

Article | 05/08/26

## Guida alle stablecoin: crescita non scontata ma ruolo strategico

Nel 2025 le stablecoin hanno registrato una crescita significativa, attirando l'attenzione di potenziali emittenti e autorità regolatorie. Tuttavia, le loro prospettive a lungo termine rimangono incerte. In questo articolo, esploriamo cosa sono le stablecoin, cosa potrebbe favorirne l'adozione e perché il loro futuro è importante



Despite a sharp expansion, stablecoins now account for only about 7% of the broader crypto market

### In sintesi

Le stablecoin hanno registrato una crescita significativa negli ultimi anni, raggiungendo una capitalizzazione di mercato di quasi 300 miliardi di dollari alla fine del 2025. Questa rapida espansione ha attirato maggiore attenzione sia da parte delle autorità di regolamentazione che dei potenziali emittenti. Tuttavia, il futuro di questo asset rimane incerto, poiché un'eventuale crescita ulteriore dipende dalla possibilità di andare oltre il panorama delle criptovalute ed entrare nel mondo dei pagamenti.

A nostro avviso, parte del percorso verso un'ampia adozione delle stablecoin dipende dalla presenza di un quadro normativo e dall'interoperabilità con i sistemi di pagamento esistenti. Ma stimarne la crescita futura è comunque difficile, poiché

richiede di prevederne l'attrattiva rispetto a sistemi di pagamento come le valute digitali delle banche centrali e la moneta bancaria tokenizzata, in un mercato in rapida evoluzione.

Sebbene non sia ancora chiaro quanto ampiamente le stablecoin verranno adottate, è importante considerare uno scenario in cui la loro adozione diventi significativa, poiché ciò potrebbe avere serie implicazioni per la stabilità finanziaria, il settore bancario, i mercati emergenti e la politica monetaria.

Nonostante la crescente attenzione, rimangono molti interrogativi su cosa siano le stablecoin, come funzionino e quale ruolo potrebbero svolgere nel sistema finanziario. In questo articolo, spieghiamo i fondamenti delle stablecoin, analizziamo i recenti sviluppi di mercato e normativi ed esploriamo i fattori che potrebbero influenzarne la futura adozione. Sebbene il mercato si stia evolvendo rapidamente, le loro prospettive a lungo termine rimangono altamente incerte. Il loro ruolo finale nei pagamenti e nel risparmio dipenderà non solo dalla regolamentazione, ma anche dalla capacità delle stablecoin di competere con le forme di moneta digitale esistenti ed emergenti. In future pubblicazioni, esamineremo in modo più dettagliato le implicazioni di una più ampia adozione delle stablecoin.

### Cosa sono le stablecoin?

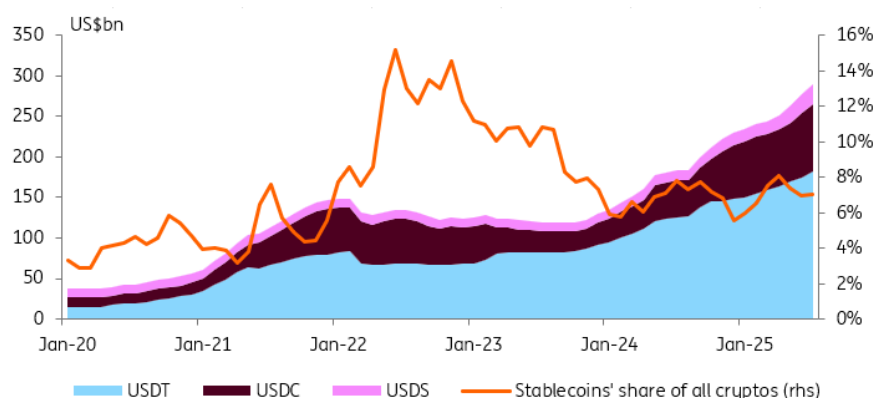
Le stablecoin sono criptovalute emesse da istituzioni private che promettono un valore nominale stabile rispetto a una determinata valuta, materia prima o paniere di attività. Non sono emesse o garantite da un governo o da un'autorità centrale, bensì da un'istituzione privata e sono protette da riserve separate. La stablecoin viene emessa su una tecnologia a registro distribuito (DLT, ovvero una blockchain) con tre tipi di meccanismi di ancoraggio esistenti:

1. **Stablecoin garantite da valuta fiat:** garantite 1:1 da riserve di contanti o attività liquide. Sono la tipologia di stablecoin più comune e utilizzata, rappresentando attualmente oltre il 90% di tutte le stablecoin. In questo articolo ci concentreremo su queste.
2. **Stablecoin garantite da criptovalute:** garantite da criptovalute sovracollateralizzate. L'emissione di queste stablecoin tende ad essere limitata da normative come il Regolamento sui mercati delle criptovalute (MiCAR) dell'UE.
3. **Stablecoin algoritmiche:** non garantite da attività reali, ma il loro ancoraggio alla valuta prescelta è mantenuto da un aggiustamento dinamico dell'offerta del token tramite algoritmi o "smart contract". In seguito al crollo del progetto di Terra nel 2022, le stablecoin algoritmiche rappresentano ormai solo una frazione di tutte le stablecoin.

La capitalizzazione di mercato delle stablecoin ha superato i 300 miliardi di dollari a livello globale, con i token ancorati al dollaro statunitense che rappresentano il 99% del totale. Pur restando ancora molto al di sotto dei depositi bancari, il settore è cresciuto rapidamente negli

ultimi cinque anni, con un aumento di 250 miliardi di dollari, attirando così una notevole attenzione. Ma nonostante questa forte espansione, oggi le stablecoin rappresentano solo circa il 7% dell'intero mercato delle criptovalute, una quota in calo rispetto al picco del 2022, perché la capitalizzazione di mercato delle altre criptovalute è aumentata ancora più velocemente.

