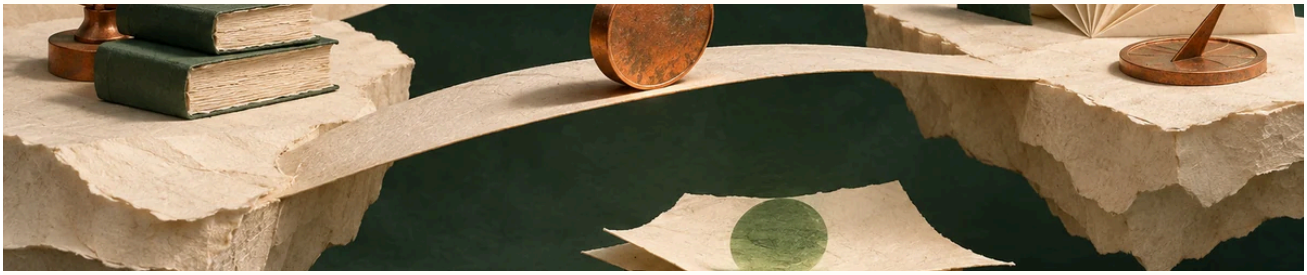
SAFWAN ALMODHAYAN



АВТОРСКАЯ АНАЛИТИЧЕСКАЯ СТАТЬЯ

Редакционная дата: 2 ноября 2026 г.

Валюта умеет путешествовать — но умеет ли она быть деньгами?

Когда цифровой доллар упал до восьмидесяти шести центов

В марте 2023 года один стейблкоин **USDC** должен был равняться одному доллару США: в этом заключались его экономическое название, обещание эмитента и смысл владения им. Но в самой низкой точке, которую исследователи Федеральной резервной системы наблюдали на вторичных рынках, покупатели давали за цифровой доллар лишь около **$0,86**. База данных не превратилась в новый денежный порядок, а токен не потерял ни одного десятичного знака. Изменился вопрос покупателей: можно ли теперь превратить это требование в доллар, пригодный к использованию за пределами его собственного мира?1

Circle, эмитент USDC, сообщила, что на момент перехода Silicon Valley Bank под управление властей в нём находилось **$3,3 млрд** резервов — около **8%** их тогдашнего объёма. 12 марта американские власти объявили о защите вкладчиков банка, рыночная цена вернулась к одному доллару, а погашение токенов возобновилось. Уверенность восстановило решение об обычных банковских депозитах, а не скорость блокчейна.12 Сетевой инженер может доказать доставку платёжного сообщения, но это доказательство не освобождает застрявший депозит в проблемном банке.

Более тонкий эпизод был связан с **модулем стабильности привязки (Peg Stability Module)** стейблкоина Dai, который по программным правилам обменивал USDC на Dai один к одному. Когда рыночная стоимость USDC снизилась, трейдеры устремились в этот механизм и быстро исчерпали дневной лимит в 950 млн единиц. Инструмент, призванный укреплять устойчивость, передал напряжение от одной монеты другой. Арифметика безупречно выполнила код, но условие не могло создать банковские доллары в объёме договорных обещаний.1 Умный контракт не бывает умнее обязательства, которое в него вложили.

Превратить этот случай в проповедь против цифровых активов означало бы дёшево истолковать дорогое событие. Оно выявило структурное различие между **переводимостью требования** и **способностью требования служить деньгами**. Первое относится к реестрам, сетям, криптографическим ключам и консенсусу. Второе — к праву, кредиту, ликвидности, резервам и учреждениям, благодаря которым различные требования ведут себя как одна экономическая единица. Общее слово «платёж» лишь откладывало важные вопросы до реального испытания.

От Амстердамского банка к единству денег

В 1609 году Амстердам имел дело с европейскими монетами разного веса, пробы и стоимости. Город учредил Амстердамский банк, чтобы дать торговцам более устойчивую единицу счёта и книжные переводы вместо ящиков с металлом. Исследование Банка международных расчётов сравнивает его раннее устройство со стейблкоином: бухгалтерские депозиты на основе серебра и золота расширялись при внесении металла и сокращались при изъятии. Позднее банк начал кредитовать и тем самым повысил эластичность баланса. Рост кредитования в 1780-х годах без достаточной государственной финансовой опоры подорвал доверие и способствовал краху.3

Речь не о том, будто блокчейн существовал четыре века назад. Смена способа записи собственности не отвечает на вопросы о том, что именно записано, способен ли должник исполнить обещание, откуда возьмётся ликвидность при одновременных требованиях и кто понесёт убыток, если обязательства эмитента превысят взыскиваемые активы. Эти вопросы старше электричества, но теперь говорят на языке программирования.

