

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292. Ефективна економіка. 2025. № 11.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.11.8>

УДК 339.7:336.7:004

*Т. О. Кричевська,
д. е. н., с. н. с., провідний науковий співробітник
відділу економічної теорії,
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-1940-6820>*

ЄВРОДОЛАРИ ТА СТЕЙБЛКОЇНИ: ВПЛИВ НА ЕВОЛЮЦІЮ МІЖНАРОДНОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

*T. Krychevska,
Doctor of Economic Sciences, Leading Research Fellow,
Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine*

EURODOLLARS AND STABLECOINS: THE IMPACT ON THE EVOLUTION OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

Легалізація стейблкоїнів у США має не лише внутрішньоекономічні, а й геостратегічні цілі: зміцнення ролі долара США як резервної валюти, посилення позицій американських банків у новій фінансовій архітектурі та зростання попиту на державні цінні папери США. Метою статті є, на основі порівняння зі становленням ринку євродоларів, з'ясувати, чи здатне поширення доларових стейблкоїнів зміцнити глобальну роль долара та сприяти стабільності міжнародної фінансової системи.

Показано, що на відміну від євродоларів, стейблкоїни радше фрагментують світову валютну систему. Вони не мають доступу до розрахунків у грошах центрального банку, не володіють властивістю єдності грошей, залишаючись зобов'язаннями різних емітентів, не забезпечені системою гарантування вкладів і не мають кредитора останньої надії, що робить їх уразливими до набігів вкладників і ризиків поширення криз між юрисдикціями. Зазначено, що, з одного боку, децентралізована структура випуску, за якої емісію стейблкоїна здійснює один суб'єкт, перекази відбуваються в різних блокчейнах, послуги фронтенду надає третя група суб'єктів, що відкривають цифрові гаманці, та, з іншого боку, вертикальна інтеграція і поєднання функцій, що породжують конфлікти інтересів, властиві учасникам ланцюжків постачання стейблкоїнів, посилюють операційні та комплаєнс-ризики. Хоча зниження трансакційних витрат створює переваги для міжнародних розрахунків, воно частково досягається за рахунок зменшення безпеки та нагляду. Підкреслено, що вплив США на емітентів стейблкоїнів буде слабшим, ніж на ринок євродоларів, бо між фінансовою системою США і ними є власне євродолари, а емітенти стейблкоїнів зможуть одночасно випускати стейблкоїн для США, аби дістатися їхнього фінансового ринку, й інші, менш регульовані стейблкоїни. Показано, що потенційна роль держави у міжнародній фінансовій системі, заснованій на глобальних стейблкоїнах, у разі кризи залишається відкритим питанням.

The legalization of stablecoins in the United States serves not only domestic financial goals but also broader geostrategic objectives: to reinforce the US dollar's role as a global reserve currency, to secure a significant place for American banks in the emerging international financial architecture, and to increase demand for US government securities. The article aims, through a comparison with the Eurodollar market, to assess whether the spread of dollar-

denominated stablecoins could strengthen the global role of the dollar and play a stabilizing and integrating role in the world financial system.

The study highlights two key features that once gave Eurodollars their advantages - the issuer's operation outside the US regulatory perimeter and the reduction of transaction costs - and shows how stablecoins differ fundamentally in these respects. It argues that, rather than fostering integration, stablecoins are likely to fragment the international monetary system.

Stablecoins without access to central bank settlement do not meet the criterion of monetary singleness. Unless recognized within a given jurisdiction as equivalent to electronic money, the issuers' obligations toward holders may vary widely and remain opaque to users. Unlike banks, stablecoin issuers typically outsource both front- and back-end functions to third parties, multiplying risks and complicating coordinated risk management.

Stablecoin payment systems may also be vulnerable to vertical integration and overlapping functions among participants in their operational chains. As digital bearer instruments, stablecoins can circulate through unregulated crypto exchanges and non-custodial wallets, exposing them to KYC and AML compliance gaps. Lacking both a lender of last resort and a deposit insurance system, they are particularly prone to runs - and a crisis in one jurisdiction could easily trigger contagion to others where users enjoy stronger protection.

The United States' influence over dollar stablecoin issuers is likely to be weaker than it was over the Eurodollar market, as Eurodollars themselves stand between the US financial system and stablecoins, and issuers may simultaneously produce regulated and less-regulated versions for different jurisdictions. The massive concentration of wealth in technology companies raises the risk of privatizing not only state functions but potentially the international financial system itself.

Blockchain technology has yet to prove its efficiency and resilience at scale. The apparent reduction in transaction costs within stablecoin-based payment systems - often cited as a key benefit - partly stems from lower security, weaker

compliance, and regulatory leniency. The United States supported the Eurodollar market by creating a system of international swap lines; by contrast, dollar networks built around stablecoins may prove far less predictable. It remains an open question whether, and how, the United States will need to support global stablecoin issuers in times of crisis.

Keywords: *stablecoins, Eurodollars, international financial system, money, transaction costs, regulation, network effect, lender of last resort.*

Ключові слова: *стейблкоїни, євродолари, міжнародна фінансова система, гроші, трансакційні витрати, регулювання, мережевий ефект, кредитор останньої надії.*

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. *Геополітична фрагментація і стрімкий розвиток цифрових технологій у сфері грошей та фінансів актуалізують прагнення держав посилити або зберегти свою роль у світовій фінансовій архітектурі, пропонуючи власні нові глобальні платіжні системи, які б максимально відповідали сучасним запитам у глобальному або регіональному масштабі. Сьогодні розглядаються альтернативні форми таких систем, засновані на трьох видах грошей: державних – цифрових валютах центральних банків (ЦВЦБ), банківсько-державних – токенозованих депозитах, і приватних цифрових грошах на пред'явника – глобальних стейблкоїнах.*

Стейблкоїни – це тип віртуальних цифрових активів (на сучасному етапі – криптоактивів), які, за твердженням емітента, зберігають стабільну вартість відносно суверенної валюти, іншого активу (наприклад, золота) або ж кошика валют чи активів. За способом стабілізації вартості розрізняють: стейблкоїни, забезпечені активами традиційної фінансової системи; стейблкоїни з надлишковим забезпеченням волатильними криптоактивами; алгоритмічні стейблкоїни, які підтримують стабільність ціни за допомогою

алгоритмів, що змінюють їхню пропозицію залежно від ринкових умов, та гібридні стейблкоїни, які поєднують надлишкову заставу у криптовалютах з певним алгоритмічним механізмом управління пропозицією токенів, скажімо, «спалюванням» токена для впливу на його ціну [1, 2].

Стейблкоїни є інструментами на пред'явника – під час переказу токенів зобов'язання емітента переходить від одного власника до іншого, і баланс емітента не змінюється. Саме стейблкоїни з прив'язкою до однієї зі світових резервних валют і забезпечені активами традиційної фінансової системи сьогодні є одним із претендентів на ключову роль у світовій валютній системі.

Токенізовані депозити – це вимоги вкладників до депозитних інституцій, записані у розподіленому реєстрі, наприклад, у блокчейні [3]. Під токенизацією розуміють процес представлення вимог у цифровій формі, що дозволяє проводити операції на програмованих платформах із використанням смартконтрактів. Токенізовані депозити розширюють функціонал депозитів, відкриваючи можливість автоматичного виконання операцій за певних умов і поєднання кількох транзакцій у взаємопов'язані процеси [4]. На відміну від стейблкоїнів, вони не є інструментами на пред'явника – платіж здійснюється шляхом зменшення балансу токенів відправника в його банку та створення нового токенізованого зобов'язання для отримувача в його банку. Водночас відбувається паралельне переміщення грошей центрального банку за допомогою оптової ЦВЦБ. Ця модель передбачає співіснування публічних і приватних форм токенізованих грошей на одній платформі.