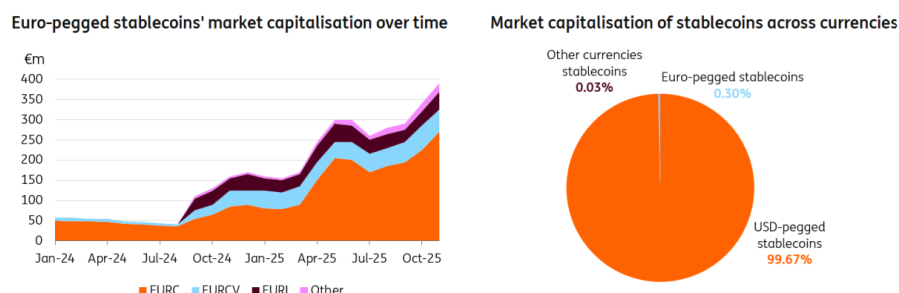
## Capitalizzazione di mercato nel tempo di stablecoin selezionate e quota sul mercato totale delle criptovalute.



Source: ING Research, IMF / USDT = Tether, USDC = Circle, USDS = Sky Protocol

Le stablecoin ancorate all'euro rappresentano ancora solo una frazione di tutte le stablecoin in circolazione, ma la loro capitalizzazione di mercato è cresciuta da 50 milioni di euro all'inizio del 2024 a quasi 400 milioni di euro alla fine del 2025. Le stablecoin ancorate all'euro sono ancora in una fase embrionale e rappresentano solo circa lo 0,3% del mercato globale, nonostante i recenti progressi.

## Le stablecoin ancorate all'euro sono ancora in fase embrionale



Source: ING Research, ECB / EURC = Euro Circle, EURCV = Coinvertible, EURI = Eurite

I dati disponibili mostrano che l'utilizzo delle stablecoin nell'ambito dei pagamenti rimane limitato a livello globale. Tuttavia, il rapidissimo sviluppo del settore negli ultimi anni suggerisce che la situazione potrebbe cambiare. Si prevede che la nuova valuta digitale crescerà

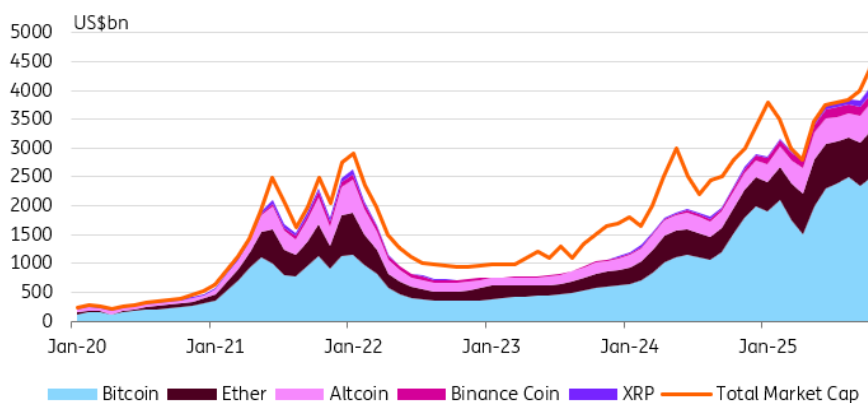
esponenzialmente, raggiungendo un valore compreso tra 900 miliardi e 4,2 trilioni di dollari entro il 2030. L'ampia variabilità delle proiezioni sottolinea quanto sia difficile prevedere la traiettoria nei prossimi anni. **La crescita delle stablecoin dipende da diversi fattori: la regolamentazione in vigore, l'interoperabilità con i sistemi di pagamento esistenti e, soprattutto, i loro casi d'uso e l'attrattiva rispetto ad altri sistemi di pagamento (nuovi o esistenti).** La sezione successiva approfondisce altre tecnologie che potrebbero influenzare la crescita (o la mancata crescita) delle stablecoin.

## In che modo le stablecoin si differenziano dalle altre valute digitali e dalle criptovalute?

### Criptovalute non garantite

Le stablecoin sono una forma di criptovaluta, ma si distinguono dalle altre per il fatto di detenere riserve separate progettate per mantenere un valore uno a uno con una valuta di riferimento prescelta. Questo non accade per le criptovalute "vere e proprie", che vengono emesse e trasferite utilizzando la tecnologia Distributed Ledger Technology (DLT), ma non sono garantite da attività liquide. Queste criptovalute non garantite sono quindi molto più volatili e vengono utilizzate principalmente a scopo di investimento speculativo. Complessivamente, la capitalizzazione di mercato delle criptovalute ha raggiunto quasi 4500 miliardi di dollari alla fine del 2025, circa il triplo rispetto all'inizio del 2024.

## Capitalizzazione di mercato di criptovalute selezionate nel corso del tempo.



Source: ING Research, IMF

Oltre alle stablecoin e alle criptovalute non garantite, una nuova ondata di valute digitali sta guadagnando terreno sia tra i potenziali emittenti sia tra le autorità regolatorie.

### Asset tokenizzati

Gli asset tokenizzati sono rappresentazioni digitali di asset del mondo reale su un'infrastruttura di registro distribuito. È possibile tokenizzare un'ampia gamma di asset sottostanti, tra cui valori mobiliari, depositi bancari e immobili.

La tokenizzazione è sempre più esplorata per i depositi bancari, dove il deposito stesso viene rappresentato, archiviato ed emesso su una tecnologia DLT (Distributed Ledger Technology). Ogni token corrisponde a un diritto diretto su una banca commerciale regolamentata e rimane iscritto nel bilancio di tale banca. A differenza delle stablecoin, i depositi tokenizzati non circolano come titoli al portatore, ma sono vincolati a titolari di conto identificati.

