

Криптодайджест за 2К25 И снова рекорды биткойна

5 ИЮЛЯ 2025



Криптовалюты: итоги второго квартала

- **В 2К25 крипторынок показал уверенный рост, капитализация увеличилась на 24,3%.** Биткойн обновил исторический максимум, преодолев психологически важный рубеж \$100 тыс. Рост котировок поддержали корпоративные инвесторы, вложения которых по итогам квартала достигли рекордных 1,14 млн BTC. Позитивным фактором для рынка стало снижение напряженности в торговых отношениях США и Китая. Среди регуляторных изменений, благоприятных для криптовалют, — снятие ограничений на включение криптоактивов в пенсионные накопления в США. Эфириум вырос благодаря технологическим обновлениям, хотя все еще далек от максимумов 2024 года. Важным событием стало принятие в США закона о регулировании стейблкоинов, капитализация которых также достигла рекордных уровней. Тем не менее геополитические риски, включая конфликт на Ближнем Востоке, способствовали сохранению волатильности рынка.
- **Новые криптоинструменты на российском рынке.** ЦБ РФ 28 мая разрешил финансовым организациям выпускать производные финансовые инструменты, доходность которых привязана к изменению стоимости криптовалюты. Однако инвестировать в них смогут только квалифицированные инвесторы. При этом условия выпуска таких инструментов не должны предусматривать фактическую поставку криптовалюты инвестору.
- **Влияние пошлин на экономику США проявится в ближайшие месяцы.** Эко Экономика и рынок труда США в 2К25 оставались в неплохой форме. При этом инфляция в последние месяцы оказалась ниже ожиданий экономистов. Однако повышение импортных пошлин, скорее всего, в конечном счете приведет к значительному ускорению роста цен, пусть и более медленному, чем опасались рынки. Поэтому Федрезерв в 2К25 оставил ставку неизменной на уровне 4,25–4,50% и дал понять, что не собирается снижать ее в краткосрочной перспективе. Вероятно, регулятор перейдет к смягчению монетарной политики только в декабре, когда повышательное давление импортных пошлин на инфляцию значительно ослабнет.
- **Законодательство в области цифровых активов и майнинга.** В этом выпуске мы рассказываем о законодательной базе в отрасли криптовалют в России и этапах ее формирования. Для написания данной главы мы использовали книгу Л. В. Пепеляевой «Цифровая валюта и майнинг: регулирование».
- **Обзор рынка стейблкоинов.** С начала прошлого года капитализация стейблкоинов повысилась на 93% до \$251 млрд. При этом в 2024 году стейблкоины по объему транзакций заметно превзошли самые популярные платежные системы. Токены, обеспеченные фиатной валютой и классическими финансовыми инструментами, продолжают занимать доминирующую долю рынка – около 91%. Особого внимания заслуживает появление инновационных моделей, таких как USDe от Ethena, который всего за год занял третье место по капитализации (\$5,6 млрд). Дополнительным катализатором роста становится регулирование. Одобренный в мае 2025 года палатой представителей США, но еще не подписанный Дональдом Трампом GENIUS Act закрепляет за долларовыми стейблкоинами статус платежных токенов и вводит строгие требования к резервам и отчетности, что способно обеспечить индустрии еще более широкий институциональный спрос в США.

- **Обновление Рестра в Ethereum: на пути к масштабированию.** Обновление Рестра – важный шаг на пути к долгосрочному масштабированию и удобству использования Ethereum. Внедрение новых функций и улучшение существующих позволит значительно снизить затраты на транзакции, упростить доступ к блокчейну для массового пользователя, повысить пропускную способность сети и укрепить ее безопасность. Ethereum продолжает следовать выбранной стратегии, становясь все более удобной, надежной и экономически эффективной платформой для пользователей и разработчиков.

И снова рекорды биткойна

В 2К25 крипторынок показал уверенный рост, капитализация увеличилась на 24,3%. Биткойн обновил исторический максимум, преодолев психологически важный рубеж \$100 тыс. Рост котировок поддержали корпоративные инвесторы, вложения которых по итогам квартала достигли рекордных 1,14 млн BTC. Позитивом для рынка стало снижение напряженности в торговых отношениях США и Китая. Среди регуляторных изменений, благоприятных для криптовалют, – снятие ограничений на включение криптоактивов в пенсионные накопления в США. Эфириум вырос благодаря технологическим обновлениям, хотя все еще далек от максимумов 2024 года. Важным событием стало принятие в США закона о регулировании стейблкойнов, капитализация которых также достигла рекордных уровней. Тем не менее геополитические риски, включая конфликт на Ближнем Востоке, способствовали сохранению волатильности рынка.