Цифрові валюти центральних банків (роздрібні) – вимоги до центрального банку у цифровій формі, що можуть використовуватися бізнесом і населенням для миттєвих платежів 24/7 [5]. Цифрова форма готівки (роздрібна ЦВЦБ) має на меті забезпечити реалізацію мандату центрального банку щодо підтримки грошової та фінансової стабільності в умовах стрімкої цифровізації – зберегти доступ населення до державних грошей, надаючи гарантії в умовах кризових ситуацій, оптимальний рівень

захисту даних, інклюзивність, інтероперабельність, безпечне і уніфіковане середовище для інновацій платіжних провайдерів і т.п. Серед геополітичних мотивів запровадження ЦВЦБ – захист монетарного суверенітету (обмеження домінування іноземних цифрових валют та забезпечення контролю держави над внутрішньою платіжною інфраструктурою) і збільшення ролі держави у міжнародній фінансовій архітектурі [6].

Перевагою глобальних стейблкоїнів порівняно з іншими двома альтернативами цифрових грошей майбутнього є те, що стейблкоїни *вже існують і мають діючу глобальну інфраструктуру*, тоді як цифрові валюти центральних банків (ЦВЦБ) та токенизовані депозити переважно перебувають на стадії розробки або обговорення, а про їхню глобальну роль іще не йдеться.

У цій статті ми долучаємося до обговорення можливих наслідків масового поширення доларових глобальних стейблкоїнів. До цього спонукає як теоретичний інтерес – дослідження природи глобальних приватних цифрових грошей, так і практична необхідність – розробка адекватного законодавства, регулювання та ідеології національних інновацій у платіжній сфері.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Природа, ризики і оптимальне регулювання глобальних стейблкоїнів є предметом ґрунтовних досліджень міжнародних фінансових організацій: Міжнародного валютного фонду, Ради з фінансової стабільності (FSB), Банку міжнародних розрахунків (BIS), Міжнародної групи з протидії відмиванню брудних грошей (FATF), Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), Комітету з платіжних і розрахункових систем та інфраструктур фінансових ринків (CPMI); національних монетарних регуляторів: Банку Англії [7], ЄЦБ [8], ФРС.

У липні 2022 р. CPMI та IOSCO оприлюднили настанови щодо застосування міжнародних стандартів для інфраструктур фінансових ринків до системно важливих платіжних систем, що використовують стейблкоїни

[9]. У липні 2023 р. FSB фіналізувала Рекомендації високого рівня щодо регулювання, нагляду та контролю за системами глобальних стейблкоїнів (GSC), спрямовані на забезпечення «послідовного та ефективного регулювання, нагляду та контролю за угодами GSC» на основі принципу «однаковий бізнес, однаковий ризик, однакові правила» [10].

Автори Річного економічного звіту Банку міжнародних розрахунків за 2025 р. з'ясовують, чи здатні стейблкоїни стати основою монетарної системи, зокрема чи відповідають вони критеріям єдності, еластичності і цілісності грошей [11]. Дослідженню сутності, ризиків стейблкоїнів та їх впливу на банківську і фінансову систему, в т.ч. проблеми паніки вкладників у системах стейблкоїнів, впливу на ціни безпечних фінансових активів присвячено праці Д. Арнера та ін. [12], Р. Ахмеда та ін. [13], Х.Рей [14], Х. Аллен [15], Я. Цзена [16], Т. Манчіні-Гріфоллі [17], Ф. Лейна [18]. Б. Айхенгрін порівнює стейблкоїни з системою Вільного банкінгу у США з середини 1830-х до Громадянської війни [19], К. Анаду та ін. – із фондами грошового ринку [20].

Ринок євродоларів досліджується у працях К. Шенк [21], Р. Джонстона [22], дослідженнях МВФ [23] та BIS [24].

Природу стейблкоїнів шляхом порівняння з євродоларами досліджують І. Альдасоро, П. Мерлінг, і Д. Нілсон [25], Т. Массад [26], М. Сачдева, Дж. Саравелос [27], автори Звіту МВФ про зовнішній сектор 2025 р. [23].

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою цієї статті є з'ясування мотивів і можливих наслідків глобального поширення доларових платіжних стейблкоїнів на основі методу аналогії та порівняння з євродоларами. Такий підхід обумовлений тим, що євродолари, як і стейблкоїни, є зобов'язаннями, номінованими в доларах США, які випускають іноземні емітенти поза межами регуляторного периметру США, функціонують на основі віри в їхню забезпеченість доларовими активами за паритетом [26] і розглядаються як одна з відповідей на виклики перед долароцентричною міжнародною валютною системою.

Таке порівняння дозволяє більш чітко оцінити відмінності доларового стейблкоїна від валюти його прив'язки і його роль у контексті геополітичного протистояння. Особливістю нашого дослідження є виявлення відмінностей стейблкоїнів від євродоларів за двома характеристиками, які створювали переваги євродоларів: функціонування емітента за межами регуляторного периметру США та економія трансакційних витрат.

Виклад основного матеріалу дослідження. Попри відносно невеликий обсяг ринку стейблкоїнів – 316 млрд дол. США станом на 27 жовтня 2015 р. за даними Coinmarketcap (рис. 1) порівняно з 18,5 трлн дол. депозитів у комерційних банках США станом на 1 жовтня 2025 р. за даними FRED та 6,4 трлн дол. США векселів Казначейства США в обігу за даними FiscalData. Treasury.gov., – з початком надзвичайно сприятливої для криптоактивів політики США у 2025 р., а особливо після ухвалення у США 18 липня 2025 р. «Закону про спрямування та створення національних інновацій для стейблкоїнів США» (GENIUS Act), цей ринок опинився в центрі уваги міжнародних організацій, центральних банків та дослідників.

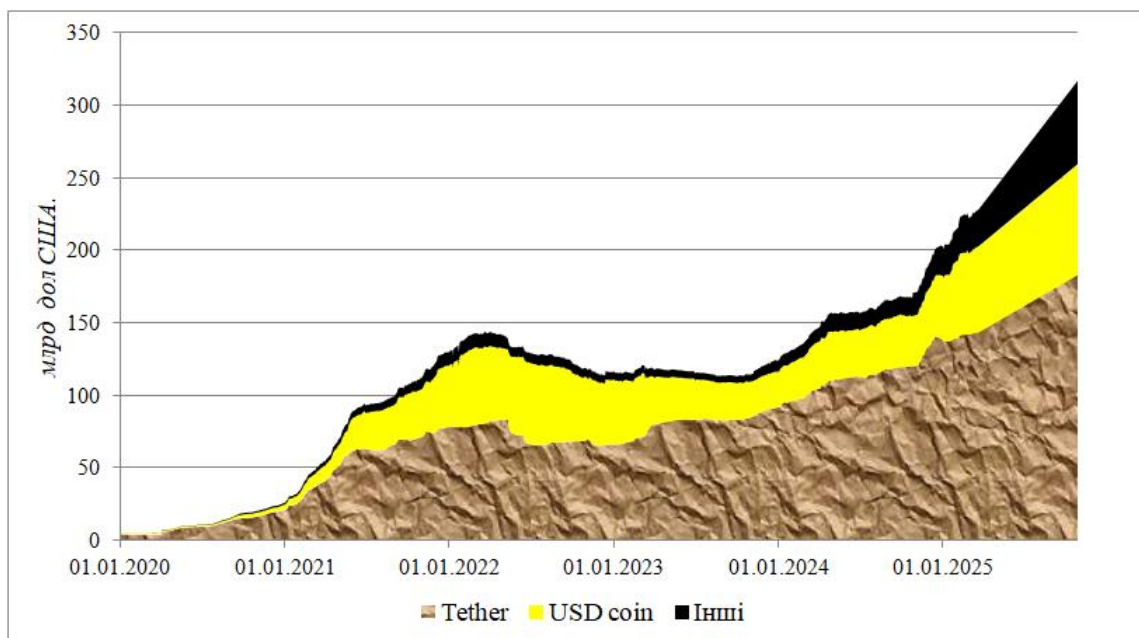


Рис. 1. Капіталізація ринку стейблкоїнів

Джерело: побудовано за даними [23, 28].