L'utilizzo dei depositi tokenizzati rimane attualmente limitato e perlopiù sperimentale. Tuttavia, i depositi tokenizzati possono modernizzare le infrastrutture di pagamento e regolamento, nonché la gestione della liquidità intragruppo. Promettono regolamenti più rapidi (praticamente istantanei), transazioni 24 ore su 24, 7 giorni su 7, programmabilità e minori attriti operativi (riducendo la dipendenza da molteplici intermediari). I depositi tokenizzati offrono anche vantaggi normativi, in quanto rimangono pienamente all'interno del quadro di vigilanza esistente; gli asset sottostanti restano nei bilanci delle banche commerciali, preservando la stessa supervisione e gli stessi standard prudenziali applicati ai depositi tradizionali.

### **Valute digitali delle banche centrali**

Le valute digitali delle banche centrali (CBDC) sono forme di denaro digitale che consentono agli utenti di pagarsi a vicenda utilizzando un diritto diretto sulla banca centrale. In altre parole, mirano a reinventare il denaro della banca centrale (banconote e monete) in forma digitale. Le CBDC vengono spesso paragonate e contrapposte alle stablecoin, ma la differenza principale risiede nel loro diritto diretto sulla banca centrale. Sono emesse e gestite dall'autorità centrale, spesso, ma non sistematicamente, tramite tecnologie DLT (Distributed Ledger Technology).

Le valute digitali delle banche centrali possono essere create per l'uso al dettaglio o all'ingrosso wholesale (quindi per i regolamenti interbancari e i trasferimenti di valore elevato). Attualmente, solo poche CBDC sono in uso nel mondo (Bahamas, Giamaica, Nigeria e Cina, con un progetto pilota su larga scala). Tuttavia, oltre 100 Paesi hanno progetti per sviluppare la propria valuta digitale. Tra questi, l'UE, che sta attualmente sviluppando la propria CBDC per il mercato al dettaglio (l'euro digitale) e punta al lancio entro il 2029.

Oltre all'euro digitale, l'UE sta valutando lo sviluppo di una strategia di regolamento all'ingrosso wholesale basata sulla tecnologia DLT (Distributed Ledger Technology). Il progetto a breve termine "Pontes" sfrutterà l'infrastruttura T2 esistente e fornirà un regolamento immediato della moneta tramite la banca centrale. Il suo lancio è previsto entro il terzo trimestre del 2026. La Banca Centrale Europea prevede inoltre un ecosistema completo di valuta digitale all'ingrosso wholesale basata sulla tecnologia DLT nell'ambito dell'iniziativa "Appia", il cui piano strategico è atteso per il 2028.

Per riassumere le quattro valute digitali discusse, la tabella seguente evidenzia le principali differenze relative alle loro principali caratteristiche.

## Tabella comparativa delle valute

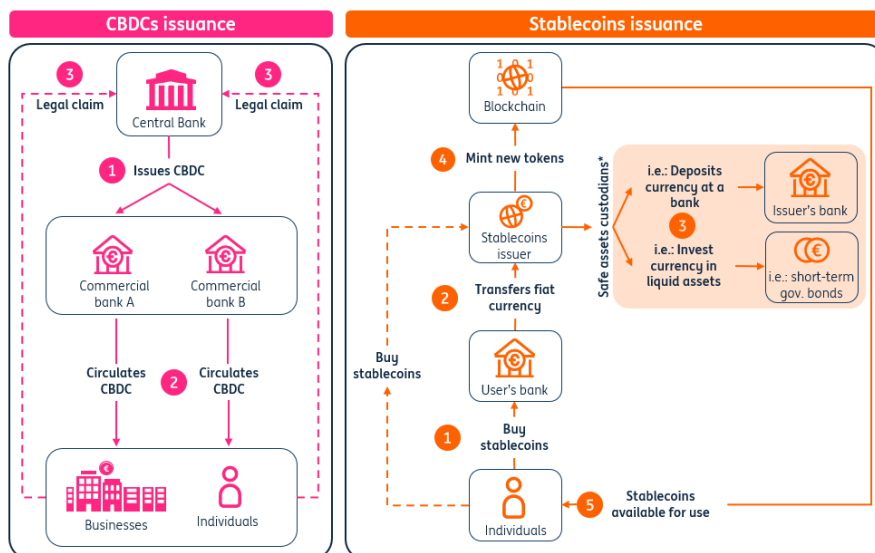
|                                           | Stablecoins                                   | CBDCs                                   | 'Real' cryptos           | Tokenised deposits                 | Bank deposits | Cash |
|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------|------------------------------------|---------------|------|
| Digital                                   | ✓                                             | ✓                                       | ✓                        | ✓                                  | ✓             | ✗    |
| Public                                    | ✗                                             | ✓                                       | ✗                        | ✗                                  | ✗             | ✓    |
| Blockchain use                            | ✓                                             | ~                                       | ✓                        | ✓                                  | ✗             | ✗    |
| Programmable                              | ✓                                             | ~                                       | ✓                        | ✓                                  | ~             | ✗    |
| Use without intermediaries                | ✓                                             | ~                                       | ✓                        | ✗                                  | ✗             | ✓    |
| Large price volatility                    | Limited by pegging mechanism                  | ✗                                       | ✓                        | ✗                                  | ✗             | ✗    |
| Means of payment role                     | ✓                                             | ✓                                       | Not in the wider economy | ✓                                  | ✓             | ✓    |
| Unit of account role (used for invoicing) | ✓                                             | ✓                                       | Not in the wider economy | ✓                                  | ✓             | ✓    |
| Store of value role                       | Potential, especially if remuneration allowed | Not if implementation of holding limits | ✗                        | Linked to real-world bank deposits | ✓             | ✓    |
| Regulation                                | Fragmented                                    | National                                | Fragmented               | ✓                                  | ✓             | ✓    |

~ Possible ✗ No ✓ Yes

Source: ING Research

Sia le stablecoin che le CBDC mirano a creare un mezzo di pagamento più digitale ed efficiente, eppure sono spesso presentate come alternative concorrenti. Ma le due forme di moneta digitale differiscono in modo significativo. Le loro principali differenze possono essere illustrate attraverso i rispettivi modelli di emissione, mostrati nel diagramma di flusso sottostante.