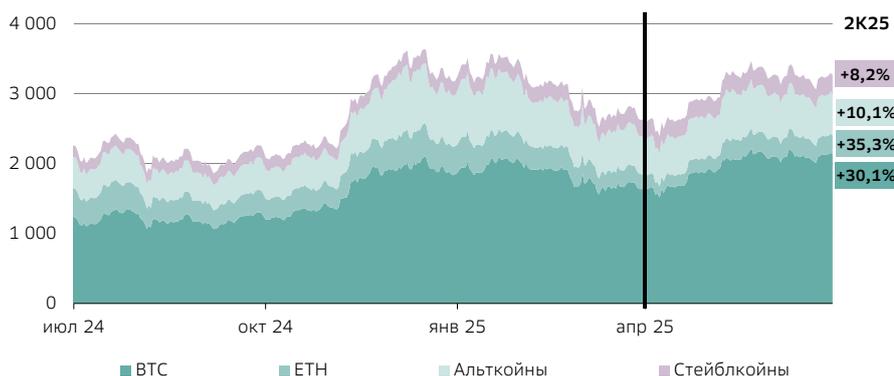
■ Ралли на крипторынке в 2К25: биткойн обновил исторический максимум, волатильность остается повышенной. За апрель – июнь капитализация всего крипторынка выросла на 24,3% до \$3,27 трлн. Биткойн (BTC) торговался в широком диапазоне \$74 500–111 500 и завершил квартал ростом на 29,8% на отметке \$107 171. В течение 2К25 первая криптовалюта в очередной раз обновила исторический максимум и значительную часть времени торговалась выше психологически важной отметки \$100 000, несмотря на геополитические шоки. Вторая по капитализации криптовалюта, эфириум (ETH), прибавила 35,4% на фоне технологических обновлений сети и завершила квартал на уровне \$2 486, что, однако, все еще на 40% ниже уровней 4К24. Капитализация остального рынка альткойнов (не включая стейблкойны) выросла всего на 10,1% и к концу июня оказалась на отметке \$601 млрд. При этом капитализация стейблкойнов продолжила уверенный рост: в 2К25 она прибавила 8,2%, обновив исторический максимум на отметке \$265,4 млрд. На этом фоне доля биткойна в капитализации всего крипторынка продолжила расти и увеличилась с 62,5% до 65,2%. А в течение квартала она достигала отметки в 65,7% – самого высокого значения с января 2021 года.

Динамика рыночной доли биткойна за последние 12 мес., %



Источник: TradingView

Динамика и структура капитализации крипторынка за последние 12 месяцев, \$ млрд



Источник: Tradingview, Defillama, SberCIB

Ключевые события на глобальном рынке

■ **Рынки вздохнули с облегчением после появления большей определенности в отношении пошлин США.** В выпуске [криптодайджеста за 1К25](#) мы рассказывали, что эскалация торговых войн США с другими странами напугала инвесторов, вызвав в феврале – марте активные продажи на всех мировых рынках, включая криптоактивы. Однако по итогам переговоров США и Китай договорились о взаимном снижении пошлин до 55% со стороны США и до 10% со стороны Китая. Кроме того, Китай выразил готовность ослабить контроль за экспортом в США редкоземельных металлов. Сделка была позитивно воспринята инвесторами и усилила надежды, что дальнейшего обострения торгового конфликта не произойдет. На этом фоне за апрель – май крипто-рынок вырос на 20%, а 11 мая BTC достиг нового исторического максимума на отметке \$111 500. Более подробно мы рассказываем о влиянии торговых пошлин на экономику США, инфляцию и ставку ФРС в главе «Влияние пошлин на экономику США проявится в ближайшие месяцы».

