

# ПОЛІТЕКОНОМІЯ

---

<https://doi.org/10.15407/etet2026.02.005>

УДК: 336.74:004.9

JEL: E42, O33, G21, G23, G28

**Тетяна Кричевська**

## СТЕЙБЛКОЇНИ: МОДЕЛІ СТАБІЛІЗАЦІЇ ТА МЕЖІ ПРИВАТНОЇ ГРОШОВОЇ ЕМІСІЇ

*Гібридна природа стейблкоїнів як альтернативи й доповнення до традиційних фінансів та їхня глобальність, забезпечена технологією розподіленого реєстру, перетворюють їх на об'єкт конкуренції за позиції держав і фінансових суб'єктів у новій конфігурації глобальної фінансової архітектури. Ключовими викликами державного регулювання є: вибір ступеня технологічної нейтральності; врахування глобальної природи токенів, зумовленої архітектурою блокчейну; визначення ролі приватних стейблкоїнів у грошовій системі цифрової економіки.*

*З'ясовано природу стейблкоїна в динаміці і різноманітні механізми стабілізації вартості, моделей управління, ступенів інтеграції з традиційними фінансами та видів фінансової діяльності, що відтворюються емітентами за різних регуляторних режимів. Охарактеризовано бізнес-моделі й еволюцію тринадцяти найбільших стейблкоїнів з екзогенними та ендогенними механізмами стабілізації.*

*Розкрито специфіку USDT як глобального офшорного платіжного інструменту, який, попри непрозорість резервів і підвищені ризики, набув ознак too big to fail для крипторинку та став інклюзивним доларовим інструментом у реальній економіці. Показано конкуренцію між регульованими стейблкоїнами традиційних фінансових посередників і регульованими проєктами криптобізнесу, а також механізми отримання доходності через їх інтеграцію з платформами.*

*Ідентифіковано чинники зростання попиту на стейблкоїни з прив'язкою до євро та золота та здійснено кількісну оцінку масштабів і структурних зрушень сектору. Обґрунтовано, що за різних регуляторних режимів стейблкоїни відтворюють моделі емітента електронних грошей, нерегульованого банку, вузького банку, фонду грошового ринку чи приватного емітента банкнот, а також окреслено додаткові ризики, пов'язані з їхньою новою технологічною оболонкою. Зроблено висновок, що нерегульовані офшорні стейблкоїни можуть функціонувати, в термінології Бодрієра, як образи національних валют третього порядку, що маскують відсутність глибокої реальності, тоді як легітимізовані найбільшими*

---

*Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), д-р екон. наук; провідний науковий співробітник Державної установи "Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України". <https://orcid.org/0000-0003-1940-6820>. <https://ror.org/0244nkc36>*

*Цитування:*

*Кричевська, Т.О. (2026). Стейблкоїни: моделі стабілізації та межі приватної грошової емісії. *Економічна теорія*, (1), 5–40. <https://doi.org/10.15407/etet2026.02.005>*

*Krychevska, T. (2026). Stablecoins: stabilization models and the limits of private money issuance. *Екон. теор. – Economic Theory*, (2), 5–40. <https://doi.org/10.15407/etet2026.02.005>*

© Т. Кричевська, 2026

Creative Commons Attribution 4.0 International (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

юрисдикціями без достатнього регуляторного наповнення – як симулякри, що конструюють власну "валютну реальність".

**Ключові слова:** стейблкоїн, екзогенний та ендогенний механізми стабілізації вартості, емітент електронних грошей, банк, фонд грошового ринку, регулювання.

### STABLECOINS: STABILIZATION MODELS AND THE LIMITS OF PRIVATE MONEY ISSUANCE

**Tetiana Krychevska** (tetyanakrychevska75@gmail.com), Doctor of Economics, Leading Researcher, State Organization "Institute for Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine", Kyiv, Ukraine. <https://orcid.org/0000-0003-1940-6820>. <https://ror.org/0244nkc36>

*The hybrid nature of stablecoins – as both an alternative and a complement to traditional finance – together with their global reach enabled by distributed ledger technology, transforms them into an object of competition among states and financial actors for positions within the emerging configuration of the global financial architecture. The key challenges for public regulation include: determining the appropriate degree of technological neutrality; accounting for the global character of tokens stemming from blockchain architecture; and defining the role of private stablecoins within the monetary system of the digital economy.*

*The article seeks to clarify the nature of stablecoins through the dynamics and diversity of their value-stabilization mechanisms, governance models, degrees of integration with traditional finance, and the types of financial activities reproduced by issuers under different regulatory regimes. The business models and evolution of the thirteen largest stablecoins with exogenous and endogenous stabilization mechanisms are examined.*

*The specific features of USDT are analyzed as those of a global offshore payment instrument which, despite reserve opacity and elevated risks, has acquired "too big to fail" characteristics for the crypto market and has become an inclusive dollar-denominated instrument in the real economy. The paper demonstrates the emerging competition between regulated stablecoins issued by traditional financial intermediaries and regulated crypto-native projects, as well as the mechanisms for generating yield through their integration with platforms.*

*The factors driving increased demand for euro- and gold-pegged stablecoins are identified, and a quantitative assessment of the sector's scale and structural shifts is provided. It is substantiated that, under different regulatory regimes, stablecoins reproduce the institutional models of electronic money issuers, unregulated banks, narrow banks, money market funds, or private banknote issuers, while also generating additional risks associated with their novel technological infrastructure. The paper concludes that unregulated offshore stablecoins may function, in Baudrillard's terminology, as third-order representations of national currencies that mask the absence of a deeper monetary reality, whereas stablecoins legitimized by major jurisdictions without adequate regulatory substance may operate as simulacra that construct their own "currency reality".*

**Keywords:** stablecoin, exogenous and endogenous value stabilization mechanisms, electronic money issuer, bank, money market fund, regulation.

Гіперфінансіалізація та спекулятивний характер криптопростору і, як наслідок, надзвичайна волатильність криптоактивів зумовили потребу в інструменті для збереження та переказу стабільної вартості в межах цієї екосистеми. З одного боку, вартість стейблкоїнів фіксується не в умовних одиницях віртуального світу, а в активах традиційних фінансів (переважно суверенних резервних валютах, рідше – у золоті); з іншого – їм часто надають перевагу перед самими цими активами, обираючи віртуальну фінансову систему з огляду на інституційні, регуляторні або операційні обмеження традиційної фінансової системи.

Гібридна природа цього феномену, а також його глобальність, забезпечена технологією розподіленого реєстру, в умовах загострення гео-

політичної напруги перетворили стейблкоїни на об'єкт конкуренції за позиції держав, сегментів фінансового сектору та окремих суб'єктів у новій конфігурації глобальної фінансової архітектури.

Ключовими викликами державної інституційної адаптації та регулювання стейблкоїнів є: вибір щодо ступеня технологічної нейтральності регулювання відповідної фінансової діяльності; їх глобальна природа, зумовлена архітектурою блокчейну; визначення ролі приватних стейблкоїнів у грошовій системі.

Ми долучаємося до дослідників, які аналізують природу стейблкоїнів, акцентуючи увагу на таких аспектах: 1) дві траєкторії розвитку – інтеграція з традиційними активами та використання внутрішньоблокчейнових механізмів стабілізації; 2) спектр моделей із різними джерелами стабільності, системами управління та ступенем інтеграції з традиційними інститутами; 3) динамічний характер кожного типу й окремого проєкту, висока швидкість технологічних, управлінських та інституційних адаптацій; 4) їх чутливість до змін регуляторних режимів у ключових юрисдикціях.

**Метою статті** є з'ясування природи стейблкоїна як прояву: закономірностей взаємодії державних і приватних форм грошей; багатоманітності моделей стабілізації вартості цього гібридного інструменту; видів фінансової діяльності, що відтворюються емітентами стейблкоїнів у новій технологічній оболонці за різних регуляторних режимів.

У статті буде розглянуто: еволюцію приватних і державних форм грошей; визначення, походження та типологію стейблкоїнів; сфери їх використання, масштаби й тенденції розвитку сектору, а також природу фінансової діяльності емітентів стейблкоїнів.

Теоретико-методологічну та емпіричну базу дослідження сформували: 1) праці з теорії та історії грошей і фінансів Б. Айхенгріна, С. Габера, Дж. Гарлі, Г. Гортонна, А. Гриценка, Ч. Гударта, Д. Даймонда, Ч. Данбара, Г. Девіса, К. Джіанніні, Ф. Дибвіга, Й. ван Діллена, Р. Едвінсона, Ч. Каломіріса, Ф. Капі, С. Квінна, Ф. Лейна, Р. Мічі, Р. Робердса, П. Роти, С. Фішера, Е. Шоу, Дж. Чжана, Т. Якобсона та ін.; 2) дослідження природи криптоактивів і стейблкоїнів К. Анаду, Б. Айхенгріна, Р. Армстронга, В. Бутеріна, Г. Гортонна, К. Лагард, Ф. Лейна, Х. Мая, Т. Манчіні-Гріфоллі, Дж. Олівера, І. Отиченка, Х. Рей, М. Рінкон-Круз, Ж. Тіроля, А. Тобіаса, Н. Фергюсона, А. Хейза, Я. Цзена, Дж. Чжана, С. Шіна та ін.; 3) аналітичні матеріали міжнародних фінансових організацій, центральних банків і фінансових установ (МВФ, БМР, ЄЦБ, ФРС, Банку Англії, Дойче Банку); 4) нормативно-правові акти різних юрисдикцій щодо регулювання криптоактивів, стейблкоїнів та фінансових інституцій; 5) аналітичні матеріали компаній блокчейн-аналітики, зокрема Chainalysis; 6) білі книги (технічна документація) стейблкоїнів та інші матеріали з офіційних сайтів проєктів, розглянутих у статті; 7) дані щодо капіталізації криптоактивів, зокрема з платформ *CoinMarketCap* і *Kraken*; 8) матеріали спеціалізованих інформаційно-аналітичних платформ крипторинку.

### **Приватні і державні форми грошей в історичній перспективі**

В еволюції грошей державна й приватна складові неодноразово чергувалися та перепліталися, зрештою злившись у сучасну систему – просту у використанні, але інституційно складну.

Формування грошово-зливкової, а згодом монетної системи було пов'язане з утвердженням централізованої влади: гроші забезпечували фінансування армії (Davies, 2002) та управління територіями, а їх стандартизація ставала суспільним благом для розвитку торгівлі. Довіра до грошей почала спиратися на довіру до суверена і до самого грошового знаку (Grytsenko, 2005). Це відкривало простір для монетарної політики, але водночас породжувало конфлікт між інтересами емітента і користувачів.

Водночас інновації у грошовій сфері часто походили з приватного сектору. Перші паперові гроші в Китаї виникли як приватні боргові інструменти за династії Тан (VI–IX ст. н.е.), (*feiqian*, "летюча готівка" – боргове зобов'язання, яке дозволяло пред'явнику отримати готівку у визначеному місці), і лише згодом, за династії Сун (IX–XIII ст. н.е.), їх випуск було централізовано державою (Lane, 2025). У Європі Пізнього Середньовіччя винахід системи подвійного запису дав імпульс розвитку приватних кредитних грошей. Втім, система різноманітних приватних кредитних грошей була складною, фрагментованою і незахищеною. У Венеції, скажімо, самі її користувачі – торговці – вимагали від держави втручання у цю систему. Перший венеційський закон про банки 1270 р. вимагав від банкірів внесення застави торговому консулу (аналог сучасних вимог до капіталу); закони 1374 р. усували конфлікти інтересів, обмежуючи сферу діяльності банкірів; закон 1467 р. вимагав від банків прозорості – показувати кожному клієнтові бухгалтерські книги; закон 1523 р. встановлював норму зберігання готівки в касі, закон 1526 р. – забороняв відмовляти клієнту у виплаті чи переказі коштів на вимогу (Dunbar, 1892). Втім, цього виявилось недостатньо для запобігання частим банкрутствам банків, тож у відповідь на запити торговців у 1584 р. випуск банківських грошей було монополізовано державою у державному банку Della Piazza de Rialto.

Так з'явився інститут державного депозитно-розрахункового банку, якому заборонялося здійснювати кредитування та інвестиції, – спочатку в італійських містах-державах, а потім у торговельних північноєвропейських державах (Rota, 2015). Такі банки забезпечували стабільність рахункової одиниці й стандартизацію розрахунків, проте в кризові періоди таємно кредитували державу (Dillen van, 1964; Quinn, Roberds, 2010), не маючи достатніх інституційних механізмів управління ризиками. Їхнє місце посіли *публічні депозитно-кредитні банки*, інституційно пристосовані для проведення більш гнучкої емісійної політики і виконання ширшого кола державних функцій – сьогодні ми називаємо їх *центральними банками* (Krychevska, 2024). Скажімо, Банк Англії отримував привілеї порівняно з іншими банками в обмін на кредитування уряду, фінансові потреби якого зросли з початком періоду воєн з Францією. З часом для збереження життєздатності такої грошової і банківської системи, де інші банки діяли в умовах штучно створених обмежень, виник Лондонський грошовий ринок, централізована система резервування та кредитор останньої надії для банківської системи в особі Банку Англії (Michie, 2016; Calomiris, Haber, 2014). Так з'явилася дієва і адаптивна для різних середовищ модель інституції центрального банку, яку різні країни запроваджували за нагальної потреби або для впорядкування державного кредиту, або для впорядкування грошового обігу, або як кредитора останньої надії після банківських

криз, але надалі центральний банк виконував уже всі ці функції (*Giannini, 2011; Carie et al., 1994; Edvinsson & Jacobson, 2018*).

Водночас державні емісійні банки часто співіснували з приватними (в описаному вище випадку Венеції державна монополія на банківську діяльність проіснувала лише з 1584 до 1587 р.). У XIX ст. у багатьох країнах діяли системи вільного банкінгу з конкурентною емісією банкнот і обмеженим державним контролем.

Сучасна грошова система інтегрує державні та приватні гроші у дворівневу структуру. Вона поєднує "зовнішні гроші" (банкноти і резерви центрального банку), які є чистим багатством приватного сектору, і "внутрішні гроші" (банківські депозити), що є одночасно активом одного приватного агента і зобов'язанням іншого (*Gurley Shaw, 1960*). Держава забезпечує їхню взаємну конвертованість через регулювання, гарантування вкладів і підтримку ліквідності. Готівка при цьому не є архаїзмом: вона виконує дисциплінуючу і захисну функцію, забезпечуючи надійний запасний варіант для користувачів грошей комерційних банків, а також обмежує здатність приватних платіжних систем зловживати ринковою владою шляхом встановлення завищених комісій за платежі (*Lane, 2025*).

У термінах Банку міжнародних розрахунків така модель характеризується "єдністю грошей" (*singleness of money*): різні форми грошей приймаються за номіналом щодо спільного безпечного активу – грошей центрального банку. Життєздатність системи також визначається її еластичністю (здатністю гнучко забезпечувати ліквідність) та цілісністю (інституційним захистом довіри й легітимності) (*Shin, 2025*).

### **Визначення, походження та види стейблкоїнів**

Назва "стейблкоїн" підкреслює спробу усунути ключову ваду криптоактивів – їхню надвисоку волатильність, зумовлену гіперфінансіалізацією криптопростору та спекулятивним характером токенизованих взаємодій (*Krychevska, 2025a*). Стейблкоїн – це криптоактив із механізмом стабілізації вартості.

Зазвичай стейблкоїнами називають криптоактиви, які, за твердженням емітента або протоколу, підтримують стабільну вартість щодо суверенної валюти, іншого активу (наприклад, золота) або їх кошика. Вони виникли не просто як технологічно нова форма приватних грошей. Стейблкоїни з'явилися в середовищі децентралізованих взаємодій, де, за задумом і згідно з ідеологією шифропанків, алгоритми і технології замінюють фінансових посередників і арбітрів. *За логікою шифропанків, стабілізація вартості у просторі криптоактивів мала би передбачати децентралізовані рішення і згенеровану кодом стабільність*, подібно як у випадку біткоїна було знайдено спосіб забезпечити цифрову дефіцитність. Уже з 2011 р. на форумі *Bitcointalk* обговорювалися ідеї алгоритмічної стабілізації вартості – зокрема через зміну винагороди майнерам або пропозиції токенів<sup>1</sup>. Сьогодні такі моделі називають *алгоритмічними стейблкоїнами*.

