро-

Таблиця 3

**Обсяги ввезення та вивозу банками готівкової валюти (еквівалент млн дол. США), 2012–2025 рр.**

Рік	Ввезення (млн дол.)	Вивіз (млн дол.)	Сальдо (млн дол.)	Частка від загального сальдо, %	Темп зміни сальдо до поперед., %
2012	20 696	1 344	19 352	19,82%	–
2013	15 404	971	14 432	14,78%	–25,42%
2014	12 431	302	12 129	12,42%	–15,96%
2015	3 263	124	3 139	3,22%	–74,12%
2016	1 751	1 019	732	0,75%	–76,68%
2017	2 173	784	1 390	1,42%	89,89%
2018	2 032	867	1 165	1,19%	–16,19%
2019	2 548	700	1 848	1,89%	58,63%
2020	5 434	1 365	4 069	4,17%	120,18%
2021	4 288	2 406	1 882	1,93%	–53,75%
2022	5 878	597	5 281	5,41%	180,61%
2023	9 463	774	8 689	8,90%	64,53%
2024	15 938	1 311	14 627	14,98%	68,34%
2025	11 769	2 872	8 897	9,11%	–39,17%
Всього	113 068	15 436	97 632	100%	–

Джерело: складено авторами за даними НБУ. Обсяги ввезення/вивезення готівкової валюти [20]

мадян, що пройшли тривалу економічну інтеграцію в країнах перебування.

**Наукове обґрунтування гіпотези: важливість повернення готівкової валюти в структуру грошової маси.**

Реінтеграція готівкової валюти є стратегічним пріоритетом з наступних взаємопов'язаних наукових підстав.

**Відновлення ефективності монетарної трансмісії.**

Монетарна трансмісія – механізм, через який рішення центрального банку впливають на реальну економіку. В умовах високої доларизації цей механізм суттєво послаблюється: за збереження значної частки заощаджень в іноземній валюті зміна облікової ставки НБУ має обмежений вплив на споживчу та інвестиційну поведінку домогосподарств. Трансмісійний ланцюжок «облікова ставка → ставка за депозитами → попит на кредити → сукупний попит → інфляція» порушується, оскільки суб'єкти господарювання орієнтуються на динаміку обмінного курсу, а не на процентні ставки в гривні. Реінтеграція готівкової валюти через банківські депозити відновлює цей механізм передачі та підвищує ефективність монетарної політики НБУ [17].

**Активізація кредитного мультиплікатора.**

Відповідно до базової теорії кредитного мультиплікатора, кожна одиниця коштів, залучена до банківської системи на умовах депозиту, за резервних вимог у 15–20% уможливує розширення кредитного портфеля у 3–4 рази (при цьому необхідно враховувати, що в умовах воєнного часу, коли кредитний ризик є надзвичайно високим, а попит на довгострокове кредитування обмежений, механічне застосування класичного мультиплікатора потребує коригування). Мобілізація навіть 10 млрд дол. США із позабанківського обігу створює потенціал для суттєвого кредитного розширення без додаткової емісії та без нарощування суверенного боргу.

**Фінансування відбудови без нарощування зовнішнього боргу.**

Трансформація позабанківських валютних активів у фінансові інструменти дозволяє мобілізувати внутрішній капітал для фінансування інфраструктурних проєктів без збільшення зовнішнього суверенного боргу. Доходи населення, акумульовані у готівковій валюті поза банківською системою, є потенційним фінансовим ресурсом держави, повноцінне залучення якого до офіційного обігу відповідає принципу фіскальної стійкості (fiscal sustainability) – необхідної умови для збереження кредитних рейтингів та доступу до міжнародних ринків капіталу в майбутньому [15].

**Зниження ризику курсової нестабільності.**

Позабанківські валютні активи формують прихований ризик «валютної паніки»: в умовах різкого погіршення очікувань ці кошти можуть у короткий термін вийти на внутрішній валютний ринок, чинячи

значний тиск на обмінний курс. Залучення цих активів до банківської системи підвищує передбачуваність попиту на іноземну валюту та знижує витрати НБУ на курсову стабілізацію через інтервенції.

