

Научная статья

<https://doi.org/10.24412/2220-2404-2026-7-18>

УДК 336.74, 336.3



Attribution

cc by

ЭМИТЕНТЫ СТЕЙБЛКОИНОВ

КАК НОВАЯ КАТЕГОРИЯ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА США

Переседов А.М.¹, Харабадзе Н.В.²

Филиал Российского государственного гуманитарного университета в г. Домодедово Московской области¹,
Центральный банк Российской Федерации²

Аннотация. В условиях динамичного развития области обращения цифровой валюты, эмитенты долларовых стейблкоинов всё больше превращаются в заметную категорию держателей государственного долга США, что закономерно может иметь последствия для долгового рынка и устойчивости долларовой валютной системы. Целью исследования является обоснование выделения эмитентов стейблкоинов в самостоятельный тип держателей суверенного долга, отличный от фондов денежного рынка и официальных держателей, а также построение концептуальной модели, описывающей, как рост эмиссии стейблкоинов и спрос на казначейские векселя усиливают друг друга. Методологической базой исследования выступает анализ отчётности крупнейших эмитентов стейблкоинов, данных о структуре держателей казначейских векселей и оценок Международного валютного фонда и Банка международных расчётов, а также типологизация и концептуальное моделирование. Проведенная работа позволила обосновать, что спрос эмитентов стейблкоинов на казначейские векселя произведен от эмиссии квазиденежных обязательств и малочувствителен к доходности базового актива, а также зафиксировать асимметрию влияния притока и оттока средств на доходности векселей; предложить типологию держателей короткого суверенного долга и модель самоподдерживающегося контура.

Ключевые слова: стейблкоины, государственный долг США, казначейские векселя, цифровая долларизация, финансовая устойчивость.

Финансирование: инициативная работа.

Original article

ISSUERS OF STABLECOINS AS A NEW CATEGORY OF HOLDERS OF US GOVERNMENT DEBT

Alexey M. Peresedov¹, Nodar V. Kharabadze²

Branch of the Russian State University for the Humanities in Domodedovo, Moscow region¹,
The Central Bank of the Russian Federation²

Abstract. In the context of the dynamic development of the field of digital currency circulation, issuers of dollar stablecoins are increasingly becoming a significant category of holders of US government debt, which can naturally have consequences for the debt market and the stability of the dollar currency system. The purpose of the study is to substantiate the separation of stablecoin issuers into an independent type of sovereign debt holders, different from money market funds and official holders, as well as to build a conceptual model describing how the growth of stablecoin issuance and demand for treasury bills reinforce each other. The research methodology is an analysis of the reports of the largest issuers of stablecoins, data on the structure of holders of treasury bills and estimates of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, as well as typologization and conceptual modeling. The work carried out made it possible to substantiate that the demand of stablecoin issuers for treasury bills is derived from the issue of quasi-monetary obligations and is insensitive to the yield of the underlying asset, as well as to fix the asymmetry of the influence of inflows and outflows of funds on the yield of bills; to propose a typology of holders of short-term sovereign debt and a self-sustaining contour model.

Keywords: stablecoins, US government debt, Treasury bills, digital dollarization, financial stability.

Funding: Independent work.

Введение.

К сентябрю 2025 года совокупная эмиссия стейблкоинов достигла примерно 300 млрд долл. США. Несмотря на скромность относительно размеров традиционного рынка следует обратить внимание на то, что крупнейшие эмитенты стейблкоинов (Tether и Circle), на токены которых приходится порядка 90 % рынка, размещают резервы преимущественно в краткосрочных казначейских обязательствах США и в сделках обратного РЕПО под их обеспечение; на сек-

тор уже приходится около 2 % рынка казначейских векселей [1]. Иначе говоря, долговой рынок крупнейшего суверенного заёмщика получил нового структурного покупателя, выросшего за пределами банковской системы, индустрии коллективных инвестиций и официального сектора.

Спрос покупателя на государственные бумаги не является результатом инвестиционного решения в привычном смысле: он произведен от эмиссии собственных обязательств, которые функционируют как

частные квазиденьги. Ни модель институционального инвестора, максимизирующего доходность при заданном риске, ни модель официального держателя, управляющего резервами из соображений политики, такое поведение не описывают.

Между тем, от того, как именно устроен этот спрос, зависит ответ на вопрос, выходящий далеко за рамки криптовалютной проблематики: укрепляет ли цифровая форма долларизации существующую валютную систему или подтачивает её, создавая иллюзию дополнительной опоры.

Ранняя систематизация рисков и регуляторных развилков дана в работе, выполненной ещё до основного цикла роста рынка [2]. Юридико-экономическая линия представлена, прежде всего, G. Gorton и J. Zhang, которые уподобили стейблкоины частным банкам эпохи «дикий» банковский свободы XIX в. и на этом основании потребовали распространения на эмитентов банковского регулирования [3].

В докладах Международного валютного фонда (далее – МВФ) [4; 5; 6], Банка международных расчетов (далее – БМР) [7, 8], Совета по финансовой стабильности [9] и Комитета по платежам и рыночным инфраструктурам [10] детально описываются риски и регуляторные подходы, однако вопрос о месте эмитентов в структуре держателей суверенного долга затрагивает скорее попутно.

В отечественной литературе природа и классификация стейблкоинов рассмотрены представителями преимущественно экономической науки, например, Д.А. Кочергиным, Т.А. Горбачевой, В.В. Ивановым, Р.К. Нурмухаметов [11; 12; 13]. Также труды отдельных исследователей посвящены смежным темам: эволюции денежных систем в связи с появлением частных цифровых денег [14], сценариям трансформации мировой валютно-финансовой системы [15]. Связка «стейблкоины – рынок государственного долга – устойчивость долларовой системы» при этом остаётся малоисследованной.

Учитывая изложенное, в настоящей статье ставится цель – определить экономическое содержание и макроэкономические последствия формирования спроса эмитентов стейблкоинов на государственный долг США.