У 2014 р. у Білій книзі *Ethereum* В. Бутерін описав прототип *забезпеченого криптоактивами стейблкоїна* у формі "хеджувального контракту".

<sup>1</sup> Bitcoin Forum. (2011, July 15). *Goldcoin and Stablecoin proposals*. <https://bitcointalk.org/index.php?topic=29135.0>

Сторони вносять по тисячі біткоїнів у смарт-контракт, а через місяць одна сторона отримує кількість біткоїна, на яку можна придбати таку ж суму доларів, як на дату відкриття контракту, а друга сторона – решту загальної суми біткоїнів, внесеної обома сторонами<sup>2</sup>. Як зазначає В. Бутерін, у цьому випадку стабільність вартості криптоактиву забезпечує не емітент, а децентралізований ринок спекулянтів, які роблять ставку на зростання криптоактиву. На відміну від забезпеченого стейблкоїна, де емітент може відмовитися від зобов'язань, спекулянти цього зробити не можуть, позаяк смарт-контракт утримує їхні кошти в ескроу. Отже, В. Бутерін показав, що у криптосфері можна синтетично відтворити долар: а) не маючи доларів; б) використовуючи криптоактив як заставу; в) без централізованого емітента.

Паралельно сформувався інший підхід – стейблкоїни, забезпечені активами традиційної фінансової системи. У цій моделі емітент приймає кошти, формує резерви поза блокчейном (гроші, цінні папери, дорогоцінні метали) та випускає токени із зобов'язанням погашення 1:1. Ключовими елементами стабільності тут є правове зобов'язання емітента і якість резервів.

У 2014 р., з появою технологій досить легкого створення нових токенів з обмеженою функціональністю на блокчейні Біткоїн та з ширшою функціональністю на блокчейн-платформі *Ethereum* з'явилися перші представники всіх трьох моделей: *Tether* (зовнішнє забезпечення), *BitUSD* (надлишкова криптозастава) і *NuBits* (алгоритмічний механізм).

Найбільшого поширення набули централізовані стейблкоїни із забезпеченням активами традиційної фінансової системи поза межами блокчейну. Широкі можливості реалізації фінансових проєктів на блокчейні за допомогою смарт-контрактів привабили у криптосферу професійних фінансистів у пошуках вищих заробітків після посилення регулювання у відповідь на глобальну фінансову кризу 2008–2009 рр. Для них децентралізація і побудова альтернативної до традиційної фінансової системи вже не була самоціллю: їхньою метою було – створити можливості для отримання вищих прибутків за допомогою криптоактивів. Один із найвідоміших представників – розробник безстрокових ф'ючерсів, найпопулярнішого інструменту крипторинку, і засновник біржі *BitMex* Артур Хейз – так висловлювався з цього приводу: "Справжні трейдери та маркетмейкери байдужі до успіху чи невдачі біткоїна (і криптовалюти загалом)... Їхня єдина мета – отримати прибуток, забезпечуючи ліквідність 24/7. Однією з передумов якісного виконання їхньої ролі є здатність швидко й дешево переміщати кошти між долларом США та криптовалютою. Але західна банківська система... не налаштована на швидке й доступне переміщення грошей... Ми вже маємо децентралізовану альтернативу для обміну цінністю, яка зменшує ризики централізованого банкінгу. Вона називається *Bitcoin*. Стейблкоїни не призначені для того, щоб слугувати ще одним децентралізованим засобом збереження вартості – їхня мета... полягає у тому, щоб з'єднати централізовані та децентралізовані фінанси" (*Dust on*, 2023).

Водночас розвивалися і моделі з ендогенними механізмами стабілізації. Успішні криптозабезпечені стейблкоїни (наприклад, *DAI*) залишилися переважно інструментами сегмента *DeFi*, але теж поступово інтегруючись із традиційними фінансами. Чисті алгоритмічні стейблкоїни виявилися не-

<sup>2</sup> Ethereum Whitepaper. (n.d.). *Ethereum*. <https://ethereum.org/uk/whitepaper/>

стійкими, однак алгоритмічні елементи нині часто використовуються як допоміжні механізми регулювання пропозиції токенів.

Залежно від джерела стабільності стейблкоїни можна поділити на дві великі групи:

**1) з екзогенним забезпеченням** – стабільність ґрунтується на зовнішніх відносно блокчейну активах і правових зобов'язаннях емітента;

**2) з ендегенним механізмом** – стабілізація реалізується через протокол (криптозастава, алгоритмічна зміна пропозиції або їх поєднання).

Таке групування відрізняється від поширеної трикомпонентної типології (із забезпеченням поза блокчейном, із забезпеченням на блокчейні та алгоритмічні) (Mai, 2022), оскільки моделі з ончейн-заставою та алгоритмічні конструкції мають спільну рису – внутрішньоблокчейнову природу механізму підтримання стабільності, що дозволяє розглядати їх у межах єдиного аналітичного поля.

За механізмом управління розрізняють **централізовані** моделі (із відповідальним емітентом) та **децентралізовані** (на основі смарт-контрактів і ончейн-управління). Водночас технічна децентралізація не гарантує відсутності економічної концентрації влади – що продемонструвала персоналізована юридична відповідальність засновника проєкту алгоритмічного стейблкоїна Terra–Luna До Квона (Steer, 2025).

На практиці чисті типи трапляються рідко: більшість проєктів розміщуються в континуумі між централізацією і децентралізацією, між екзогенним і ендегенним забезпеченням, еволюціонуючи під впливом регулювання та конкуренції. Саме тому для адекватної оцінки ризиків важливо аналізувати конкретні бізнес-моделі й інституційну архітектуру кожного проєкту.

### **Стейблкоїни з екзогенним механізмом стабілізації**

*А. Із прив'язкою до долара США.*

**Tether (USDT).** USDT – найбільший за капіталізацією стейблкоїн, третій за розміром криптоактив (понад 185 млрд дол. станом на 1 лютого 2026 р. за даними *CoinMarketCap*). Емітент – *Tether International*. Запущений у 2014 р. на *Bitcoin (Omni Layer)*, нині функціонує як мультичейновий токен (зокрема, на *Aptos, Avalanche, Bitcoin, Celo, Cosmos, Ethereum, EOS, Kaia, Liquid, Near, Polkadot Asset Hub, Solana, Tezos, Ton, Tron*).

Упродовж тривалого часу *Tether* мінімізувала регуляторний тиск: офшорна юрисдикція (до 2025 р. – Британські Віргінські острови); обмежена прозорість резервів; фокус на менш регульованих біржах і ринках; відмова від ліцензування за MiCA. Компанія перебуває під спільним контролем з біржею *Bitfinex* (група *iFinex*), що породжувало конфлікт інтересів і звинувачення у кредитуванні пов'язаних осіб та впливі на ринок біткоїна. У 2021 р. *Tether* врегулювала претензії американських регуляторів, сплативши 41 млн дол. штрафу за некоректні заяви щодо резервів, і припинила пряме обслуговування клієнтів зі США (Krychevska, 2025a).

Із 2023 р. спостерігається прагматична інституційна переорієнтація *USDT*: розміщення частини портфеля казначейських паперів через *Cantor Fitzgerald* (первинний дилер ФРС); інвестиції (48%) у відеохостинг *Rumble*, де розміщена соціальна медіаплатформа Президента США Д. Трампа; релокація штаб-квартири до Сальвадору (ліцензія провайдера цифрових активів, 2025 р.).

27 січня 2026 р. було випущено *USAT* – стейблкоїн для США відповідно до *GENIUS Act*; емітентом виступив *Anchorage Digital Bank*<sup>3</sup>. Це свідчить про часткову інституційну інтеграцію *Tether* в американський правовий режим. Водночас бізнес-модель глобального стейблкоїна *USDT* не трансформується в модель системно важливого платіжного інструменту з передбачуваним профілем ризику та чіткою архітектурою захисту користувачів. Вона й надалі зберігає риси гібридної конструкції – поєднання платіжної інфраструктури та високоризикового інвестиційного механізму.

*USDT* є ключовим інструментом ліквідності на ринках криптоактивів: понад половина глобального обсягу торгівлі криптоактивами здійснюється через нього. Він широко використовується на централізованих і OTC-ринках, особливо в Азії; у юрисдикціях із високою інфляцією, слабкими банківською інфраструктурою та державними інституціями; для обходу валютних обмежень і санкцій; у тіньовій економіці. Під час шоку на ринку 10 жовтня 2025 р., спровокованого заявою Д.Трампа про намір запровадити додаткові 100-відсоткові тарифи на китайський експорт та експортні обмеження на критично важливе програмне забезпечення, *USDT* був найбільш торгованим активом (*Steer et. al.*, 2025), що підтверджує його статус основного джерела ліквідності. Його системна роль полягає не стільки у функції засобу обігу і платежу, скільки у забезпеченні ринкової глибини та клірингової зручності в крипто екосистемі (див. також нижче *Масштаби і тенденції сектору стейблкоїнів*).

Після ухвалення *GENIUS Act Tether* ініціювала створення спеціалізованих блокчейнів для стейблкоїнів (*Stable, Plasma, Noble*). На відміну від універсальних мереж, оптимізованих під програмованість та композитність, це мають бути мережі з дешевими транзакціями, високою масштабованістю, гарантованою фінальністю транзакцій та оплатою комісій у самому стейблкоїні, а не у волатильних нативних токенах загальних блокчейнів (*Khatri*, 2025). Водночас такі проєкти для *Tether* – крок до вертикальної інтеграції інфраструктури.

У листопаді 2025 р. *S&P Global Ratings* знизило оцінку резервів *USDT* з "обмеженої" до "слабкої" через зростання частки ризикових активів. Як бачимо з таблиці, за минулий рік у структурі резервів *Tether* знизилася частка високоліквідних активів (зокрема, частка казначейських векселів впала з 67,4 до 62%) і зросла частка високоризикових інвестицій – корпоративних облігацій, дорогоцінних металів, забезпечених позик, інших інвестицій – з 16,1 до 22,8%. Частка біткоїна у структурі резервів зросла з 3,8% станом на 30 вересня 2024 р. до 5,4% на 30 вересня 2025 р. Процент покриття резервами випущених токенів за цей же період впав з 106,1 до 103,9%. Це означає, що запас міцності резерву *USDT* вже не міг поглинути падіння вартості біткоїна (3,9<5,4).

Структурними вразливостями бізнес-моделі *Tether*, які зумовили низьку оцінку *S&P Global Ratings* здатності *USDT* утримувати прив'язку, стали (*Elder*, 2025b): 1) відсутність підтвердженої інформації про зберігачів резервів, банківських провайдерів і контрагентів; 2) нерозкриття критеріїв включення активів до резерву та планів дій у разі різкого знецінення;

<sup>3</sup> Binance. (2026, 28 січня). *Tether представляє стейблкоїн USAT, регульований Законом GENIUS*. <https://www.binance.com/uk-UA/square/post/01-28-2026-tether-introduces-usat-stablecoin-regulated-by-genius-act-35696582542506>

Таблиця

Резерви стейблкоїна USDT

Категорія активів	30.09.2024		30.09.2025	
	Сума, дол. США	%	Сума, дол. США	%
Казначейські векселі США	84548020412	67,38	112417034272	62,03
Угоди зворотного репо овернайт	12542965206	10,00	17991468781	9,93
Строкові угоди зворотного репо	1566204143	1,25	3056191686	1,69
Фонди грошового ринку	6436961021	5,13	6409774689	3,54
Готівка та банківські депозити	78413266	0,06	30100334	0,02
Короткострокові боргові цінні папери інших держав (із залишковим строком погашення до 360 днів)	91310586	0,07	47901280	0,03
<b>Всього грошові кошти, їх еквіваленти, інші короткострокові депозити</b>	<b>105263874634</b>	<b>83,89</b>	<b>139952471042</b>	<b>77,23</b>
Корпоративні облігації	17547614	0,01	14672361	0,01
Дорогоцінні метали	4962116508	3,95	12921449635	7,13
Біткоїн	4782917086	3,81	9856011011	5,44
Інші інвестиції	3723727227	2,97	3874458261	2,14
Забезпечені кредити	6721817210	5,36	14604086904	8,06
<b>Всього інші активи</b>	<b>20208125645</b>	<b>16,11</b>	<b>41270678172</b>	<b>22,77</b>
<b>Всього</b>	<b>125472000279</b>	<b>100,00</b>	<b>181223149214</b>	<b>100,00</b>

Джерело: Tether International, S.A. De C.V. (2024, September 30). *Independent auditors' report on the financials figures and reserves report.* [https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/5TKa7xwJVLiAnVBMWb7ITq/5688216da5194fce27f4a0f2e808a486/ISAE\\_3000R\\_-\\_Opinion\\_on\\_Tether\\_Consolidated\\_Financials\\_Figures\\_30.09.2024\\_.pdf](https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/5TKa7xwJVLiAnVBMWb7ITq/5688216da5194fce27f4a0f2e808a486/ISAE_3000R_-_Opinion_on_Tether_Consolidated_Financials_Figures_30.09.2024_.pdf); Tether International, S.A. De C.V. (30 September 2025). *Independent Auditors' Report On The Financials Figures And Reserves Report.* [https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/6GbUTVK4tTYAytefu5dali/6cac18eb4b526c9c52640a3d2be09642/ISAE\\_3000R\\_-\\_Opinion\\_Tether\\_International\\_Financial\\_Figure\\_31-10-2025.pdf](https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/6GbUTVK4tTYAytefu5dali/6cac18eb4b526c9c52640a3d2be09642/ISAE_3000R_-_Opinion_Tether_International_Financial_Figure_31-10-2025.pdf); розрахунки автора.

3) корпоративна реорганізація з відокремленням підрозділів і активні венчурні інвестиції (AI, агросектор, спорт) без прозорого розмежування з резервами стейблкоїна; 4) слабкий ліцензійний режим Сальвадору (CNAD), що передбачає лише підтримання забезпечення 1:1 та ліквідність 70% резерву протягом 30 днів, без вимог до сегрегації активів; 5) відсутність публічної інформації про сегрегацію активів на випадок неплатоспроможності; 6) мінімальна сума прямого викупу – 100 000 дол. та високі комісії, що фактично обмежує доступ до первинного ринку та зумовлює залежність від вторинної ліквідності.

Довіра до USDT має характер "too big to fail" у межах криптоекосистеми. Попри непрозорість резервів і репутаційні ризики, він виконує роль "народного цифрового долара". Його крах означав би різке скорочення торгової ліквідності, дезорганізацію ціноутворення та потенційний ланцюговий ефект на централізованих біржах й у сегменті DeFi.

**USD Coin (USDC).** Станом на 1 лютого 2026 р. USDC із капіталізацією 70,3 млрд дол. був шостим серед криптоактивів і другим серед стейблкоїнів (CoinMarketCap).

Спочатку випущений на блокчейні *Ethereum* як токен стандарту *ERC-20*, зараз *USDC* технічно може випускатися на блокчейнах *Algorand*, *Aptos*, *Arbitrum One*, *Avalanche C-Chain*, *Base*, *Celo*, *Codex*, *Ethereum*, *Hedera*, *HyperEVM*, *Ink*, *Linea*, *Monad*, *NEAR*, *Noble*, *OP Mainnet*, *Plume*, *Polkadot Asset Hub*, *Polygon PoS*, *Ripple*, *Sei*, *Solana*, *Sonic*, *Stellar*, *Sui*, *TRON*, *Unichain*, *Worldchain*, *XDC* і *ZKsync*<sup>4</sup>.

Запущений у 2018 р. консорціумом *Centre* (*Coinbase* і *Circle*), він від початку позиціонувався як прозора й орієнтована на дотримання регуляторних вимог альтернатива *USDT*.