**Повернення сеньйоражу.**

Утримання готівкових доларів та євро означає фактичне надання безвідсоткового кредиту монетарним органам США та Єврозони. Переорієнтація заощаджень на гривневі фінансові інструменти повертає частину відповідного сеньйоражного ефекту до вітчизняної фінансової системи та державного бюджету.

**Можливі механізми реінтеграції.**

Реінтеграція готівкової валюти потребує одночасної дії на трьох рівнях: зниження транзакційних витрат переходу від тезаврації до депозиту або інвестиційного інструменту, підвищення відносної доходності офіційних фінансових активів та відновлення інституційної довіри населення до регульованого фінансового сектора.

**Валютні ОВДП та цільові облигації відбудови.**

Найбільш органічним та інституційно простим механізмом є розширення ринку валютних облигацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Відповідно до теорії портфельного розподілу активів, підвищення доходності фінансових активів, номінованих у іноземній валюті, але розміщених усередині країни, знижує стимул до тезаврації та переводить капітал у регульований сектор. Дохідність валютних ОВДП на рівні 3–5% річних у доларах США формує суттєву перевагу порівняно з нульовою доходністю тезаврованої готівки, зберігаючи при цьому валютний захист. У 2025 році уряд залучив від продажу валютних ОВДП понад 2 445,9 млн дол. США та 779,2 млн євро. Масштабування цього механізму через розширення доступу для роздрібних інвесторів є першочерговим інструментом мобілізації прихованих резервів.

**Система гарантування вкладів: від воєнного режиму до стандарту ЄС.**

Класична проблема асиметричної інформації в банківській системі полягає в тому, що вкладники не мають достатньо інформації для оцінки надійності банку, а тому за відсутності захисного механізму схильні до банківських панік (adverse selection). Поширення захисту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) на валютні депозити усуває ключовий бар'єр – ризик втрати заощаджень у разі банкрутства банку.

В умовах воєнного стану діє тимчасовий режим розширеного захисту вкладників: відповідно до змін до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», внесених з метою підтримки фінансової стабільності під час воєнного стану, передбачено гарантування 100% суми вкладів (без обмеження розміру) на весь період його дії. Цей захід суттєво знижив ризики для вкладників і сприяв частковій стабілізації депозитної бази банків.

Проте цей режим є тимчасовим, і після скасування воєнного стану автоматично відновиться стандартна гарантія у розмірі 600 000 гривень (що за поточним курсом становить близько 14 600 дол. США), яка не покриває більшості середніх і значних валютних заощаджень. Ця невизначеність стримує розміщення великих валютних сум на депозитах: раціональний вкладник, що зберігає 30–50 тис. дол. США у готівковій формі, враховує ризик втрати захисту після завершення воєнного стану і відповідно зберігає перевагу щодо готівкового утримання активів.

Перспективним рішенням в майбутньому є якнайшвидший законодавчий перехід до стандарту ЄС, що передбачає гарантування вкладів до 100 000 євро на одного вкладника в одному банку (Директива 2014/49/ЄС про схеми гарантування депозитів) [12]. Цей стандарт забезпечить довгострокову передбачуваність захисту та усуне невизначеність після скасування воєнного стану, а також є обов'язковою умовою виконання зобов'язань у рамках євроінтеграційного курсу України.

#### **Одноразове добровільне декларування (амністія капіталу).**

Добровільне декларування – тимчасова можливість легалізувати готівкову валюту без кримінального переслідування за умови її розміщення на депозит або в ОВДП – є одним із потенційно ефективних механізмів мобілізації позабанківських активів. Оскільки повне усунення тіньового обігу є практично неможливим у короткостроковій перспективі, держава може отримати суттєвий вигреш через запровадження компромісних умов нормалізації. Ключовою умовою успіху є чіткий правовий захист учасників програми, прозорість критеріїв легалізації та обмеженість часового вікна, що формує стимул до дій.

