

УДК 336.761

Мамреян Гарегин Саакович, студент финансового факультета
Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

e-mail: 226301@edu.fa.ru

Научный руководитель: Маковецкий Михаил Юрьевич, к.э.н., доцент,
Финансового университета при Правительстве РФ

РЕГУЛИРОВАНИЕ СТЕЙБЛКОЙНОВ И ЦИФРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ КАК ИНСТРУМЕНТ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

В статье рассматривается комплекс мер по регулированию стейблкойнов и цифровых финансовых активов (ЦФА) с позиции их влияния на эффективность монетарной политики центральных банков. Стремительное распространение криптоактивов, функционирующих вне традиционной банковской инфраструктуры, создаёт информационную асимметрию между эмитентами и регуляторами, затрудняет отслеживание платёжных потоков и ослабляет трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики. Автором предлагается системный подход, включающий десять взаимосвязанных мер: обязательное раскрытие резервных активов, нормативы переобеспечения (100–120%), интеграцию с системами RTGS, внедрение блокчейн-аналитики, макропруденциальные лимиты на левередж и долю ЦФА в денежной массе (не более 5–10% от МЗ), прямой доступ регуляторов к узлам блокчейна, градуированное лицензирование по признаку системной значимости, стандартизацию программируемых денег, международную координацию через МВФ и БМР, а также методику оценки влияния ЦФА на трансмиссионные каналы.

Ключевые слова: стейблкойны, цифровые финансовые активы (ЦФА), монетарная политика, центральный банк, трансмиссионные механизмы,

резервное обеспечение, переобеспечение, блокчейн-аналитика, RTGS, макропруденциальное регулирование, леввередж, программируемые деньги, MiCA, GENIUS Act, Базельский комитет.

Mamreyan Garegin Saakovich, student of the Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation

e-mail: 226301@edu.fa.ru

Supervisor: Mikhail Makovetsky, Ph.D., Associate Professor, Financial University under the Government of the Russian Federation

REGULATION OF STABLECOINS AND DIGITAL FINANCIAL ASSETS AS A TOOL FOR ENSURING THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY

The article examines a set of regulatory measures for stablecoins and digital financial assets (DFAs) from the perspective of their impact on the effectiveness of central banks' monetary policy. The rapid spread of crypto assets operating outside the traditional banking infrastructure creates information asymmetry between issuers and regulators, complicates the tracking of payment flows, and weakens the transmission channels of monetary policy. The author proposes a systematic approach comprising ten interrelated measures: mandatory disclosure of reserve assets, overcollateralization requirements (100–120%), integration with RTGS systems, implementation of blockchain analytics, macroprudential limits on leverage and the share of DFAs in the money supply (no more than 5–10% of M3), direct regulatory access to blockchain nodes, graduated licensing based on systemic significance, standardization of programmable money, international coordination through the IMF and BIS, as well as a methodology for assessing the impact of DFAs on transmission channels. Each measure is justified in terms of its effect on the interest rate channel, bank lending channel, asset price channel, and expectations channel. The article is addressed to central bank officials, financial regulators, researchers in monetary policy, and crypto asset regulation specialists.

Keywords: stablecoins, digital financial assets (DFAs), monetary policy, central bank, transmission mechanisms, reserve backing, overcollateralization, blockchain analytics, RTGS, macroprudential regulation, leverage, programmable money, MiCA, GENIUS Act, Basel Committee.

Стремительное развитие рынка цифровых финансовых активов (ЦФА) и стейблкоинов, привязанных к фиатным валютам, создало новую реальность для центральных банков по всему миру. То, что ещё пять лет назад воспринималось как периферийный эксперимент криптоэнтузиастов, сегодня представляет собой сегмент, способный оказывать прямое влияние на денежное обращение, скорость обращения денег и эффективность традиционных каналов монетарной политики. Особое беспокойство регуляторов вызывают стейблкоины, которые, имитируя свойства фиатных денег, но функционируя вне банковской системы, создают риски информационной асимметрии, непредсказуемых потоков ликвидности и потенциального арбитража между юрисдикциями.