## Flusso di emissione di CBDC rispetto alle stablecoin



Source: ING Research \*examples of safe asset custodians, can vary depending on the regulation in place

L'approccio alle stablecoin e alle CBDC varia a livello globale, con notevoli differenze tra Stati

Uniti ed Europa. Il divario transatlantico è diventato sempre più evidente nell'estate del 2025, quando gli Stati Uniti hanno deciso di sostenere le stablecoin ancorate al dollaro, vietando al contempo l'emissione di una CBDC. L'Europa ha adottato un approccio diverso, sostenendo che una CBDC, l'euro digitale, rafforzerebbe la supervisione normativa attraverso l'emissione e la vigilanza da parte della Banca Centrale Europea.

Considerati gli approcci politici nettamente differenti adottati nelle diverse giurisdizioni, è probabile che le stablecoin si evolvano principalmente come strumenti nazionali o regionali, una dinamica che potrebbe influenzare e, potenzialmente, limitare il loro potenziale di crescita complessivo.

Affinché le stablecoin acquisiscano importanza sistemica, il loro utilizzo deve estendersi oltre l'ecosistema delle criptovalute, abbracciando il più ampio mondo dei pagamenti globali. Tuttavia, le posizioni politiche stanno già manifestando resistenza a una stablecoin globale (ancorata al dollaro), con i responsabili politici che incoraggiano invece lo sviluppo di molteplici stablecoin nazionali denominate nelle valute locali.

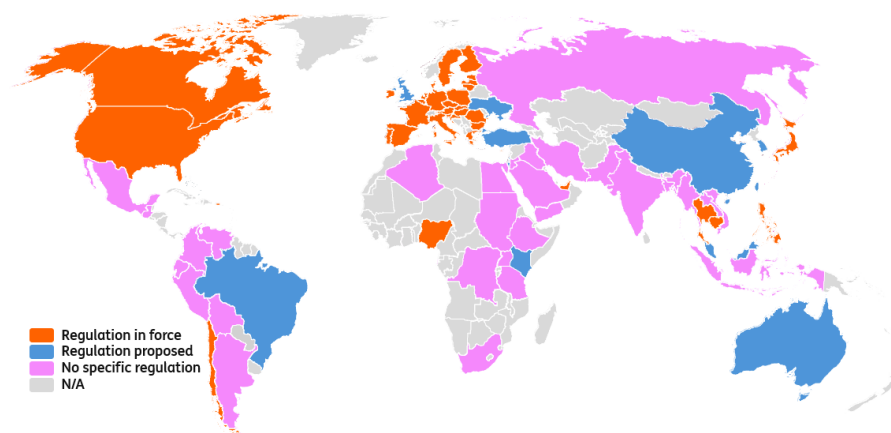
L'assenza di armonizzazione normativa rafforza questa tendenza. Gli emittenti di stablecoin devono adattarsi alle regole di ciascuna giurisdizione, limitando la scalabilità transfrontaliera e ostacolando l'emergere di un'unica stablecoin dominante a livello globale. La sezione successiva illustra le divergenze normative tra Stati Uniti, Unione Europea e Regno Unito.

### **Stablecoin: ampie differenze normative e cruciale incertezza sulla remunerazione**

Attualmente, 12 paesi hanno normative in vigore sulle stablecoin e altri 10 hanno proposto testi che non sono ancora stati approvati. La posizione più ferma contro l'emissione di stablecoin proviene dalla Cina, dove sono vietate. Ciò deriva in parte dalla spinta del governo verso la propria valuta digitale della banca centrale (CBDC); le stablecoin sono quindi viste come una concorrenza diretta.

Le principali normative sono in vigore nei Paesi che costituiscono le principali piazze finanziarie, mentre altri mercati sono ancora privi di regolamentazioni specifiche per stablecoin e criptovalute. Nonostante i recenti sviluppi a livello nazionale e regionale, manca un'armonizzazione e un coordinamento a livello internazionale in materia.

## Distribuzione delle normative vigenti sulle stablecoin nel mondo



Source: ING Research, Visual capitalist

A causa della mancanza di armonizzazione internazionale in materia di vigilanza sulle stablecoin, i quadri normativi esistenti presentano diverse divergenze. La differenza più importante riguarda la gestione degli asset sicuri. Infatti, gli emittenti sono soggetti a vari tipi e livelli di restrizioni per le riserve segregate. Ciò potrebbe influenzare il potenziale impatto delle stablecoin sul sistema finanziario.

In base alla normativa statunitense (GENIUS Act), gli emittenti devono detenere almeno 1 dollaro di riserve consentite per ogni dollaro di stablecoin emesso. Le riserve consentite includono (ma non sono esclusivamente) contanti, depositi presso banche commerciali, buoni del Tesoro a breve termine e altri titoli di Stato simili approvati dalle autorità di regolamentazione. L'assenza di limiti o soglie specifici per ciascuna di queste opzioni conferisce agli emittenti di stablecoin ancorate al dollaro USA un grado di libertà relativamente elevato nell'allocazione delle proprie riserve.

Il regolamento USA non trova riscontro nella legislazione europea. Il regolamento MiCAR stabilisce requisiti più rigorosi per gli emittenti di moneta elettronica. Tali istituti (se sistemici) sono tenuti a detenere almeno il 60% delle attività sicure sotto forma di depositi presso banche commerciali (30% se emittenti non sistemici). Possono inoltre detenere il 40% delle proprie riserve in titoli di Stato liquidi (70% se emittenti non sistemici).