Значною мірою така увага зумовлена амбітними надіями, які покладає на забезпечений доларовими активами стейблкоїн з прив'язкою до американського долара адміністрація Президента США Д. Трампа. Не випадково, за даними JPMorgan, ринок стейблкоїнів зріс більш ніж на 40% цього року – удвічі вищими темпами, ніж загалом ринок криптовалют [29].

Дотепер регуляторні межі для криптоактивів і, зокрема, стейблкоїнів країни вибудовували передусім з огляду на внутрішні цілі, такі як захист прав споживачів і фінансової стабільності, а також залучення до країни здорових фінансових інновацій. Прискорене ухвалення закону про стейблкоїни GENIUS Act у США з вимогою зберігати резерви на доларових рахунках у банках, у казначейських векселях США, операціях репо з ними або цінних паперах інвестиційних фондів, що інвестують виключно в перелічені вище активи, вже переслідує і геостратегічні цілі – зміцнити роль долара США як резервної валюти, забезпечити вагоме місце американських банків (які отримують можливість легально увійти у криптобізнес) у новій світовій фінансовій архітектурі, збільшити попит на державні цінні папери США.

Раніше, у 1960-х рр., США зуміли використати офшорний ринок доларів – так званий ринок євродоларів – на свою користь.

Євродолари – це долари, залучені іноземними банками за межами Сполучених Штатів і використані (безпосередньо або після конверсії в іншу валюту) для надання позик небанківському секторові, в тому числі, після одного чи кількох повторних розміщень в інших банках [24].

Після Першої світової війни, коли США зі своїми двома третинами світових монетарних золотих резервів стали найбільшим міжнародним кредитором і почали витісняти стерлінг як світову валюту, деякі австрійські банки почали випускати доларові депозити. Втім, вони зазвичай не використовували залучені долари для кредитування й інвестування, а тримали їх у вигляді грошових коштів [30], тобто процес мультиплікації, випуску нових банківських зобов'язань не відбувався. Велика депресія,

банківські кризи у США, девальвація на 40% долара США відносно золота, проведена Ф. Рузвельтом у 1934 р., запровадження країнами валютного контролю поклали цьому край.

Після Другої світової війни, наприкінці 1940-х рр., із утвердженням долароцентричної Бреттон-Вудської валютної системи, доларові депозити знову з'явилися у Європі як дуже вузьке явище, пов'язане з прагненням вкладників убезпечити себе від замороження активів, які зберігалися у США і могли бути використані для політичного тиску. Після тимчасового замороження Великою Британією і США запасів золота югославських монархів після приходу до влади в Югославії комуністичного уряду Й. Броза Тіто в 1945 р. СРСР почав таємно накопичувати готівку і золото у консульських установах деяких європейських країн. Одним із перших банків, де СРСР наважився розмістити ці валютні цінності, став заснований у 1921 р. російськими емігрантами і проданий у 1925 р. СРСР Banque Commerciale pour l'Europe du Nord (BCEN). «Дружні» до СРСР банки також були у Лондоні (Moscow Narodny Bank) і Брюсселі. На початку 1950-х рр. позичальниками доларових кредитів у Західній Європі були країни соціалістичного табору, що потребували доларів для торгівлі з західними економіками через «залізну завісу» [30]. Долари, отримані країнами Західної Європи в межах Плану Маршалла, ми не розглядаємо як джерело євродоларів, бо вони мали цільовий характер, використовувалися через спеціальні фінансові установи і витрачалися на імпорт американського обладнання.

Вже на цьому етапі еволюції ринку євродоларів можемо бачити певну паралель із розвитком стейблкоїнів – вихід сфери використання стейблкоїнів за межі криптосфери також відбувається у зв'язку з обходом санкцій та відсутністю доступу деяких категорій суб'єктів до традиційних доларових активів.

У середині 1950-х рр. відбувається перша хвиля розширення ринку євродоларів після Другої світової війни, під час якої він починає

перетворюватися на глобальний. Центром цього ринку стає Лондон, а відповідну інноваційну модель бізнесу на транскордонному процентному арбітражі розробив лондонський Midland Bank. У монетарній історії як США, так і Великої Британії це був період фіскального домінування, коли і монетарна політика, і банківські системи підпорядковувалися цілям уряду. З точки зору держави головним завданням банківських систем було забезпечення фінансових потреб уряду, а решту бізнесу банки вимушені були вести в межах, встановлених нормами кредитного і валютного контролю з метою захисту від інфляції та від спекуляцій на валютних і фінансових ринках [31; 32]. З 1933 р. до середини 1980-х Регламент Q у США у різних масштабах обмежував процентні ставки за депозитами, зокрема, на початку 1960-х діяли такі обмеження: не більше 1% за 30-денними та 2,5% за 90-денними. Натомість у Великій Британії Банк Англії як противник директивних обмежень віддавав перевагу «джентльменським угодам» з банками – неформальному режиму банківського саморегулювання через банківські асоціації під наглядом центрального банку.

В середині 1950-х британський уряд після кількох років повоєнної відбудови почав ослаблювати валютний контроль, аби повернути Лондону колишню роль міжнародного фінансового центру. У 1954 р. було скасовано обмеження на участь британських банків у форвардному валютному ринку. У 1955 р. зростання цін, викликане зростанням попиту в умовах післявоєнного відновлення, високим дефіцитом поточного рахунку, відставкою В. Черчилля у зв'язку зі станом здоров'я, спричинило кризу довіри до доларового паритету фунту стерлінгів і посилення спекулятивного тиску на фунт. У відповідь Банк Англії значно підвищив свою відсоткову ставку, відповідно і зросли ставки за казначейськими векселями. У цих умовах Midland Bank знайшов інноваційну можливість для отримання транскордонного процентного арбітражу, яку потім і було масштабовано до ринку євродоларів. Зняття обмежень на форвардному валютному ринку дозволило хеджувати валютні ризики. Midland Bank залучав депозити у доларах США під вищі

відсоткові ставки, ніж були дозволені у США регламентом Regulation Q, вкладав їх у стерлінгові активи, що приносили вищий дохід завдяки жорсткій монетарній політиці Банку Англії, і укладав форвардний контракт на продаж стерлінгових доходів від цієї операції [21].

Панівне становище Лондона на ринку євродоларів, створене специфічним регуляторним середовищем, посилювалася обмеженнями, які почали запроваджувати в інших європейських країнах (Швейцарії, Франції, Німеччині) щодо залучення короткострокових депозитів в іноземній валюті, яке загрожувало стрімким відтоком коштів і втратою валютних резервів у разі паніки. Уже на початку 1960-х до цього бізнесу у Лондоні долучилися багато американських, японських банків, банків країн континентальної Європи. Вкладники ризикували розміщувати доларові депозити у банках, які не мали прямого доступу до дисконтного вікна ФРС та федерального відкритого ринку США, *по-перше*, бо відкриття відповідних рахунків у США було ускладнене системами валютного контролю, *по-друге*, прагнучи заробити вищі відсотки, ніж допускалися Regulation Q, і *по-третє*, щоб зменшити трансакційні витрати, пов'язані з труднощами трансатлантичної комунікації (перший трансатлантичний телефонний кабель з'явився у 1956 р. і навіть тоді було лише 36 каналів [30]).

Наступний етап еволюції ринку євродоларів пов'язаний з переходом у 1960-х рр. від дефіциту до «надлишку» доларів у фінансовій системі Західної Європи. Мірою того, як країни Західної Європи і Японія відновлювалися після руйнувань Другої світової війни, зростали їхнє виробництво і експорт, а отже, і кількість доларів поза США. США натомість нарощували імпорт в умовах експансійної макроекономічної політики «гармат і масла» (у зв'язку з війною у В'єтнамі з 1965 по 1968 р. на 44 % зросли державні видатки на оборону, у 1965 р. було запроваджено програми державного фінансування медичних витрат пенсіонерів Medicare та малозабезпечених американців Medicaid) [33]. Значна частина доларів осідала в резервах центральних банків, і, за різними оцінками, в цей період від 20 до 40% євродоларів

потрапляли на цей ринок саме від центральних банків, які розміщували у комерційних банках свої депозити [34]. Ще одним вагомим джерелом пропозиції євродоларів на цьому етапі стали американські транснаціональні корпорації, які шукали прибуткового розміщення надлишкових доларових резервів.