В ЄС *USDC* ліцензований за *MiCA* як токен електронних грошей (ліцензія французького регулятора *ACPR*). Згідно з регламентом *MiCA*, токен електронних грошей – це вид криптоактиву, метою якого є підтримання стабільної вартості шляхом прив'язки до вартості однієї офіційної валюти. Такі токени визнаються електронними грошима, а їхні власники мають право вимоги до емітентів<sup>5</sup>. Компанія *Circle* отримала ліцензії на переказ грошей (*MTL*) у 46 штатах США, окрузі Колумбія та Пуерто-Рико. *USDC* також легалізовано у Великій Британії, Сінгапурі, Об'єднаних Арабських Еміратах, Канаді, Японії та на Бермудських островах<sup>6</sup>. Резерви щомісяця підтверджуються аудитом; їх основна частина інвестована у фонд грошового ринку, зареєстрований у *SEC* і зосереджений на державних цінних паперах США та операціях репо, решта – зберігається у формі грошових коштів у регульованих фінансових установах<sup>7</sup>. Обидва засновники цього стейблкоїна стали публічними компаніями: біржа *Coinbase* у 2021 р., а *Circle* – у 2025 р.

*USDC* користується популярністю на платформах, які прагнуть дотримуватися високих стандартів прозорості та відповідності регулятивним вимогам. Біржа *Coinbase* виплачує винагороду власникам *USDC* з ряду юрисдикцій, серед яких США, Австралія і Велика Британія, за зберігання стейблкоїнів на рахунках у біржі<sup>8</sup>, що посилює конкурентність цього фінансового інструменту з банківськими депозитами.

*USDC* дедалі більше інтегрується у традиційну платіжну інфраструктуру (*Visa*, *Mastercard*) і орієнтується на корпоративних клієнтів та *DeFi*-проекти, що прагнуть високих стандартів комплаєнсу.

Водночас стратегія *Circle* виходить за межі простої емісії: тестування власного закритого (*permissioned*) блокчейну *Arc* робить її потенційним конкурентом платіжних гігантів *Visa* та *Mastercard* та блокчейнів, на які вона наразі спирається (*Irrera*, 2025).

<sup>4</sup> Deloitte. (2025, November 20). *USDC Reserve Report. Independent Accountants' Report.*

[https://6778953.fs1.hubspotusercontentna1.net/hubfs/6778953/USDCAttestationReport%202025/2025%20USDC\\_Examination%20Report%20November%202025.pdf](https://6778953.fs1.hubspotusercontentna1.net/hubfs/6778953/USDCAttestationReport%202025/2025%20USDC_Examination%20Report%20November%202025.pdf)

<sup>5</sup> EUR-lex. (2023). *Regulation (Eu) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets.* <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>

<sup>6</sup> *Circle*. <https://www.circle.com/>

<sup>7</sup> Deloitte. (2025, November 20). *USDC Reserve Report. Independent Accountants' Report.*

<sup>8</sup> Coinbase. (n.d.). *USDC Rewards eligibility.* <https://help.coinbase.com/en/coinbase/coinbase-staking/rewards/usd-coin-rewards-faq>

Формування закритих блокчейн-інфраструктур емітентами стейблкоїнів, на нашу думку, з одного боку, є формою адаптації в конкурентній боротьбі за місце у фінансовій інфраструктурі майбутнього, а з іншого – відповіддю на регуляторні вимоги щодо вибудовування чітких систем управління ризиками в екосистемах стейблкоїнів.

**World Liberty Financial USD (USD1).** У квітні 2025 р. платформа децентралізованих фінансів *World Liberty Financial (WLF)*, створена восени 2024 р., запустила централізований стейблкоїн *USD1*, забезпечений короткостроковими казначейськими облігаціями США та іншими еквівалентами грошових коштів. Серед засновників *WLF* – сини Президента США Д. Трампа та С. Віткоффа, що з самого початку надало проекту виразного політичного виміру. Компанія позиціонує себе як "натхненну Д. Трампом" і декларує намір очолити "фінансову революцію"<sup>9</sup>, поєднуючи риторику децентралізації з апеляцією до авторитету традиційних фінансів (*Schmitt, 2025*). Станом на 1 лютого 2026 р. *USD1* вже увійшов до числа найбільших стейблкоїнів за капіталізацією (понад 5 млрд дол.).

Резервні активи утримуються або адмініструються структурами *BitGo*; згідно з аудиторським звітом на кінець листопада 2025 р., обсяг емісії був повністю забезпечений фондами грошового ринку, грошовими коштами та їх еквівалентами<sup>10</sup>. На початку 2026 р. *WLF* подала заявку до Управління контролера грошового обігу (*Office of the Comptroller of the Currency, OCC*) на отримання національної трастової банківської ліцензії. Її отримання дозволить поєднати емісію, зберігання та конвертацію стейблкоїна (*Steer, G., 2026*).

У травні 2025 р. державний інвестиційний фонд Абу-Дабі *MGX* обрав новостворений стейблкоїн *USD1* для розрахунків за інвестицією в *Binance* на 2 млрд дол. Рішення пояснили відповідністю бізнес-цілям, структурою резервів і "історією комплаєнсу" – попри фактичну відсутність такої історії. За оцінкою *Binance*, це найбільша одноразова інвестиція в криптокомпанію, найбільша угода, здійснена в криптовалюти, і перша інституційна інвестиція в історії біржі. Саме вона забезпечила стрімке зростання капіталізації *USD1* (*Everson, 2025*).

**PayPal USD (PYUSD).** *PayPal USD* став першим стейблкоїном великої фінтех-компанії, безпосередньо інтегрованим у її платіжну екосистему. Запущений у серпні 2023 р. у партнерстві з *Raxos Trust Company* (ліцензованою трастовою компанією штату Нью-Йорк), він поєднав інфраструктурну роль *PayPal* із регуляторним статусом *Raxos* як емітента.

Наприкінці 2024 р. його капіталізація залишалася відносно скромною, однак після ухвалення *GENIUS Act* у США *PYUSD* почав швидко зростати й до початку 2026 р. досяг близько 3,6 млрд дол., увійшовши до першої десятки стейблкоїнів.

Станом на листопад 2025 р. обсяг емісії був повністю забезпечений резервами, що склалися переважно з операцій репо, казначейських зо-

<sup>9</sup> *World Liberty Financial*. <https://www.worldlibertyfinancial.com/>

<sup>10</sup> Crowe LLP. (2025, November 30). *Independent Accountant's Examination Report: BitGo*. [https://landing.bitgo.com/rs/552-OGK-141/images/USD1\\_Reserve\\_Attestation\\_Report\\_November\\_2025.pdf](https://landing.bitgo.com/rs/552-OGK-141/images/USD1_Reserve_Attestation_Report_November_2025.pdf)

бов'язань США та грошових коштів<sup>11</sup>. Спочатку токен функціонував на *Ethereum*, згодом був інтегрований у *Solana* для прискорення та здешевлення транзакцій.

Особливість моделі полягає в інституційному розподілі ролей: *Paxos* здійснює емісію, зберігання резервів і викуп, тоді як *PayPal* забезпечує масове розповсюдження через *PayPal* і *Venmo*. Попри заборону GENIUS Act на виплату відсотків емітентом стейблкоїна, платформи, що не є емітентами, можуть пропонувати винагороди за утримання токенів. Саме в такій логіці *PayPal* пропонував близько 4% річних за зберігання *PYUSD* у застосунку<sup>12</sup>, що робить цей інструмент конкурентом банківських депозитів.

**Global Dollar (USDG).** Ще один стейблкоїн групи *Paxos*, *Global Dollar (USDG)* був запущений у листопаді 2024 р. Його капіталізація на початку 2026 р. перевищила 1,5 млрд дол., що забезпечило входження до десятки найбільших стейблкоїнів. *USDG* емітується через дві юрисдикції: у Сінгапурі (*Paxos Digital Singapore*, ліцензія MAS як *major payments institution*) та в ЄС (*Paxos Issuance Europe* під наглядом FIN-FSA відповідно до MiCA)<sup>13</sup>. Таким чином, конкурентною перевагою *USDG* є одночасна відповідність вимогам азійського та європейського авторитетних регуляторних режимів. Резерви повністю покривають обсяг емісії та складаються переважно з грошових коштів і казначейських векселів США<sup>14</sup>.

**Ripple USD (RLUSD).** *RLUSD*, запущений *Ripple Labs* у грудні 2024 р., логічно продовжує інституційну стратегію компанії, яка з 2012 р. орієнтується на інтеграцію блокчейн-рішень у чинну фінансову систему, а не її демонтаж. Валідаторами у розроблених нею блокчейн-проектах ставали великі фінансові інституції та компанії, що інтегрують *Ripple* для оптимізації своїх процесів.

Емітентом *RLUSD* виступає *Standard Custody & Trust Company* – ліцензована *NYDFS* трастова компанія, дочірня структура *Ripple*. Токен випускається на *XRP Ledger* та *Ethereum*, поєднуючи швидкість і низькі комісії *XRPL* із програмованістю та широтою екосистеми *Ethereum*<sup>15</sup>. Станом на кінець листопада 2025 р. резерви склалися з казначейських векселів США, фондів грошового ринку та грошових коштів; негрошові активи зберігалися в *Bank of New York Mellon*<sup>16</sup>. Перевагами *RLUSD* є регуляторна ліцензія *NYDFS* і тривалий досвід *Ripple* у роботі з великими фінансовими інституціями.

**TrueUSD (TUSD).** Історія *TUSD* демонструє, наскільки крихкою може бути модель формальної прозорості. У 2023 р. стейблкоїн першим запрова-

<sup>11</sup> Paxos. (2025, November). *Independent Accountants' Examination Report*. <https://www.paxos.com/pyusd-transparency#pyusd-attestations>

<sup>12</sup> PayPal. <https://www.paypal.com/us/digital-wallet/manage-money/crypto/pyusd>

<sup>13</sup> Paxos. (2024, October 31). *Paxos Introduces Global Dollar (USDG)*. <https://www.paxos.com/newsroom/paxos-introduces-global-dollar-usdg>

<sup>14</sup> Paxos. (2025, November). *Paxos Examination of Management Assertions Global Dollar (USDG) Token. With Independent Accountant's Report*. <https://www.paxos.com/usdg-transparency#usdg-attestations>

<sup>15</sup> Ripple. (2024). *The stablecoin for the Internet of Value*. <https://ripple.com/reports/rlusd-executive-brief.pdf>

<sup>16</sup> Ripple. (2025, November). *RLUSD Reserves Report*. <https://ripple.com/solutions/stablecoin/transparency/>

див алгоритмічну систему *Proof of Reserves* від *Chainlink*, що дозволяла майже в реальному часі зіставляти дані про резерви з обсягом токенів в обігу перед карбуванням нових<sup>17</sup>. Однак така модель не гарантувала ліквідності активів, відсутності паралельних зобов'язань чи надійності зберігачів.

У 2023 р. стейблкоїн отримав потужний імпульс зростання завдяки підтримці біржі *Binance*. Після того як у лютому 2023 р. компанія *Paxos* під тиском регуляторів припинила емісію *BUSD* – стейблкоїна, який SEC вважала незареєстрованим цінним папером, а *New York State Department of Financial Services* критикував за слабкі *AML/KYC*-процедури та контроль партнерства з біржею, – *Binance* терміново потребувала функціонального замітника "внутрішньої" розрахункової одиниці. Таким замітником став *TUSD*, який у березні 2023 р. отримав нульові комісії для торгівлі біткоїном, а згодом і низкою популярних активів (*SOL*, *OP*, *MATIC*, *XRP*); у квітні він став найбільшою торговою парою до *BTC* на платформі, а в червні пільги було поширено на всі спотові та маржинальні пари. У результаті капіталізація *TUSD* зросла з 1,1 млрд дол. наприкінці лютого до 3,45 млрд дол. наприкінці вересня 2023 р. (*Sandor*, 2023).

Проте на тлі цього стрімкого зростання почали проявлятися глибші структурні проблеми. У червні 2023 р. одного зі зберігачів резервів – *Prime Trust* – було передано під управління регулятора штату Невада через підозри у неправомірному використанні коштів клієнтів і дефіцит ліквідності, що змусило *TrueUSD* тимчасово призупинити емісію (*Reynolds*, 2025). Додаткової напруги додало те, що атестацію резервів здійснювала команда, пов'язана з аудитом *FTX* у межах *Armanino* – компанії, чия репутація була підірвана крахом біржі та кримінальними вироками її керівництву<sup>18</sup>. Довіра почала стрімко танути: восени 2023 р. капіталізація різко скоротилася, а в березні 2024 р. *Binance* почала видаляти токен із торгових пар, посилячись на низьку ліквідність, що лише прискорило відтік коштів<sup>19</sup>. У вересні 2024 р. SEC висунула обвинувачення проти емітента *TUSD TrueCoin* та протоколу децентралізованого фінансування *TrustToken* щодо шахрайства і незареєстрованої пропозиції інвестиційних контрактів у формі *TUSD*, а також можливостей отримання прибутку через кредитний протокол *TrueFi*<sup>20</sup>. Згодом з'ясувалося, що 468 млн дол. резервів, переданих гонконгському трасту *First Digital Trust*, були інвестовані через фонд *Aria Commodity Finance Fund* (Кайманові острови) у переважно неліквідні активи, пов'язані з виробництвом, видобутком і портовою інфраструктурою; значну частину коштів, як стверджується, було без належного дозволу переказано до дубайської компанії, що спеціалізується на торговому фінансуванні. У період масових погашень наприкінці 2023 – на початку 2024 рр.

<sup>17</sup> Medium. (2023, Feb 22). *TrueUSD Becomes First USD-Backed Stablecoin to Secure Minting with 'Proof of Reserves'*. <https://trueusd.medium.com/trueusd-becomes-first-usd-backed-stablecoin-to-secure-minting-with-proof-of-reserves-fe8dbffde44f>

<sup>18</sup> Binance. (2023, Jun 28). *TrueUSD's Reserves Were Attested By Former FTX.US Accounting Team*. <https://www.binance.com/en/square/post/708196>

<sup>19</sup> Binance. (2025, March 15). *Binance to Delist TrueUSD Trading Pairs Amid Liquidity Concerns*. <https://www.binance.com/en/square/post/5419717180202>

<sup>20</sup> SEC (2024, Sept. 24). *SEC Charges Crypto Companies TrustToken and TrueCoin With Defrauding Investors Regarding Stablecoin Investment Program*. [Press Release]. <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-145>

це спричинило суттєвий дефіцит ліквідності. Справу розглядає Дубайський суд цифрової економіки<sup>21</sup>.

Станом на 27 січня 2025 р. капіталізація *TUSD* скоротилася до 493,9 млн дол. Втручання Джастіна Сана, який виявився кінцевим бенефіціаром проєкту, дозволило виконати зобов'язання з погашення, однак довіра до стейблкоїна була вже істотно підірвана.

*Б. Із прив'язкою до євро*

**EURC.** Станом на початок 2026 р. *EURC* є найбільшим стейблкоїном з прив'язкою до євро і повним забезпеченням активами, деномінованими в євро. Його капіталізація на 1 лютого 2026 р. сягнула близько 415 млн дол., що забезпечило 13-ту позицію серед усіх стейблкоїнів, тоді як ще в липні 2024 р. вона становила лише близько 35 млн дол. Така динаміка свідчить не просто про органічне зростання, а про різке зміщення попиту.

Емітентом *EURC* є *Circle* – компанія, що випускає також *USDC*. Після набуття чинності регламенту *MiCA* емісію євро-стейблкоїнів було передано французькій дочірній структурі *Circle SAS*, яка 1 липня 2024 р. отримала ліцензію інституції електронних грошей від *ACPR*. Відтоді *EURC* у ЄС функціонує як токен електронних грошей<sup>22</sup>.

*EURC* доступний у мережах *Avalanche*, *Base*, *Ethereum*, *Solana*, *Stellar* та *Worldchain*, а через платформу *Circle Mint* його можна майже миттєво конвертувати в *USDC*, що забезпечує прямий доступ до доларової ліквідності без виходу з ончейн-середовища<sup>23</sup>.

Прискорене зростання *EURC* відбувається в умовах підвищеної глобальної невизначеності у зв'язку з агресивною та непослідовною тарифною політикою США, політичним тиском на ФРС, зростанням державного боргу США, ослабленням внутрішніх інституцій у країні та її міжнародних альянсів. У період із 2 січня 2025 р. до 30 січня 2026 р. курс долара до євро знизився приблизно на 15,5%<sup>24</sup>, що додатково стимулювало інтерес до деномінованих у євро інструментів. Важливим каталізатором стало й припинення емісії *EURT* компанією *Tether* після набуття чинності *MiCA*, а також делістинг *USDT* для користувачів у Європейській економічній зоні (*EEA*), на низці криптобірж, зокрема для спотової торгівлі на *Binance* (*Sandor*, 2025).