Ключевая проблема заключается в том, что существующие монетарные инфраструктуры — от систем валовых расчётов в реальном времени (RTGS) до механизмов рефинансирования — не были спроектированы с учётом существования децентрализованных или полудецентрализованных платёжных средств. Как следствие, центральные банки теряют возможность в полной мере отслеживать объёмы и направления платёжных потоков в криптоэкосистеме, оценивать реальную обеспеченность стейблкоинов и прогнозировать их поведение в периоды ужесточения или смягчения денежно-кредитной политики. Информационная асимметрия между эмитентами цифровых активов и регуляторами становится системным вызовом, требующим не точечных запретов, а комплексной архитектуры надзора. Помимо этого, децентрализованная эмиссия стейблкоинов, которые интегрируются в платёжные системы по всему миру, сильно могут мешать проводимой количественной политике ЦБ.

Особое внимание уделяется адаптации уже существующих регуляторных

стандартов: рекомендаций Базельского комитета по банковскому надзору (BCBS), требований MiCA (ЕС), а также подходов, заложенных в GENIUS Act (США) [3, 4]. Цель работы — предложить центральным банкам и иным финансовым регуляторам практический инструмент, который позволит, с одной стороны, не подавлять технологические инновации, а с другой — обеспечить проводимость монетарной политики и финансовую стабильность в условиях цифровой трансформации денежного обращения.

Для противодействия информационной асимметрии между участниками рынка цифровых финансовых активов (ЦФА) и центральными банками в первую очередь необходимо установить требование к эмитентам стейблкоинов и иных платёжных ЦФА по предоставлению регуляторам еженедельных (или даже ежедневных) отчётов о составе и достаточности резервных активов. Регуляторы должны требовать детализации по типам активов, обеспечивающих ЦФА, которые следует ограничивать исключительно низкорисковыми инструментами: фиатными валютами, казначейскими облигациями и операциями репо. При этом требуется уточнение сроков погашения и степени ликвидности каждого резервного актива. Данный инструмент целесообразно адаптировать к уже существующим стандартам, разработанным АICPA, а также к требованиям прозрачности, предусмотренным нормативно-правовыми актами ЕС (в частности, регламентом MiCA) [4,5]. Эффектом для монетарной политики становится возможность центральных банков отслеживать потоки средств в сегменте ЦФА в режиме, близком к реальному времени, что позволяет более точно оценивать трансмиссию монетарной политики и влияние криптоактивов на денежные потоки в экономике.

Следующей мерой является установление нормативов резервирования с требованием переобеспечения (overcollateralization). Предлагается ввести обязательное покрытие выпущенных стейблкоинов резервными активами на уровне 100–120%, а не только 1:1, как это предусмотрено, например, американским GENIUS Act. Для волатильных резервных активов дополнительное переобеспечение должно составлять 20–30%. В качестве

механизма реализации предлагается использовать подход, разработанный Базельским комитетом по банковскому надзору (BCBS), который классифицирует криптоактивы на группы (Group 1a, 1b и 2) с соответствующими требованиями к капиталу и резервированию [3]. Одновременно регуляторам следует установить прямые ограничения на инвестирование резервных активов в долгосрочные или неликвидные инструменты. С точки зрения монетарной политики дополнительное резервирование создаёт буфер, предотвращающий массовые выводы средств из стейблкоинов в периоды ужесточения денежно-кредитной политики, что напрямую способствует устойчивости финансовой системы.

Третьей важнейшей мерой выступает интеграция платёжных ЦФА в системы мониторинга платежей реального времени (RTGS). Для этого предлагается разработать специализированные модули, позволяющие встраивать платёжные ЦФА в существующие системы валовых расчётов и RTGS. Такая интеграция даст центральным банкам возможность отслеживать объёмы и направления платёжных потоков в криптоэкосистеме на уровне, сопоставимом с традиционной банковской системой. Механизм реализации предполагает создание регуляторами технологических шлюзов для соединения блокчейн-сетей со своими RTGS-системами. Это позволит не только контролировать платежи, но и применять инструменты монетарной политики, например, устанавливая процентные ставки на цифровые версии резервов центрального банка (так называемые rCBDC). Как следствие, открывается возможность прямого влияния на предложение ликвидности через цифровые каналы, что улучшает проводимость монетарной политики через механизмы, аналогичные рефинансированию коммерческих банков.