США вирішили не боротися з офшорним ринком доларів, оскільки виявили, що система євродоларів зміцнила і вкоренила панівне становище долара у міжнародній фінансовій системі:

- допустила закордонні фінансові установи до прибутків від доларового сеньйоражу, зробила їх апологетами доларових фінансів [35];
- обмежила обмін доларів на золото і тиск на золоті резерви Міністерства фінансів США;
- можливість відключити іноземні банки від системи кореспондентських рахунків надала США геоекономічний важіль впливу на них. Ця система не є повністю офшорною – лише банки, що мають рахунки у ФРС, можуть здійснювати остаточний розрахунок у доларах. Хоча депозити в євродоларах можуть використовуватися для проведення доларових платежів між двома іноземними контрагентами, платіжні ланцюжки не можуть існувати без американських банків-кореспондентів [26].

Тож США у 1960-х рр. підтримали ринок євродоларів, надавши йому механізм кредитора останньої надії. Міністерство фінансів США запропонувало міжнародні своп-лінії – купівлю Сполученими Штатами іноземної валюти за долари США з умовою зворотного продажу її у майбутньому. Спершу своп-лінії відкривалися через Фонд валютної стабілізації (Exchange Stabilization Fund), створений у 1930-х рр. для інтервенцій на валютному ринку, але його можливості були обмежені. Потім Міністерство фінансів не без труднощів, заручившись експертними висновками юрисконсульта Міністерства фінансів і Генерального прокурора США Р.Кеннеді, переконало ФРС, що такі своп-лінії не суперечать її мандату

і є операціями на відкритому ринку в іноземній валюті. Своп-лінію було відкрито навіть для Банку міжнародних розрахунків, який вже міг підтримувати інші центральні банки, що виглядало менш політизованим, ніж прямі свопи США з кожною країною [34].

У 1970-х рр., після краху Бреттон-Вудської валютної системи, ринок євродоларів було використано як механізм рециркуляції величезних доходів, отриманих країнами-експортерами нафти, для отримання кредитів країнами-імпортерами [36].

Вже у середині 1980-х обсяг євродоларів перевищив обсяг доларів у межах США, а ставка LIBOR надовго стала орієнтиром для ринкових процентних ставок у доларах США. Згодом стрімкий розвиток інформаційних технологій і дерегуляція фінансових ринків, поява альтернативних можливостей міжнародного фінансування привели до скорочення розміру цього ринку відносно банківської системи США.

І все ж, сьогодні обсяг ринку євродоларів оцінюють на рівні близько 13 трлн дол. (рис. 2), що більш ніж удвічі перевищує обсяг незастрахованих депозитів у США й майже дорівнює загальному обсягу всіх депозитів у банківській системі США.

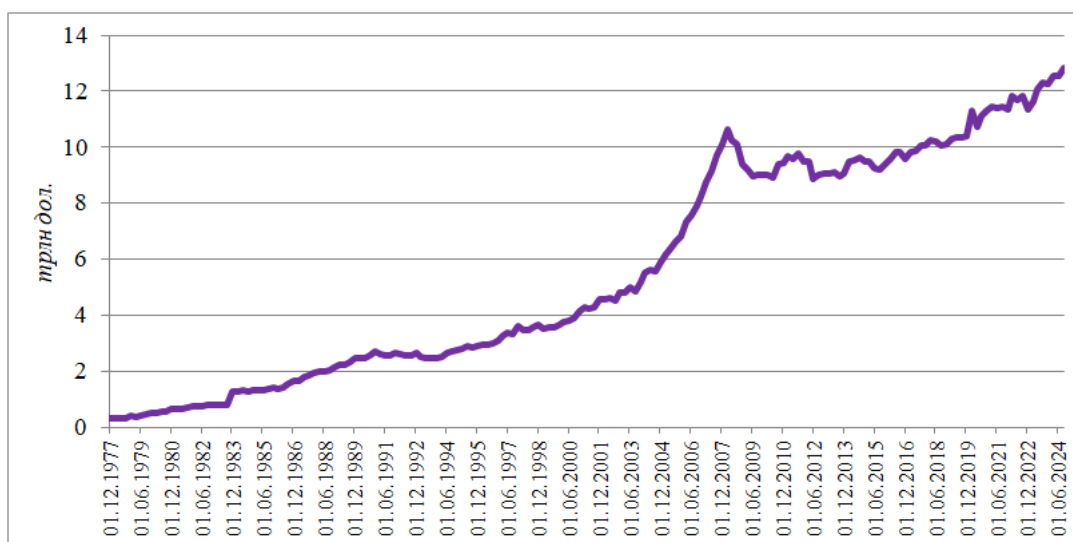


Рис. 2. Зобов'язання у доларах США банків країн, окрім США, за межами США, січень 1978–вересень 2024 рр., трлн дол.

Джерело: побудовано за даними [23].

Отже, як і стейблкоїни, євродолари спочатку позиціонувалися як альтернатива долару США – швидша, глобальніша, частково поза традиційним регулюванням. На практиці ж ринок євродоларів лише зміцнив панівне становище долара у світі. Чогось подібного США очікують від стейблкоїнів – що вони *інтегруються з традиційною платіжною і банківською інфраструктурою і увійдуть у сферу впливу і контролю з боку США*.

Чи можливе повторення історії з євродоларами щодо стейблкоїнів? Щоб відповісти на це питання, спробуємо оцінити відмінності стейблкоїнів від євродоларів за двома характеристиками, які створювали переваги євродоларів: функціонування емітента за межами регуляторного периметру США та економія трансакційних витрат.

Характер емітентів стейблкоїнів і їхніх зобов'язань. Емітентами євродоларів є регульовані банківські установи. Профіль їхніх ризиків загалом зрозумілий і ретельно керований численними правовими нормами, які напрацьовувалися десятиліттями або й століттями. У кризових ситуаціях вони можуть отримати кредит у національній валюті від національного центрального банку, а також в іноземній валюті через своп-лінії.

У платіжних системах стейблкоїнів:

1) *навіть забезпечені резервами у доларах, стейблкоїни без доступу до розрахунків у грошах центрального банку не відповідають критерію єдності грошей – прийняття усіма без запитань грошей усіх банків у країні за номінальною вартістю. У дворівневій банківській системі, де остаточний розрахунок здійснюється на рахунках центрального банку, отримувач коштів одержує збільшення вимоги до свого банку, а не нову вимогу до банку відправника. Коли ж одержувач отримує платіж у стейблкоїнах, він отримує зобов'язання конкретного емітента [11];*

2) *якщо відповідний стейблкоїн не функціонує в даній юрисдикції як прирівняний до електронних грошей, зобов'язання емітентів перед вкладниками можуть бути дуже різноманітними і малозрозумілими*

користувачу. Погашення багатьох стейблкоїнів не є ані легким, ані безкоштовним, ані безперешкодним (можуть бути встановлені висока мінімальна сума – у Tether це 100 тис. дол., комісії, плата за верифікацію і.т.п.). Правове регулювання умов такого погашення в одних юрисдикціях відсутнє, а в інших значно відрізняється одне від одного;

3) банки надають клієнтові увесь комплекс послуг: на фронт-енді вони залучають клієнтів і торгівців, створюють мобільні додатки для інтернет-банкінгу, на бек-енді – ведуть бази даних, обмінюються повідомленнями з іншими банками, перевіряють доброчесність транзакцій. *Емітенти ж стейблкоїнів здебільшого залишають фронт- та бек-енд іншим учасникам.* Стейблкоїни записуються та передаються в блокчейнах, а постачальники цифрових гаманців працюють із клієнтами й розробляють застосунки. *Це помножує ризики і ускладнює узгоджене управління ними* [17];