■ Тем не менее уже в июне на фоне эскалации геополитической напряженности на Ближнем Востоке котировки «цифрового золота» опустились в район \$100 000. За неделю 16–22 июня биткойн показал сильнейшее падение котировок с марта, когда США объявили о введении пошлин. Цены на остальные криптовалюты за эту неделю испытали еще более глубокое падение, чем котировки биткойна: из 100 крупнейших по капитализации криптовалют около 90 потеряли до 40% стоимости. Тем не менее после заявления Дональда Трампа о прекращении огня между Израилем и Ираном цена биткойна полностью восстановилась.

■ **Биткойн как стратегический резерв: рост корпоративных инвестиций на 104% с начала 2024 года.** В выпуске [криптодайджеста за 1К25](#) мы рассказывали, что в США банки с начала 2025 года могут хранить криптоактивы клиентов, а компании – учитывать цифровые валюты по рыночной, а не амортизированной стоимости, как это было ранее. Эти изменения в регулировании привели к значительному росту спроса на криптоактивы со стороны крупных бизнесов: на конец 2К25 уже 141 публичная и 42 частные компании держали биткойн на своем балансе на общую сумму 1,14 млн BTC (порядка \$121 млрд) – 5,4% от максимально возможной эмиссии монеты, составляющей 21 млн BTC. С начала 2025 года частные и публичные компании суммарно увеличили инвестиции в первую криптовалюту на 265 тыс. BTC, или на 30%, а с начала 2024 года – на 581 тыс. BTC, или на 104%.

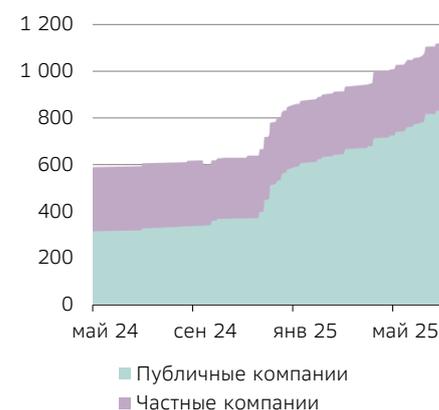
■ Порядка 50% всех корпоративных вложений в биткойн – 592,3 тыс. BTC – приходится на Strategy (MSTR, ранее MicroStrategy). Компания под руководством ее основателя Майкла Сейлора с 2020 года накапливает биткойны за счет привлечения долгового и акционерного финансирования. Strategy была основана еще в 1989 году, стала публичной в 1998 году и занималась бизнес-аналитикой и облачными платформами. Второй по величине корпоративный держатель биткойнов – американский майнер MARA Holdings (MARA), на его балансе 50 тыс. BTC. Доля этой компании в мировом хешрейте (мощности для

Динамика цены BTC в 2К25, \$



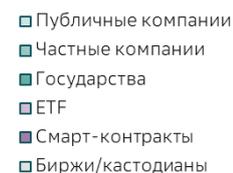
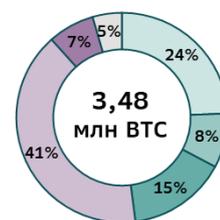
Источник: TradingView

Динамика объема BTC на балансах частных и публичных компаний, BTC



Источник: bitcointreasuries

Структура держателей BTC-резервов



Источник: bitcointreasuries

майнинга биткойна) составляет порядка 7%. На третьем месте – TwentyOne Capital, которая в мае довела объем биткойнов во владении до 37,3 тыс. BTC и во многом копирует бизнес-модель Strategy. В числе новых инвесторов – американские TrumpMedia и GameStop, а также японская Metaplanet – компания, которая начинала как оператор бюджетных отелей, но с 2024 года активно накапливает первую цифровую валюту.

- **Эфириум как стратегический резерв: SharpLink адаптирует казначейскую стратегию Strategy.** SharpLink Gaming (SBET) стала первой публичной компанией на бирже Nasdaq, которая стала использовать вторую по капитализации криптовалюту эфириум в качестве казначейского актива. В мае 2025 года она привлекла \$425 млн в рамках закрытого размещения во главе с частной компанией по разработке программного обеспечения на основе блокчейна Consensus. Сооснователь Ethereum Джозеф Любин стал председателем совета директоров SharpLink. На эти средства компания приобрела 176 270 ETH. В итоге SharpLink стала крупнейшим публичным держателем ETH после Ethereum Foundation. Более 95% токенов были сразу размещены в стейкинг, который приносит пассивный доход и поддерживает безопасность сети Ethereum. В июне акции SharpLink Gaming стали доступны для опционной торговли на Nasdaq. Это говорит о росте доверия институциональных инвесторов к эфириуму как активу для корпоративных резервов. Однако на котировки ETH эта новость не оказала значимого влияния – в отличие от внедрения технологического обновления Pectra. Мы подробно рассказываем об этом в главе «Обновление Pectra в Ethereum: на пути к масштабированию».