Гипотеза настоящей работы: спрос эмитентов стейблкоинов на казначейские векселя носит структурный, а не конъюнктурный характер, однако, его стабилизирующий вклад в долларовую систему асимметричен – выгоды распределены во времени равномерно, а издержки сконцентрированы в хвостовых сценариях.

Методология.

Доказательная база работы намеренно ограничена проверяемыми первичными данными и охватывает период с 2020 по 2025 годы – от начала замет-

ного роста долларовых стейблкоинов до оформления специальных регуляторных режимов в крупнейших юрисдикциях.

Сведения о структуре обеспечения взяты из аттестованной отчётности двух ведущих эмитентов: заключений аудиторской компании «BDO Global» по резервам Tether [19] и данных консалтинговой компании Deloitte по резервам Circle, агрегированных в докладе МВФ.

Состав держателей казначейских векселей восстановлен по материалам Федеральной резервной системы и Казначейства США, приводимым там же, а оценки трансграничных потоков и эффектов на доходности – по рабочим документам МВФ и БМР.

Опорной аналитической рамкой служат доклады международных организаций – МВФ, БМР и Совета по финансовой стабильности, фиксирующие согласованную картину рисков и регуляторных подходов.

Исследование опирается на типологизацию, концептуальное моделирование и описательно-сопоставительный анализ. Типологизация держателей короткого суверенного долга по мотиву спроса, регуляторной заданности портфеля и триггерам ликвидации позволяет отделить эмитентов стейблкоинов от смежных категорий. Концептуальное моделирование объединяет наблюдаемые связи в единый контур эмиссии и спроса на векселя, сравнительно-правовой анализ режимов США, ЕС, Великобритании и Японии сопоставляет юридический статус инструмента и его эмитента, а описательное статистическое сопоставление готовых показателей служит оценке масштаба явления.

Обсуждение. Результаты.

Для начала отметим, что экономическая идентификация стейблкоина затруднена тем, что он собран из узнаваемых уже ставших традиционными элементов, не совпадая целиком ни с одним из прототипов. Эмитентом выступает частная компания, номиналом служит существующая валюта, стабилизация достигается резервированием обязательств краткосрочными ликвидными активами в соотношении 1:1, прямое вознаграждение держателям отсутствует, а переводимость носит одноранговый характер: токены перемещаются через публичный блокчейн, потенциально в глобальном масштабе [1]. Каждый признак по отдельности встречается у депозитов, электронных денег или паёв фондов денежного рынка. Комбинация не встречается нигде. Сама по себе токенизация при этом не меняет фундаментальных экономических характеристик актива – она меняет инфраструктуру его учёта и передачи [16], поэтому источник своеобразия стейблкоина следует искать не в технологии, а в сочетании платёжной функции с моделью резервирования.

Сопоставление с ближайшими аналогами удобно свести в таблицу (таблица 1).

Таблица 1.

Сопоставление стейблкоинов со смежными формами денег и квазиденег.

Признак	Стейблкоин	Депозит до востребования	Пай фонда денежного рынка (CNAV)	Электронные деньги
Эмитент	Частный (нефинансовая или финансовая компания)	Банк	Управляющая компания	Частный оператор
Механизм стабилизации стоимости	Резервирование 1:1 краткосрочными ликвидными активами; права погашения ограничены	Регулирование, страхование депозитов, доступ к ликвидности центрального банка	Регулирование, инструменты управления ликвидностью	Сегрегация клиентских средств
Вознаграждение держателя	Отсутствует (напрямую)	Возможно	Да	Зависит от регулирования
Переводимость	Одноранговая и через посредников, глобальная	Через банк	Практически отсутствует	Внутри закрытой системы эмитента

Источник: составлено авторами на основе концептуальной рамки сопоставления форм денег и квазиденег [1].

Из таблицы видно, почему попытки растворить стейблкоин в существующих категориях дают натяжки. Наиболее распространённая в литературе трактовка – «токенизированный фонд денежного рынка»: и тот и другой держат короткие государственные бумаги, поддерживают паритет с долларом США и могут ограничивать погашение. Сходство действительно велико, и сам МВФ признаёт государственные фонды денежного рынка ближайшим экономическим родственником стейблкоинов [1]. И всё же отождествление представляется ошибкой. Пай фонда – инвестиционный инструмент: он приносит доход, практически не переводится между лицами и приобретается ради доходности. Стейблкоин дохода не приносит (что обозначено в законах США [17]), зато переводится мгновенно; его держат ради платёжной и расчётной функции, а доход от резервов целиком присваивается эмитентом в виде маржи, которую уместно назвать сеньоражеподобной рентой. Различие мотивов держания – доходность против ликвидности – определяет принципиально разные профили спроса на базовый актив.

Вторая влиятельная аналогия принадлежит G. Gorton и J. Zhang: стейблкоины как современное издание частных банкнот американской «эпохи свободной банковской деятельности», обращавшихся с дисконтом к номиналу и регулярно становившихся объектом «набегов» (резкого увеличения количества лиц, желающих осуществить обмен стейблкоина на фиатную валюту) [3].

Историческая параллель в части уязвимости к «набегам» работает следующим образом: ограниченные права погашения (минимальные суммы, комиссии, обязательная регистрация на платформе эмитента) создают то самое преимущество первого, которое превращает кризис доверия в самосбывающийся прогноз. Однако вывод G. Gorton и J. Zhang о необходи-

мости полного распространения банковского регулирования на эмитентов выглядит уже спорным. Банкноты частных банков обеспечивались неоднородными и зачастую неликвидными активами; современные регуляторные режимы, напротив, жёстко фиксируют состав резервов краткосрочными казначейскими бумагами [1]. Проблема стейблкоина – не качество обеспечения, а архитектура доступа к нему: даже безупречный резерв не спасает от «набега», если право обменять токен на доллар США по номиналу имеет лишь узкий круг зарегистрированных участников рынка, которые осуществляют деятельность в области арбитража [18]. Регулировать здесь следует, прежде всего, механизм погашения, а не воспроизводить банковскую рамку целиком.