Il Regno Unito sta ancora elaborando il quadro normativo definitivo per le stablecoin, ma va notato che l'ultima proposta include restrizioni sugli investimenti per le riserve. Per gli emittenti sistemici, la Banca d'Inghilterra propone di vietare l'utilizzo dei depositi delle banche commerciali e di richiedere che almeno il 30% degli asset di garanzia sia detenuto come depositi non remunerati presso la banca centrale. Il restante 70% potrebbe essere investito in titoli di Stato a breve termine. La banca centrale sostiene che consentire l'utilizzo dei depositi delle banche commerciali come garanzia potrebbe introdurre rischi finanziari, operativi e di contagio che potrebbero amplificare le tensioni nell'intero settore. Inoltre, il Regno Unito è il

primo Paese a proporre una misura di salvaguardia temporanea per le emissioni di stablecoin sistemiche, limitando l'ammontare di stablecoin emesse a 40 miliardi di sterline per emittente per un periodo temporaneo non specificato.

Sebbene esistano numerose altre divergenze, notiamo anche una convergenza tra i quadri normativi di Stati Uniti, Unione Europea e Regno Unito: il divieto di distribuire remunerazioni. Tutti e tre i regimi vietano agli emittenti di stablecoin di corrispondere interessi a chi le detiene. Negli Stati Uniti, dove la più ampia legislazione sul mercato delle criptovalute è ancora in fase di negoziazione, questa restrizione è oggetto di un acceso dibattito e potrebbe essere modificata in futuro.

Nella maggior parte delle giurisdizioni, il pagamento di interessi da parte degli emittenti di stablecoin rimane vietato. Tale restrizione è fondamentale per il quadro normativo, in quanto influenza direttamente l'attrattiva delle stablecoin come riserva di valore e incide sia sulle dinamiche di adozione sia sul loro potenziale impatto nel sistema finanziario più ampio.

La tabella seguente riassume le principali differenze tra i tre quadri normativi. Per maggiori informazioni sul tema, consultare le note a piè di pagina.

### Sintesi dei quadri normativi sulle stablecoin di USA, UE e UK

|    |                                               | US <sup>1</sup> Genius Act          | EU MiCAR                                                       |                               | UK <sup>2</sup> Regulation                    |                                               |
|----|-----------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|    |                                               |                                     | E-money institute                                              | Credit institution            | Non-systemic issuers                          | Systemic issuers                              |
| 1. | Access to central bank, lender of last resort | Case-by-case Fed decision           | Forbidden                                                      | No restrictions               | Bank of England considering backstop facility |                                               |
|    | Central Bank deposit                          | Case-by-case Fed decision           | Forbidden                                                      | Allowed                       | Allowed                                       | Required i) ≥30% of assets; ii) unremunerated |
| 2. | Asset investment policy                       |                                     |                                                                |                               |                                               |                                               |
|    | Commercial bank deposit                       | Allowed upper limit to be specified | Required ≥60% of assets (≥30% if non-systemic)                 | Allowed                       | Allowed                                       | Forbidden                                     |
|    | Government bonds                              | Allowed ≤3m maturity                | Allowed <40% of assets (<70% if non-systemic)                  | Allowed                       | Allowed                                       | Allowed <70% of assets                        |
| 3. | Stablecoins remuneration                      | Forbidden for issuer only           | Forbidden for issuer and crypto-asset service providers (CASP) | Forbidden for issuer and CASP | Forbidden for issuer                          | Forbidden for issuer                          |
| 4. | Issuance guardrail                            | None                                | None                                                           | None                          | N/A                                           | Temporary £40bn                               |

Source: ING Research, Fed, European Commission, BoE

1 US has three license levels: for a) bank and b) non-banks at federal level, and c) one at state level for smaller institutions. 2 Proposed UK-regime based on June 2026 proposal in Bank of England consultation

### ...il principale fattore di incertezza sull'adozione delle stablecoin

La rapida crescita delle stablecoin negli ultimi anni, unita alla mancanza di regolamentazione, ha destato preoccupazione tra le banche centrali di tutto il mondo. A seconda della crescita

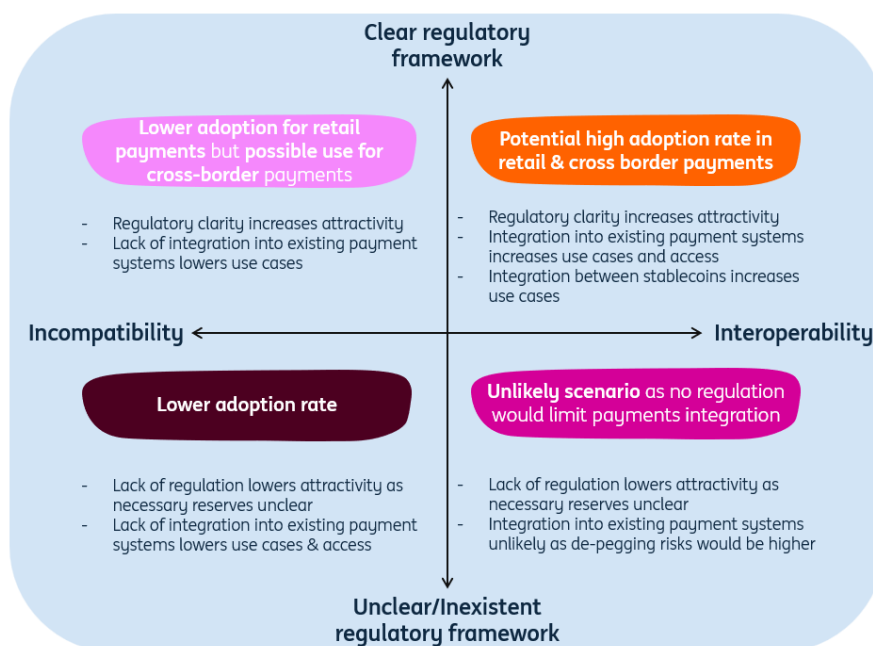
futura e dei casi d'uso, le stablecoin potrebbero avere un impatto significativo sulla stabilità finanziaria. Affinché ciò si concretizzi, l'utilizzo e l'adozione delle stablecoin dovrebbero andare oltre la nicchia dell'ecosistema delle criptovalute ed estendersi al panorama dei pagamenti.