*В. Із прив'язкою до золота*

В умовах посилення геополітичних загроз, геополітичної фрагментації та макроекономічної невизначеності, коли доларові активи вже не сприймаються як безальтернативний "безпечний притулок" (у квітні та жовтні 2025 р. у відповідь на найрадикальніші тарифні ініціативи Д.Трампа попит

<sup>21</sup> Unlock Media. (2025, 13 November). *Dubai Court Freezes \$456M in TrueUSD Reserve Dispute Linked to Justin Sun*. <https://www.unlock-bc.com/151875/dubai-court-freezes-456m-in-trueusd-reserve-dispute-linked-to-justin-sun>

<sup>22</sup> Circle. (2024, July 1). *Circle is First Global Stablecoin Issuer to Comply with MiCA, EU's Landmark Crypto Law*. <https://www.circle.com/fr/pressroom/circle-is-first-global-stablecoin-issuer-to-comply-with-mica-eus-landmark-crypto-law/>

<sup>23</sup> Circle. (n.d.). *EURC. A fully backed euro stablecoin*. <https://www.circle.com/eurc/>

<sup>24</sup> ECB. (n.d.). *US dollar. ECB statistics*. [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html/](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html/)

на державні облігації США падав разом з цінами на акції<sup>25</sup>), зростає попит на золото. Спотова ціна золота зросла з 2,6 тис. дол. за тройську унцію на початку 2025 р. до понад 5,4 тис. дол. 28 січня 2026 р., середньорічне зростання цього показника у 2025 р. становило 44%<sup>26</sup>. Криптогалузь пропонує у цій ситуації демократизацію процесу придбання золота, але з новим набором ризиків.

**Tether Gold (XAUT).** *Tether Gold* є найбільшим стейблкоїном із прив'язкою до золота: його капіталізація на початку лютого 2026 р. становила близько 2,3 млрд дол., збільшившись за 2025 р. у 3,56 раза. Токен випущено компанією *TG Commodities Limited* (група *Tether*), зареєстрованою в Сальвадорі. За заявами емітента, кожен токен забезпечений однією тройською унцією золота, що зберігається у швейцарському сховищі. Мінімальний обсяг первинної купівлі становить 50 унцій, а фізичне погашення можливе лише у Швейцарії з оплатою логістичних, комісійних витрат та витрат на верифікацію клієнта<sup>27</sup>.

Станом на вересень 2025 р., за оцінкою *Jefferies*, *Tether* володіла 116 тоннами золота й активно розширювала присутність у всьому відповідному ланцюзі створення вартості – від видобутку й переробки до торгівлі та роялті-компаній, інвестувавши понад 300 млн дол. Інтерес до золота, яке генеральний директор *Tether* П. Ардоїно називає "природним біткоїном" (на противагу характеристиці біткоїна як цифрового золота), компанія трактує як складову стратегії фінансового хеджування і ширшої стратегії побудови фінансової інфраструктури наступного століття<sup>28</sup> (*Hook & Asgari, 2025*). Фахівці *Jefferies* вважають, що *Tether* робить ставку на масовий попит на токенізоване золото. Фізичне золото є незручним для роздрібних інвесторів через витрати на зберігання й страхування; ф'ючерси дають лише опосередкований доступ до золота і потребують постійного оновлення контрактів; *ETF* стягують комісії та мають пороги входу. Натомість криптоактиви, забезпечені золотом, можуть торгуватися цілодобово з миттєвими розрахунками – без управлінських комісій і операційних витрат. Проте інвесторам, які шукають захист від суверенних ризиків і валютної девальвації, пропонується купувати цей захист у приватної структури із Сальвадору, що не проходить повноцінного аудиту та не розкриває детальної інформації про зберігання резервів (*Elder, 2025a*).

**PAX Gold (PAXG).** На цьому тлі *PAX Gold* виглядає інакше структурованою моделлю. Запущений у 2018 р. *Paxos Trust Company*, яка регулюється *NYDFS* як трастова компанія, він забезпечений алокованим золо-

<sup>25</sup> The Economist. (February 5, 2026). *Why the dollar may have much further to fall*. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2026/02/05/why-the-dollar-may-have-much-further-to-fall>

<sup>26</sup> World Gold Council. (2026, 29 January). *Gold Demand Trends: Q4 and Full Year 2025*. <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2025>

<sup>27</sup> Tether Gold. (2025, January 27). *Relevant Information Document – Tether Gold*. [https://gold.tether.to/Relevant%20Information%20Document%20-%20TG%20Commodities,%20S.A.%20de%20C.V.%20\(ENG\).pdf](https://gold.tether.to/Relevant%20Information%20Document%20-%20TG%20Commodities,%20S.A.%20de%20C.V.%20(ENG).pdf)

<sup>28</sup> Tether. (2025, June 12). *Tether Acquires Strategic Stake in Elemental Altus to Deepen Push Into Gold and Hard Asset-Backed Financial Infrastructure*. <https://tether.io/news/tether-acquires-strategic-stake-in-elemental-altus-to-deepen-push-into-gold-and-hard-asset-backed-financial-infrastructure/>

том стандарту *London Good Delivery*, що зберігається у сховищах *Brink's* у Лондоні. Зливки закріплюються за конкретними токенами й не входять до ліквідаційної маси компанії; власник може перевірити серійний номер через адресу в *Ethereum*, а резерви проходять щомісячні перевірки незалежним аудитором<sup>29</sup>.

*PAX Gold* можна погасити в кількох формах. Користувачі можуть обміняти *PAX Gold* на фізичне алоковане золото, на неалоквані золоті вигоди або на національні валюти. Через платформу *Paxos.com* клієнти можуть погасити токени на повнорозмірні зливки *London Good Delivery*. Через мережу роздрібних продавців золота можливе отримання менших кількостей фізичного золота в різних країнах світу. Мінімальний обсяг входу становить 0,01 токена, а комісійна структура є відносно прозорою<sup>30</sup>.

### Стейблкоїни з переважно ендегенним щодо блокчейну механізмом стабілізації

#### А. Алгоритмічні стейблкоїни

**TerraUSD (UST)** був найбільшим алгоритмічним стейблкоїном в історії крипторинку – напередодні колапсу у квітні 2022 р. входив до шістки найбільших криптоактивів за ринковою капіталізацією. Він функціонував як невід'ємна частина екосистемної пари *Terra–Luna*. Механізм стабілізації стейблкоїна *Terra* (Земля) ґрунтувався не на резервах в активах реального світу чи криптоактивах, а на алгоритмічній взаємодії зі спорідненим токеном з плаваючою вартістю *Luna* (Місяць). *UST* підлягав конвертації у *Luna* на суму, еквівалентну 1 дол. США за ринковим курсом. Таким чином, підтримання паритету забезпечувалося через арбітраж: відхилення ціни *UST* від 1 дол. стимулювало учасників ринку здійснювати обмін, що мало відновлювати прив'язку<sup>31</sup>. Життєздатність механізму цілковито залежала від ринкового попиту на *Luna* як носія вартості в межах цієї ж екосистеми. Оскільки смарт-контракт дозволяв емісію необмеженої кількості *Luna*, механізм стабілізації був життєздатним лише за умови довіри до всієї конструкції. В умовах панічних розпродажів арбітражний механізм переставав працювати: падіння вартості *Luna* підривало здатність підтримувати курс *UST*, що спричинювало синхронний обвал обох токенів. Додатковим фактором нестійкості став протокол *Anchor*, який пропонував близько 20% річних за депозити в *UST*. Ця дохідність не забезпечувалася реальними грошовими потоками та фактично субсидувалася за рахунок подальшої емісії. Коли було оголошено про намір поступово знизити ставку до ринкового рівня, це спровокувало масовий відтік капіталу та прискорило крах системи (*Oliver, 2024*).

Таким чином, модель спиралася не на наявні ліквідні резерви, а на очікування збереження довіри та подальшого попиту. М. Левін вказує, що крах алгоритмічного стейблкоїна має свій аналог у традиційних фінансах – так звану "спіраль смерті" (*death spiral*) (*Levine, 2022*). Її суть полягає в тому, що компанія залучає фінансування, продаючи конвертовані боргові зобов'язання (*convertible debt*), які можна погашати не фіксованою сумою

<sup>29</sup> Paxos. (2019, September 5). *Pax Gold White Paper*. (V1.0. Last updated September 5, 2019). <https://www.paxos.com/pax-gold>

<sup>30</sup> Paxos. (2019, September 5).

<sup>31</sup> Binance Academy. (2024, July 8). *Що таке Terra (Luna)?* (Original work published 2021, October 13) <https://academy.binance.com/uk/articles/what-is-terra-luna>

грошей, а новими акціями. Якщо ціна акцій падає, компанія змушена випускати ще більше акцій, щоб виконати боргові зобов'язання, що ще більше тисне на ринок і веде до подальшого падіння ціни – і так далі, доки все не руйнується. Аналогічна логіка самопідсилювального знецінення спостерігалася і в моделі *Terra–Luna*.

*Б. Стейблкоїни з надлишковим забезпеченням волатильними криптоактивами.*

**DAI та USDS.** DAI, запущений у грудні 2017 р., став першим масштабним і успішним децентралізованим стейблкоїном на *Ethereum*. Його створила децентралізована автономна організація<sup>32</sup> *MakerDAO* (після ребрендингу 2024 р. – *Sky*), у межах якої параметри системи визначаються голосуванням власників токенів управління (спочатку *MKR*, нині – *SKY*<sup>33</sup>).

Емісія *DAI* здійснюється під надлишкову заставу в криптоактивах, перелік і коефіцієнти забезпечення яких встановлює спільнота. Через високу волатильність застави її вартість має суттєво перевищувати 100% від суми випуску. У разі зниження коефіцієнта нижче критичного рівня позиція ліквідується: застava продається, а *DAI* спалюються. Стабільність курсу підтримується також через процентні механізми: *Stability Fee* (плата за генерацію *DAI*) та *DAI Savings Rate (DSR)* – ставку для тих, хто депонує *DAI* з метою підтримки попиту.

Первісно *DAI* забезпечувався лише *ETH*, однак із 2019 р. перелік застав було розширено. До нього включили й централізовані стейблкоїни, які з часом почали домінувати в структурі резервів (*Krychevska, 2025a*). Ключовим інструментом став запроваджений у 2020 р. *Peg Stability Module (PSM)*, що дозволяє обмінювати *USDC* (а з 2022 р. також *USDP*) на *DAI* у співвідношенні 1:1. Якщо *DAI* дорожчає, користувачі вносять *USDC* і збільшують пропозицію *DAI*; якщо дешевшає – обмінюють *DAI* на *USDC*, скорочуючи його пропозицію. У такий спосіб підтримується паритет до долара.

Подальший відхід від початкової ідеї повної автономії від традиційних фінансів відбувся у 2022 р., коли *MakerDAO* розпочав інвестування резервів у токенизовані казначейські папери США (*RWA*). Було створено спеціалізовані заставні смарт-контракти (*vaults*) для прийняття таких активів як застави, що дозволило генерувати стабільний дохід (на тлі прибутковості *T-bills* на рівні 4–5% річних (*Sandor, 2024*)).

У 2024 р. *MakerDAO* трансформувався в екосистему *Sky* та запусив новий стейблкоїн *USDS* (конверсія 1:1 до *DAI*) і токен управління *SKY* (1:1 до *MKR*). *DAI* залишився в обігу через широку інтеграцію в *DeFi*. Концептуальною новацією *Sky* стала модульна архітектура: замість єдиного протоколу функціонує мережа агентів (*Keel, Obex, Spark, Grove, Staking Engine*), кожен з яких відповідає за окремий сегмент застав – криптоактиви, *RWA*, *DeFi*-пули чи ліквідність у інших мережах. Власники *SKY* затверджують створення агентів і їхні мандати, тоді як *Core Layer* агрегує дані і забезпечує стабільність *USDS*. Така структура підвищує гнучкість і масштабованість, але концентрує

<sup>32</sup> Kraken. (2024. September 25). *What is a DAO? (Decentralized Autonomous Organization)*. <https://www.kraken.com/uk/learn/what-is-decentralized-autonomous-organization-dao>

<sup>33</sup> MakerDAO. (n.d.). *The Sky Protocol: Sky's Multi-Collateral Dai (MCD) System*. <https://makerdao.com/en/whitepaper>

ризиків в управлінні окремими модулями й знижує прозорість фактичного складу резервів для зовнішнього спостерігача<sup>34</sup>.

Модель дохідності також змінилася. Якщо у *MakerDAO* прибуток формувався переважно зі *Stability Fee* і частково з *RWA* та не розподілявся автоматично між усіма користувачами, то в *Sky* завдяки масштабним інвестиціям у казначейські папери система отримує стабільний грошовий потік, який дозволяє нараховувати *Sky Savings Rate* всім власникам *USDS*. Фактично *USDS* став стейблкоїном із вбудованою дохідністю.

Станом на 2 лютого 2026 р. капіталізація *USDS* сягнула 9,2 млрд дол. (*Kraken*). Водночас *DAI*, попри ребрендинг, зберігає значну присутність – 5,4 млрд дол. і 19 місце серед криптоактивів (*CoinMarketCap*), що пояснюється його тривалою історією та глибокою інтеграцією в *DeFi*-екосистему.

**USDD.** Це нішевий стейблкоїн екосистеми *TRON*, запущений у травні 2022 р. Станом на 2 лютого 2026 р. посідав 56-те місце за ринковою капіталізацією серед усіх криптоактивів (*CoinMarketCap*) і 12-те серед стейблкоїнів (*Kraken*). Формальним емітентом є *Tron DAO Reserve*, яка позиціонується як *DAO*, однак фактично контроль зосереджений у вузького кола осіб, пов'язаних із Джастіном Саном і *Tron Foundation*. *USDD* випускається в мережі *TRON* та циркулює також в *Ethereum* і *BNB Chain* через міжмережеві містки.

Початкова модель відтворювала механізм *TerraUSD*: підтримання паритету здійснювалося через арбітраж із нативним токеном *TRX*. Після краху *UST* у травні 2022 р. проєкт відмовився від чисто алгоритмічної конструкції та перейшов до моделі з надлишковим криптозабезпеченням (*TRX*, *USDT*, *USDC* тощо), задекларувавши мінімальний рівень покриття 130%<sup>35</sup>.

*USDD* використовується переважно у *DeFi*-протоколах мережі *TRON* (*JustLend*, *SunSwap*) та для транзакцій із низькими комісіями, зокрема *P2P*-переказів і геймінгу.

Водночас структура резервів залишається непрозорою: значна їх частина обліковується як *SA001 A (Special Asset 001)*, склад якого не розкривається<sup>36</sup>, а незалежний аудит не оприлюднюється. Додаткові ризики пов'язані з волатильністю *TRX* і самореферентністю забезпечення, залежністю від популярності екосистеми *TRON*, регуляторною невизначеністю та фактично централізованим характером управління попри декларований статус *DAO*.

**В. Стейблкоїни з еквівалентною заставою криптоактивів у поєднанні з дельта-нейтральним хеджуванням.**

**Ethna USDe** – запущений у 2023 р. синтетичний "криптонативний" долар, який станом на початок 2026 р. входив до топ-20 криптоактивів за капіталізацією (близько 6,6 млрд дол., *CoinMarketCap*). Його стабільність забезпечується поєднанням двох механізмів: дельта-нейтрального хеджування криптозастави через ф'ючерси та часткової застави ліквідних стейблкоїнів (*USDC*, *USDT* тощо)<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Sky Ecosystem. (n.d.). *Collateral*. <https://info.sky.money/collateral>

<sup>35</sup> USDD. (n.d.). *Collateral list*. USDD Data. <https://usdd.io/data>

<sup>36</sup> USDD. (n.d.).