Компании – инвесторы в криптоактивы как в стратегический резерв*				
Компания	Страна	Описание	Актив в резерве	Способ привлечения средств
Strategy (ранее MicroStrategy)	США	Компания, предоставляющая корпоративное аналитическое ПО и услуги	BTC	Финансирование за счет долга и капитала
Marathon Digital	США	Цифровая технологическая компания, занимающаяся майнингом биткойна	BTC	Финансирование за счет долга и капитала
Riot	США	Компания по майнингу биткойна	BTC	Финансирование за счет долга
Semler Scientific	США	Разрабатывает и продает технологии в области здравоохранения	BTC	Финансирование за счет долга и капитала
DDC Enterprise	США	Производит растительные полуфабрикаты под брендом DayDayCook	BTC	Финансирование за счет акций
KindlyMD/Nakamoto	США	Объединение биткойн-резервной компании Nakamoto и медкомпании KindlyMD	BTC	Частное размещение/финансирование за счет долга
Gamestop	США	Ритейлер видеоигр, консолей и аксессуаров	BTC	Финансирование за счет долга
Zap Inc.	США	Финтех-компания, специализирующаяся на биткойн-платежах	BTC	Неизвестно
Where Food Comes From	США	Независимая компания по верификации продуктов	BTC	Неизвестно
K Wave Media	Южная Корея	Медийная компания: К-контент, мерч, инвестиции в К-развлечения	BTC	Финансирование за счет капитала
Metaplanet	Япония	Работает в гостиничной сфере	BTC	Финансирование за счет долга и капитала
Roxom Global	Аргентина	Биржа и медиа, ориентированные на биткойн	BTC	Частное размещение за счет капитала
ATAI	Германия	Фармацевтическая компания: психоделики, энтактогены и др.	BTC	Внутреннее перераспределение резервов
Coinsilium Group Forza	Великобритания	Инвестиции и консалтинг в сфере Web3	BTC	Финансирование за счет капитала (для накопления)
Walnut Capital	Гонконг	Холдинговая инвестиционная компания	BTC	Финансирование от директора и акционера
GreenMerc	Швеция	Финтех-компания, ПО для цифровых активов и традиционных финансов	BTC	Консолидация существующих криптоактивов
H100 Group	Швеция	Медицинская технологическая компания	BTC	Финансирование за счет долга
Al Abraaj	Бахрейн	Бахрейнская публичная компания	BTC	Внутренние резервы
SharpLink	США	Онлайн-платформа для спорта и ставок	ETH	Финансирование за счет основателя и акционеров
Entreparticuliers	Франция	Платформа для сделок с недвижимостью	SOL	Частное размещение капитала
Upexi	США	Холдинг по продаже потребительских товаров	SOL	Частное размещение акций
Classover	США	Образовательная платформа	SOL	Договор на покупку ценных бумаг
Janover	США	Финтех-компания в сфере недвижимости	SOL	Конвертируемые облигации и warrants
Solstrategies	Канада	Консалтинг и инвестиции в экосистему Solana	SOL	Кредитные линии, частные размещения, проспекты

* Данные по июнь 2025 года.