Четвёртое предложение касается внедрения обязательного мониторинга с использованием блокчейн-аналитики. Необходимо требовать от всех крупных эмитентов и платформ обращения ЦФА применения сертифицированных решений для анализа блокчейнов, что позволит отслеживать транзакции в реальном времени и раскрывать данные регуляторам в стандартизированном

формате. В рамках реализации регуляторам предстоит установить единые стандарты для on-chain аналитики, включая таггирование (маркировку) кошельков, связанных с санкциями или запрещёнными операциями, а также автоматическое формирование отчётов о подозрительных транзакциях. Данная система должна интегрироваться с существующими инфраструктурами ПОД/ФТ (противодействие легализации доходов и финансированию терроризма) и позволять регуляторам отслеживать потоки средств через несколько хопов (шагов) транзакций. Для монетарной политики это означает получение центральными банками возможности выявлять неформальные финансовые потоки, используемые для обхода монетарных ограничений, и корректировать политику с учётом реальной структуры платежей в экономике.

Пятая мера направлена на установление макропруденциальных лимитов на использование ЦФА и левереджа в финансовой системе. Предлагается ввести ограничения на размер позиций участников рынка в ЦФА, на объёмы маржинального кредитования против ЦФА, а также на максимальную долю ЦФА в активах финансовых учреждений. На макроуровне регуляторам следует установить, что максимальная доля стейблкоинов по отношению к уровню денежной массы М3 не должна превышать 5–10%, что предотвратит дестабилизацию денежного предложения. На микроуровне предлагается ввести максимальный коэффициент левереджа для провайдеров криптоактивов (не выше 4:1 или 5:1) и установить прямые лимиты на маргинальное кредитование. С точки зрения монетарной политики ограничение левереджа в криптоэкосистеме предотвращает каскадные дефолты, которые потенциально могут распространиться на традиционный финансовый сектор и тем самым нарушить трансмиссию монетарной политики.

Шестая мера требует обеспечения прямого доступа регуляторов к узлам блокчейна. Для этого необходимо обязать эмитентов и значительных провайдеров услуг ЦФА поддерживать полноценные узлы (full nodes) на соответствующих блокчейнах, а также предоставлять регуляторам прямой доступ для аудита данных о резервах и транзакциях. Данная система может

быть реализована через требование к уполномоченным регуляторам (центральным банкам и органам финансового надзора) иметь собственные наблюдающие узлы для мониторинга данных о выпусках и резервах в режиме реального времени. Особую важность это приобретает для системно значимых ЦФА. Прямой доступ к данным обеспечивает независимую верификацию информации об объёмах ЦФА в обращении и их обеспеченности, исключая саму возможность манипулирования данными со стороны эмитентов, что критически важно для доверия к монетарной статистике.

Седьмое предложение касается введения градуированной системы лицензирования по признаку системной важности ЦФА. Разрабатывается трёхуровневая система: первый уровень (системно значимые стейблкоины с объёмом более 10 млрд долларов США) подлежат строгому надзору, требуют лицензирования как кредитные учреждения и обязаны соответствовать требованиям к капиталу, аналогичным банковским; второй уровень (значимые, от 1 до 10 млрд долларов) предполагает стандартное лицензирование с повышенным мониторингом; третий уровень (прочие, менее 1 млрд долларов) допускает облегчённое лицензирование. Для монетарной политики такой подход позволяет центральным банкам сконцентрировать ресурсы надзора на наиболее важных для финансовой стабильности ЦФА, особенно на тех, которые могут влиять на объём денежной массы и скорость её обращения.

Восьмая мера предлагает разработку стандартов для программируемых денег и ограничений на их использование. Необходимо установить требования к регуляторному надзору над программируемыми элементами ЦФА, например, над возможными ограничениями на использование с определёнными типами продавцов или географическими регионами, поскольку такие программные условия могут влиять на скорость денежного обращения и экономическое поведение агентов. В рамках реализации регуляторы должны требовать от эмитентов полного раскрытия информации о любых встроенных программных ограничениях на использование денег. При необходимости следует вводить прямые запреты на такое программирование денег, которое позволяло бы

эмитенту дискриминировать участников рынка или вмешиваться в проведение монетарной политики центрального банка. Эффектом для монетарной политики становится предотвращение централизованного контроля над денежным обращением через программные функции цифровых валют и сохранение единства денежного пространства.