Продуктивнее, на наш взгляд, третья аналогия – евродолларовая. Долларовый стейблкоин, как и евродолларовый депозит 1960-х гг., представляет собой долларовое обязательство, созданное вне юрисдикции эмитента валюты и удовлетворяющее внешний спрос на доллар, который внутренняя финансовая система по разным причинам не обслуживает. Крупнейший эмитент, Tether, зарегистрирован в Сальвадоре [19]; формально это такой же «офшорный доллар», каким был лондонский евродоллар. Совпадает и макроэкономическая функция: расширение долларовой оборота за периметром американского регулирования укрепляет сетевые позиции валюты, описанные В. Eichengreen в терминах «непомерной привилегии» [20]. Евродолларовая система строилась на частичном резервировании и мультипликации кредита; фиатно-обеспеченный стейблкоин – на полном резервировании, исключаяющем кредитную мультипликацию, но требующем постоянного связывания безопасных активов. Евродоллар был оптовым инструментом банков и корпораций; стейблкоин розничен и может проникать в экономики даже через смартфоны, минуя

банковскую инфраструктуру [4]. Наконец, евродолларовые обязательства были непрозрачны для статистики по построению, тогда как обязательства эмитента стейблкоинов публично верифицируемы в каждый момент времени – непрозрачна лишь сторона держателей [21].

Сказанное позволяет зафиксировать первый элемент научной новизны: стейблкоины целесообразно рассматривать как самостоятельную категорию – частные офшорные квазиденьги с полным резервированием, у которых спрос на базовый безопасный актив произведен от эмиссии собственных платёжных обязательств. Такая идентификация не совпадает ни с «фондовой», ни с «банкнотной» трактовками и, как будет показано далее, лучше объясняет наблюдаемое поведение сектора на долговом рынке.

Количественная сторона вопроса выглядит следующим образом. Совокупная эмиссия стейблкоинов достигла к сентябрю 2025 года порядка 300 млрд долл. США, удвоившись с 2024 года; капитализация двух крупнейших токенов (USDT и USDC), с 2023 года утроилась и составила 260 млрд долл. США [4]. Оборот торгов этими двумя токенами в 2024 году достиг 23 трлн долл., увеличившись на 90 % за год. На

долларовые токены приходится 97 % эмиссии; евро-сегмент растёт быстро, но остаётся малым. Показательно при этом, что около 80 % транзакций совершается ботами и автоматизированными системами в целях арбитража и ребалансировки [1]: рынок пока обслуживает преимущественно криптовалютную торговлю, и его платёжная экспансия – дело будущего, хотя трансграничные переводы в стейблкоинах уже в начале 2022 года превысили по объёму переводы в необеспеченных криптоактивах [21].

Структура резервов крупнейших эмитентов за последние годы заметно консервировалась (таблица 2). Резервы USDC на середину 2025 года состояли из краткосрочных казначейских векселей (около 40 %), однодневных сделок обратного РЕПО под обеспечение казначейскими бумагами (около 45 %) и депозитов в финансовых институтах; средневзвешенная срочность портфеля составляет 14 дней при доходности около 4 % годовых [1]. Tether держит около трёх четвертей резервов в краткосрочных казначейских обязательствах, включая позиции через обратное РЕПО, однако сохраняет примерно 20 % резервов в криптовалюте и золоте [19].

Таблица 2.

Структура резервных активов USDT и USDC, 2021 и 2025 гг. (доля в резервах, %).

Компонент резервов	USDT, июнь 2021	USDT, июнь 2025	USDC, июнь 2021	USDC, июнь 2025
Казначейские векселя США и обратное РЕПО (прямые и опосредованные вложения)	Около 25	Около 78	Около 15	Около 85
Денежные средства и депозиты	Около 10	Менее 1	Около 45	Около 15
Коммерческие бумаги, корпоративные облигации, прочие краткосрочные активы и обеспеченные займы	Более 50	Около 10	Около 40	Менее 1
Нетипичные активы (биткойн, золото)	—	Около 11	—	—

Источник: составлено авторами по данным независимых аттестаций резервов: для USDT — отчёты BDO о финансовых показателях и резервах Tether по состоянию на 30 июня 2021 года и 30 июня 2025 года [19]; для USDC – отчётность Circle на те же даты, агрегированная в докладе зарубежных коллег (Adrian T., Bains P., Bechara M., Cerutti E., Forte S., Grinberg F., Gullo A., Hengge M., Jekabsone A., Kao K., Mancini Griffoli T., Martinez Peria S., Miccoli M., Reuter M., Sugimoto N.) [1].

Как уже упоминалось, в структуре держателей казначейских векселей сектор занимает пока скромное место: около 2 % рынка против лидирующих позиций фондов денежного рынка [1]. Но скорость имеет значение: эта доля выросла практически с нуля за пять лет, причём без какого-либо целенаправленного стимулирования со стороны заёмщика. Сам крупнейший эмитент оценивает свой вес ещё смелее. По аттестации BDO за третий квартал 2025 года, совокупная прямая и опосредованная экспозиция Tether к казначейским обязательствам достигла исторического максимума около 135 млрд долл. США, что, по заявлению компании, соответствует семнадцатому месту среди держателей государственного долга

США, выше Южной Кореи, Германии, Саудовской Аравии и Объединённых Арабских Эмиратов [19]. К сопоставлению следует относиться с осторожностью: эмитент сравнивает собственную совокупную экспозицию, включающую позиции через обратное РЕПО и фонды денежного рынка, со страновой статистикой Казначейства США, построенной по иной методологии, причём сравнение публикуется в очевидно рекламных целях. И всё же даже с поправкой на несопоставимость рядов факт остаётся красноречивым: частный эмитент квазиденег вошёл в круг держателей американского долга, традиционно состоявший из государств и крупнейших институциональных инвесторов.

Прогнозы дальнейшего роста расходятся в семь с лишним раз: от 0,5 трлн долл. США (консервативная банковская оценка) до 3,7 трлн. долл. США к 2030 году, с промежуточными оценками около 1,5-2 трлн. долл. США [1]. Однако для целей настоящей работы достаточно констатации диапазона: нижняя его граница консервирует за сектором роль «нишевого» держателя, верхняя – выводит эмитентов стейблкоинов в один ряд с фондами денежного рынка, то есть делает их системно значимой категорией покупателей короткого долга.