<sup>37</sup> Ethna (2026, January 16). *Ethna Proof of Reserves*. <https://ethna-por.llamarisk.com/>

Суть дельта-нейтрального хеджування полягає у нейтралізації чутливості портфеля до зміни ціни активу. У фінансах "дельта" показує зміну вартості позиції у відповідь на зміну ціни базового активу на одиницю. Якщо протокол одночасно тримає криптоактив у споті та відкриває проти нього коротку позицію у ф'ючерсі на ту саму величину, сумарна "дельта" наближається до нуля – тобто загальна вартість портфеля майже не реагує на коливання ціни. Якщо ціна активу зростає, збиток за короткою позицією компенсується зростанням вартості застави; якщо падає – прибуток за ф'ючерсом компенсує зниження ціни застави.

Ідею такого механізму стабілізації вартості криптоактиву запропонував А. Хейз як альтернативу марнотратному зайвому вилученню ліквідності у моделях стейблкоїнів з надлишковою криптозаставою (*Dust on Crust*, 2023). Розробники USDe втілили цей підхід, застосовуючи для хеджування як звичайні, так і безстрокові ф'ючерси. Безстроковий ф'ючерс (*perpetual futures*) – це безпоставний ф'ючерс без фіксованої дати завершення. Учасники вносять заставу (*margin*), щоб гарантувати виконання контракту, а біржа виступає посередником і гарантом, фіксуючи прибутки і збитки. Ціна безстрокового ф'ючерса підтримується близькою до спотової за допомогою спеціального механізму – ставки фінансування. Ставка фінансування (*funding rate*) – це періодичний платіж між учасниками ринку безстрокових ф'ючерсів. Якщо попит на довгі позиції (ставки на зростання) переважає і ціна ф'ючерсу перевищує спотову, власники довгих позицій сплачують власникам коротких. Якщо ж переважають короткі позиції, платять їх власники.

Стейблкоїн USDe поєднує ф'ючерсне хеджування із забезпеченням ліквідними стейблкоїнами, що диверсифікує механізм стабілізації та дає змогу отримувати додатковий дохід.

USDe може приносити дохід у формі *sUSDe* (через стейкінг). Джерелами доходу протоколу є: позитивна ставка фінансування (*funding rate*) на ринку безстрокових ф'ючерсів, базисна різниця між спотовою і ф'ючерсною ціною, дохід від розміщення ліквідних стейблкоїнів у *DeFi* та стейкінг *ETH*<sup>38</sup>. Найбільш вагомим і водночас волатильним компонентом є саме *funding rate*; у сприятливі періоди дохідність *sUSDe* сягала 15–20%<sup>39</sup>.

Модель управління USDe має гібридний характер: формально через токен *ENA*, але ключові рішення делегуються експертним комітетам (зокрема Комітету з ризиків)<sup>40</sup>, що наближає цю модель до традиційного корпоративного управління.

Водночас дельта-нейтральність не означає відсутності ризиків, а лише їх трансформацію. Серед можливих ризиків USDe: 1) від'ємні ставки фінансування; 2) "соціалізація збитків" – якщо довгі позиції не мають достатньо маржі, біржа може урізати прибуток усім учасникам; 2) кастодіальні

<sup>38</sup> Ethena. (n.d.). *Protocol Revenue Explanation*. <https://docs.ethena.fi/solution-overview/protocol-revenue-explanation>

<sup>39</sup> Окх. (2025, 18 липня). *Стейблкоїн sUSDe від Ethena зростає з двозначною APY: революція в DeFi*. <https://www.okx.com/ua/learn/ethena-susde-stablecoin-double-digit-apy?>; Binance. (2024, February 24). *Ethena Labs explains why sUSDe APY dropped sharply: to ensure a slow and controlled product launch*. <https://www.binance.com/en/square/post/4543888176481?>

<sup>40</sup> Ethena (n.d.). *Governance*. <https://docs.ethena.fi/solution-overview/governance>

ризиків й операційні ризики централізованих бірж; 3) ризики забезпечувальних активів<sup>41</sup>; 4) ризики смарт-контрактів – баги або злами у протоколах стейкінгу чи *DeFi*-інтеграціях; 5) ризик масштабування – при значному зростанні *USDe* може не вистачити ліквідності на ринку ф'ючерсів для хеджу; 6) кореляція ризиків – і стейкінг, і ф'ючерси значною мірою зав'язані на *ETH*, що підсилює взаємозалежність.

Висока дохідність і складна фінансова інженерія роблять *USDe* привабливим для професійних учасників ринку, але водночас обмежують перспективи його широкого використання поза криптопростором та потенційно привертають увагу регуляторів.

**Сфери використання стейблкоїнів.** З огляду на гібридну природу стейблкоїнів – поєднання альтернативи й доповнення до традиційних фінансів – доцільно виокремлювати три сфери їхнього застосування: 1) всередині криптоеко системи; 2) як альтернативу традиційним фінансам; 3) на стику крипторинку та традиційної фінансової системи.

#### **1. Усередині криптоеко системи:**

- *засіб обігу.* Стейблкоїни забезпечують швидкі розрахунки без конвертації в національну валюту, зменшуючи транзакційні витрати та регуляторні бар'єри, а також завдяки широкому прийняттю на різних блокчейнах та у фінансових протоколах широко застосовуються для платежів між різними блокчейнами;

- *інструмент фіксації прибутку.* Стейблкоїни використовуються як інструмент фіксації торговельних результатів і збереження вартості між операціями з волатильними криптоактивами;

- *"готівка" криптосфери.* У традиційних фінансах роль короткострокового "безпечного притулку" виконують готівка або державні цінні папери. У криптосфері в періоди турбулентності інвестори переходять у стейблкоїни, не залишаючи блокчейн-інфраструктуру;

- *ядро ліквідності.* Торгові пари зі стейблкоїнами формують основну глибину ринку на *CEX* і в *DeFi*. Їх домінування пояснюється стабільною номінальною вартістю та концентрацією ліквідності, що мінімізує ціновий вплив великих угод. На практиці ринок тяжіє до стейблкоїнів із найбільшою накопиченою ліквідністю, таких як *USDT*, навіть за наявності дискусій щодо прозорості резервів.

**2. Як альтернатива традиційним фінансам.** Опитування у п'яти великих країнах, що розвиваються (Індія, Бразилія, Індонезія, Нігерія, Туреччина), показало: поряд із крипторгівлею важливими мотивами попиту на стейблкоїни є заощадження в доларах США (47%) та вигідніші курси обміну валют (43%). Найпопулярнішим виявився *USDT* – завдяки мережевому ефекту, довірі та ліквідності<sup>42</sup>.

Основні напрями використання (*Krychevska, 2025b*):

- *валютні заощадження* у країнах із девальвацією та валютними обмеженнями. В Нігерії й Аргентині обсяги операцій у стейблкоїнах зрос-

<sup>41</sup> Ethena. (n.d.). *Risks. Synthetic dollar vs fiat and RWA backed stablecoins.* <https://docs.ethena.fi/solution-overview/risks>

<sup>42</sup> Allium. (2024, September 12). *Allium Powers Methodology for Stablecoins: The Emerging Market Story.* <https://www.allium.so/post/allium-powers-methodology-for-stablecoins-the-emerging-market-story>

тають паралельно зі знеціненням національних валют. Туреччина посідає перше місце у світі за обсягом торгівлі стейблкоїнами відносно ВВП на тлі високої інфляції<sup>43</sup>;

- *міжнародні перекази.* Традиційні транскордонні платежі залишаються дорогими (понад 6% для переказу 200 дол. США за даними Світового банку (*Stablecoins could*, 2026)). Використання стейблкоїнів може знижувати витрати, зокрема в країнах Африки на південь від Сахари – приблизно на 60% порівняно з традиційними каналами<sup>44</sup>;

- *платежі в торгівлі та корпоративні розрахунки.* У ряді країн Латинської Америки й Африки бізнес приймає USDT та USDC як дешевшу й швидшу альтернативу банківським платежам. Для багатьох компаній у країнах Африки доступ до стейблкоїнів через спеціалізовані платформи, зокрема *Yellow Card*, виступає альтернативою традиційним фінансовим установам, які не здатні забезпечити стабільний доступ до доларів США для здійснення міжнародних розрахунків<sup>45</sup>;

- *тіньова економіка.* З початком повномасштабної війни Росії проти України зросло використання стейблкоїнів для обходу санкцій. За даними *Chainalysis*, якщо до 2021 р. біткоїн домінував як основний криптоактив у незаконних операціях завдяки своїй ліквідності, то з 2022 р. цю роль дедалі частіше відіграють стейблкоїни, зокрема в операціях підсанкційних осіб, компаній і юрисдикцій<sup>46</sup>. У 2025 р. на них припадало близько 84% незаконних криптооперацій. Зокрема, запущений у Росії рублевий стейблкоїн A7A5 менш ніж за рік забезпечив транзакції на понад 93 млрд дол. США<sup>47</sup>.

### **3. На стику традиційної фінансової системи й крипторинку.**

Зростання регуляторної визначеності активізувало входження банків, платіжних мереж і фінтех-компаній на ринок стейблкоїнів – як через інтеграцію наявних токенів, так і через запуск власних:

- *інтеграція в платіжну інфраструктуру.* Стейблкоїни вбудовуються у глобальні платіжні системи. *PayPal* запустив *PYUSD*, інтегрований у застосунки *PayPal* і *Venmo*; *MoneyGram* підтримує операції з *USDC*; *Mastercard*<sup>48</sup> і *Visa* (*Mason*, 2025) інтегрують регульовані стейблкоїни у свої мережі для розрахунків і транскордонних платежів; *Stripe* розробляє блокчейн *Tempo* (спочатку закритий, у перспективі – бездозвільний) для масових платежів у стейблкоїнах із високою пропускну здатністю, низькими комісіями та опційними механізмами конфіденційності за умови дотримання вимог фінансового комплаєнсу (*Hitchcock*, 2025);

- *кастодіальні сервіси.* Банки інтегрують стейблкоїни у клієнтські рахунки й забезпечують регульоване зберігання (*BNY Mellon* – *USDC*;

<sup>43</sup> Chainalysis. (2024, October). *The 2024 Geography of Crypto Report*.

<https://go.chainalysis.com/2024-geography-of-cryptocurrency-report.html>

<sup>44</sup> Chainalysis. (2024, October).

<sup>45</sup> Chainalysis. (2024, October).

<sup>46</sup> Chainalysis. (n.d.). *The 2024 Crypto Crime Report*. <https://go.chainalysis.com/crypto-crime-2024.html>

<sup>47</sup> Chainalysis. (2026, January 8). *Crypto Crime Reaches Record High in 2025 as Nation-State Sanctions Evasion Moves On-Chain at Scale*. <https://www.chainalysis.com/blog/2026-crypto-crime-report-introduction/>

<sup>48</sup> Mastercard. (2025, June 23). *Bringing real utility and global scale to stablecoins*. <https://www.mastercard.com/global/en/news-and-trends/stories/2025/mastercard-stablecoin-utility-and-scale.html/>

*State Street* – токенизовані активи). Фінтех-платформи, зокрема *Revolut* і *Nubank*, додають стейблкоїн-гаманці;

- *власні банківські стейблкоїни*. Системно важливі банки (*JPMorgan*, *Société Générale*) випускають стейблкоїни переважно для корпоративних розрахунків в межах відповідних банківських груп;

- *брокерські й інвестиційні продукти*. Стейблкоїни використовуються як розрахунковий актив для токенизованих фондів і цінних паперів (*BlackRock BUIDL*, *Franklin Templeton*, *Robinhood*, ініціативи *Goldman Sachs* і *JPMorgan*). Їх переваги – скорочення строків розрахунків, зниження витрат і режим 24/7.

### Масштаби і тенденції сектору стейблкоїнів

- *Абсолютний розмір цього сектору крипторинку поки що набагато менший, ніж сектори традиційного фінансового ринку, які пропонують подібні послуги.*

За даними сайту *CoinMarketCap*, станом на 2 лютого 2026 р. сукупна капіталізація стейблкоїнів перевищила 312 млрд дол. США. Оскільки 99% обсягу стейблкоїнів мають прив'язку до долара США, для оцінки масштабу феномену і потужності його впливу на традиційну фінансову порівнюємо його з розмірами деяких сегментів американської фінансової системи:

- ✓ депозити в комерційних банках США – 18,6 трлн дол. (за даними FRED станом на 21 січня 2026 р.)<sup>49</sup>. Стейблкоїни становлять **1,7%**;

- ✓ активи взаємних фондів грошового ринку США – 7,8 трлн дол. (за даними FRED станом на кінець III кварталу 2025 р.)<sup>50</sup>. Стейблкоїни становлять **4%**;

- ✓ казначейські векселі США (обсяг станом на 31 грудня 2025 р. – 6,55 трлн дол.)<sup>51</sup>. Стейблкоїни становлять **4,8%**.

Утім, за прогнозами банку *Standard Chartered*, на які також спирається Консультативний комітет з питань запозичень Казначейства (ТВАС) "Цифрові гроші", загальна капіталізація ринку стейблкоїнів до кінця 2028 р. може досягти 2 трлн дол.<sup>52</sup>. Міністр фінансів Скотт Бессент у листопаді 2025 р. озвучив оцінку у 3 трлн дол. до кінця десятиліття<sup>53</sup>.

- *Сектор стейблкоїнів набуває власної динаміки, відмінної від динаміки крипторинку, що може бути ознакою зсуву сфери їхнього застосування від переважно інструменту криптотрейдингу до використання в реальному світі.* За 2025 р. обсяг стейблкоїнів зріс на **49%**, тоді як сукупна

<sup>49</sup> FRED. (2026, February 18). Deposits, All Commercial Banks. <https://fred.stlouisfed.org/series/DPSACBW027SBOG>

<sup>50</sup> FRED. (2026, January 9). Money Market Funds; Total Financial Assets, Level. <https://fred.stlouisfed.org/series/MMMFFAQ027S>

<sup>51</sup> FiscalData. (n.d.). *Summary of Treasury Securities Outstanding*. <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/monthly-statement-public-debt/summary-of-treasury-securities-outstanding>

<sup>52</sup> Standard Chartered. (2025, April 15). Stablecoins, USD Hegemony, and UST Bills. <https://www.scribd.com/document/989474513/Stablecoins-T-bills-USD-hegemony>; Department of the Treasury. (2025, April 30). Digital Money. TBAC Presentation. <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge2Q22025.pdf>

<sup>53</sup> Department of the Treasury. (2025, November 12). *Remarks by Secretary of the Treasury Scott Bessent before the Treasury Market Conference*. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0314>

ринкова вартість усіх криптоактивів впала на **10,4%**<sup>54</sup>. Частка стейблкоїнів у загальній ринковій капіталізації крипторинку зросла з 6,4% в кінці 2024 р. до **12%** станом на 2 лютого 2025 р. Експерти CEX.IO відзначають стрімке падіння кореляції між динамікою капіталізації стейблкоїнів і загального крипторинку: якщо у 2020–2022 р. відповідний коефіцієнт становив 0,8–0,91, то у 2025 р. – лише **0,4** (Otychenko, 2026). Це може свідчити про утвердження стейблкоїнів як відносно автономної фінансової інфраструктури.

Передумови для цього сформувалися завдяки посиленню регуляторної визначеності та легітимізації стейблкоїнів у провідних юрисдикціях. У 2024 р. повністю набули чинності положення MiCA щодо стейблкоїнів у ЄС; у 2025 р. у США ухвалено GENIUS Act, а в Гонконзі – спеціальний закон про нагляд за діяльністю, пов'язаною зі стейблкоїнами<sup>55</sup>. Велика Британія проводить консультації щодо режиму для системних стерлінгових стейблкоїнів. Сінгапур розробляє законодавство в межах ширшої стратегії створення масштабованої токенизованої фінансової інфраструктури<sup>56</sup>. За очікуваннями, вимоги до резервів, погашення та корпоративного управління будуть співставними з європейськими, однак регуляторна мета ширша: інтеграція стейблкоїнів у модернізовану архітектуру ринку капіталу. У пілотних проектах MAS тестується обмін токенизованих активів на цифрові гроші; передбачається, що CBDC використовуватимуться для оптових розрахунків, а регульовані стейблкоїни – для програмованих, між-платформних і транскордонних операцій.