Sebbene le stablecoin siano cresciute significativamente nel corso degli anni, al momento non sono "ampiamente adottate". Attualmente non esiste una soglia definita che stabilisca cosa costituirebbe tale adozione diffusa. Inoltre, lo sviluppo di questo asset crittografico nei prossimi anni rimane incerto. A nostro avviso, l'adozione dipenderà dal suo utilizzo per due scopi:

- Pagamenti
- Riserva di valore

Partiamo dall'utilizzo delle stablecoin nei pagamenti: emergono tre variabili principali. I primi due fattori sono la presenza di un quadro normativo e il grado di interoperabilità tra le stablecoin e i sistemi di pagamento esistenti. La mappatura di queste variabili produce un quadrante che illustra quattro possibili percorsi di sviluppo per le stablecoin.

### Potenziale sviluppo delle stablecoin nei pagamenti al dettaglio



Source: ING Research

Uno scenario caratterizzato da un quadro normativo chiaro e dalla piena integrazione delle stablecoin nei sistemi di pagamento esistenti creerebbe un terreno fertile per una loro adozione significativa in questo settore. Tuttavia, l'entità di tale adozione dipende da una terza variabile: l'attrattiva degli altri sistemi di pagamento (nuovi ed esistenti).

L'esistenza e lo sviluppo di alternative come i depositi tokenizzati e le valute digitali delle

banche centrali potrebbero limitare l'attrattiva relativa delle stablecoin. Sebbene i sistemi di pagamento in Europa rimangano relativamente economici e veloci, questa esperienza è tutt'altro che universale a livello internazionale. Per le regioni in cui i pagamenti sono costosi e lenti, l'introduzione di nuove tecnologie come la tokenizzazione nei sistemi esistenti potrebbe consentire loro di colmare rapidamente il divario con i vantaggi offerti dalle stablecoin e potenzialmente emergere come concorrenti diretti delle criptovalute.

Esiste anche una potenziale spinta politica verso l'adozione di valute digitali delle banche centrali, una dinamica rilevante non solo per le giurisdizioni con elevati costi di pagamento, ma anche per l'UE. L'euro digitale è diventato un tema centrale nel dibattito sull'"autonomia strategica dei pagamenti" e potrebbe competere direttamente con le stablecoin per l'utilizzo nei pagamenti quotidiani.

Per quanto riguarda l'utilizzo delle stablecoin come riserva di valore, una loro adozione significativa dipenderebbe da due fattori:

- Se la remunerazione diretta da parte degli emittenti di stablecoin sarà consentita. L'attuale divieto di remunerazione diretta nelle principali giurisdizioni non favorisce l'utilizzo delle stablecoin come strumenti di deposito, ad eccezione dei paesi in cui i tassi di interesse reali sono negativi. Tuttavia, non si possono escludere modifiche normative nei prossimi anni, soprattutto considerando che l'argomento è attualmente oggetto di discussione negli Stati Uniti con l'imminente approvazione del Clarity Act. Per maggiori informazioni, consultare le note normative riportate di seguito.
- Il livello dei tassi di interesse corrisposti sui conti di deposito alternativi (come i depositi bancari tradizionali), poiché le stablecoin potrebbero diventare un concorrente più agguerrito dei conti di deposito tradizionali in un contesto in cui i tassi di interesse sono pari a zero o prossimi allo zero (come è accaduto nell'UE negli ultimi anni e come accade tuttora negli Stati Uniti).

Solo con la somma di questi fattori e la loro giusta combinazione, potremmo prevedere una crescita significativa dell'adozione delle stablecoin fino a una diffusione capillare. Tuttavia, al momento, rimane difficile stimare la direzione che prenderà questo asset nei prossimi anni.

### **Potenziati implicazioni delle stablecoin**

Sebbene le stablecoin non siano ancora ampiamente adottate e la loro traiettoria futura rimanga difficile da definire, i nostri prossimi articoli esploreranno uno scenario in cui si diffondano a sufficienza da diventare un sistema di pagamento significativo. Riteniamo che questo sia un esercizio necessario: un'ampia adozione delle stablecoin potrebbe avere implicazioni significative e di vasta portata per il sistema finanziario, che spaziano dal settore bancario alla stabilità dei mercati emergenti, dalla domanda di asset sicuri alla trasmissione della politica monetaria, fino alle dinamiche del rischio geopolitico e informatico.

In effetti, la ricerca ha dimostrato che, in caso di ampia adozione, le stablecoin potrebbero innescare cambiamenti significativi nella struttura di finanziamento delle banche. A seconda delle riserve richieste, ciò potrebbe tradursi in una diminuzione netta dei depositi al dettaglio o in un passaggio dai depositi al dettaglio a quelli wholesale (poiché la normativa MiCAR impone agli emittenti di stablecoin di detenere parte delle riserve presso le banche commerciali dell'UE). Nel complesso, ciò potrebbe rendere la struttura di finanziamento delle banche più volatile, dato che i depositi wholesale sono notoriamente fonti di finanziamento meno stabili rispetto a quelli al dettaglio (che raramente vengono trasferiti tra istituti). Inoltre, la gestione dei depositi wholesale risulta più costosa per le banche, poiché la normativa impone requisiti patrimoniali più elevati, a testimonianza della loro maggiore volatilità e del livello di rischio generale.

Le stablecoin potrebbero avere implicazioni anche nei mercati emergenti attraverso la sostituzione valutaria. Potrebbero amplificare le pressioni al ribasso durante i periodi di stress, riducendo l'attrito legato alla conversione della valuta locale in stablecoin ancorate al dollaro USA. I Paesi con una debole credibilità monetaria (ovvero, inflazione elevata, bassi tassi di interesse) trovano nelle stablecoin una riserva di valore e un mezzo di pagamento attraenti, anche al di fuori dei periodi di stress. Il deflusso di capitali verso le stablecoin potrebbe ulteriormente indebolire la trasmissione della politica monetaria.