#### **Розвиток внутрішнього ринку цінних паперів та інститутів спільного інвестування.**

Попри важливість банківських депозитів і ОВДП, їх недостатньо для повноцінної мобілізації прихованих заощаджень та їхнього спрямування у реальний сектор економіки. Функцію, яку банківська система виконати не може – пряме акціонерне та боргове фінансування підприємств – має забезпечувати розвинений ринок цінних паперів. Відповідно до теорії фінансового посередництва, глибокі ринки капіталу підвищують ефективність алокації ресурсів, знижують вартість фінансування для емітентів та диверсифікують ризики в економіці. Ці функції є критично важливими як в умовах воєнного часу, так і в контексті повосенної відбудови [7].

Поточний стан внутрішнього ринку цінних паперів України є суттєвою структурною вадою: вторинний ринок акцій фактично не функціонує, ринок корпоративних облігацій є мінімальним, Українська біржа та ПФТС не виконують роль механізму ефективного ціноутворення. Регулятор – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

(НКЦПФР) – не реалізував потенціал ринку як каналу залучення внутрішніх інвестицій навіть у довоєнний час.

Першочерговим напрямом є розвиток внутрішнього ринку корпоративних облігацій для підприємств оборонно-промислового комплексу та мілтех-сектору. Компанії, що виробляють безпілотні авіаційні системи, засоби радіоелектронної боротьби, захищені системи зв'язку та боєприпаси, потребують інвестиційного капіталу, який банківське кредитування надати не може через короткострокову природу депозитів та вимоги до застави. Корпоративні облігації таких емітентів, забезпечені державними контрактами або гарантіями, можуть стати привабливим інструментом для персональних інвесторів, що готові розмістити валютні активи, – особливо якщо вони будуть деноміновані в іноземній валюті з виплатою купону в твердій валюті.

Не менш критичним є використання механізмів ринку цінних паперів для фінансування відновлення та розвитку енергетичної інфраструктури України. Масштаб руйнувань об'єктів генерації, передачі та зберігання електроенергії внаслідок ракетних ударів вимагає залучення десятків мільярдів доларів інвестицій. Цільові інвестиційні фонди (ІСІ) або облігаційні програми, прив'язані до конкретних енергетичних проектів, можуть забезпечити залучення приватного капіталу з чітким цільовим призначенням та прогнозованою дохідністю.

Особливий потенціал мають «зелені облігації» (green bonds) та «інфраструктурні облігації» для фінансування відновленої генерації. Такі інструменти широко застосовуються на ринках ЄС та можуть бути адаптовані до умов України з використанням гарантій міжнародних фінансових установ (ЄБРР, ІФС, МІГА). Міжнародний досвід підтверджує практичність такого підходу: Ізраїль під час воєнних конфліктів систематично залучав кошти населення через «оборонні облігації» (Defense Bonds) (або «військові облігації»), а в роки Другої світової війни США та Великобританія успішно фінансували частину воєнних витрат через такі «воєнні облігації» для роздрібних інвесторів.

НКЦПФР та НБУ мають координувати розробку нормативної бази, що дозволить ІСІ залучати активи у валюті та вкладати їх у корпоративні та інфраструктурні цінні папери. Це замкне інвестиційний ланцюжок: «позабанківські валютні заощадження персональних інвесторів → інститут спільного інвестування → цільові облігації оборонних або енергетичних проектів → виробництво та відбудова → підвищення обороноздатності та енергетичної незалежності країни».

#### **Умови успішної реінтеграції: інституційно-правовий контекст.**

Будь-який із описаних вище механізмів спрацює лише за наявності відповідного інституційного підґрунтя. Необхідними умовами є:

По-перше, макроекономічна стабільність обмінного валютного курсу. Будь-яка загроза різкої девальвації руйнує стимули до розміщення коштів у банківській системі: за умов знецінення гривні навіть висока процентна ставка не компенсує валютний збиток. Збереження керованого режиму обмінного курсу та нарощування міжнародних резервів є передумовою, без якої жоден інший інструмент не матиме достатнього ефекту.