Чем же эта категория отличается от существующих? Ответ возможно построить как типологию держателей краткосрочного суверенного долга по четырём основаниям: мотиву спроса, эластичности спроса по доходности, степени регуляторной заданности портфеля и триггером вынужденной ликвидации. Фонды денежного рынка предъявляют инвестиционный спрос: их пайщики ищут доходность при сохранности, поэтому спрос фондов на векселя эластичен по относительной доходности инструментов и подвижен между сегментами рынка; триггером ликвидации служат изъятия пайщиков, чувствительные к ставкам. Иностранные официальные держатели руководствуются мотивами резервной политики; их спрос малоэластичен по доходности, но определяется соображениями, внешними по отношению к долговому рынку, – от валютных интервенций до геополитики. Банковский спрос задан нормативами ликвидности и залоговыми потребностями, то есть регуляторно, и реагирует на доходность лишь в заданных нормативами пределах. Эмитенты стейблкоинов не похожи ни на одну из этих групп. Их спрос пассивен и произведен: вексель покупается не потому, что привлекателен, а потому, что выпущен токен, который чем-то надо обеспечить, причём состав допустимого обеспечения всё жёстче фиксируется регулированием: американский закон GENIUS Act [17] и европейский регламент MiCA [22] прямо ограничивают резервы короткими государственными инструментами, денежными средствами и обратным РЕПО. По доходности базового актива такой спрос практически неэластичен: доход резервов достаётся эмитенту как рента, и при любой положительной ставке бизнес-модель сохраняется. Зато триггер ликвидации у сектора уникален: это «набег» держателей токенов, событие, по своей природе не связанное с конъюнктурой долгового рынка и потому непредсказуемое для него. Эта конфигурация означает, что рынок векселей приобрёл держателя с инвертированным по сравнению с привычным профилем: максимально стабильного в спокойные периоды (спрос растёт механически вместе с эмиссией токенов и не мигрирует в погоне за доходностью) и потенциально самого нестабильного в стрессовые (ликвидация не сдерживается ни нормативами, как у банков, ни политической инерцией, как у официальных держателей). Образно говоря, сектор является тихим покупателем и шумным продавцом.

Эмпирические оценки ценовых эффектов подтверждают именно такую характеристику. По рас-

чётам R. Ahmed и I. Aldasoro, основанных на данных БМР, приток в стейблкоины в размере 3,5 млрд. долл. США, сопровождающийся эквивалентной покупкой векселей, снижает доходности казначейских векселей примерно на 2 базисных пункта, тогда как отток того же масштаба повышает их на 6-8 базисных пунктов. Ценовая реакция при этом ограничена сегментом бумаг с ближайшими сроками погашения: на выпусках со сроками обращения от двух до пяти лет эффект практически не прослеживается, а для десятилетних оценивается как слабый и запаздывающий.

Сами авторы предупреждают, что их оценки могут терять надёжность при устойчиво высоких темпах роста сектора [7], и это предупреждение стоит принимать всерьёз: экстраполяция локальных эластичностей на рынок, выросший на порядок, методологически уязвима. Тем не менее сама асимметрия (реакция на отток в три-четыре раза сильнее реакции на приток) согласуется с теоретическим профилем сектора.

Механика стрессового сценария известна по двум эпизодам. В марте 2023 года USDC торговался на 12 % ниже паритета после краха Silicon Valley Bank, где Circle держала около 3,3 млрд. долл. США резервов; котировки оставались ниже номинала около двух суток, и восстановление произошло лишь после того, как Федеральная корпорация страхования депозитов гарантировала все депозиты рухнувшего банка [23]. Годом ранее, в мае 2022 года, кратковременную потерю привязки пережил USDT на волне краха алгоритмического стейблкоина TerraUSD [24]. Оба эпизода остались локальными, поскольку сектор был мал. При капитализации в триллионы долларов США аналогичный кризис доверия означал бы вынужденную продажу сотен миллиардов долларов США в векселях и закрытие позиций обратного РЕПО в горизонте часов, то есть давление на два рынка, образующих первое звено процентного канала трансмиссии денежно-кредитной политики.

МВФ прямо допускает, что серьёзное нарушение функционирования этих рынков потребовало бы вмешательства Федеральной резервной системы по образцу поддержки фондов денежного рынка в марте 2020 года [1]. Получается следующая конструкция: частный сектор присваивает ренту в нормальные времена, а хвостовой риск де-факто перекладывается на эмиссионный институт США. Это классическая асимметрия приватизированной прибыли и обобществлённого риска, хорошо знакомая по банковской истории.

Фискальная сторона вопроса двойственна. Сжатие доходностей на коротком конце снижает стоимость обслуживания долга и создаёт у заёмщика стимул наращивать именно вексельную эмиссию. Но смещение структуры долга к коротким срокам повышает риск рефинансирования и чувствительность процентных расходов к будущим ставкам. Выгода, иными словами, оплачивается ростом зависимости бюджета от непрерывности спроса того самого сектора, чья надёжность в стрессе сомнительна. Здесь

уместна полемика с двумя крайними позициями, оформившимися в дискуссии. Оптимистическая линия, представленная, в частности, казначейскими и рядом банковских прогнозов с ожиданиями рынка в 2-3,7 трлн долл. США [1], рассматривает стейблкоины как новую структурную опору спроса на американский долг и инструмент укрепления доллара. Более пессимистичная версия, восходящая к работе G. Gorton и J. Zhang [3], видит в том же обстоятельстве дестабилизирующий фактор денежной системы. Позиция авторов настоящего исследования состоит в том, что сама дихотомия поставлена неточно: стейблкоины являются опорой, цена которой – новый хвостовой риск, и содержательный вопрос заключается не в выборе между «пользой» и «вредом», а в том, какая регуляторная конструкция сохраняет первое, ограничивая второе.