- *Обсяг P2P-переказів у стейблкоїнах*<sup>57</sup> у 2025 р. (17,8 трлн дол. США) (Otychenko, 2026) *вперше в історії перевищив обсяги платежів, здійснених найбільшими платіжними операторами Visa (14,2 трлн дол за фінкальний 2025 р.<sup>58</sup>) та Mastercard (10,6 трлн за 2025 р.<sup>59</sup>).*

- *Хоча USDT зберігає позицію найбільшого стейблкоїна, його частка у загальній пропозиції стейблкоїнів скорочується за рахунок перерозподілу ринку на користь регульованих стейблкоїнів та криптозабезпечених стейблкоїнів, що пропонували підвищену дохідність. USDT також залишається беззаперечним лідером P2P-переказів у стейблкоїнах, однак його частка зменшується за рахунок регульованих стейблкоїнів, тісніше інтегрованих з традиційною фінансовою системою і платіжними системами.*

<sup>54</sup> Coingecko. (2026, January 15). *2025 Annual Crypto Industry Report*. <https://www.coingecko.com/research/publications/2025-annual-crypto-report>

<sup>55</sup> Hong Kong E-legislation. (2025, August 1). *An Ordinance to provide for the supervision of activities involving stablecoins; to provide the Monetary Authority with investigatory and enforcement powers; and to provide for incidental and related matters*. <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap656>

<sup>56</sup> Hong Kong E-legislation. (2025, August 1).

<sup>57</sup> Експерти CEX.IO розраховують його, виключаючи з обсягу ончейн-активності у стейблкоїнах взаємодії зі смартконтрактами, внутрішні та зовнішні перекази з ідентифікованими бізнесами/біржами, операції з емісії та погашення стейблкоїнів, а також інші транзакції, які не можна коректно трактувати як P2P.

<sup>58</sup> VISA. (n.d.). *Annual Report 2025: Year-end financial highlights*. <https://annualreport.visa.com/financials/default.aspx>

<sup>59</sup> YCharts. (n.d.). *Mastercard Inc A (MA) – Total Transaction Volume*. [https://ycharts.com/indicators/mastercard\\_inc\\_a\\_ma\\_total\\_transaction\\_volume](https://ycharts.com/indicators/mastercard_inc_a_ma_total_transaction_volume)

Частка *USDT* в сукупній капіталізації стейблкоїнів скоротилася з 67% наприкінці 2024 р. до 59,2% станом на 2 лютого 2026 р. (рисунок). Втрата позицій відбулася, *по-перше*, на користь регульованих стейблкоїнів, більш придатних до інтеграції з традиційними платіжними системами. До цієї групи належать не лише один із найдавніших гравців – *USDC*, а й нові стейблкоїни, підтримані або традиційними фінансовими інституціями (*PYUSD*, *USDG*), або політично афілійованими акторами (*USD1*). *По-друге*, зростання демонстрували криптозабезпечені стейблкоїни, що пропонували підвищену дохідність, зокрема *USDS* та *USDe*. Водночас у міру подальшого розвитку регуляторних підходів такі дохідні криптозабезпечені інструменти потенційно можуть бути виведені за межі класу стейблкоїнів і віднесені до інвестиційних фінансових інструментів.

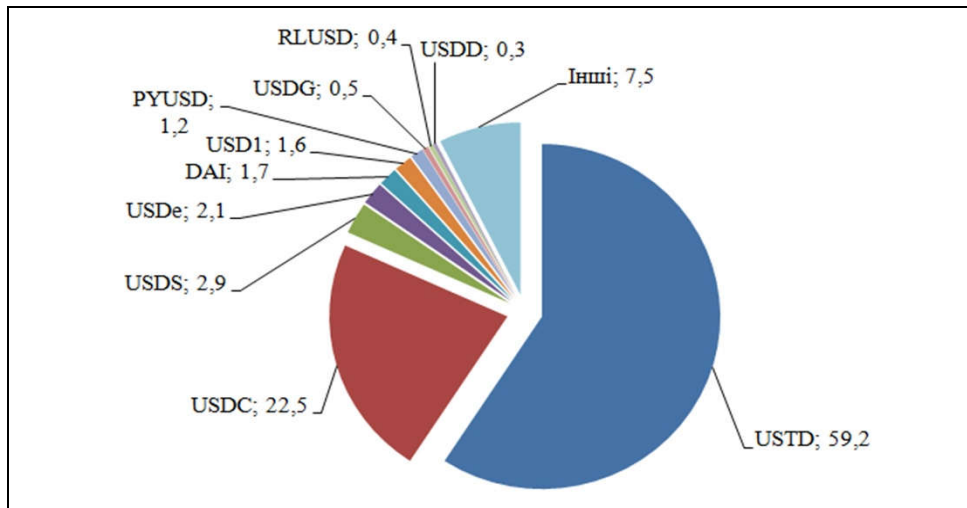


Рисунок. Розподіл пропозиції стейблкоїнів, 02.02.2026, %

Джерело: розраховано автором за даними *CoinMarketCap*, *Kraken*.

Частка *USDT* у P2P-переказах у стейблкоїнах впала з 78,7% у 2024 р. до 65,3% у 2025. Значною мірою це сталося через різке зростання P2P-операцій з *USDC*, що завдяки авторизації згідно з регламентом MiCA зазнав ширшого впровадження в ЄС, але також за рахунок нових гравців – таких як *USD1*, *USDG* і *PYUSD* (Otychenko, 2026).

• *Посилення домінування USDT у торговельних операціях на крипторинку за участі стейблкоїнів.* За підсумками 2025 р. на *USDT* припадало 82,3% відповідного обороту проти 79,6% у 2024. Цьому не завадив делістинг *USDT* для клієнтів з ЄС на низці централізованих бірж. Як зазначають експерти *CEX.IO*, це свідчить про те, що трейдери орієнтуються на інструмент із максимальною глибиною ліквідності та найменшими втратами під час виконання ордерів. Інші стейблкоїни, зазначають вони, дедалі важче здобувають частку торговельної активності, навіть якщо пропонують регуляторні переваги чи інноваційні характеристики (Otychenko, 2026).

**Природа фінансової діяльності емітентів стейблкоїнів.** Вище ми зосереджувалися на технологічних особливостях і розмаїтті стейблкоїнів як особливого феномену, що сформувався у середовищі віртуальних фі-

нансів та поступово інтегрується у реальну фінансову систему. Але, як зазначають Г.Гортон і Дж. Чжан, "досить часто законодавці настільки зосереджуються на спробах зрозуміти нову технологічну інновацію, що не ставлять фундаментального запитання: що саме створюється" (Gorton, Zhang, 2023). Насправді ж, як зазначає Президентка ЄЦБ К.Лагард, "фінансова діяльність, якою б новою вона не здавалася, майже завжди є варіаціями кількох незмінних функцій: здійснення транзакцій, заощадження та запозичення; інвестування й розподіл ризику; страхування та хеджування; трансформація строковості" (Lagarde, 2025). Тож не випадково Рада з фінансової стабільності (FSB) та міжнародні органи зі встановлення стандартів, розробляючи рекомендації щодо регулювання системно важливих стейблкоїнів, керуються підходом "однакова діяльність – однаковий ризик – однаковий регуляторний результат".

Отже, розглянемо, яку фінансову діяльність відтворюють емітенти стейблкоїнів у новій технологічній оболонці за різних регуляторних режимів.

**Емітент цифрових грошей.** Відповідно до Регламенту (ЄС) 2023/1114 (MiCA)<sup>60</sup>, криптоактив, що підтримує стабільну вартість через прив'язку до однієї офіційної валюти, може легалізуватися лише як токен електронних грошей (EMT). Такі токени юридично прирівнюються до електронних грошей: їх власник має грошову вимогу до емітента, який зобов'язаний у будь-який момент викупити токени за номіналом у відповідній валюті. Щонайменше 30% отриманих коштів мають зберігатися на відокремлених рахунках у кредитних установах, а решта – інвестуватися у високоліквідні та низькоризикові активи в тій самій валюті.

За економічною суттю емітент EMT подібний до небанківської установи електронних грошей (наприклад, PayPal): клієнт не є вкладником, а має грошову вимогу до емітента; гарантії вкладів не застосовуються, натомість діє режим сегрегації резервів. Водночас існує принципова відмінність: PayPal веде облік централізовано у власній системі, тоді як EMT існують у формі токенів на розподіленому реєстрі та можуть передаватися без участі емітента після випуску. Це породжує додаткові ризики.

Серед них: 1) **технологічні ризики блокчейну** (вразливості смарт-контрактів, мережеві збої, помилки інтеграції гаманців і платформ); 2) **ризик сумісності та інфраструктури** (пов'язані з функціонуванням EMT на різних блокчейнах, з міжблокчейновими мостами, відомими як вразливі точки для атак); 3) **інституційні ризики**, пов'язані з вертикальною інтеграцією функцій (торгівля, зберігання, маркет-мейкінг, кредитування тощо), що створює конфлікти інтересів (Mancini-Griffoli, 2025); 4) **додаткові ризики ліквідності, спричинені вільним обігом стейблкоїнів на блокчейні й існуванням вторинного ринку стейблкоїнів**, що полегшують виникнення панічних настроїв і набігів власників токенів; 5) **ризик, пов'язаний з глобальним характером стейблкоїнів** – взаємозамінні між собою токени випускаються афілійованими структурами в різних країнах із різними вимогами до резервів і викупу. Під час кризи власники звертатимуться до найсприятливішої юрисдикції, тоді як резерви можуть концентруватися там, де регуляторний режим є м'якшим (Lagarde, 2025).

<sup>60</sup> Regulation (Eu) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets

Наведені вимоги MiCA забезпечують відносно високий рівень захисту прав на погашення. Проте такий статус передбачено не всюди. У США, наприклад, відповідно до GENIUS Act емітент платіжного стейблкоїна зобов'язаний насамперед розкривати політику викупу та комісії. Правовий статус власника ближчий до режиму *asset-referenced tokens* у MiCA, ніж до електронних грошей. На практиці умови погашення можуть бути обмеженими: високі мінімальні суми (як у *Tether*), комісії, складні процедури верифікації, а регуляторні вимоги суттєво відрізняються в різних юрисдикціях.

За оцінками експертів Банку міжнародних розрахунків, стейблкоїни не відповідають трьом критеріям життєздатності грошової системи. Вони не забезпечують *єдності грошей*, оскільки одержувач платежу отримує вимогу до конкретного емітента. Не гарантується й *еластичність*: емісія залежить від попереднього внесення коштів і не може розширюватися автономно. Нарешті, існують проблеми *цілісності (integrity)*: як цифрові інструменти на пред'явника, стейблкоїни можуть обертатися через нерегульовані біржі та некастодіальні гаманці, що ускладнює дотримання вимог KYC/AML (Krychevska, 2025c). З огляду на це БМР розглядає токенизовані банківські депозити як більш узгоджену з існуючою грошовою архітектурою форму цифрових грошей (Shin, 2025).

**Нерегульований банк.** Закон України "Про банки і банківську діяльність" визначає банківську діяльність як залучення коштів у вклади з їх подальшим розміщенням від свого імені, на власних умовах і ризик, а також відкриття і ведення рахунків<sup>61</sup>. У США § 581 Internal Revenue Code (26 U.S.C. § 581) відносить до банків установи, істотна частина діяльності яких полягає у прийнятті депозитів і наданні позик (або здійсненні довірчих повноважень), за умови підлягання банківському нагляду<sup>62</sup>. Для цілей Bank Holding Company Act (12 U.S.C. § 1841) банк – це або установа з депозитами, застрахованими FDIC, або така, що одночасно (i) приймає депозити до запитання і (ii) здійснює комерційне кредитування<sup>63</sup>.

GENIUS Act прямо зазначає, що платіжні стейблкоїни не гарантуються урядом США і не підлягають страхуванню FDIC чи NCUA<sup>64</sup>. MiCA вимагає в Білій книзі чітко зазначити відсутність покриття схемами гарантування вкладів (Директива 2014/49/ЄС) та компенсації інвесторам (97/9/ЄС)<sup>65</sup>. Отже, формально емітент стейблкоїна не відповідає визначенню банку.

За Г. Гортоном і Дж. Чжаном, власники стейблкоїнів не є власниками емітентів стейблкоїнів, а натомість виступають кредиторами емітента, тож, попри законодавчі застереження, такі зобов'язання близькі до депозитів.

<sup>61</sup> Закон України "Про банки і банківську діяльність" від 7 грудня 2000 р. № 2121-III зі змінами. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14#Text>

<sup>62</sup> Cornell Law School. (n.d.). *Definition of bank*. 26 U.S. Code § 581. <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/581>

<sup>63</sup> Cornell Law School. (n.d.). *Definitions 12 U.S. Code § 1841*. <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1841>

<sup>64</sup> Congress.Gov. (n.d.). GENIUS ACT. Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act. <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text/pl>

<sup>65</sup> Regulation (Eu) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets

Проте їх складно вважати депозитами до запитання через обмеження щодо мінімальної суми, комісій і процедур погашення (Gorton, Zhang, 2023).

Щодо комерційного кредитування, американське право розуміє його як надання прямих кредитів бізнесу для фінансування підприємницької діяльності. Емітенти, які діють у межах GENIUS Act, такої діяльності здійснювати не можуть; інвестиції в інструменти грошового ринку не вважаються комерційними кредитами (Gorton, Zhang, 2023). Проте цього не можна сказати про емітента найбільшого стейблкоїна USDT, адже в його "Умовах обслуговування" вказано: "Резерви складаються з готівки, її еквівалентів та інших активів і можуть включати дебіторську заборгованість за кредитами та інші активи від афілійованих осіб"<sup>66</sup>. Наявність комерційних кредитів можна побачити у складі його резервів у таблиці.

Із економічного погляду банк – це фірма, що емітує короткострокові боргові зобов'язання (Gorton, Zhang, 2023), тобто бере участь у приватному створенні грошей шляхом випуску короткострокового боргу. Цю ж ідею висловлюють з точки зору профілю ризиків установи – що ключовою особливістю банків є домінування у структурі пасивів його балансу зобов'язань, схильних до масового вилучення (*runnable liabilities*) (Armstrong, 2025b), (підхід Даймонда–Дибвіга) (Diamond, Dybvig, 1983; Krychevska, 2023a). У цьому сенсі емітентів стейблкоїнів можна трактувати як нерегульовані банки.

Вимога GENIUS Act розміщувати резерви в застрахованих банках не означає їх повної захищеності: страхування FDIC обмежене 250 тис. дол., тоді як резерви стейблкоїнів кратно більші. Ми бачили, чим це може обернутися, у 2023 р., коли з'ясувалося, що Circle, емітент стейблкоїна USDC, зберігав 3,3 млрд дол. резервів у банку Silicon Valley Bank на момент його краху. Власників USDC урешті-решт урятував уряд США – разом з іншими вкладниками SVB (Armstrong, 2025a; Кричевська, 2023b). За відсутності кредитора останньої інстанції та системи гарантування вкладів стейблкоїни залишаються потенційно схильними до панічного погашення (Tobias et al., 2025).

**Фонд грошового ринку (MMF).** За функціональним профілем емітентів стейблкоїнів часто порівнюють із фондами грошового ринку (Anadu et al., 2023). MMF виникли у 1970-х рр. як інструмент регуляторного арбітражу для обходу обмежень Regulation Q (заборона відсотків за депозитами до запитання та стелі ставок за ощадними вкладками), запроваджених на виконання Glass–Steagall Act 1933 р. Їх правовий режим визначається Investment Company Act 1940 та правилами SEC, зокрема 17 CFR § 270.2a-7<sup>67</sup>.

MMF – це відкритий інвестиційний фонд, що емітує викупні паї та зобов'язаний здійснювати їх викуп за чистою вартістю активів (NAV). Регуляторний режим обмежує інвестиції короткостроковими доларовими інструментами з мінімальним кредитним ризиком, встановлює вимоги до щоденної та тижневої ліквідності, допускає спеціальні методи оцінки активів для підтримання стабільної вартості паю (як правило, 1 дол. США) та пе-

<sup>66</sup> Tether. (2025, Nov 27). *Legal. Terms of Services*. <https://tether.to/ru/legal/>

<sup>67</sup> Cornell Law School. (n.d.). *Money market funds*. 17 CFR § 270.2a-7. <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/270.2a-7>

редбачає можливість тимчасових обмежень викупу для захисту інвесторів і стабільності фонду.