Le stablecoin ancorate al dollaro USA potrebbero anche incrementare la domanda di titoli del Tesoro statunitensi a breve termine, poiché gli emittenti cercano riserve di attività sicure. In linea di principio, rapidi cambiamenti nella domanda guidata dalle transazioni potrebbero quindi amplificare la volatilità dei tassi in uno scenario di stress. La proliferazione delle stablecoin (indipendentemente dalla valuta) potrebbe inoltre modificare la composizione della base monetaria complessiva, con una riallocazione degli asset dai depositi bancari ai titoli di Stato. Ciò comporterebbe una potenziale minore trasmissione della politica monetaria attraverso i canali del credito e dei tassi di interesse.

Sebbene tutti questi punti rimangano implicazioni teoriche delle stablecoin, le autorità di regolamentazione sono sempre più preoccupate e le stime sui relativi impatti sono in continua evoluzione. Nei prossimi report, ci proponiamo di contribuire al crescente corpus di letteratura su questo argomento, approfondendo ciascuna di queste potenziali implicazioni e considerando seriamente uno scenario in cui le stablecoin diventino un sistema di pagamento ampiamente adottato.

### **Le stablecoin crescono: fin dove possono arrivare?**

Negli ultimi anni, la capitalizzazione di mercato delle stablecoin è cresciuta significativamente, attirando l'attenzione di potenziali emittenti e autorità di regolamentazione in tutto il mondo. Tuttavia, quando si tratta dello sviluppo di questo asset, rimane difficile immaginare un percorso preciso. A nostro avviso, la crescita delle stablecoin nei prossimi anni potrebbe essere limitata o forte, a seconda della loro adozione sia nei pagamenti sia come riserva di valore.

Parte di questa crescita, necessaria per diventare uno strumento "ampiamente adottato", dipende dall'esistenza di un quadro normativo e dall'interoperabilità con i sistemi di pagamento esistenti. La difficoltà nello stimare la crescita delle stablecoin deriva dalla previsione della loro relativa attrattività rispetto ai sistemi di pagamento alternativi (nuovi o vecchi), dato che il settore è in rapida evoluzione.

È importante considerare uno scenario in cui l'utilizzo delle stablecoin aumenti significativamente, poiché ciò potrebbe avere serie implicazioni per la stabilità finanziaria, il settore bancario, i mercati emergenti e la politica monetaria. Pertanto, in questa serie di articoli, approfondiremo i potenziali impatti, a partire dalle implicazioni che una "diffusa adozione" delle stablecoin potrebbe avere per le istituzioni finanziarie.

## Note sulla regolamentazione

### Il GENIUS Act degli Stati Uniti

Adottato nel luglio 2025, il Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act (GENIUS Act) istituisce un regime per regolamentare le stablecoin di pagamento statunitensi. Nonostante l'entrata in vigore sia prevista per gennaio 2027, la semplice adozione del GENIUS Act ha avuto un effetto immediato sulle stablecoin denominate in USD, con una creazione netta di stablecoin passata da circa 10 miliardi di dollari nel secondo trimestre del 2025 (prima della regolamentazione) a oltre 45 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2025, con un aumento del 324% in soli due mesi.

La normativa consente l'emissione di stablecoin da parte di banche, cooperative di credito e alcune entità non bancarie (sebbene gli emittenti non bancari siano limitati alle società finanziarie, a meno che lo Stablecoin Certification Review Committee (SCRC) non determini all'unanimità che non rappresentano un rischio per il sistema bancario o finanziario).

Gli emittenti devono rispettare norme specifiche in materia di capitale, liquidità e gestione del rischio, ma non sono soggetti agli standard di capitale regolamentare previsti per le banche "tradizionali". Le banche che emettono stablecoin sono regolamentate dalla Federal Reserve, mentre gli istituti non bancari sono soggetti alla supervisione dell'Office of the Comptroller of the Currency (OCC).

Oltre agli emittenti autorizzati, il GENIUS Act chiarisce anche i requisiti relativi alle stablecoin. Gli emittenti devono detenere almeno 1 dollaro di riserve consentite per ogni dollaro di stablecoin emesso. Le riserve consentite includono (a titolo esemplificativo ma non esaustivo) contanti in dollari statunitensi, depositi presso banche commerciali, buoni del tesoro a breve termine e altri titoli di Stato simili approvati dalle autorità di regolamentazione.

Inoltre, gli emittenti di valuta digitale devono rispettare diversi requisiti di trasparenza e rendicontazione, tra cui la rendicontazione periodica sulla composizione delle riserve, e devono

sottoporsi a verifiche contabili da parte di società di revisione pubbliche. Sono tenuti a divulgare le procedure di rimborso e a conformarsi al Bank Secrecy Act statunitense, nonché alle normative specifiche in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo (AML/CTF).

Il GENIUS Act attualmente vieta agli emittenti di corrispondere interessi ai detentori di stablecoin. Tuttavia, la questione è oggetto di discussione negli Stati Uniti, poiché il CLARITY Act (che mira a chiarire il quadro normativo generale delle criptovalute) potrebbe prevedere la possibilità per gli emittenti di stablecoin di distribuire premi ai clienti.