Внешний контур явления образует цифровая долларизация. Стейблкоины устраняют главное историческое ограничение валютного замещения – потребность в физической наличности или банковском счёте в иностранной валюте: долларовое обязательство теперь доставляется через смартфон, работает круглосуточно и переводится трансгранично за минуты [4]. Потоки направлены преимущественно из Северной Америки в остальные регионы [21]; относительно ВВП использование наиболее заметно в Африке, на Ближнем Востоке и в Латинской Америке, где накопленные запасы стейблкоинов достигли к 2024 году соответственно 1,5 и 2,7 % совокупных депозитов – против практически нулевых значений в 2020 году [1].

Можно предположить, что процесс будет избирательным: спрос концентрируется там, где высока инфляция, слабы институты или неэффективны платёжные системы [5]. Дополнительный канал – трансграничные платежи: на фоне мирового рынка трансграничных расчётов, приближающегося по объёму к квадриллиону долларов в год [25], потоки в стейблкоинах пока малы, но при стоимости отдельных коридоров денежных переводов до 20 % суммы [4] перевод через стейблкоины может обходиться в разы дешевле традиционных рельсов [15], хотя издержки «входа» и «выхода» в фиатную валюту способны съесть значительную часть выигрыша [26]. Известна и теневая сторона: стейблкоины используются для обхода мер управления потоками капитала и как площадка бегства капитала [27; 28], что повышает волатильность потоков именно в уязвимых экономиках.

Теперь можно собрать концептуальную модель, составляющую третье положение настоящей работы, – самоподдерживающийся контур долларовой экспансии.

Звено первое: внешний спрос на долларовую ликвидность (мотивы хеджирования инфляции, платежей, бегства от слабых валют) конвертируется в эмиссию стейблкоинов.

Звено второе: эмиссия механически порождает спрос на казначейские векселя, сжимающий доходности и удешевляющий заимствования суверена [7].

Звено третье: расширение долларовой оборота через дешёвую и общедоступную цифровую оболочку усиливает сетевые экстерналии доллара, те самые, благодаря которым доля валюты в международных функциях кратно превышает вес американской экономики в мировом ВВП и торговле [20].

Звено четвёртое: укрепление сетевых позиций доллара повышает привлекательность долларовых стейблкоинов относительно любых альтернатив, замыкая контур на первое звено.

Перед нами «привилегия» в цифровой оболочке: она воспроизводит евродолларовый опыт второй половины XX в., когда офшорный рынок, выросший вне американского регулирования и поначалу воспринимавшийся как угроза, в итоге стал несущей конструкцией долларовой гегемонии.

Принципиальное отличие, однако, в том, где расположено слабое звено. Евродолларовая система опиралась на банки, имевшие доступ, пусть и опосредованный, к кредитору последней инстанции. Контур стейблкоинов опирается на механизм погашения с преимуществом первого и на асимметричную реакцию доходностей [18]: тот же канал, который в спокойное время укрепляет систему, в стрессе работает на разрыв, причём реакция доходностей на отток в разы сильнее реакции на приток [7].

Устойчивость контура, таким образом, упирается в регулирование, и сложившаяся к настоящему времени картина не внушает уверенности. В ряде юрисдикций уже действуют или достраиваются специальные режимы:

- американский закон фиксирует состав резервов и требует политики своевременного погашения [17];

- европейский регламент устанавливает количественные пороги значимости, повышенные требования к значимым эмитентам и право надзорных органов приостанавливать погашение в интересах финансовой стабильности [22];

- японская модель ограничивает круг эмитентов лицензированными институтами [1];

- британский проект для системных стерлинговых эмитентов предполагает размещение не менее 40 % резервов на счетах центрального банка [29].

Сравнительный анализ, выполненный МВФ, показывает расхождения по существенным параметрам: допуску иностранных эмитентов, срокам и комиссиям погашения, приоритету требований держателей при несостоятельности.

Для трансграничного, по своей природе, инструмента такие расхождения означают возможность регуляторного арбитража: держатели мигрируют с запросами на погашение в наиболее благоприятные юрисдикции, а эмитенты – с регистрацией в наименее требовательные [1].

Слабое звено контура, иначе говоря, лежит не внутри отдельных национальных режимов, а в зазорах между ними; в этом смысле судьба долларовой цифровой экспансии решается в большей степени между-

народной координацией, чем каким-либо национальным законом в отдельности.

За этими расхождениями стоит более глубокая неопределённость – правовая природа самого инструмента. Требование держателя к эмитенту нигде не приравнено к банковскому вкладу: и американский закон, и европейский регламент выводят платёжный стейблкоин из категорий депозита, ценной бумаги и инструмента коллективного инвестирования [17; 22]. Дальше квалификации расходятся – регламент ЕС делит инструмент на «токены электронных денег» и «токены, обеспеченные активами» [22], японская модель относит его к «электронным платёжным средствам» [1], а в Великобритании вопрос оставался предметом консультаций [29]. Право погашения по номиналу предусмотрено везде, но наполняется по-разному – от безусловного погашения без комиссий по регламенту ЕС до простой обязанности раскрывать его политику по американскому закону [1; 17; 22]. Содержание требования задаётся, таким образом, не природой инструмента, а конкретным режимом, что и оправдывает обособление стейблкоина в самостоятельную категорию.

Положение эмитента очерчено жёстче, и здесь юридические конструкции прямо обслуживают устойчивость контура. Лицензируется он не как универсальный банк, а как специально уполномоченный эмитент, обособленная банковская дочерняя структура или эмитент токенов электронных денег; сквозные требования при этом совпадают – полное резервирование, сегрегация резервов, раскрытие и аудит обеспечения, запрет на прямое вознаграждение держателей [1, 17, 22]. Решающим оказывается то, как право распределяет риск при несостоятельности. Американский закон напрямую изменил законодательство о банкротстве, поставив требования держателей к резервным активам впереди всех прочих необеспеченных кредиторов и даже расходов на саму процедуру [17], а европейский регламент достигает близкого через сегрегацию резервов от конкурсной массы [22]. Различие техники не схоластично: такой приоритет делает держателя привилегированным кредитором и гасит стимул к «набегу», работая амортизатором того преимущества первого, которое иначе подталкивает выходить раньше других. Эти же межюрисдикционные расхождения и образуют правовые зазоры, питающие регуляторный арбитраж.