До Гражданской войны в США банки штатов выпускали долларовые банкноты, которые торговцы в других местах могли принимать со скидкой или отвергать. История Федеральной резервной системы описывает реформы 1863 и 1864 годов как поиск более единообразной валюты, а не просто ускорение движения бумаги.4 Сегодня владелец

привязанной к доллару монеты одного эмитента может платить тому, кто принимает монету другого. Обе называются «долларом», но рынок способен назначить цену обмена между этими обещаниями. Исчезновение веса металла не стёрло имя эмитента.

Деньги обычно определяют как средство обмена, единицу счёта и средство сбережения. Институциональная инженерия добавляет иной вопрос: почему покупателю и продавцу не приходится каждый раз переоценивать платёжное средство? Пекарня не анализирует банк клиента, поскольку денежная система стремится обеспечить обмен депозитов коммерческих банков по номиналу внутри одной валюты, несмотря на юридические пределы и остаточный риск. Банк международных расчётов называет это **единством денег (singleness of money)** и связывает его с окончательным расчётом в деньгах центрального банка, надзором и сетями, обменивающими требования к разным банкам по одной стоимости.5

«Доллар» — не просто ярлык на любом активе, чья цена близка к единице. Он обозначает обязательства и участвует в системе, где обычные платёжные инструменты обмениваются по номиналу. Тысяча токенов под названием «единица» напоминает тысячу пронумерованных линеек: если сантиметр каждого изготовителя имеет свою длину, измерение превращается в спекуляцию.

Стейблкоин, обеспеченный деньгами и активами, не бесполезен лишь потому, что представляет собой частное требование: деньги коммерческого банка — тоже требование. Различие в системе защиты, принятия и погашения. Полные резервы могут снижать некоторые риски, но стоимость активов на балансе не равна наличности, доступной конкретному держателю в конкретный момент. Казначейские векселя могут обладать высокой кредитоспособностью, но при массовом погашении всё равно потребуют продажи или финансирования. Исследование июня 2026 года рассматривает, как резервы в обращающихся облигациях при немедленном предъявлении требований способны вызвать вынужденные продажи и повлиять на цены и держателей токенов.6

Три разновидности единицы

Предлагаю различать три «единицы». **Бухгалтерская единица** означает, что токен выпущен против резервного доллара по установленной мере покрытия. **Договорная единица** спрашивает, кто, у кого, когда и с каким режимом при банкротстве вправе требовать доллар. **Рыночная единица** показывает, может ли обычный держатель действительно получить номинал тогда, когда он ему нужен. В спокойное время три значения сходятся, во время стресса могут разойтись. Это аналитическая классификация, а не действующее юридическое определение.

Circle заявляет, что USDC полностью обеспечен и погашается один к одному, одновременно указывая, что прямое погашение через **Circle Mint** доступно отвечающим условиям учреждениям, но не физическим лицам и малому бизнесу. Эти пользователи обычно зависят от бирж, кошельков и посредников.[7] Само по себе это не определяет все юридические права и надёжность каждого посредника. Но оно различает публичное обещание, обладателя права и практический канал. Институциональное окно поддерживает арбитраж, не позволяя каждому пользователю обратиться напрямую.

В подходящих условиях отвечающий требованиям трейдер покупает токен дешевле доллара и погашает по номиналу, стабилизируя цену прибылью. Этот путь зависит от ликвидности посредника, хранения, допуска, правил, хеджирования и перемещения стоимости резерва в платёжную систему. Достаточно разорвать одно звено, чтобы номинал разошёлся с рыночной ценой, хотя код по-прежнему считает токен единицей.[15]

Представим малого торговца, получившего 10 000 токенов с долларовым названием при доступной рыночной цене $0,995 и комиссии за выход 0,3%. Без прочих издержек он получит **$9 920,15**. Недостающие $79,85 не видны на экране отправителя с надписью «отправлено 10 000». Это **условный арифметический пример**, а не наблюдаемая средняя цена. Конвертация в местную валюту может добавить курсовой спред, местные комиссии, требования идентификации и лимиты. Вопрос не только в скорости токена, но и в количестве пригодных к расходованию единиц, дошедших до последнего получателя.