4) платіжні системи стейблкоїнів можуть мати вразливості, пов'язані з вертикальною інтеграцією і комбінацією функцій учасників відповідних платіжних ланцюжків, які породжують конфлікти інтересів, неналежний захист коштів клієнтів, складні і потенційно взаємно підсилюючі профілі ризиків. Це може бути поєднання функцій сприяння торгівлі, здійснення розрахунків, зберігання активів, маркет-мейкінгу, кредитування та запозичення, операцій за власний рахунок, брокерської діяльності – що неможливо у традиційних фінансах;

5) як цифрові інструменти на пред'явника, стейблкоїни можуть потрапляти на нерегульовані криптобіржі й у некастодіальні (керовані власником) гаманці. Це робить їх уразливими до недотримання вимог KYC та AML;

6) стейблкоїни не мають ані кредитора останньої надії, ані системи гарантування вкладів, що робить їх ідеальним об'єктом для набігів вкладників; криза в одній юрисдикції може призвести до набігу вкладників у іншій юрисдикції, де їхні права краще захищені. Особливі ризики для

користувачів і труднощі для регуляторів несуть так звані *мультиюрисдикційні стейблкоїни*, що випускаються одним емітентом або кількома афілійованими емітентами стейблкоїнів у різних юрисдикціях. Такі емітенти можуть просувати свій стейблкоїн як один і той самий токен або як різні токени, але кожен із них може бути взаємозамінним з іншими. Ризики посилюються, коли кожен співемітент несе відповідальність за весь обсяг токенів в обігу, маючи при цьому лише частину загального резерву активів. При цьому вимоги юрисдикцій до платоспроможності, резервування та викупу стейблкоїнів можуть суттєво відрізнятися. Оцінка ризику викупу, який несе кожен співемітент, може бути ускладнена використанням некастодіальних гарантів, що перешкоджає належній ідентифікації географічного розташування власників токенів. У кризових ситуаціях власники токенів мають стимул звертатися до того співемітента, який зобов'язаний здійснювати викуп у найкоротший строк і без стягнення комісій. Емітенти ж зацікавлені зберігати найбільшу частину резервних активів у юрисдикції, яка надає найбільшу гнучкість щодо прийнятих активів, але також отримати ліцензію у юрисдикціях, чие регулювання сприймається як більш сприятливе для власників токенів, і використовувати цей факт як маркетинговий інструмент [37];

Економія транзакційних витрат. Євродолари забезпечували економію транзакційних витрат спочатку за рахунок відмови від складної і тривалої трансатлантичної комунікації, потім за рахунок роботи в зручній для клієнта юрисдикції. Стейблкоїни також пропонують можливість дешевих і швидких транскордонних платежів у режимі 24/7. Але на практиці існує цілий ряд обмежень:

- 1) інфраструктура та технології для масового використання стейблкоїнів поза крипторинком ще не створені. Технологія ще не довела свою ефективність і стійкість у масових масштабах;

- 2) зниження транзакційних витрат під час розрахунків у стейблкоїнах значною мірою може бути зумовлене:

– сприятливим регулюванням, отриманим завдяки потужному лобізму. У США Super PAC-и (суперкомітети політичної дії, що можуть отримувати необмежені суми грошей від корпорацій, профспілок і приватних осіб, які використовуються на «незалежну» підтримку своїх політичних інтересів без прямого фінансування кандидатів чи партій), пов'язані з криптоіндустрією, забезпечили близько 44% усіх корпоративних витрат на виборчий цикл 2024 р. [15];

– зниженням безпеки (багато розрахунків здійснюються поза блокчейном – або як централізований кліринг рахунків на криптобіржах, або за допомогою численних так званих рішень Layer 2 (платіжних каналів, ролапів, сайдчейнів та ін.), де швидкість може досягатися шляхом обмеження децентралізації і безпеки, а також за рахунок значно менших заходів комплаєнсу (KYC і AML/FT).

3) для масового використання стейблкоїнів дуже важливою є сумісність і безпечний перехід між мережами. Масовому користувачу неможливо розібратися в численних відповідних технологічних рішеннях, і саме на цих переходах на нього найчастіше чатують кіберзлочинці.

Як бачимо, є багато підстав стверджувати, що історія доларових стейблкоїнів не стане повторенням історії євродоларів.

По-перше, поширення доларових стейблкоїнів може не сприяти зміцненню впливу США і цементуванню міжнародної валютної системи – стейблкоїни радше фрагментуватимуть світову валютну систему.

Вплив США на емітентів доларових стейблкоїнів не буде настільки сильним, бо а) між фінансовою системою США і ними є євродолари (офшорні долари), і б) емітенти стейблкоїнів зможуть одночасно випускати стейблкоїн для США, аби дістатися їхнього фінансового ринку, й інші, менш регульовані стейблкоїни – власне таку стратегію і обрав найбільший емітент – Tether. Виникає також питання, що готові і що будуть вимушені робити США для порятунку доларових стейблкоїнів і кого при цьому вони будуть насправді рятувати: техногігантів, суб'єктів тіньової економіки...?

Якщо ринок євродоларів робив іноземні фінансові установи апологетами доларової системи, то *в платіжних системах стейблкоїнів приватизація глобального сеньйоражу з огляду на силу мережевих ефектів може призвести до такої потужної концентрації багатства у кількох компаній і осіб, що завдяки силі лобіювання матиме надмірний вплив не лише на регулювання галузі, але й на політичну систему в окремих країнах, а також загрожує приватизацією міжнародної валютної системи як суспільного блага* [14]. Про вплив криптолобі на результати президентських виборів у США в 2024 р. ми згадували вище.

Зниження трансакційних витрат у платіжних системах стейблкоїнів, що мало б полегшити міжнародні взаємодії, може певною мірою відбутися за рахунок зниження безпеки, зменшення заходів комплаєнсу та більш сприятливому регулюванню.

По-друге, зусилля з просування доларових стейблкоїнів можуть бути нівельовані політикою, що ослаблює американські інституції. Навіть після краху Бреттон-Вудської валютної системи домінування долара збереглося – частка долара США у валютних резервах, міжнародному кредитуванні, боргових інструментах, валютних операціях і глобальних платежах значно перевищує економічну вагу США у світовому ВВП, торгівлі та фінансах [38]. Згідно з дослідженням МВФ, це відбулося завдяки: безпрецедентній глибині й ліквідності фінансових ринків США, статусу казначейських облігацій як «безпечного активу», взаємодоповнюваності різних сфер використання долара та потужним мережевим ефектам, відсутності рівноцінної альтернативи (глибина фінансових ринків США залишається безпрецедентною, ЄС не має єдиного інтегрованого ринку капіталу й банків, а Китай зберігає обмеження на рух капіталу).

Але, як показують інші дослідження, країна, що є центром міжнародної валютної системи, дає світові значно більше. Відомий дослідник світових валютних систем Б. Айхенгрін доводить, що, окрім ліквідних і містких валютних ринків і вільного руху капіталу, усі країни резервних валют мали і

спільну особливість політичного устрою. «Кожна справді міжнародна і резервна валюта в історії була політичною демократією чи республікою, з дієвою системою стримувань і противаг: США, Велика Британія, Голландська республіка, міста-держави з республіканською формою правління: Генуя, Венеція, Флоренція» [39]. У Звіті МВФ про зовнішній сектор наголошують: щонайменше з кінця XIX ст. країна, що перебувала в центрі міжнародної валютної системи, сприяла її стабільності, надаючи низку глобальних суспільних благ: підтримка відкритої торгівлі та стабільного руху капіталу, координація макроекономічної політики, виконання функції кредитора останньої інстанції [23].