Заключение.

Проведённый анализ позволяет сформулировать следующие результаты в привязке к поставленным задачам.

Во-первых, стейблкоины обоснованы как самостоятельная экономическая категория – частные офшорные квазиденьги с полным резервированием.

Распространённые трактовки через аналогию с фондами денежного рынка или частными банкнотами XIX в. схватывают отдельные свойства, но игнорируют определяющее: спрос эмитента на базовый безопасный актив произведен от эмиссии платёжных обязательств и потому подчинён логике, отличной и от инвестиционной, и от банковской.

Во-вторых, охарактеризованы масштаб и структура явления: при совокупной эмиссии порядка 300 млрд долл. США и доле около 2 % рынка казначейских векселей сектор остаётся нишевым держателем, однако диапазон официальных и частных прогнозов на 2030 год (0,5–3,7 трлн долл. США) допускает его превращение в категорию, сопоставимую с фондами денежного рынка. Гипотеза настоящей работы в части структурного характера спроса подтверждается: спрос задан регуляторно фиксируемой моделью резервирования, неэластичен по доходности и растёт вместе с эмиссией токенов независимо от конъюнктуры долгового рынка.

В-третьих, предложена типология держателей короткого суверенного долга по мотиву спроса, эластичности по доходности, регуляторной заданности портфеля и триггерам ликвидации. Эмитенты стейблкоинов образуют в ней особый тип с инвертированным профилем: предельно стабильный покупатель в нормальные периоды и носитель наиболее резкого ликвидационного риска в стрессовые, что согласуется с эмпирически зафиксированной асимметрией реакции доходностей на приток и отток средств.

В-четвёртых, описан самоподдерживающийся контур «внешний спрос на доллар – эмиссия стейблкоинов – спрос на векселя – сетевые экстерналии доллара», воспроизводящий евродолларовую логику укрепления валютной гегемонии, но с иной локализацией уязвимости: слабым звеном выступает механизм погашения с преимуществом первого и регуляторные зазоры между юрисдикциями. Подтверждается и вторая часть выдвинутой гипотезы: выгоды контура распределены во времени, издержки сконцентрированы в хвостовых сценариях и частично переложены на публичный сектор.

Ограничения работы очерчены её методом: описательные сопоставления не заменяют причинной идентификации, а ненаблюдаемость резидентности держателей токенов делает оценки географии спроса условными. Отсюда вытекают и направления дальнейших исследований: эконометрическая верификация звеньев контура на расширяющихся данных, моделирование стрессовых сценариев при различных масштабах сектора и анализ распределительных эффектов цифровой долларизации для экономик с формирующимися рынками.