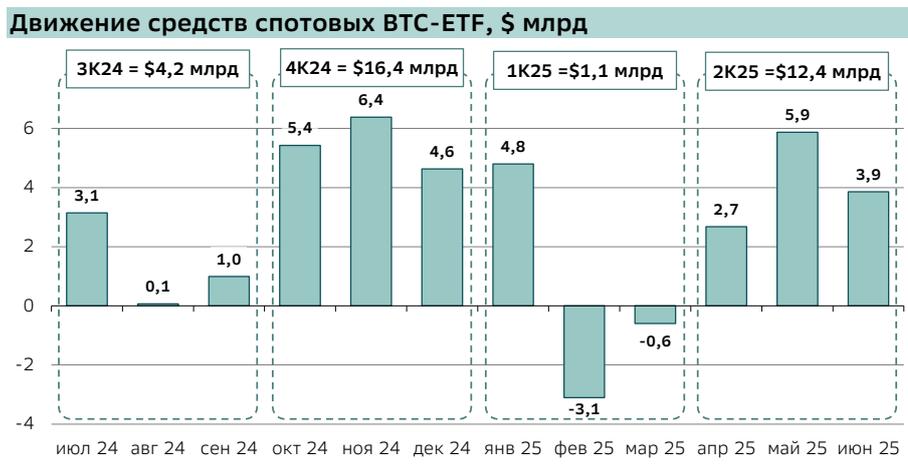
Источник: Galaxy digital

- Минтруд США снял ограничения на криптовалюты в пенсионных накоплениях.** Ведомство отменило рекомендации 2022 года, ограничивавшие инвестиции в криптовалюты в рамках пенсионных планов 401(k). Теперь управляющие компании и работодатели могут самостоятельно решать, включать ли криптоактивы в эти накопительные программы. Планы 401(k) – популярный инструмент частной пенсионной системы США с общим объемом средств \$8,7 трлн на конец 1К25. До отмены рекомендаций добавление криптоактивов оставалось редкостью и происходило лишь в единичных случаях через ограниченные решения. Рекомендации Минтруда 2022 года предостерегали от инвестиций в криптовалюты из-за их волатильности и недостаточной прозрачности. Минтруд США подчеркнул, что больше не занимает ни одобряющей, ни критической позиции в отношении криптовалют в пенсионных планах.
- Бум стейблкойнов с привязкой к доллару США: закон о стейблкойнах.** Несмотря на повышенную волатильность рынка, объем выпущенных в обращение стейблкойнов с привязкой к доллару США продолжил расти высокими темпами и за 2К25 увеличился на 15% до \$265 млрд, а с начала 2024 года капитализация стейблкойнов практически удвоилась. Более подробно про рынок стейблкойнов, их типы и бизнес-модели мы рассказываем в главе «Обзор рынка стейблкойнов». Сенат США 17 июня проголосовал за принятие закона GENIUS (Guiding and

Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act) – первого крупного законопроекта о регулировании стейблкоинов, прошедшего верхнюю палату. Он обязывает эмитентов полностью обеспечивать токены резервами в долларах и краткосрочных казначейских облигациях, публиковать данные о резервах и проходить аудит.

- GENIUS Act может стать первым законом о регулировании крипторынка при новой администрации президента Трампа. Несмотря на множество дружественных к криптовалютам инициатив со стороны правительства – таких как указ «Об укреплении лидерства США в цифровых финансах» и создание госрезерва биткойна – с момента вступления президента в должность не было принято ни одного закона о криптовалютах. Отметим, что эмитенты централизованных стейблкоинов являются крупными держателями госдолга США. Так, резервы для обеспечения USDT (Tether Limited) в 1К25 включали около \$120 млрд в казначейских облигациях США. Это больше, чем инвестиции в госдолг США со стороны таких стран, как Германия или Южная Корея.

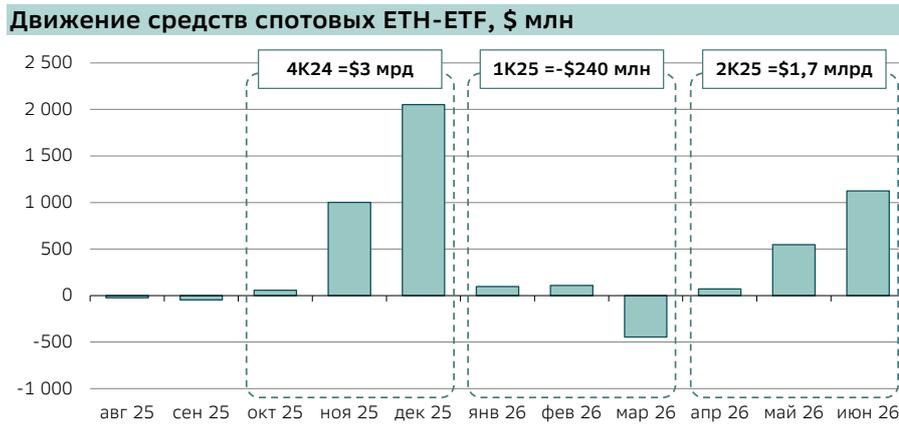
В 2К25 притоки в спотовые биржевые фонды (ETF) на BTC в США ускорились. 2К25 стал вторым самым успешным кварталом с момента запуска спотовых BTC-ETF в январе прошлого года. Суммарно за квартал инвесторы вложили в биржевые фонды \$12,4 млрд – в 11 раз больше, чем кварталом ранее. В мае, когда биткойн достиг нового исторического максимума на уровне \$111 500, совокупный приток в спотовые BTC-ETF составил \$5,9 млрд. Суммарно с момента запуска в январе 2024 года вложения в фонды достигли \$46,4 млрд. Сейчас на балансе американских фондов находится более 1,4 млн BTC – это 6,7% от возможной эмиссии биткойна, которая ограничена 21 млн монет.