Функціональна подібність до стейблкоїнів очевидна: обидві моделі акумулюють кошти, інвестують у короткострокові активи та емітують короткострокові зобов'язання, що обіцяють погашення на вимогу за номіналом і можуть обертатися на вторинному ринку. Водночас існують принципові відмінності:

1) *розподіл доходу*. MMF передають інвесторам дохід від портфеля; стейблкоїни, як правило, не передбачають виплати доходу власникам (часто прямо заборонено законодавством), хоча на практиці економічний ефект може досягатися опосередковано (наприклад, через партнерські програми або структуру комісій). Вище ми розглядали, як цю норму обходять у випадках *USDC* та *PYUSD*;

2) *правовий режим викупу*. Якщо стейблкоїн не кваліфікується як електронні гроші чи цінний папір, вимоги до його погашення зазвичай менш формалізовані, ніж у *MMF*, і можуть більше нагадувати режим біржових фондів (*ETF*), де ліквідність частково забезпечується вторинним ринком (*Armstrong, 2025b*);

3) *регуляторний периметр*. Режим регулювання емітентів цінних паперів (*SEC*) є для емітентів стейблкоїнів найменш бажаним через складність і суворість вимог та активну правозастосовну практику.

У США триває дискусія щодо доцільності включення самих MMF до банківського регуляторного периметра. Аргумент – подібність профілю ризику: короткострокові зобов'язання, погашувані на вимогу, схильні до "втечі" інвесторів. Під час глобальної фінансової кризи 2008 р. *Reserve Primary Fund* втратив здатність викуповувати свої паї за номіналом на рівні 1 долара США через наявність у його портфелі боргових зобов'язань, емітованих *Lehman Brothers*, що спричинило системну паніку в сегменті MMF. Міністерство фінансів США та ФРС запровадили тимчасові програми гарантування та підтримки ліквідності, функціонально подібні до банківських механізмів. Аналогічні інструменти (зокрема, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) застосовувалися і у 2020 р. під час коронакризи.

Таким чином, емітенти стейблкоїнів, як і банки та MMF, вразливі до масового викупу зобов'язань у кризових умовах. Водночас законодавство прямо заперечує їх банківську чи інвестиційну природу.

**"Вузький (narrow) банк**. За відсутності доступу до розрахунків у грошах центрального банку стейблкоїни не відповідають критерію єдності грошей, тобто безумовного прийняття за номіналом. Одним із теоретичних рішень є стовідсоткове резервування в коштах центрального банку. У 2023 р. Банк Англії запропонував саме таку модель для системних стерлінгових стейблкоїнів – фактично приватний аналог вузького банку на зразок історичних *Banco di Rialto* чи Банку Амстердаму.

Галузь розкритикувала підхід через невідповідність міжнародним режимам, несумісність із бізнес-моделями (втрата процентного доходу від портфеля) та потенційні конкурентні диспропорції. У подальших консультаціях Банк Англії запропонував м'якшу модель: мінімум 40% резервів – у депозитах у Банку Англії, до 60% – у короткострокових державних паперах Великої Британії (стерлінгових), із перехідними положеннями. Попри

пом'якшення, розглядається можливість надання системним емітентам доступу до механізмів підтримки ліквідності<sup>68</sup>.

**Приватні емісійні банки періоду Вільного банкінгу у США.** Дослідники (Б. Айхенгрін (*Eichengreen*, 2025), Г. Гортон і Дж. Чжан (*Gorton, Zhang*, 2023), Х. Шін (*Shin*, 2025)) порівнюють емітентів стейблкоїнів із приватними банками епохи Вільного банкінгу (1830-ті – 1863 р.). У 1832 р. Президент США Ендрю Джексон наклав вето на законопроект про продовження повноважень Банку Сполучених Штатів, за своєю роллю подібного до центрального банку, звинувативши його у служінні інтересам багатіїв на шкоду простим людям. У наступні десятиліття низка штатів дозволила створення банків лише за умови наявності капіталу (*Gorton, Zhang*, 2023). Такі банки емітували власні банкноти під стовідсоткове забезпечення облігаціями штатів, але в обігу вони приймалися з дисконтом, що відображалося в спеціальних *banknote reporters*.

Закон "Про національні банки" 1863 р. уніфікував емісію через національні банкноти, забезпечені казначейськими облігаціями, і фактично витіснив банкноти штатів. Проте це не усунуло банківських панік. Оскільки казначейські цінні папери були дуже ліквідним фінансовим інструментом, банки не бажали використовувати всі їх запаси для забезпечення банкнот. Через нестачу готівки роль приватних грошей перебрали депозити до запитання, що й стали об'єктом масових вилучень. Стабілізації було досягнуто лише після запровадження страхування депозитів у 1933 р. (*Gorton, Zhang*, 2023).

Підставою для аналогії з сучасністю цього періоду фінансової історії є фрагментація фінансового регулювання у США, що створює можливість регуляторного арбітражу. Формально банк – це установа з ліцензією федерального регулятора чи регулятора на рівні штату та, як правило, з доступом до *master account* (кореспондентського рахунку) у ФРС. У 2003 р. Управління контролера грошового обігу закріпило свої повноваження надавати банківську ліцензію суб'єкту, що здійснює бодай одну з трьох базових функцій (депозити, платежі, кредити)<sup>69</sup>. У 2018 р. OCC започаткувало ліцензію національного банку спеціального призначення (SPNB) для фінтех-компаній, що дозволяє здійснювати платежі або кредитування без приймання депозитів і дає право претендувати на рахунок у ФРС (*Gorton, Zhang*, 2023). Окремі штати, зокрема, Вайомінг, Небраска та Техас, створили власні подібні моделі. Криптобіржа Kraken стала першою криптовалютною компанією, яка отримала банківську ліцензію депозитної установи спеціального призначення (SPDI) штату Вайомінг. У такий спосіб небанківські структури можуть отримувати доступ до публічної платіжної інфраструктури, проте рішення про відкриття рахунку у ФРС залишається за федеральними резервними банками.

<sup>68</sup> Bank of England. (2025, November 10). *Proposed regulatory regime for sterling-denominated systemic stablecoins. Consultation paper.* <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2025/cp/proposed-regulatory-regime-for-sterling-denominated-systemic-stablecoins>

<sup>69</sup> Code of Federal Regulations. (n.d.). § 5.20 *Organizing a national bank or Federal savings association.* <https://www.ecfr.gov/current/title-12/chapter-1/part-5/subpart-B/section-5.20>

GENIUS Act (2025) закріпив множинність режимів регулювання: емітентом стейблкоїнів може бути дочірня компанія застрахованої депозитної установи; кваліфікований OCC федеральний емітент (включно з небанківською установою або незастрахованим національним банком) або емітент, ліцензований на рівні штату<sup>70</sup>.

Поширення стейблкоїнів є частиною ширших трансформацій у макрофінансовій сфері, пов'язаних з переміщенням платежів, кредитування і ліквідності за межі класичного банківського периметра. Небанківські структури залучають кошти, придатні до вилучення на вимогу, інвестуючи їх у ризиковані активи, і функціонують без страхування депозитів і доступу до кредитора останньої інстанції. Платформи та алгоритмічні системи без банківського нагляду надають кредити, використовуючи штучний інтелект і великі дані, щоб прискорити схвалення кредитів, зменшити вимоги до застави й охопити позичальників, яких традиційні банки зазвичай оминають. Депозити залучають емітенти стейблкоїнів, які не підлягають банківським регуляторним нормам, гарантуванню вкладів та не мають кредитора останньої надії (Zeng, 2025).

Критики (зокрема Н. Фергюсон і М. Рінкон-Круз) заперечують повну аналогію стейблкоїнів з банками епохи Вільного банкінгу, наголошуючи, що відповідно до GENIUS Act емітенти стейблкоїнів не можуть надавати або утримувати на балансі позики (Ferguson, Rincon-Cruz, 2026). Однак питання стійкості залежить не лише від формальних обмежень активів, а й від якості нагляду. Нобелівський лауреат з економіки Ж.Тіроль застерігає, що сама система нагляду за стейблкоїнами у США може виявитися надто м'якою в поточних політичних умовах, коли американська адміністрація має особисті фінансові інтереси, ідеологічний ухил та геополітичний стимул просувати криптовалюту і призначає прихильних до криптосфери очільників її регуляторів (A Nobel laureate, 2026). Окрім того, емітент найбільшого за обсягом стейблкоїна USDT – Tether діє в юрисдикції Сальвадору з м'яким регулюванням і допускає інвестиції резервів у ризикові активи, включно з біткоїном.

Історично стейблкоїни намагалися створити децентралізований механізм стабілізації вартості без опори на державні гроші, але фактично відтворили прив'язку до суверенних валют, "запозичивши довіру" традиційних фінансів. Криптовалюти перетворилися на криптоактиви, а згодом – на форму фінансових інновацій у межах існуючої системи.

Суспільні процеси, що сприяють поширенню правого популізму, а також геополітична фрагментація й протистояння можуть призвести до легітимації стейблкоїнів без належного регулювання. У такому разі йтиметься вже не про фінансові інновації, а, за визначенням Ж. Бодріяра, про симулякри, тобто "те, що вже ніколи не обмінюється на реальне, а обмінюється лише на саме себе, в неперервному колообігу, що не має ні референції, ні периметра" (Бодріяр, 2004).

У логіці еволюції фаз образу Бодріяра нерегульований стейблкоїн відповідає третій фазі – коли образ маскує відсутність глибокої реальності.

<sup>70</sup> Congress.Gov. (n.d.). GENIUS Act. Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act. <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text/pl>

Легітимізований, але неадекватно врегульований стейблкоїн – це вже четверта фаза, чистий симулякр: він не просто імітує національну валюту (наприклад, долар), а конструює власну "доларову реальність", підкріплену законом, банками, аудиторами й навіть потенційною участю центрального банку чи підтримкою платників податків.

Водночас така конструкція залишається поза ієрархічною грошовою системою, у якій відповідальність за гроші розподіляється між рівнями зовнішніх і внутрішніх грошей, а емітенти внутрішніх грошей несуть чітко окреслені зобов'язання в межах свого регуляторного периметру та мають доступ до грошей вищого рівня. За цих умов глобальний сеньйораж фактично може набувати приватного характеру: сила мережевих ефектів сприяє концентрації доходів і ринкової влади в обмеженого кола емітентів. Така концентрація здатна трансформуватися в інституційний вплив як на формування галузевих регуляторних режимів, так і на ширші політичні процеси, що в перспективі ставить питання про часткову приватизацію функцій міжнародної валютної системи, що традиційно розглядається як глобальне суспільне благо (Rey, 2025).

### Висновки

Еволюція грошей не є лінійним переходом від приватних до державних форм грошей чи навпаки. Вона радше виглядає як циклічний процес взаємної адаптації, у якому приватні інновації створюють нові засоби обігу, а держава – інституційні засади довіри, стандартизацію та антикризове страхування. Сучасна дворівнева грошова система є результатом цього історичного компромісу: вона поєднує приватне створення грошей із державним забезпеченням єдності форм грошей, еластичності пропозиції ліквідності та цілісності – захисту від неправомірних дій.

Стейблкоїни постали як спроба відтворити стабільність грошей у децентралізованому середовищі, але від початку розвивалися у двох напрямках – через інтеграцію з традиційними активами та через внутрішньо-блокчейнові механізми стабілізації. Тому сучасний сектор стейблкоїнів є не однорідним технологічним феноменом, а спектром моделей із різними джерелами стабільності, управлінням і ступенем інтеграції з традиційними інститутами.

Найбільшого поширення набули централізовані стейблкоїни з поза-блокчейновим забезпеченням, передусім доларовим. Найбільший із них – USDT (понад половину ринкової капіталізації) – від 2014 р. розвивався як глобальний офшорний платіжний інструмент. Попри прагматичне зближення емітента з регульованим периметром США протягом кількох останніх років, його бізнес-модель не трансформувалася в модель системно важливого платіжного інструменту з передбачуваним профілем ризику та чіткою системою захисту користувачів, зберігаючи риси гібриду платіжної інфраструктури й високоризикового інвестиційного механізму. Попри непрозорість резервів і регуляторні обмеження в ЄС, USDT залишається домінантним розрахунковим активом крипторинку завдяки ліквідності. Він набув ознак "too big to fail": його дестабілізація означала б різке скорочення торговельної активності та ланцюговий ефект для бірж і сегмента DeFi. Стійкий попит у P2P-переказах відображає не лише потребу в офшорних розрахунках, а й структурний глобальний попит на долар в умовах специ-

фічних інституційних обмежень у різних країнах, що фактично зробило його "народним цифровим доларом".

Легалізація стейблкоїнів у провідних юрисдикціях і глобальних фінансових центрах на тлі загострення конкуренції за конфігурацію глобальної фінансової архітектури та збереження монетарного суверенітету – зокрема ухвалення в США GENIUS Act – активізувала їх інтеграцію в традиційні платіжні системи. Це прискорило зростання наявних і появу нових проєктів, орієнтованих на прозорість і регуляторну відповідність. У цьому сегменті формується конкуренція між стейблкоїнами, створеними для традиційних фінансових посередників (*PYUSD*, інтегрований у *PayPal* і *Venmo*), та ініціативами криптобізнесу (*USDC*, *RLUSD*, *USD1*, *EURC* тощо). Вертикальна інтеграція з платформами дозволяє підвищувати їхню привабливість навіть за законодавчих обмежень на виплату відсотків, посилюючи конкуренцію з депозитами.

На тлі геополітичної фрагментації та макроекономічної невизначеності, коли доларові активи дедалі частіше не сприймаються як безальтернативний "безпечний притулок", зростає попит на золото й інструменти, деноміновані в євро. Це стимулювало розширення сегмента стейблкоїнів, прив'язаних до золота (*Tether Gold*, *PAX Gold*) та євро (*EURC*), які пропонують різні моделі глобального масового доступу до відповідних активів.

Моделі стейблкоїнів з ендегенним механізмом стабілізації продемонстрували різний рівень життєздатності: чисто алгоритмічні моделі, як *TerraUSD*, виявилися структурно нестійкими через самореферентність механізму підтримання курсу; моделі з надлишковим криптозабезпеченням (*DAI/USDS*) виявилися стійкішими, проте інтегрувалися з традиційними активами через використання як застави централізованих стейблкоїнів і токенизованих державних паперів; стейблкоїни з дельта-нейтральним хеджуванням (*USDe*) переносять ризик у площину інфраструктури деривативів. Такі проєкти переважно функціонують в межах *DeFi*, поза жорстким регуляторним периметром, є високодохідними й водночас високоризиковими та функціонально наближаються до інвестиційних інструментів.

Гібридна природа стейблкоїнів – як альтернативи й доповнення до традиційних фінансів – проявляється у трьох сферах їхнього використання: всередині криптоекосистеми (засіб обігу, фіксація прибутку, ядро ліквідності); як альтернативи традиційним фінансам (валютні заощадження, міжнародні перекази, торговельні й корпоративні розрахунки, включно з тіншовими сегментами); на стику двох систем (інтеграція в традиційну платіжну інфраструктуру, кастодіальні сервіси, банківські стейблкоїни, інвестиційні продукти).

Попри швидке зростання, абсолютний розмір сектору поки що не перевищує 5% обсягу депозитів у банках США, активів фондів грошового ринку чи векселів Казначейства США. Водночас легітимізація стейблкоїнів і попит на офшорні розрахунки зумовили якісний зсув їх застосування – від інструмента криптотрейдингу до елемента реальної платіжної інфраструктури, що підтверджується розходженням динаміки їхньої капіталізації з динамікою крипторинку.

Ключовими викликами регулювання стейблкоїнів є вибір між технологічною нейтральністю та врахуванням специфіки розподілених реєстрів, а також глобальна природа токенів, що потребує глибокої міжнародної

координації. Стейблкоїни, легалізовані як токени електронних грошей, подібні до небанківських установ електронних грошей, але їх існування на блокчейні породжує додаткові ризики – технологічні ризики блокчейну; ризики сумісності та інфраструктури; інституційні ризики, пов'язані з вертикальною інтеграцією функцій; додаткові ризики ліквідності, спричинені вільним обігом стейблкоїнів на блокчейні й існуванням вторинного ринку стейблкоїнів; ризики, пов'язані з випуском взаємозамінних токенів афілійованими структурами в різних юрисдикціях.