Пов'язані з панівною валютою, доларові стейблкоїни можуть отримувати вигоди від мережевих ефектів доларової екосистеми та її авторитету [14]. Але, як зазначає Х. Аллен, домінування долара ґрунтується на політичних і економічних засадах, а не на технологічній інфраструктурі валюти, і торговельна політика адміністрації Президента Д. Трампа разом із тиском на незалежність центрального банку та демократичні інститути можуть поставити ці засади під загрозу [15]. Фахівці МВФ застерігають, що коли геополітична напруженість зростатиме й надалі, посилюючи торговельну та фінансову фрагментацію, розміри мереж зменшаться, а мережеві ефекти, що підтримують панування долара, можуть послабитися [23].

І тут виникає запитання, кого об'єднують нові доларові мережі навколо стейблкоїнів. Чи можна розраховувати, що це будуть переважно цивілізовані учасники ринку і члени суспільства? Голова Банку Англії Е. Бейлі наголошує, що, оскільки безризикові активи в резерві стейблкоїна не захищають від операційних ризиків, наприклад від успішної кібератаки, довіра до стейблкоїнів вимагає: існування схеми страхування (як у випадку з банківськими депозитами); встановленого законом механізму врегулювання; прозорих, постійних, однакових для всіх власників умов обміну на інші форми грошей, а не залежати від криптобіржі та її умов роботи [40]. Як

зазначає Голова центрального банку Греції Я. Стурнарас, масове прийняття нового роздрібного платіжного інструменту вимагає високого рівня довіри до всіх залучених сторін та посередників. Його запровадження «залежатиме від відчуття доданої вартості та конкретної користі для користувачів – що, як видається, поки що відсутнє щодо крипто-інструментів у сприйнятті громадян Європи» [41]. З іншого боку, неповне охоплення всіх аспектів і учасників, фрагментованість або відсутність регулювання глобальних стейблкоїнів відкриває широкі можливості для розвитку діяльності, що суперечить нормам міжнародного права та національних законів. Чи це ті мережеві зв'язки, які можуть стати надійною основою міжнародної фінансової системи?

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі.

Сьогодні за майбутнє глобальної фінансової інфраструктури змагаються три види грошей: державні – цифрові валюти центральних банків (ЦВЦБ), банківсько-державні – токенизовані депозити, і приватні цифрові гроші на пред'явника – глобальні стейблкоїни. Перевагою глобальних стейблкоїнів вже діюча глобальна інфраструктура.

У теоретичних дослідженнях і розробці підходів до регулювання стейблкоїнів, як і інших фінансових інструментів криптосфери, важливу роль відіграє метод аналогій, який дозволяє адекватно оцінити відносини в основі і ризики інноваційних фінансових продуктів. Стейблкоїни порівнюють і з електронними грошима, і з вузьким банкінгом, і з інвестиційними фондами грошового ринку, і з банками епохи Вільного банкінгу у США, і з офшорними доларовими зобов'язаннями банків, що дістали назву євродоларів. У цій статті ми застосували порівняння з євродоларами, аби з'ясувати, чи може поширення доларових стейблкоїнів зміцнити глобальну роль доларів і відіграти стабілізуючу й інтегруючу роль у світовій фінансовій системі.

Історія доларових стейблкоїнів може не стати повторенням історії євродоларів. Стейблкоїни радше фрагментуватимуть світову валютну

систему. Вплив США на емітентів доларових стейблкоїнів не буде настільки сильним, як на ринок євродоларів, бо між фінансовою системою США і ними є власне євродолари, а емітенти стейблкоїнів зможуть одночасно випускати стейблкоїн для США, аби дістатися їхнього фінансового ринку, й інші, менш регульовані стейблкоїни.

Якщо ринок євродоларів робив іноземні фінансові установи апологетами доларової системи, то в платіжних системах стейблкоїнів приватизація глобального сеньйоражу з огляду на силу мережевих ефектів може призвести до такої потужної концентрації багатства, що загрожує приватизацією держав чи навіть міжнародної фінансової системи. Зниження трансакційних витрат у платіжних системах стейблкоїнів, що мало б полегшити міжнародні взаємодії, певною мірою забезпечується за рахунок зниження безпеки, зменшення заходів комплаєнсу та більш сприятливого регулювання.

Зусилля з просування доларових стейблкоїнів можуть бути нівельовані політикою, що ослаблює американські інституції, адже країна-емітент панівної валюти надає низку глобальних суспільних благ, що потребує від неї високо розвинутих демократичних і правових інститутів. Панування долара, попри зростання розриву з економічною вагою США у світовій економіці, зберігається завдяки глибоким фінансовим ринкам і потужним мережевим ефектам. Зменшення довіри може ослабити попит на американські активи, а доларові мережі навколо стейблкоїнів можуть бути значно менш передбачуваними, ніж створені використанням євродоларів.

Подальших досліджень у цій царині потребують: теоретична проблема меж інновацій у сфері грошей; політико-економічна проблема ролі держави – емітента панівної валюти у сучасних умовах; практичні питання міжнародної координації у регулюванні глобальних стейблкоїнів.

Література

1. Кричевська Т. О. Простір криптоактивів: логіка розвитку, структура, властивості та взаємодії. Стаття перша. Ідеологія, технології, шлях до розмаїття та типологія криптоактивів. *Економічна теорія*. 2024. № 4. С. 5–28. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2024.04.005>
2. Кричевська Т. О. Простір криптоактивів: логіка розвитку, структура, властивості та взаємодії. Стаття друга. Структура, динаміка та взаємодія криптопростору з традиційною фінансовою системою. *Економічна теорія*. 2025. № 1. С. 5–58. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2025.01.005>
3. Report on tokenised deposits. *European Banking Authority*. EBA. 2024. December. EBA/REP/2024/24. URL: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-12/4b294386-1235-463f-b9b5-08f255160435/Report%20on%20Tokenised%20deposits.pdf>
4. Garratt R., Song Shin H. Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money. *BIS Bulletin*. 2023. April 11. № 73. URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull73.pdf>
5. Caccia E., Tapking J., Vlassopoulos Th. Central bank digital currency and monetary policy implementation. *ECB Occasional Paper Series*. 2024. № 345. ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op345~4b4e000000055.en.pdf>
6. Lane Ph. The digital euro: maintaining the autonomy of the monetary system. Keynote speech. *University College Cork Economics Society Conference*. Cork, 20 March 2025. ECB. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250320_1~41c9459722.en.html
7. Regulatory regime for systemic payment systems using stablecoins and related service providers. *Bank of England Discussion paper*. 2023. November 6. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2023/dp/regulatory-regime-for->

systemic-payment-systems-using-stablecoins-and-related-service-providers#introduction

8. Adachi M. et al. Stablecoins' role in crypto and beyond: functions, risks and policy. *ECB Macprudential Bulletin*. 2022. July. № 18. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202207_2~836f682ed7.en.html

9. Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements. *Committee on Payments and Market Infrastructures Board of the International Organization of Securities Commissions*. 2022. July. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d206.pdf>

10. High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements: Final report. *Financial Stability Board*. 2023. 17 July. URL: <https://www.fsb.org/2023/07/high-level-recommendations-for-the-regulation-supervision-and-oversight-of-global-stablecoin-arrangements-final-report/>

11. Song Shin H. The next-generation monetary and financial system. *BIS Annual Economic Report*. 2025. 24 June. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm>

12. Arner D., Auer R., Frost J. Stablecoins: Risks, Potential and Regulation *BIS Working Paper*. 2020. November. № 905. URL: <https://www.bis.org/publ/work1164.pdf>

13. Ahmed R., Aldasoro I. Duley C. Public information and stablecoin runs. *BIS Working Papers*. 2025. January. № 1164. URL: <https://www.bis.org/publ/work1164.pdf>

14. Rey H. Stablecoins, Tokens, and Global Dominance. *Finance & Development*. 2025. September. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/stablecoins-tokens-global-dominance-helene-rey>