Конфликт интересов	Conflict of Interest
Не указан.	None declared.
Рецензия Все статьи проходят рецензирование в формате double-blind peer review (рецензенту неизвестны имя и должность автора, автору неизвестны имя и должность рецензента). Рецензия может быть предоставлена заинтересованным лицам по запросу.	Review All articles are reviewed in the double-blind peer review format (the reviewer does not know the name and position of the author, the author does not know the name and position of the reviewer). The review can be provided to interested persons upon request.
Список источников:	
1. Adrian T., Bains P., Bechara M., Cerutti E., Forte S., Grinberg F., Gullo A., Hengge M., Jekabsone A., Kao K., Mancini Griffoli T., Martinez Peria S., Miccoli M., Reuter M., Sugimoto N. Understanding Stablecoins. IMF Departmental Paper. Washington, DC: International Monetary Fund, 2025. 52 p. DOI: 10.5089/9798229024075.087 EDN: FCGWYR	
2. Arner D.W., Auer R., Frost J. Stablecoins: Risks, Potential and Regulation // BIS Working Papers. 2020. No. 905. Basel: Bank for International Settlements. 31 p. DOI: 10.2139/ssrn.3979495	
3. Gorton G.B., Zhang J.Y. Taming Wildcat Stablecoins // University of Chicago Law Review. 2023. Vol. 90. No. 4. P. 909-971.	
4. Adrian T., Miccoli M., Sugimoto N. How Stablecoins Can Improve Payments and Global Finance // IMF Blog. 2025. 4 December. URL: imf.org/en/blogs/articles/2025/12/04/how-stablecoins-can-improve-payments-and-global-finance .	
5. International Monetary Fund. Elements of Effective Policies for Crypto Assets // IMF Policy Paper. 2023. No. 2023/004. Washington, DC: IMF. 43 p. DOI: 10.5089/9798400234392.007	
6. International Monetary Fund, Financial Stability Board. Policies for Crypto-Assets: IMF-FSB Synthesis Paper. Basel; Washington, DC, 2023. 53 p.	
7. Ahmed R., Aldasoro I. Stablecoins and Safe Asset Prices // BIS Working Papers. 2025. No. 1270. Basel: Bank for International Settlements. 54 p.	
8. Bank for International Settlements. The Next-Generation Monetary and Financial System // BIS Annual Economic Report 2025. Basel: BIS, 2025. Ch. III. 38 p.	
9. Financial Stability Board. High-Level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements: Final Report. Basel: FSB, 2023. 24 p.	
10. Committee on Payments and Market Infrastructures. Considerations for the Use of Stablecoin Arrangements in Cross-Border Payments // CPMI Papers. 2023. No. 220. Basel: Bank for International Settlements. 24 p.	
11. Кочергин Д.А. Экономическая природа и классификация стейблкоинов // Финансы: теория и практика. 2020. Т. 24. № 6. С. 140-160. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-6-140-160 EDN: UCMFJI	
12. Горбачева Т.А. Понятие стейблкоинов и актуальное состояние рынка стабильных монет // Финансовый журнал. 2022. № 1. С. 126-139. DOI: 10.31107/2075-1990-2022-1-126-139 EDN: GDYMXL	
13. Иванов В.В., Нурмухаметов Р.К. Содержание и экономическая природа стейблкоинов // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2020. № 1. С. 73-82. DOI: 10.34130/2070-4992-2020-1-73-82 EDN: EUGQPA	
14. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Л. Н. Красавина, Е. В. Оглоблина, М. А. Портной [и др.]. 5-е изд., пер. и доп. Москва: Издательство Юрайт, 2020. 534 с.	
15. Adams A., Lader M.-C., Liao G., Puth D., Wan X. On-chain Foreign Exchange and Cross-border Payments. 2023. Preprint. 26 p. DOI: 10.2139/ssrn.4328948	
16. Agur I., Villegas Bauer G., Mancini-Griffoli T., Martinez Peria M.S., Tan B. Tokenization and Financial Market Inefficiencies // IMF Fintech Note. 2025. No. 2025/001. Washington, DC: IMF. 33 p. DOI: 10.5089/9798400298905.063 EDN: YZJFPZ	
17. Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025 (GENIUS Act): Public Law No. 119-27. Washington, DC, 2025.	
18. Ma Y., Zeng Y., Zhang A.L. Stablecoin Runs and the Centralization of Arbitrage // NBER Working Paper. 2025. No. 33882. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. 63 p. DOI: 10.3386/w33882	
19. Tether Attestation Reports Q1-Q3 2025: Profit Surpassing \$10B, Record Levels in U.S. Treasuries Exposure // Tether.io. 2025. 31 October. URL: tether.io/news/tether-attestation-reports-q1-q3-2025-profit-surpassing-10b-record-levels-in-us-treasuries-exposure-accelerating-usdt-supply-amidst-worlds-macroeconomic-uncertainty/ .	
20. Eichengreen B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. New York: Oxford University Press, 2011. 215 p.	
21. Reuter M. Decrypting Crypto: How to Estimate International Stablecoin Flows // IMF Working Paper. 2025. No. WP/2025/141. Washington, DC: IMF. 55 p. DOI: 10.5089/9798229016186.001 EDN: NSNENV	
22. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on Markets in Crypto-Assets, and Amending Regulations (EU) No. 1093/2010 and (EU) No. 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937. Brussels, 2023.	
23. USDC stablecoin depegs 12% on SVB collapse // etfstream.com/articles/usdc-stablecoin-depegs-12-on-svb-collapse .	
24. Briola A., Vidal-Tomás D., Wang Y., Aste T. Anatomy of a Stablecoin's Failure: The Terra-Luna Case // Finance Research Letters. 2023. Vol. 51. 17 p. DOI: 10.1016/j.frl.2022.103358 EDN: AYVXHG	
25. Cerutti E., Firat M., Hengge M. Global Cross-Border Payments: A \$1 Quadrillion Evolving Market? // IMF Working Paper. 2025. No. WP/2025/120. Washington, DC: IMF. 53 p. DOI: 10.5089/9798229013505.001 EDN: HSPROM	
26. Bains P., Ismail A., Melo F., Sugimoto N. Regulating the Crypto Ecosystem: The Case of Stablecoins and Arrangements // IMF Fintech Note. 2022. No. 2022/008. Washington, DC: IMF. 45 p. DOI: 10.5089/9798400221675.063 EDN: VONWQU	
27. Graf von Luckner C.M., Koepke R., Sgherri S. Crypto as a Marketplace for Capital Flight // IMF Working Paper. 2024. No. WP/24/133. Washington, DC: IMF. 42 p. DOI: 10.5089/9798400279348.001 EDN: NOJVRA	

28. He D., Kokenyne A., Lavayssière X., Lukonga I., Schwarz N., Sugimoto N., Verrier J. *Capital Flow Management Measures in the Digital Age: Challenges of Crypto Assets* // IMF Fintech Note. 2022. No. 2022/005. Washington, DC: IMF. 33 p.

29. Bank of England. *Proposed Regulatory Regime for Sterling-Denominated Systemic Stablecoins: Consultation Paper*. London: Bank of England, 2025. URL: bankofengland.co.uk/paper/2025/cp/proposed-regulatory-regime-for-sterling-denominated-systemic-stablecoins.

References:

1. Adrian T., Baines P., Behara M., Cerutti E., Forte S., Greenberg F., Gullo A., Hengge M., Jekabsone A., Kao K., Mancini Griffoli T., Martinez Peria S., Mikkoli M., Reuter M., Sugimoto N. *What are stable coins? A document from the IMF Department*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2025. 52 pages Identification Number: 10.5089/9798229024075.087 REGISTRATION number: FCGWYR

2. Arner D.V., Auer R., Frost J. *Static coins: risks, analysis and regulation* // Working Papers BIS. 2020. No. 905. Basel: Bank for International Settlements. 31 p. DOI: 10.2139/ssrn.3979495

3. Gorton G.B., Zhang J.Yu. *Taming wild cats in stablecoins* // University of Chicago Law Review. 2023. Volume 90. No. 4. pp. 909-971.

4. Adrian T., Mikkoli M., Sugimoto N. *How stable coins can improve payments and global finance* // IMF Blog. 2025. December 4. URL: imf.org/en/blogs/articles/2025/12/04/how-stablecoins-can-improve-payments-and-global-finance.

5. The International Monetary Fund. *Elements of an effective policy on crypto assets* // IMF Policy Document. 2023. No. 2023/004. Washington, DC: IMF. 43 pages. DOI: 10.5089/9798400234392.007

6. International Monetary Fund, Financial Stability Board. *Policy on crypto assets: A synthesis document from the IMF and the FSB*. Basel; Washington, DC, 2023, 53 pages.

7. Ahmed R., Andasor I. *Static coins and equity securities* // Working Papers BIS. 2025. No. 1270. Basel: Bank for International Settlements. 54 p.

8. Bank for International Settlements. *Daily individual observation system* // Annual Astronomical Report for 2025. Base: BIS, 2025. Chapter III. 38 p.

9. Financial Stability Board. *High-level Recommendations on Regulation and Supervision of Global Stablecoin Agreements: the final report*. Database: FSB, 2023. 24 p.