За м'якших режимів регулювання емітент стейблкоїна економічно нагадує нерегульований банк: емісія короткострокових зобов'язань, схильних до масових вилучень, зближує його з банками в логіці Даймонда–Дибвіга навіть за відсутності формального статусу депозиту. Водночас функціонально він подібний і до фонду грошового ринку – інвестує резерви в короткострокові активи з обіцянкою погашення за номіналом, але без еквівалентного режиму нагляду. Історія криз у сегменті MMF показує, що навіть консервативні портфелі не усувають системного ризику без державної підтримки ліквідності і страхування внесків.

Модель "вузького банку" зі стовідсотковим резервуванням у центральному банку теоретично мінімізує кредитний ризик, але руйнує бізнес-модель стейблкоїна і створює конкурентні перекося між юрисдикціями. Як і в епоху Вільного банкінгу, множинність ліцензійних режимів і стандартів забезпечення сприяє регуляторному арбітражу та фрагментації грошового обігу.

Поширення стейблкоїнів є частиною ширших макрофінансових трансформацій – переміщення платежів, ліквідності й частково кредитування за межі класичного банківського периметра. Стейблкоїни не створили автономної грошової системи, а "запозичили довіру" у суверенних валют. Якщо їхня легітимізація відбувається без адекватного регуляторного наповнення, виникає ризик інституціоналізації приватної "доларової реальності" без належної відповідальності, що перетворює фінансову інновацію на симулякр національної валюти.

## References

1. Bodriiar, Zh. (2004). *Simulacra and Simulation*. (V. Khovkhun. Per.). Osnovy [in Ukrainian].
2. Grytsenko, A. A. (2005). *Representative theory of money*. *Visnyk NBU – Bulletin of the National Bank of Ukraine*, (7), 9-13. <https://visnyk.bank.gov.ua/archive/2005/7.pdf> [in Ukrainian].
3. Krychevska, T. O. (2023a). Development of micro- and macroeconomic analysis of financial intermediation. Article 1. D. Diamond and Ph. Dybvig theories of banks' intermediary functions and development of microeconomic analysis of financial institutions. *Ekonom. teor. – Economic Theory*, (1), 73–105. <https://doi.org/10.15407/etet2023.01.073> [in Ukrainian].
4. Krychevska, T. O. (2023b). Development of micro- and macroeconomic analysis of financial intermediation. Article 2. Macroeconomic analysis of the role of financial intermediaries in the works of B. Bernanke and the application of financial intermediation theory in combating financial crises. *Ekonom. teor. – Economic Theory*, (2), 71–104. <https://doi.org/10.15407/etet2023.02.071> [in Ukrainian].
5. Krychevska, T.O. (2024). Contradictions of Globalization and Localization in the Institutional Development of the Monetary Sphere. In A. Grytsenko (Ed.), *Economic contradictions of globalization and localization: forms of movement and solutions* (p. 161–225). SO "Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine". <https://ief.org.ua/en/publication/monohrafii/2024/ekonomichni-superechnosti-hlobalizacii-ta-lokalizacii> [in Ukrainian].

6. Krychevska, T.O. (2025a). The crypto-asset space: development logic, structure, features, and interactions. Article 2. Structure, dynamics, and interaction of the crypto space with the traditional financial system. *Ekon. teor. – Economic Theory*, (1), 5–58. <https://doi.org/10.15407/etet2025.01.005> [in Ukrainian].
7. Krychevska, T.O. (2025b). Stablecoin as a phenomenon of the new monetary reality: scale and areas of application. In *Ukraine's Development Strategy: Financial-Economic and Humanitarian Aspects (Under Martial Law and in the Context of Post-War Recovery): proceedings of the Twelfth International Scientific and Practical Conferences*. (Pt. 1, pp. 269–274). Interservis. <https://irb.nasoa.edu.ua/server/api/core/bitstreams/a9b7cdf3-6e73-479b-8cc2-1d66e78ad790/content> [in Ukrainian].
8. Krychevska, T.O. (2025c). Eurodollars and Stablecoins: The Impact on the Evolution of the International Financial System. *Efektivna ekonomika – Efficient Economy*, (11). <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.11.8> [in Ukrainian].
9. Rota, P. (2015). *History of banking: The history of ancient banking institutions among the Greeks and Romans, the medieval Italians, as well as in Holland and Germany in the 17th and 18th centuries* (I. B. Ivasiiv, Trans. & Ed.; I. I. Kaufman, Notes and additions). Kyiv National Economic University [in Ukrainian].
10. A Nobel laureate on why stablecoins may be nothing of the sort. (2026, September 29.). *The Economist*. <https://www.economist.com/by-invitation/2025/09/29/a-nobel-laureate-on-why-stablecoins-may-be-nothing-of-the-sort/>
11. Anadu, K., Azar, P. D., Cipriani, M., Eisenbach, T. M., Huang, C., Landoni, M., La Spada, G., Macchiavelli, M., Malfroy-Camine, A., & Wang, J. C. (2023, September). *Runs and flights to safety: are stablecoins the new money market funds?* (Staff Report No. 1073). Federal Reserve Bank of New York. [https://doi.org/10.59576/sr\\_1073/](https://doi.org/10.59576/sr_1073/)
12. Armstrong, R. (2025a, May 27). Stablecoins are bank deposits. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/625f9f0e-0144-4bc4-99e2-571ab64ccbe9/>
13. Armstrong, R. (2025b, May 28). Stablecoins reconsidered. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/0b39e53c-afb1-446b-abf6-a3ae52235582/>
14. Calomiris, C. W., & Haber, S. H. (2014). *Fragile by design. The Political origins of banking crises and scarce credit*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400849925/>
15. Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S., & Schnadt, N. (1994). *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511983696>
16. Crypto crime reaches record high in 2025 as nation state sanctions evasion moves on chain at scale. (2026, January 8). *Chainalysis*. <https://www.chainalysis.com/blog/2026-crypto-crime-report-introduction/>
17. Davies, G. (2002). *A history of money: From ancient times to the present day*. University of Wales Press.
18. Diamond, D., & Dybvig, Ph. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419. <https://doi.org/10.1086/261155>
19. van Dillen, J. (1964). The Bank of Amsterdam. In J. van Dillen (Ed.), *History of the principal public banks*. (pp. 79–124). Frank Cass & Co.
20. Dunbar, C. F. (1892). The Bank of Venice. *The Quarterly Journal of Economics*, 6(3), 308–335. <https://www.jstor.org/stable/1882461?seq=2/> ; <https://doi.org/10.2307/1882461>
21. Hayes, A. (2023, March 8). Dust on crust. *BitMEX*. <https://www.bitmex.com/blog/dust-on-crust/>
22. Eichengreen, B. (2025, June 17). The Genius act will bring economic chaos. guest essay. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2025/06/17/opinion/genius-act-stablecoin-crypto.html>
23. Elder, B. (2025a, November 25). Tether, the gold whale. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/37f80249-2ca0-4369-9898-bde2689d443a>
24. Elder, B. (2025b, November 26). Tether gets junked by S&P. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/086f8e0b-7730-470c-bf6d-3a979066a823>
25. Everson, Z. (2025, October 2). MGX Cites 'Compliance History' In Picking Brand New Trump-Linked Stablecoin USD1 For \$2 Billion Binance Deal. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/zacheverson/2025/10/02/mgx-usd1-binance-trump-stablecoin-world-liberty-financial/>

26. Ferguson, N., & Rincon-Cruz, M. (2026, January 26). Stablecoins are the future but banks will survive. *Bloomberg*. [https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2026-01-26/stablecoins-are-the-future-but-won-t-kill-banks?utm\\_medium=email&utm\\_source=author\\_alert&utm\\_term=260126&utm\\_campaign=author\\_2151773](https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2026-01-26/stablecoins-are-the-future-but-won-t-kill-banks?utm_medium=email&utm_source=author_alert&utm_term=260126&utm_campaign=author_2151773)
27. Giannini, C. (2011). *The Age of Central Banks*. Edward Elgar. <https://doi.org/10.4337/9780857932143>
28. Gorton, G., & Zhang, J. (2023). Taming wildcat stablecoins. *University of Chicago Law Review*, 90(3), Article 3. <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol90/iss3/3>
29. Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1960). *Money in a Theory of Finance*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
30. Hitchcock, L. (2025, November 2). What Is Tempo? The Payments and Stablecoin Blockchain Built by Stripe. *Decrypt*. <https://decrypt.co/resources/what-tempo-payments-stablecoin-blockchain-stripe/>
31. Hook L., & Asgari N. (2025, September 5). Stablecoin group Tether holds talks to invest in gold miners. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/135fb3dd-2395-4f04-8cc6-7fb0e87cd092>
32. Irrera, A. (2025, October 28). Goldman, BlackRock Sign Up to Trial Circle's Arc Blockchain. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-10-28/goldman-blackrock-sign-up-to-trial-circle-s-arc-blockchain>
33. Khatri, Y. (2025, July 31). Tether-focused Layer 1 Stable raises \$28 million seed round to boost USDT adoption. *The Block*. <https://www.theblock.co/post/364952/tether-focused-layer-1-stable-raises-28-million-seed-round-to-boost-usdt-adoption>
34. Lagarde, C. (2025, September 3). Cutting through the noise: Exercising good judgment in a world of change. Welcome address at the ninth annual conference of the ESRB. *ECB*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250903~10647505c7.en.html>
35. Lane, Ph. (2025, March 20). The digital euro: Maintaining the autonomy of the monetary system. Keynote speech. University College Cork Economics Society Conference 2025. *ECB*. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250320\\_1~41c9459722.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250320_1~41c9459722.en.html)
36. Levine, M. (2022). The crypto story. Part III: The crypto financial system. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/features/2022-the-crypto-story/#the-crypto-financial-system>
37. Mai, H. (2022, March 25). *Stablecoins: DeFi, Libra and beyond*. (EU Monitor Global financial markets). Deutsche Bank Research. [https://www.dbresearch.de/PROD/RPS\\_EN-PROD/PROD000000000522496/Stablecoins%3A%20DeFi%20Libra%20and%20beyond.PDF?&undefine\\_d&reaload=3lln3xxn1VRVot3UjuwOacNiKqyC/x61yVw8kFuMegaxksVLS45UI8X2gZvBd4/](https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000522496/Stablecoins%3A%20DeFi%20Libra%20and%20beyond.PDF?&undefine_d&reaload=3lln3xxn1VRVot3UjuwOacNiKqyC/x61yVw8kFuMegaxksVLS45UI8X2gZvBd4/)
38. Mancini-Griffoli, T. (2025, September). The Money Dialogues. *Finance & Development*. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/the-money-dialogues-tommaso-mancini/>
39. Mason, E. (2025, December 16). Visa offers stablecoin settlement for US banks using Circle's USDC. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-12-16/visa-offers-stablecoin-settlement-for-us-banks-using-circle-s-usdc/>
40. Michie, R. (2016). *British Banking. Continuity and Change from 1694 to the Present*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198727361.001.0001>
41. Oliver, J. (2024). *Hype machine: How greed, fraud and free money crashed crypto*. Heligo Books.
42. Otychenko, I. (2026, January 30). Stablecoin landscape in 2025: How it reached a \$60 trillion transfer volume. *CEX.IO*. <https://blog.cex.io/ecosystem/stablecoin-annual-report-2025-35343/>
43. Quinn, S., & Roberds, W. (2010). *How Amsterdam got fiat Money* (Working Paper 2010-17). *Federal Reserve Bank of Atlanta*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2481165;](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2481165;) <https://doi.org/10.2139/ssrn.2481165>
44. Bessent, S. (2025, November 12). Remarks by Secretary of the Treasury Scott Bessent before the Treasury Market Conference. *U.S. Department of the Treasury*. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0314/>

45. Reynolds, S. (2025, April 2). Tron's Justin Sun Bailed Out TUSD as Stablecoin's \$456M Reserves Were Stuck in Limbo, Filings Show. *CoinDesk*. <https://www.coindesk.com/markets/2025/04/02/tron-s-justin-sun-bailed-out-tusd-as-stablecoin-s-usd456m-reserves-were-stuck-in-limbo/>
46. Rey, H. (2025, September). Stablecoins, Tokens, and Global Dominance. *Finance & Development*. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/stablecoins-tokens-global-dominance-helene-rey/>
47. Sandor, K. (2023, April 3). TUSD stablecoin daily trading volume surpasses \$1b after Binance boost. *CoinDesk*. <https://www.coindesk.com/markets/2023/03/31/tusd-stablecoin-daily-trading-volume-surpasses-1b-after-binance-boost/>
48. Sandor, K. (2024, July 12). MakerDAO's \$1B Tokenized Treasury Investment Plan Draws Interest from BlackRock's BUIDL, Ondo, Superstate. *CoinDesk*. <https://www.coindesk.com/business/2024/07/12/makerdaos-1b-tokenized-treasury-investment-plan-draws-interest-from-blackrocks-buidl-ondo-superstate/>
49. Sandor, K. (2025, April 15). Circle's EURC Stablecoin Surges 43% to Record Supply as Dollar Troubles Fuel Demand. *CoinDesk*. <https://www.coindesk.com/markets/2025/04/14/circle-s-eurc-stablecoin-surges-43-to-record-supply-as-dollar-troubles-fuel-demand/>
50. Schmitt, W. (2025, March 25). Crypto group backed by Donald Trump to launch stablecoin. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/5f3aa931-52dd-4de1-a125-7f50c908b636/>
51. Shin, S. H. (2025, June 24). The next-generation monetary and financial system. *BIS Annual Economic Report*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm/>
52. Stablecoins could shake up global payments – but not with technology. (n.d.). *Financial Times*. Retrieved January 8, 2026, from <https://www.ft.com/content/a7472a61-0ad5-4207-aece-796a01f4b74b>
53. Steer, G. The downfall of Do Kwon. *Financial Times*. Retrieved December 13, 2025, from <https://www.ft.com/content/6d6c88c6-b26c-45b3-bc99-98211af55504>
54. Steer, G. Trump family's World Liberty crypto venture applies for US banking licence. *Financial Times*. Retrieved January 7, 2026, from <https://www.ft.com/content/468c5f3a-0ab9-4756-85e2-22adb948db62/>
55. Steer, G., Shah, J., Asgari, N. Crypto's rocky year. *Financial Times*. Retrieved December 5, 2025, from <https://www.ft.com/content/728a469e-34f7-433d-90a5-631b8c10aa51/>
56. Edvinsson, R., & Jacobson, T. (Eds.). (2018). *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781108140430>
57. Chainalysis. (2024). *The 2024 crypto crime report*. <https://go.chainalysis.com/crypto-crime-2024.html>
58. Chainalysis. (2024, October). *The 2024 geography of crypto report*. <https://go.chainalysis.com/2024-geography-of-cryptocurrency-report.html/>
59. CoinGecko. (2026, January 15). *The 2025 annual crypto industry report*. <https://www.coingecko.com/research/publications/2025-annual-crypto-report/>
60. Adrian, T., Bains, P., Bechara, M., Cerutti, E., Forte, S., Grinberg, F., Gullo, A., Hengge, M., Jekabson, A., Kao, K., Mancini Griffoli, T., Martinez Peria, S., Miccoli, M., Reuter, M., & Sugimoto, N. (2025). *Understanding stablecoins*. (Departmental Paper). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/dp/2025/english/usea.pdf>; <https://doi.org/10.5089/9798229024075.087>
61. Why the dollar may have much further to fall. (2026, February 5). *The Economist*. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2026/02/05/why-the-dollar-may-have-much-further-to-fall/>
62. Zeng Y. (2025, September). Finance Changed, Risks Didn't. *Finance & Development*. <https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/2025/09/finance-changed-risks-didnt-yao-zeng>

Надходження до редакції / Received – 11 лютого 2026 року / February 11, 2026  
 Прорецензовано / Reviewed – 17 лютого 2026 року / February 17, 2026  
 Підписано до друку / Signed to print – 19 травня 2026 року / May 19, 2026