### Il Regolamento UE sui mercati dei crypto-asset (MiCAR)

Il MiCAR è stato adottato nel 2023 e copre un'ampia gamma di criptovalute. Le norme sulle stablecoin sono entrate gradualmente in vigore entro la fine del 2024. Si applicano sia agli emittenti che alle entità che offrono servizi di trading, custodia, scambio e consulenza su criptovalute. **Il MiCAR classifica le criptovalute in tre categorie:**

- **Asset-Referenced Token (ART):** stablecoin garantite da un paniere di attività come valute fiat o materie prime
- **E-Money Token (EMT):** stablecoin ancorate a una singola valuta fiat
- **Altre criptovalute:** incluse criptovalute decentralizzate e altri token (che non rientrano nelle prime due categorie)

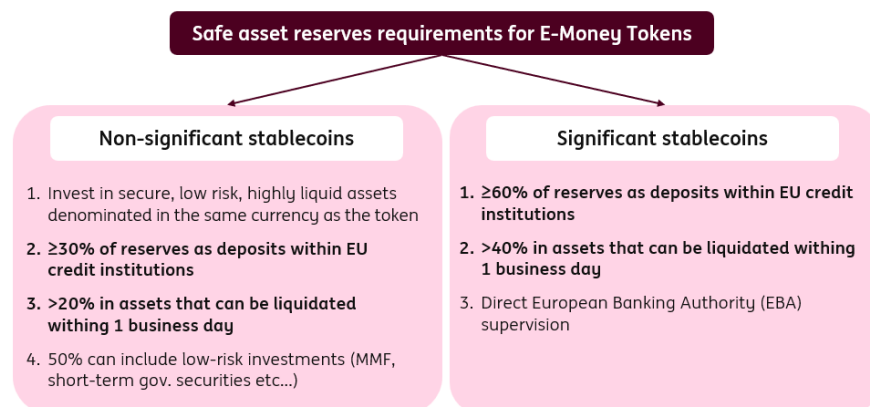
Il regolamento chiarisce quali entità sono autorizzate a emettere criptovalute nell'Unione, ovvero gli istituti di credito e gli istituti di moneta elettronica autorizzati (EMI). Inoltre, l'UE differenzia le criptovalute in base alla loro dimensione, prevedendo requisiti specifici per le criptovalute di maggiore valore.

Le stablecoin sono considerate significative quando (ma non solo):

- Il **numero di detentori** è superiore a **10 milioni**
- Il **valore del token** emesso (capitalizzazione di mercato o dimensione delle riserve di attività) è superiore a **5 miliardi di euro**
- Il **numero medio di transazioni giornaliere** e il **valore medio delle transazioni giornaliere** sono superiori rispettivamente a **2,5 milioni** e **0,5 miliardi di euro**

Ai sensi del regolamento MiCAR, gli emittenti di stablecoin sono tenuti ad avere una sede legale nell'UE. Il regolamento stabilisce una serie di requisiti per le stablecoin emesse nell'UE, a partire dal divieto di distribuzione degli interessi sui token. Definisce inoltre i requisiti relativi alle riserve di stablecoin. Per quanto riguarda specificamente gli E-Money Token (EMT), i requisiti normativi variano a seconda che l'emittente sia classificato come significativo o meno. Il grafico seguente riassume i requisiti relativi agli asset sicuri in base alle dimensioni dell'emittente di stablecoin.

## Requisiti MiCAR di asset sicuri in base alla tipologia di emittente di stablecoin



Source: ING Research, MiCA Regulation

Inoltre, tutti gli emittenti di stablecoin nell'UE sono soggetti a requisiti di trasparenza e rendicontazione, tra cui la pubblicazione di white paper sulla funzionalità, il rischio e la tecnologia del token. Gli emittenti devono effettuare stress test trimestrali e conformarsi alle normative dell'Unione in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo (AML/CTF).

### L'imminente regolamentazione delle stablecoin nel Regno Unito

Nel giugno 2026, la Banca d'Inghilterra ha pubblicato una dichiarazione programmatica e una bozza di regolamento per gli emittenti di stablecoin sistemiche. L'approccio della Banca d'Inghilterra alla regolamentazione delle stablecoin si differenzia dai quadri normativi esistenti, in quanto prevede di vietare agli emittenti sistemici di detenere parte delle proprie riserve presso le banche commerciali.

La banca centrale sostiene che tale decisione sia giustificata dai rischi finanziari, operativi e di contagio che potrebbero sorgere tra le stablecoin e il sistema finanziario in generale durante periodi di crisi. Questa posizione si contrappone alla normativa UE sulle stablecoin, che impone agli emittenti di detenere parte delle proprie riserve sotto forma di depositi presso banche commerciali.

Gli emittenti sarebbero pertanto tenuti a detenere almeno il 30% delle riserve in depositi non remunerati presso la Banca d'Inghilterra e il restante 70% in titoli di debito pubblico britannico a breve termine con una scadenza residua fino a sei mesi.

La bozza di regolamento accantona il requisito del limite di detenzione individuale annunciato in precedenza e propone invece una misura di salvaguardia temporanea per l'emissione al fine di mitigare i rischi per l'erogazione del credito. Ciascun emittente di stablecoin sistemiche sarà

soggetto a un'emissione massima iniziale di 40 miliardi di sterline. Questo limite verrebbe rivisto, allentato e infine eliminato; la Banca d'Inghilterra non fornisce una tempistica per tale eliminazione graduale. Se attuata in questo modo, il Regno Unito sarebbe il primo paese a regolamentare ufficialmente la quantità di stablecoin emesse, anche se solo temporaneamente.

La proposta prevede di obbligare gli emittenti sistemici di stablecoin a condurre una valutazione complessiva del rischio per identificare, monitorare e mitigare i rischi. Inoltre, stabilisce requisiti patrimoniali minimi pari a sei mesi delle spese operative rilevanti dell'emittente o al costo di attuazione del suo piano di risanamento. Richiede inoltre la notifica alla banca centrale qualora il capitale scenda al di sotto del 110% dei requisiti minimi.

La Banca d'Inghilterra prevede di istituire un meccanismo fiduciario statutario composto da due trust: uno per tutelare gli interessi dei detentori di stablecoin e l'altro per coprire i costi di restituzione del valore. Gli emittenti di stablecoin saranno quindi tenuti a separare gli asset utilizzati per le riserve e a nominare depositari terzi per la loro custodia. La proposta include anche il divieto di pagamento di interessi e rendimenti ai detentori di stablecoin.

### Autore

**Marine Leleux**

Sector Strategist, Financials

[marine.leleux2@ing.com](mailto:marine.leleux2@ing.com)

### Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).