10. Committee on Payments and Market Infrastructure. *Recommendations on the use of static coins in international payments* // CPMI Papers. 2023. No. 220. Basel: Bank for International Settlements. 24 pages.

11. Kochergin D.A. *The economic nature and classification of stablecoins* // Finance: theory and practice. 2020. Vol. 24. No. 6. pp. 140-160. Identification number: 10.26794/2587-5671-2020-24-6-140-160 REGISTRATION number: UCMFJI

12. Gorbacheva T.A. *The concept of stablecoins and the current state of the stablecoin market* // Financial Journal. 2022. No. 1. pp. 126-139. Identification number: 10.31107/2075-1990-2022-1-126-139 EDITED number: GDYMXL (Common language)

13. Ivanov V.V., Nurmukhametov R.K. *The content and economic nature of stablecoins* // Corporate governance and innovative development of the economy of the North: Bulletin of the Scientific Research Center for Corporate Law, Management and Venture Investment Syktyvkar State University. 2020. No. 1. pp. 73-82. DOI: 10.34130/2070-4992-2020-1-73-82 OFFICIAL website: EUGQPA

14. *International monetary, credit and financial relations: Textbook* / L. N. Krasavina, E. V. Ogloblina, M. A. Portnoy [et al.]. 5th ed., trans. and add. Moscow: Yurait Publishing House, 2020. 534 p.

15. Adams A., Laidler M.-S., Liao G., Put D., Wang H. *Currency exchange on the Internet and cross-border payments*. 2023. The preprint. 26 pages. DOI: 10.2139/ssrn.4328948

16. Agur I., Villegas Bauer G., Mancini-Griffoli T., Martinez Peria M.S., Tan B. *Tokenization and inefficiency of the financial market* // IMF Financial Note. 2025. № 2025/001. Washington, DC: IMF. 33 pages. DOI: 10.5089/9798400298905.063 REGISTRATION number: YZJFPZ

17. *The Law on the Management and Amendments to the Federal Law "On Genius" of 2025 (GENIUS Act): Final Law* No. 119-27. Washington, DC, 2025.

18. Ma Yu, Tseng Yu, and Zhang L. *Launch of stable coins and centralization of arbitration* // NBEI Working Paper. 2025. № 33882. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. 63 pages. DOI: 10.3386/w33882

19. *Start tying it to the 1-3 quarter of 2025: an increase of 10 million dollars is expected, which will be a record level of development of the Kazakh economy in the United States* // Tether.io. 2025. October 31. URL: tether.io/news/tether-attestation-reports-q1-q3-2025-profit-surpassing-10b-record-levels-in-us-treasuries-exposure-accelerating-usdt-supply-amidst-worlds-macroeconomic-uncertainty/.

20. Eichengrin B. *Exorbitant privileges: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. New York: Oxford University Press, 2011. 215 p.

21. Reuter M. *Decryption of cryptocurrencies: how to evaluate international flows of stable coins* // IMF Working Paper. 2025. № WP/2025/141. Vanington, DC: MVF. 55 p. Identification number: 10.5089/9798229016186.001 EDN: NSNENV

22. *Regulation (EC) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on the markets of crypto assets and amending Regulations (EC) No 1093/2010 and (EC) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EC and (EC) 2019/1937*. Brussels, 2023.23.

The USDC stablecoin increased by 12% due to the purchase of SVB // etfstream.com/articles/usdc-stablecoin-depegs-12-on-svb-collapse.

24. Briola A., Vidal-Thomas D., Wang H., Aste T. *The anatomy of the collapse of a static currency: "Earth-Moon"* // Finance Research Letters. 2023. Volume 51. 17 p. DOI: 10.1016/January 2022.103358 edited by: AYVXHG

25. Cerutti E., Firat M., Hengge M. *Global cross-border payments: an emerging market worth 1 quadrillion dollars?* // IMF Working Paper. 2025. № WP/2025/120. Washington, DC: The IMF. 53 pages. DOI: 10.5089/9798229013505.001 ELECTRONIC number: HSPROM

-
26. Bains P., Ismail A., Melo F., Sugimoto N. Regulation of the crypto ecosystem: an example of stable coins and agreements // IMF Financial Note. 2022. No. 2022/008. Washington, DC: International Monetary Fund. 45 p. DOI: 10.5089/9798400221675.063 ANNOUNCED: WONVKU
27. Graf von Luckner K.M., Koepke R., Sgerri S. Cryptocurrency as a market for capital outflow // IMF Working Paper. 2024. № WP/24/133. Vanington, DC: MVF. 42 p. Identification number: 10.5089/9798400279348.001 EDN: NEUWRA
28. He D., Kokenin A., Lavaissier H., Lukonga I., Schwartz N., Sugimoto N., Verrier J. Measures to manage capital flows in the digital age: problems of Crypto assets // IMF Financial Note. 2022. No. 2022/005. Washington, DC: The IMF. 33 pages.
29. The Bank of England. Proposed regulatory regime for systemic stable coins denominated in pounds sterling: consultation document. London: Bank of England, 2025. URL: <url> bankofengland.co.uk/paper/2025/cp/proposed-regulatory-regime-for-sterling-denominated-systemic-stablecoins.

Информация об авторах:

Переседов Алексей Михайлович, кандидат юридических наук, Филиал Российского государственного гуманитарного университета в г. Домодедово Московской области, peresedov.alexey@yandex.ru, <https://orcid.org/0009-0001-3970-9442>

Харабадзе Нодар Викторович, Центральный банк Российской Федерации, nod200222@gmail.com, <https://orcid.org/0009-0003-7056-600X>

Alexey M. Peresedov, PhD in Law, Branch of the Russian State University for the Humanities in Domodedovo, Moscow Region..

Nodar V. Kharabadze, Central Bank of the Russian Federation.

Вклад авторов:

все авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации.

Contribution of the authors:

All authors contributed equally to this article.

Статья поступила в редакцию / The article was submitted 22.06.2026;

Одобрена после рецензирования / Approved after reviewing 13.07.2026;

Принята к публикации / Accepted for publication 20.07.2026.

Авторами окончательный вариант рукописи одобрен.