Трансграничный перевод и цена выхода

Опубликованное в июне 2026 года исследование Международного валютного фонда сообщает, что домохозяйства и малые предприятия Нигерии используют привязанные к доллару монеты для части денежных переводов, трансграничных платежей и доступа к иностранной валюте. Со ссылкой на Всемирный банк оно оценивает среднюю стоимость отправки $200 в страны Африки к югу от Сахары примерно в **9%**.[8] Если альтернативы медленны и дороги, путь через токен способен принести реальную выгоду даже при ненулевой цене выхода. Отрицать её ради идеализированной традиционной системы — не значит оплатить чей-либо счёт.

Полезность перевода не доказывает денежной независимости. Нигериец, использующий долларовый токен для сбережения и торговли, сдвигает **единицу счёта** к иностранной валюте. Исследование Банка международных расчётов называет это долларизацией через стейблкоины. Изучив более 130 экономик, авторы обнаружили факторы, сходные с обычной долларизацией депозитов, и возможность сохранения эффекта после исчезновения первоначальных причин, но предупредили, что данные о

потоках токенов слабее данных об иностранных депозитах.9 Индивидуальный выбор средства сбережения в совокупности способен изменить спрос на национальную валюту и передачу денежно-кредитной политики.

Исследователи Банка международных расчётов сопоставили четыре долларовых стейблкоина с 27 фиатными валютами на 64 платформах в 2021–2025 годах. Они обнаружили разрывы между доступом к доллару через токены и обычным валютным рынком, связанные с ограничениями баланса посредников. В их модели заданный внешний рост чистого потока стейблкоинов на 1% был связан с увеличением ценового разрыва примерно на **40 базисных пунктов**.10 Эта оценка конкретной выборки не является универсальным законом, но опровергает утверждение, будто долларовый токен обязательно даёт доллар по той же цене.

Банк международных расчётов оценивал капитализацию рынка стейблкоинов на конец мая 2026 года примерно в **$320 млрд**, причём **99,4%** стоимости обеспеченных фиатом монет было связано с долларом. Он приводил около **$28 трлн** транзакций со стейблкоинами за 2025 год, одновременно предупреждая, что чистая величина после исключения переводов между собственными кошельками значительно ниже.5 Сетевое движение не обязательно означает торговлю, зарплату или покупку; суммирование повторных перемещений искажает размер платёжной экономики.

Денежная эластичность не сводится к резерву

Денежная эластичность — не разрешение бесконтрольно печатать. Это способность системы надлежащим образом предоставлять ликвидность и кредит по мере изменения платёжного спроса. Банки создают депозиты через регулируемый кредит, центральные банки поддерживают расчёты условными механизмами. Полностью резервированный токен обычно растёт только при поступлении соответствующих активов и сам по себе не выполняет функции государственного кредитования или экстренной ликвидности двухуровневой денежной системы. Жёсткость резерва снижает одни риски, но не обеспечивает все функции публичного кредита.56

Сторонние кредиторы могут выдавать кредит под токен или принимать его как залог для позиций с финансовым рычагом. Эмитент от этого не становится центральным банком: поверх якобы простого инструмента лишь наслаиваются обязательства. Макроэкономическое исследование 2026 года различает два канала. Уход сбережений из банковских депозитов может повысить стоимость банковского фондирования и повлиять на кредитование; покупка эмитентом казначейских векселей способна снизить часть стоимости государственных заимствований и создать бюджетное пространство. Итог зависит от регулирования, резервов и внешнего спроса, а не от лозунгов «токены уничтожат банки» или «токены освободят экономики».11

Человек может получить цифровой доллар без прямого банковского счёта, хотя его стоимость в конечном счёте зависит от банковских депозитов, фондов денежного рынка и казначейских векселей. Видимое устранение посредников на входе может лишь переставить их местами и скрыть названия. В 2023 году токен открытой сети пошатнулся потому, что резервные деньги оказались недоступны в обычном банке.[1][2]