15. Allen H. America's Crypto Apocalypse. *Project Syndicate*. 2025. September 30. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-stablecoin->

law-genius-act-risk-to-financial-stability-democracy-sovereignty-by-hilary-j-allen-2025-09

16. Zeng Y. Finance Changed, Risks Didn't. *Finance & Development*. 2025. September. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/finance-changed-risks-didnt-yao-zeng>

17. Mancini-Griffoli T. The Money Dialogues. *Finance & Development*. 2025. September. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/the-money-dialogues-tommaso-mancini>

18. Lane Ph. Why Europe Needs a Digital Euro. *Finance & Development*. 2025. September. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/point-of-view-why-europe-needs-a-digital-euro-philip-lane>

19. Eichengreen B. The Genius Act Will Bring Economic Chaos. Guest Essay. *The New York Times*. 2025. June 17. URL: <https://www.nytimes.com/2025/06/17/opinion/genius-act-stablecoin-crypto.html>

20. Anadu K. et al. Runs and flights to safety: are stablecoins the new money market funds? *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. 2023. September. № 1073. URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1073.pdf?sc_lang=en

21. Schenk C. The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963. *Explorations in economic history*. 1998. № 35. P. 221–238. URL: https://www.sfu.ca/~poitras/EEH_Eurodollar_98.pdf

22. Johnston R. The Economics of the Euro-market: History, Theory and Policy. London: Macmillan & Co, 1983. 321 p.

23. Chapter 2. International Monetary System: Currencies in a Changing World. Global Imbalances in a Shifting World. *External Sector Report*. IMF.

2025. July. URL:
<https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798229017329/CH002.xml>
24. 34th BIS Annual Report. 1st April 1963 – 31st March 1964. *Bank for International Settlements*. 1964. URL:
https://www.bis.org/publ/arpdf/archive/ar1964_en.pdf
25. Aldasoro I., Mehrling P., Neilson D. On par: a money view of stablecoins. *Journal of Financial Market Infrastructures*. 2024. Vol 11. № 4. P. 47–64. URL: <https://www.risk.net/journal-of-financial-market-infrastructures/7960145/on-par-a-money-view-of-stablecoins>
26. Massad T. Stablecoins and national security: Learning the lessons of Eurodollars. *Brookings*. 2024. April 17. URL: <https://www.brookings.edu/articles/stablecoins-and-national-security-learning-the-lessons-of-eurodollars/>
27. Sachdeva M., Saravelos G. What do stablecoins mean for dollar dominance? *Deutsche Bank Research Institute*. 2025. September 10. URL: <https://www.dbresearch.com/PROD/RI-PROD/PDFVIEWER.calias?pdfViewerPdfUrl=PROD00000000000602780>
28. Top Stablecoin Tokens by Market Capitalization. Coinmarketcap. URL: <https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/>
29. Walker O. Stablecoin surge will preserve US dollar dominance, says Donald Trump Jr. *Financial Times*. 2025. October 1. URL: <https://www.ft.com/content/b3fa2647-df40-4ccd-9283-18edc8321870>
30. Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 1: Cold War Origins. *Odd Lots*. Bloomberg. 2025. January 14. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-14/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-1-cold-war-origins>
31. Кричевська Т.О. Довіра у грошово-кредитній сфері: логіко-історичне дослідження. Київ: НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України», 2020. 504 с.
32. Кричевська Т. Монетарна політика як інститут забезпечення довіри

до грошової одиниці і банківської системи: логіко-історичний аналіз. *Економічна теорія*. 2017. № 3. С. 64–100. URL: <https://doi.org/10.15407/eip2017.03.064>

33. Кричевська Т. О. Глобальні стагфляційні шоки та перегляд монетарної політики: уроки криз 1970-х та 2020-х. *Економічна теорія*. 2022. № 3. С. 57–88. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2022.03.057>

34. Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 2: Defending the Dollar System. *Odd Lots*. Bloomberg. 2025. January 15. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-15/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-2-defending-the-dollar-system>

35. Transcript: Lots More with Lev Menand on the Eurodollar Market Now. *Odd Lots*. Bloomberg. 2025. January 17. URL: <https://omny.fm/shows/odd-lots/lots-more-with-lev-menand-on-the-eurodollar-market>

36. Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 3: Spinning Out of Control. *Odd Lots*. Bloomberg. 2025. January 16. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-16/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-3-spinning-out-of-control>

37. Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities. Peer review report. *Financial Stability Board*. 2025. 16 October. URL: [https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/ER 2025](https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/ER%2025)

38. Кричевська Т.О. Розділ 7. Суперечності глобалізації та локалізації в інституційному розвитку грошово-кредитної сфери. *Економічні суперечності глобалізації та локалізації: форми руху і розв'язання*: колективна монографія / за ред. акад. НАН України А.А. Гриценка. Київ: НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», ДННУ «Академія фінансового управління», 2024. С. 161–225.

39. Okoshi M. For yuan to be the new dollar, China needs democracy: Eichengreen. *Nikkei Asia*. 2021. August 13. URL: <https://asia.nikkei.com/Editor-s>

Picks/Interview/For-yuan-to-be-the-new-dollar-China-needs-democracy-
Eichengreen

40. Bailey A. The new stablecoin regime. *Financial Times*. 2025. October 1.
URL: <https://www.ft.com/content/eb013c4e-ed53-498b-9d75-2b5d9c7ecc65>

41. Stournaras Y. New technologies, crypto, stablecoins and payments – a central bank perspective. *New technologies, crypto, stablecoins and payments: a central bank perspective*. Crypto-Research Conference. Athens, 29 September 2025. URL: <https://www.bis.org/review/r251002l.htm>

References

1. Krychevska, T.O. (2024). “The crypto-asset space: development logic, structure, features, and interactions. Article 1. Ideology, technologies, the path to diversity, and the typology of crypto-assets”, *Ekonom. teor.*, [Online], vol. 4. <https://doi.org/10.15407/etet2024.04.005>.

2. Krychevska, T.O. (2025). “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”, *Ekonom. teor.*, [Online], vol. 1. <https://doi.org/10.15407/etet2025.01.005>.

3. European Banking Authority official site (2024), “Report on tokenised deposits”, available at: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-12/4b294386-1235-463f-b9b5-08f255160435/Report%20on%20Tokenised%20deposits.pdf> (Accessed 6 November 2025).

4. Garratt, R. and Song Shin, H. (2023), “Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money”, *BIS Bulletin*, [Online], vol. 73, available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull73.pdf> (Accessed 6 November 2025).

5. Caccia, E., Tapking, J., and Vlassopoulos Th. (2024), “Central bank digital currency and monetary policy implementation”, *ECB Occasional Paper Series*, [Online], vol. 345, available at:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op345~4b4eeee055.en.pdf>

(Accessed 6 November 2025).

6. Lane, Ph. (2025), “The digital euro: maintaining the autonomy of the monetary system”, *University College Cork Economics Society Conference*, University College Cork, Cork, available at: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250320_1~41c9459722.en.html (Accessed 6 November 2025).

7. Bank of England official site (2023), “Regulatory regime for systemic payment systems using stablecoins and related service providers”, Discussion paper, available at: <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2023/dp/regulatory-regime-for-systemic-payment-systems-using-stablecoins-and-related-service-providers#introduction> (Accessed 6 November 2025).

8. Adachi, M. et al. (2022), “Stablecoins’ role in crypto and beyond: functions, risks and policy”, *ECB Macprudential Bulletin*, [Online], vol. 18, available at: https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202207_2~836f682ed7.en.html (Accessed 6 November 2025).

9. Committee on Payments and Market Infrastructures Board of the International Organization of Securities Commissions (2022), “Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements”, available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d206.pdf> (Accessed 6 November 2025).

10. Financial Stability Board (2023), “High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements: Final report”, available at: <https://www.fsb.org/2023/07/high-level-recommendations-for-the-regulation-supervision-and-oversight-of-global-stablecoin-arrangements-final-report/> (Accessed 6 November 2025).