По-друге, довіра до регулятора. Населення має бути впевнене, що розміщені кошти не стануть предметом адміністративної конфіскації, примусової конвертації чи обмежень на зняття. Подолання недовіри до фінансових інституцій є однією з ключових детермінант успішної дедоларизації в усіх країнах, що проходили аналогічний шлях [1, 5].

По-третє, активна інформаційна та просвітницька робота. Значна частина позабанківської валюти належить домогосподарствам з недостатнім рівнем фінансової грамотності для самостійної оцінки переваг ОВДП або ринкових ставок за депозитами. Прозорість умов залучення та доступність інструментів через мобільні банківські додатки є критично важливими для охоплення широких верств населення.

**Висновки.** Дана стаття переосмислює проблему готівкової валюти в Україні: від суто статистичного явища доларизації – до стратегічного виклику і можливості для грошово-кредитної системи країни.

Накопичення кумулятивного чистого ввезення готівкової валюти є закономірним результатом дії наступних взаємопов'язаних механізмів: валютного заміщення як реакції на інституційну нестабільність, фінансової репресії у формі регуляторних обмежень НБУ в умовах повномасштабної агресії, та запобіжного мотиву заощадження як домінуючої стратегії управління активами в умовах невизначеності. Поява стейблкоїнів – насамперед USDT – як інструменту трансферу вартості при одночасному збереженні фізичної готівки всередині країни є додатковим структурним чинником, що посилює позабанківську акумуляцію валютної маси.

Ідеєю даної публікації є обґрунтування, що одночасно значний обсяг тезаврованої готівкової валюти є не лише ризиком для монетарної стабільності, а й вагомим потенційним інвестиційним ресурсом. Його реінтеграція у грошово-кредитну систему через валютні ОВДП, перехід від тимчасового воєнного режиму гарантування вкладів до стандарту ЄС (до 100 000 євро), механізми добровільного декларування та розвиток ринку цінних паперів – зокрема, корпоративних та інфраструктурних облігацій мілтех- і енергетичних проектів через механізми ІСІ – здатна:

- (1) відновити ефективність монетарної трансмісії;
- (2) активувати кредитний мультиплікатор;
- (3) забезпечити внутрішнє фінансування відбудови без нарощування зовнішнього боргу;
- (4) знизити ризик курсової нестабільності;
- (5) замкнути лан-

цюжок між заощадженнями домогосподарств та потребами оборонного та енергетичного секторів.

Реалізація цього потенціалу потребує системного підходу, що поєднує монетарні стимули з інституційним зміцненням банківської системи, фондового ринку та відновленням довіри населення до регульованих фінансових інструментів – процес тривалий, але необхідний для забезпечення фінансової суверенізації та стійкості грошово-кредитної системи України.

Окремої уваги заслуговує ризик поглиблення доларизації в умовах курсової нестабільності. Девальвація гривні створює додатковий попит на готівкову іноземну валюту, що призводить до знецінення національної валюти стимулює попит на іноземну готівку, що посилює тиск на обмінний курс і додатково скорочує купівельну спроможність гривневих заощаджень. В умовах, коли значний обсяг активів приватних інвесторів акумульований у готівковому доларі та євро, будь-яке послаблення обмінного курсу трансформується у зростання реальної вартості цих активів відносно гривневих зобов'язань, що додатково консервує поведінковий патерн тезаврації. Подолання цього циклу потребує не лише курсової стабілізації, а й формування конкурентоспроможної доходності гривневих інструментів, здатних компенсувати інфляційні та девальваційні очікування.

У контексті євроінтеграційного курсу України принципово важливою є переорієнтація валютної структури заощаджень на користь євро. Приєднання до Єврозони передбачає не лише виконання Маастрихтських критеріїв, а й поступову монетарну конвергенцію, невід'ємним елементом якої є зростання ролі євро у внутрішньому фінансовому обігу. Збільшення частки євро у структурі готівкових заощаджень, депозитів та фінансових інструментів є структурною передумовою успішної інтеграції до ЄС – оскільки знижує залежність від долара США як резервної валюти та наближає Україну до монетарного простору ЄС. Відповідно, механізми реінтеграції позабанківської готівки мають бути свідомо орієнтовані на стимулювання конверсії доларових активів в єврономіновані інструменти як пріоритетного напрямку валютної диверсифікації.