Финансовая добросовестность и знаменатель

Разговор о финансовой добросовестности теряется между двумя слабыми тезисами: публичный блокчейн делает преступление невозможным или неименные кошельки делают отслеживание невозможным. Публичные реестры позволяют проводить анализ разной глубины, но не всегда раскрывают фактического владельца и не обеспечивают соблюдение требований во всех самостоятельно контролируемых кошельках и сетях. В отчёте **FATF** за март 2026 года разбиралось злоупотребление стейблкоинами при прямых переводах между некастодиальными кошельками, а также соразмерные средства проверки, анализа и замораживания там, где это допускают право и технология.[1][2]

В отчёте приводится оценка, согласно которой в 2025 году на стейблкоины пришлось 84% **объёма незаконных транзакций с виртуальными активами**. Это не значит, что незаконными были 84% операций со стейблкоинами. Знаменатели разные. Их смешение производит страх из корректной цифры. Полезный вопрос связывает анализ реестра, подтверждение личности и трансграничную процедуру, не отрицая законный доступ.[1][2]

«Свободные деньги» не означают деньги без власти. Некоторые эмитенты по законным предписаниям способны замораживать токены на адресах; модели управления различаются. Само погашение возлагает обязательство на конкретную сторону. Высокая мобильность и ясные обязанности хранителей резервов не противоречат друг другу, но продукт должен честно сообщать, держит ли пользователь неудержимый актив или переводимое требование, в некоторых точках подчинённое институциональным правилам.

Когда право на погашение становится юридическим

Регламент Европейского союза **MiCA** даёт держателю токена электронных денег, привязанного к одной официальной валюте, право на погашение у эмитента по номиналу в рамках установленного режима. Американский **GENIUS Act** был принят 18 июля 2025 года и содержит положения о резервах, раскрытии информации и правах держателей. 21 октября 2026 года OCC выпустило окончательное правило, указав, что

оно и закон вступят в силу **18 января 2027 года**.[13][14] Было бы неверно описывать все американские гарантии как полностью действующие уже в ноябре 2026 года или считать одинаковыми европейские и американские требования к эмитентам, права держателей и трансграничное исполнение.

Совет по финансовой стабильности рекомендует не только привлекательную отчётность о резервах, но и сильные требования пользователей, своевременное погашение, планы восстановления и урегулирования, а также сведения об эмитенте, хранении, механизме и управлении.[15] Право входит в определение продукта: у требования должен быть определимый должник, а очерёдность при банкротстве — свойство стоимости, а не сноска в пользовательском соглашении.

Столь же неверно превращать системный взгляд Банка международных расчётов в приговор всем формам частных цифровых денег. Мастерская, покупающая детали за рубежом, хочет знать, будет ли платёж дешевле и быстрее. Открытая инфраструктура, программируемый обмен и конкуренция способны принести реальную пользу там, где обычные каналы не справляются.[8][16] Инструменту не обязательно быть якорем всей денежной системы, чтобы оказаться полезным в конкретном коридоре; полезность в коридоре не делает его равным любой форме доллара.

Самая сильная защита стейблкоинов начинается с признания их ограничения: они не являются независимой единицей счёта, а заимствуют накопленное доверие к доллару. Эмитенту не нужно убеждать мир заново оценить каждый товар. Но заимствование меры не передаёт всех институциональных свойств, благодаря которым ей доверяют.

В выступлении Банка международных расчётов в августе 2026 года стейблкоины сопоставлялись с **токенизированными депозитами (tokenised deposits)**. Оба инструмента могут использовать программируемые реестры. Однако частный предъявительский токен, переходящий между пользователями, не обязательно равен банковскому требованию, расчёт по которому между банками завершается активом центрального банка. Токенизированные депозиты тоже не становятся совместимыми автоматически: им нужны операционные, юридические и соединительные правила. Различие проходит не между старой и новой технологией, а между архитектурами, определяющими, кто кому должен и какой актив окончательно прекращает обязательство.[17]

Испытание возвратом в деньги

Предлагаю **непроверенную исследовательскую схему** — **испытание возвратом в деньги**. Следует начать с последнего получателя и двигаться назад к эмитенту. Какую долю держатели разных классов могут погасить по номиналу после всех расходов? Сколько

это занимает времени — по распределению сроков, а не по льстивому среднему? Каковы местные спреды входа и выхода? Переживёт ли погашение сбой посредника или банковского канала? Кому принадлежит юридическое требование при банкротстве? Как финансирование или ликвидация резерва влияет на других? Сохраняет ли каждый межсетевой перевод ясное окончательное право на тот же актив или добавляет риск моста и хранителя?