Девятая мера посвящена созданию координационных механизмов между центральными банками для регулирования кросс-границных ЦФА. Предлагается организовать международную рабочую группу для выработки согласованных стандартов регулирования глобальных стейблкоинов и механизмов обмена информацией между регуляторами разных юрисдикций в реальном времени. Механизм реализации предполагает использование существующих институтов — Международного валютного фонда (МВФ), Банка международных расчётов (БМР), Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) — для разработки стандартов кросс-границного контроля над ЦФА. Также необходимо предусмотреть механизмы санкций за неподчинение, вплоть до блокирования доступа на национальные рынки. Для монетарной политики это означает предотвращение регуляторного арбитража между юрисдикциями, обеспечение согласованной проводимости монетарной политики и предотвращение использования ЦФА для обхода санкций или капитальных ограничений.

Наконец, десятая мера требует разработки критериев оценки влияния ЦФА на эффективность трансмиссионных каналов монетарной политики. Центральные банки должны разработать и внедрить системы мониторинга влияния ЦФА на отдельные каналы передачи монетарной политики: канал процентных ставок, канал банковского кредитования, канал активов и канал ожиданий, с регулярной публикацией соответствующих отчётов. На основе методик МВФ и БМР центральным банкам предстоит регулярно измерять два типа параметров: «level effects» (уровень влияния ЦФА как самостоятельного шока) и «transmission effects» (влияние ЦФА на эффективность самой трансмиссии монетарной политики) [2,6]. Это требует сбора детальных данных

о размере позиций в ЦФА в разрезе типов участников — домохозяйств, предприятий, финансовых учреждений. В итоге центральные банки получат инструментарий для адаптивной настройки инструментов монетарной политики с учётом фактического воздействия ЦФА, что улучшит предсказуемость и общую эффективность проводимой политики.

Рост объёма стейблкоинов и внедрение программируемых цифровых финансовых активов объективно снижают степень контроля центральных банков над денежным предложением и каналами его трансмиссии в экономику. Предложенные в статье десять мер формируют целостную систему защиты монетарной политики: от базового требования раскрытия резервов (мера 1) и обязательного переобеспечения (мера 2) до макропруденциальных лимитов на леввередж и долю ЦФА в денежной массе (мера 5). Ключевым выводом является то, что эффективное регулирование невозможно без технологического сближения регулятора и рынка — через интеграцию с RTGS (мера 3), использование блокчейн-аналитики (мера 4) и прямой доступ к узлам распределённых реестров (мера 6). Без этих элементов любой надзор остаётся «слепым» к реальным потокам средств.

Дальнейшее развитие системы должно идти по пути градуированного лицензирования (мера 7), ограничения программируемых денег (мера 8) и активной международной координации (мера 9). При этом центральным банкам рекомендуется внедрить регулярную оценку влияния ЦФА на каждый из трансмиссионных каналов (мера 10), адаптируя инструменты монетарной политики в реальном времени. Предложенный подход не является окончательным нормативным актом, но представляет собой концептуальную рамку, которая может быть операционализирована на уровне национальных законодательств и наднациональных соглашений. Игнорирование этих вызовов приведёт к постепенной эрозии монетарного суверенитета, тогда как их своевременное регуляторное оформление позволит сохранить эффективность денежно-кредитной политики в эпоху цифровых финансов.

Список использованной литературы

1. Банк России. (2024). Концепция регулирования цифровых финансовых активов и стейблкоинов с позиции денежно-кредитной политики. М.: Центральный банк Российской Федерации.
2. Банк международных расчётов (БМР), Комитет по глобальной финансовой системе (CGFS). (2022). The crypto ecosystem: key risks and policy implications. Basel: BIS, № 134.
3. Базельский комитет по банковскому надзору. (2022). Второй консультативный документ по пруденциальному регулированию криптоактивов. Базель: Банк международных расчётов. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bis.org/bcbs> (дата обращения: 22.03.2026).
4. Европейский парламент и Совет Европейского союза. (2023). *Регламент (ЕС) 2023/1114 о рынках криптоактивов (MiCA)*. Официальный журнал Европейского союза, L 150, 12.06.2023, с. 40–205. – [4]
5. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (2021). Practice Aid: Accounting for and Auditing of Digital Assets. New York: AICPA.
6. Bank for International Settlements (BIS), Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI). (2023). Digital currencies and central bank monetary policy: challenges and opportunities. Basel: BIS.