Геополітичні процеси глобального масштабу формують додаткові структурні детермінанти для переосмислення оптимальної валютної структури позабанківських заощаджень. Збройні конфлікти та дестабілізація на Близькому Сході генерують системні ризики для долара США як резервного активу: волатильність нафтових ринків, тиск на глобальні платіжні коридори та наростаючий рух низки держав у напрямку часткової дедоларизації міжнародних розрахунків підривають традиційний статус долара як «безризикового» засобу збереження вартості та підвищують невизначеність щодо його реальної купівельної спроможності у довгостроковій перспективі [16].

Це становить безпосередню загрозу реальній вартості доларових заощаджень домогосподарств: за умов глобального інфляційного тиску та накопичення геополітичних ризик-преміумів навіть номінально стабільна готівка у доларах США може зазнавати прихованої реальної ерозії, що є аргументом проти беззаперечного домінування долара у структурі тезаврованих активів. На противагу цьому, поглиблення монетарної та економічної консолідації в Євросоюзі – зокрема, інституційне зміцнення ЄЦБ, поступове розширення Єврозони та зростання питомої ваги євро у міжнародних розрахунках і офіційних резервах – формує сприятливий структурний контекст для зміцнення євро як стабільної резервної валюти та відкриває нові можливості для залучення інвестицій у єврономінованих інструментах як для самої єврозони, так і для країн, що реалізують євроінтеграційний курс [16]. Для України це додатково підсилює економічну доцільність свідомої переорієнтації валютної структури позабанківських заощаджень від долара до євро в рамках описаних вище механізмів реінтеграції.

Проблема ліквідності фінансових активів в умовах глобальної невизначеності набуває особливого значення для розуміння природи тезаврації. Геополітична турбулентність, волатильність фондових ринків та фрагментація міжнародних платіжних систем знижують ліквідність традиційних фінансових інструментів і підвищують трансакційну привабливість готівкової іноземної валюти. Парадокс поля-

гає в тому, що глобальна невизначеність одночасно підриває ліквідність організованих ринків і посилює попит на готівку як абсолютно ліквідний актив – тим самим структурно відтворюючи позабанківську акумуляцію валюти навіть за умов монетарної стабілізації. Проектуючи це на реалії України, слід визнати, що запропоновані інструменти реінтеграції матимуть обмежений ефект, якщо не будуть забезпечені достатньою ліквідністю та механізмами дострокового виходу, що імітують привабливість готівки як засобу негайного розрахунку.

Нарешті, в умовах глобальної інфляції особливої актуальності набуває питання капіталізації грошей – тобто їх трансформації з пасивного засобу збереження вартості у продуктивний фінансовий актив, здатний генерувати реальну дохідність. Тезаврована готівкова валюта в умовах стійкого інфляційного тиску є від'ємно дохідним активом у реальному вимірі: її номінальна вартість залишається незмінною, тоді як купівельна спроможність систематично знижується. Реінтеграція цих коштів через інструменти з фіксованою дохідністю – валютні ОВДП, індексовані депозити, структуровані інфраструктурні облигації – забезпечує не лише макроекономічний ефект активізації грошового мультиплікатора, а й мікроекономічний стимул для приватного інвестора: перехід від знецінення тезаврованого капіталу до його реальної капіталізації в умовах глобальної монетарної ентропії.

#### СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Benigno P., Schilling L. M., Uhlig H. Cryptocurrencies, Currency Competition, and the Impossible Trinity. *Journal of International Economics*. 2022. Vol. 136. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103601>
2. Bennett A., Borensztein E., Baliño T. J. T. Monetary Policy in Dollarized Economies. *IMF Occasional Paper*. 1999. DOI: <https://doi.org/10.5089/9781557757579.084>
3. Binance Research. Full-Year 2024 & Themes for 2025. 2024. URL: <https://research.binance.com>
4. Dalgic H. C. Financial Dollarization in Emerging Markets: An Insurance Arrangement. *International Economic Review*. 2024. Vol. 65. DOI: <https://doi.org/10.1111/iere.12686>
5. Ferrante F., Groshen E. Devaluations, Deposit Dollarization, and Household Heterogeneity. *International Finance Discussion Paper / Federal Reserve Board*. 2022. No. 1336. URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1336.pdf>
6. IMF Country Report No. 20/204. Ukraine. Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2015 Extended Fund Facility. Washington: IMF, 2020. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2020/english/1ukrea2020002.pdf>
7. Myskiv G., Grygoryshyn N., Levytska-Revutska O. Efficiency of Ukraine's Monetary Policy in the Context of Achieving Monetary Security. 2021. DOI: <https://doi.org/10.5604/01.3001.0014.9150>
8. Stein J. C., Wallen J. The Imperfect Intermediation of Money-Like Assets. *Journal of Finance*. 2025. Vol. 80, No. 6. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.13500>
9. Tether Limited. Tether Attestation Reports Q1–Q3 2025. 2025. URL: <https://tether.to/en/transparency>
10. Береславська О. І., Березовик В. Роль валютних обмежень у забезпеченні стабільної динаміки обмінного курсу в Україні. *Економіка та суспільство*. 2024. № 64. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-1>
11. Дернова І. Доларизація економіки України в умовах війни: статистична оцінка. *Економіка та суспільство*. 2024. № 69. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-69-16>
12. Директива 2014/49/ЄС Європейського Парламенту та Ради про схеми гарантування депозитів (DGS Directive). *Official Journal of the European Union*. 2014.
13. Дробязко А. О., Свистун А. О. Динаміка показників, що вимірюють довіру до монетарної політики в Україні у 2025 році. *Фінанси України*. 2025. № 12. С. 35–51. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2025.12.035>
14. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2022 році. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/koментар-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>
15. Лютій І. О., Моташко Т. П. Доходи населення та їх роль у формуванні фінансових ресурсів держави. *Світ фінансів*. 2011. № 2. С. 59–65. URL: <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/530>
16. Міщенко В. І., Науменкова С. В. The International Currency System in the Age of De-dollarisation and Digitisation. *Three Seas Economic Journal*. 2025. Vol. 6, No. 4. P. 44–50. DOI: <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2025-4-6>

17. Нікіфоров П. О., Краус Н. М., Краус К. М. Регулювання грошового ринку інструментами монетарної політики. *European scientific journal of Economic and Financial innovation*. 2022. № 2(10). С. 77–90. DOI: <http://doi.org/10.32750/2022-0207>
18. НБУ. Динаміка міжнародних резервів. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics>.
19. НБУ. Нормативна база. Закони України, нормативно-правові та інші акти Національного банку. URL: <https://bank.gov.ua/ua/legislation>
20. НБУ. Обсяги ввезення/вивезення готівкової валюти. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>
21. Шаров О. М. Монетарна ентропія в умовах економічної глобалізації. *Фінанси України*. 2024. № 7. С. 106–128. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2024.07.106>