Эти вопросы нельзя сводить к одному баллу. Следует публиковать многомерную карту: **паритет цены, доступ к погашению, безопасность резерва, юридическая окончательность, широта принятия, цена выхода и масштабируемая ликвидность**. Данные нужно делить по типу держателя, стране, валюте, времени и размеру операции. Небольшие разрешённые транзакции, котируемые и исполненные цены, стресс-тесты резервов и правовой анализ могли бы опровергнуть или улучшить схему; эта статья не представляет подтверждающих её полевых результатов.

Саудовские и другие учреждения Залива, изучающие трансграничное применение стейблкоинов, могут определить реальный коридор, валюты, стороны, законный канал и конечную стоимость конвертации для получателя, а затем сравнить альтернативы. Это не предполагает ни общего разрешения в Саудовской Аравии на конкретный стейблкоин, ни рекомендации его использовать. Такой вопрос полезнее подсчёта сетей, поддерживаемых приложением.

Резервы не решают всего. Полностью проверенные аудитом активы и лицензированный эмитент могут сосуществовать с дорогим выходом в местные деньги из-за слабой конкуренции, ликвидности или валютных спредов. Дешёвый внутренний перевод способен завершиться дорогим маршрутом от начала до конца — либо превзойти обычные коридоры с высокими комиссиями. Анализ должен допускать оба результата, не выбирая заранее технологию или банки.

Здесь смешивают три изобретения: **инструмент, несущий стоимость**, **инфраструктуру, доказывающую перевод**, и **общественно-институциональную систему, превращающую инструмент в деньги**. Амстердам применил реестр против беспорядка монет; американские торговцы давали скидку на банкноты с одинаковыми числами; USDC продолжал двигаться в марте 2023 года, пока рынок сомневался в погашении. Быстрый перевод не устраняет условий, благодаря которым переносимое становится общепринятым.

Стейблкоины могут стать важным платёжным мостом, а некоторые функции — перейти к токенизированным депозитам или иным ещё не устоявшимся формам. Но ни один коммерческий ярлык не освобождает от испытания: токен приходит за долю

секунды, тогда как деньгам могут понадобиться поколения институтов, чтобы их принимали без платы за сомнение в названии. **Вопрос не в том, переместился ли доллар. Вопрос в том, какой доллар прибыл и у кого осталось обязательство по нему.**

Список литературы

1. Совет управляющих Федеральной резервной системы, In the Shadow of Bank Runs, 17 декабря 2025.
2. Circle, $3.3 Billion of USDC Reserve Risk Removed, 12 марта 2023. Заявление эмитента, а не независимый аудит.
3. Банк международных расчётов, An early stablecoin?, рабочий документ 902, 2020.
4. Federal Reserve History, National Banking Acts of 1863 and 1864, 2022.
5. Банк международных расчётов, Annual Economic Report 2026: Anchoring trust in money, июнь 2026.
6. Банк международных расчётов, Making stablecoins stable(r), рабочий документ 1355, 2 июня 2026.
7. Circle, USDC, дата обращения: 2 ноября 2026.
8. Международный валютный фонд, Stablecoins in Nigeria, 16 июня 2026.
9. Банк международных расчётов, Dollarisation and monetary control, рабочий документ 1370, 21 июля 2026.
10. Банк международных расчётов, Stablecoin flows and spillovers to FX markets, рабочий документ 1340, 27 марта 2026.
11. Банк международных расчётов, The macroeconomics of stablecoins, рабочий документ 1363, 23 июня 2026.
12. FATF, Targeted Report on Stablecoins and Unhosted Wallets, 3 марта 2026.
13. Европейский союз, Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA), 31 мая 2023.
14. Соединённые Штаты, GENIUS Act, Public Law 119-27, 18 июля 2025; OCC, Bulletin 2026-50, 21 октября 2026, вступает в силу 18 января 2027.
15. Совет по финансовой стабильности, High-level Recommendations, 17 июля 2023.
16. Международный валютный фонд, How Stablecoins Can Improve Payments and Global Finance, 4 декабря 2025.
17. Банк международных расчётов, Pushing the monetary frontier, 28 августа 2026.