11. Song Shin, H. (2025), “The next-generation monetary and financial system”, *BIS Annual Economic Report*, [Online], available at: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm> (Accessed 6 November 2025).

12. Arner, D., Auer, R. and Frost, J. (2020), “Stablecoins: Risks, Potential and Regulation”, *BIS Working Papers*, [Online], vol. 905, available at: <https://www.bis.org/publ/work1164.pdf> (Accessed 6 November 2025).

13. Ahmed, R., Aldasoro, I. and Duley, C. (2025), “Public information and stablecoin runs”, *BIS Working Papers*, [Online], vol. 1164, available at: <https://www.bis.org/publ/work1164.pdf> (Accessed 6 November 2025).

14. Rey, H. (2025), “Stablecoins, Tokens, and Global Dominance”, *Finance & Development*, [Online], September, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/stablecoins-tokens-global-dominance-helene-rey> (Accessed 6 November 2025).

15. Allen, H. (2025), “America’s Crypto Apocalypse”, *Project Syndicate*, [Online], September 30, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-stablecoin-law-genius-act-risk-to-financial-stability-democracy-sovereignty-by-hilary-j-allen-2025-09> (Accessed 6 November 2025).

16. Zeng, Y. (2025), “Finance Changed, Risks Didn’t”, *Finance & Development*, [Online], September, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/finance-changed-risks-didnt-yao-zeng> (Accessed 6 November 2025).

17. Mancini-Griffoli, T. (2025), “The Money Dialogues”, *Finance & Development*, [Online], September, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/the-money-dialogues-tommaso-mancini> (Accessed 6 November 2025).

18. Lane, Ph. (2025), “Why Europe Needs a Digital Euro”, *Finance & Development*, [Online], September, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2025/09/point-of-view-why-europe-needs-a-digital-euro-philip-lane> (Accessed 6 November 2025).

19. Eichengreen, B. (2025), “The Genius Act Will Bring Economic Chaos”, *The New York Times*, [Online], June 17, available at: <https://www.nytimes.com/2025/06/17/opinion/genius-act-stablecoin-crypto.html> (Accessed 6 November 2025).

20. Anadu, K. et al., (2023), “Runs and flights to safety: are stablecoins the new money market funds?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, [Online], vol. 1073, available at: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1073.pdf?sc_lang=en (Accessed 6 November 2025).

21. Schenk, C. (1998), “The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955-1963”, *Explorations in economic history*, [Online], vol. 35, pp. 221-238, available at: https://www.sfu.ca/~poitras/EEH_Eurodollar_98.pdf (Accessed 6 November 2025).

22. Johnston, R. (1983), *The Economics of the Euro-market: History, Theory and Policy*, Macmillan & Co, London, UK.

23. International Monetary Fund official site (2025), “Chapter 2, International Monetary System: Currencies in a Changing World”, *Global Imbalances in a Shifting World, External Sector Report*, July, available at: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798229017329/CH002.xml> (Accessed 6 November 2025).

24. Bank for International Settlements official site (1964), “34th BIS Annual Report. 1st April 1963 - 31st March”, available at: https://www.bis.org/publ/arpdf/archive/ar1964_en.pdf (Accessed 6 November 2025).

25. Aldasoro, I., Mehrling, and P. Neilson, D. (2024), “On par: a money view of stablecoins”, *Journal of Financial Market Infrastructures*, [Online], vol. 11, no. 4, pp. 47-64, available at: <https://www.risk.net/journal-of-financial-market-infrastructures/7960145/on-par-a-money-view-of-stablecoins> (Accessed 6 November 2025).

26. Massad, T. (2024), “Stablecoins and national security: Learning the lessons of Eurodollars”, *Brookings*, [Online], April 17, available at: <https://www.brookings.edu/articles/stablecoins-and-national-security-learning-the-lessons-of-eurodollars/> (Accessed 6 November 2025).

27. Sachdeva, M., Saravelos, G. (2025), “What do stablecoins mean for dollar dominance?”, *Deutsche Bank Research Institute*, [Online], September 10, available at: <https://www.dbresearch.com/PROD/RI-PROD/PDFVIEWER.calias?pdfViewerPdfUrl=PROD00000000000602780> (Accessed 6 November 2025).

28. Coinmarketcap (2025), “Top Stablecoin Tokens by Market Capitalization”, available at: <https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/> (Accessed 27 October 2025).

29. Walker, O. (2025), “Stablecoin surge will preserve US dollar dominance, says Donald Trump Jr.”, *Financial Times*, [Online], October 1. available at: <https://www.ft.com/content/b3fa2647-df40-4ccd-9283-18edc8321870> (Accessed 6 November 2025).

30. Odd Lots. Bloomberg (2025), “Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 1: Cold War Origins”, January 14, available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-14/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-1-cold-war-origins> (Accessed 6 November 2025).

31. Krychevska, T.O. (2020), *Dovira u hroshovo-kredytnij sferi: lohiko-istorychne doslidzhennia* [Trust in a Monetary Sphere: A Logical-Historical Study], NAN Ukrainy, DU “In-t ekon. ta prohnozuv. NAN Ukrainy”, Kyiv, Ukraine.

32. Krychevska, T.O. (2017), “Monetary policy as an institution to ensure confidence in money and banking system: logical-historical analysis”, *Ekon. teor*, [Online], vol. 3, pp. 64-100. <https://doi.org/10.15407/eip2017.03.064>.

33. Krychevska, T.O. (2022), "Global stagflation shocks and the revision of monetary policy: lessons from the crises of the 1970s and 2020s", *Ekon. teor*, [Online], vol. 3, pp. 57-88. <https://doi.org/10.15407/etet2022.03.057>.

34. Odd Lots. Bloomberg (2025), "Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 2: Defending the Dollar System", January 15, available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-15/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-2-defending-the-dollar-system> (Accessed 6 November 2025).

35. Odd Lots. Bloomberg (2025), "Transcript: Lots More with Lev Menand on the Eurodollar Market Now", January 17, available at: <https://omny.fm/shows/odd-lots/lots-more-with-lev-menand-on-the-eurodollar-market> (Accessed 6 November 2025).

36. Odd Lots. Bloomberg (2025), "Transcript: The Hidden History of Eurodollars. Part 3: Spinning Out of Control", January 16, available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-16/transcript-the-hidden-history-of-eurodollars-part-3-spinning-out-of-control> (Accessed 6 November 2025).

37. *Financial Stability Board official site* (2025), "Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities. Peer review report", 16 October, available at: <https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/E> (Accessed 6 November 2025).5

38. Krychevska, T.O. (2024), "Contradictions of Globalization and Localization in the Institutional Development of the Monetary Sphere", *Ekonomichni superechnosti hlobalizatsii ta lokalizatsii: formy rukhu i rozv'iazannia* [Economic contradictions of globalization and localization: forms of movement and solutions], NAN Ukrainy, DU "Instytut ekonomiky ta prohnouzuvannia NAN Ukrainy", DNNU "Akademiia finansovoho upravlinnia", Kyiv, Ukraine, pp. 161-225.

39. Okoshi, M. (2021), "For yuan to be the new dollar, China needs democracy: Eichengreen", *Nikkei Asia*, [Online], August 13, available at:

<https://asia.nikkei.com/Editor-s-Picks/Interview/For-yuan-to-be-the-new-dollar-China-needs-democracy-Eichengreen> (Accessed 6 November 2025).

40. Bailey, A. (2025), "The new stablecoin regime", *Financial Times*, [Online], October 1., available at: <https://www.ft.com/content/eb013c4e-ed53-498b-9d75-2b5d9c7ecc65> (Accessed 6 November 2025).

41. Stournaras, Y. (2025), "New technologies, crypto, stablecoins and payments - a central bank perspective", *New technologies, crypto, stablecoins and payments: a central bank perspective*, Crypto-Research Conference, Athens, Greece, 29 September, available at: <https://www.bis.org/review/r251002l.htm> (Accessed 6 November 2025).

Стаття надійшла до редакції 10.11.2025 р.