## REFERENCES

1. Benigno P., Schilling L. M. & Uhlig H. (2022). Cryptocurrencies, Currency Competition, and the Impossible Trinity. *Journal of International Economics*, 136. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103601>
2. Bennett A., Borensztein E. & Baliño T. J. T. (1999). Monetary Policy in Dollarized Economies. *IMF Occasional Paper*. <https://doi.org/10.5089/9781557757579.084>
3. Binance Research. (2024). Full-Year 2024 & Themes for 2025. Retrieved from <https://research.binance.com>
4. Dalgic H. C. (2024). Financial Dollarization in Emerging Markets: An Insurance Arrangement. *International Economic Review*, 65. <https://doi.org/10.1111/iere.12686>
5. Ferrante F. & Groshen E. (2022). Devaluations, Deposit Dollarization, and Household Heterogeneity (*International Finance Discussion Paper* No. 1336). Federal Reserve Board. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1336.pdf>
6. International Monetary Fund. (2020). Ukraine: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2015 Extended Fund Facility (Country Report No. 20/204). Retrieved from <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2020/english/ukrea2020002.pdf>
7. Myskiv G., Grygoryshyn N. & Levytska-Revutska O. (2021). Efficiency of Ukraine's monetary policy in the context of achieving monetary security. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0014.9150>
8. Stein J. C. & Wallen J. (2025). The imperfect intermediation of money-like assets. *Journal of Finance*, 80(6). <https://doi.org/10.1111/jofi.13500>
9. Tether Limited. (2025). Tether Attestation Reports Q1–Q3 2025. Retrieved from <https://tether.to/en/transparency>
10. Bereslavskaya O. I. & Berezovyyk V. (2024). Rol valyutnykh obmezhen u zabezpechenni stabilnoi dynamiky obminnohokursu v Ukraini [The role of foreign exchange restrictions in ensuring stable exchange rate dynamics in Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo [Economy and Society]*, (64). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-1>
11. Dernova I. (2024). Dolaryzatsiia ekonomiky Ukrainy v umovakh viiny: statystychna otsinka [Dollarization of Ukraine's economy in wartime: statistical assessment]. *Ekonomika ta suspilstvo [Economy and Society]*, (69). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-69-16>
12. European Parliament and Council. (2014). Directive 2014/49/EU on deposit guarantee schemes (DGS Directive). *Official Journal of the European Union*.
13. Drobiazko A. O. & Svystun A. O. (2025). Dynamika pokaznykiv, shcho vymiryuiut doviru do monetarnoi polityky v Ukraini u 2025 rotsi [Dynamics of indicators measuring trust in monetary policy in Ukraine in 2025]. *Finance of Ukraine*, (12), 35–51. <https://doi.org/10.33763/finukr2025.12.035>
14. National Bank of Ukraine. (2022). Komentar Natsionalnoho banku shchodo rivnia inflatsii u 2022 rotsi [Commentary of the National Bank on the inflation rate in 2022]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>
15. Lyutyi I. O. & Motashko T. P. (2011). Dokhody naselennia ta yikh rol u formuvanni finansovykh resursiv derzhavy [Income of the population and their role in the formation of financial resources of the state]. *Svit finansiv [World of Finance]*, (2), 59–65. <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/530>
16. Mishchenko V. & Naumenkova S. (2025). The international currency system in the age of de-dollarisation and digitisation. *Three Seas Economic Journal*, 6(4), 44–50. <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2025-4-6>
17. Nikiforov P. O., Kraus N. M. & Kraus K. M. (2022). Rehuliuвання hrshovoho rynku instrumentamy monetarnoi polityky [Money market regulation with monetary policy instruments]. *European Scientific Journal of Economic and Financial Innovation*, 2(10), 77–90. <https://doi.org/10.32750/2022-0207>
18. National Bank of Ukraine. (n.d.). Dynamika mizhnarodnykh rezerviv [Dynamics of international reserves]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics>
19. National Bank of Ukraine. (n.d.). Normatyvna baza. Zakony Ukrainy, normatyvno-pravovi ta inshi akty Natsionalnoho banku [Legislative framework. Laws of Ukraine, regulatory and other acts of the National Bank]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/legislation>
20. National Bank of Ukraine. (n.d.). Obsiahy vvezennia/vyvezennia hotivkovoi inozemnoi valiuty [Volumes of cash foreign currency import/export]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>
21. Sharov O. (2024). Monetary entropy in the conditions of economic globalization. *Finance of Ukraine*, (7), 106–128. <https://doi.org/10.33763/finukr2024.07.106>

Дата надходження статті: 26.02.2026

Дата прийняття статті: 19.03.2026

Дата публікації статті: 31.03.2026