Источник: Glassnode, SberCIB

- **Притоки в спотовые ETH-ETF выросли, но остаются скромными.** Вложения во вторую по капитализации криптовалюту эфириум по сравнению с биткойном остаются довольно скромными – в 2К25 совокупный чистый приток составил \$1,7 млрд против оттока \$240 млн в 1К25. Притоки в ETH-ETF частично сдерживает отсутствие возможности стейкинга, доходность которого с начала 2025 года составляет порядка 2,9% годовых. С момента запуска биржевых фондов в августе

2024 года инвесторы вложили в них \$4,5 млрд. Сейчас на балансе американских фондов находится более 4,1 млн ETH — это 3,4% от текущего объема выпущенных ETH (эмиссия ETH не имеет ограничений).



Источник: Glassnode, SberCIB

■ **Динамика топ-10 криптовалют: умеренный рост всего рынка, Ethereum, Tron и Solana в авангарде.** Мы уже отмечали, что доля биткойна от капитализации всего рынка в 2К25 продолжила расти и увеличилась до максимального с января 2021 года уровня – 65,7%. Рост спроса со стороны бизнесов, а также существенные притоки в BTC-ETF значительно поддержали котировки первой криптовалюты — в 2К25 она выросла сильнее других. Вторая по капитализации криптовалюта эфириум также показала заметный рост в 2К25 (плюс 35%) на фоне успешного внедрения нового технологического обновления. Капитализация Solana за квартал увеличилась на 31%, что сопоставимо с динамикой BTC и ETH. Основным драйвером стал растущий интерес инвесторов на фоне слухов о возможном одобрении спотового ETF на Solana.

Динамика топ-10 криптовалют

	Рын.кап. 2К25 \$ млрд	Рын.кап. 1К25 \$ млрд	Изм. за 2К25
Bitcoin	2 131	1 638	30%
Ethereum	270	200	35%
Tether	158	144	10%
XRP (Ripple)	137	121	13%
Binance Coin	93	85	9%
Solana	84	64	31%
USD Coin	62	60	2%
Tron	27	22	19%
Dogecoin	25	24	4%
Cardano	21	23	-8%

Источник: CoinMarketCap, SberCIB

В середине июня резко выросла цена токена Tron после публикации Financial Times о планах выхода основанного Джастином Саном блокчейн-проекта на биржу в США. Аффилированная с предпринимателем фирма Tron станет публичной через обратное слияние с котирующейся на Nasdaq компанией SRM Entertainment. Новое предприятие будет покупать и удерживать токены Tron, копируя стратегию Strategy Майкла Сэйлора. По данным источников FT, Tron обязалась инвестировать в созданную компанию \$210 млн в цифровых активах. Кроме того, в мае стало известно, что Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) приступила к изучению заявки на регистрацию спотового ETF на основе Tron с функцией стейкинга. В целом сейчас SEC изучает свыше 70 заявок на запуск биржевых фондов на базе различных криптовалют.

Новые криптоинструменты на российском рынке

28 мая ЦБ РФ [разрешил](#) финансовым организациям выпускать производные финансовые инструменты, доходность которых привязана к изменению стоимости криптовалюты. Однако инвестировать в них смогут только квалифицированные инвесторы. При этом условия выпуска таких инструментов не должны предусматривать фактическую поставку криптовалюты инвестору.

После разрешения ЦБ РФ участники финансового рынка запустили множество инструментов различных типов (ЦФА, структурные облигации, фьючерсы) с привязкой к криптовалютам с наибольшей капитализацией, то есть в первую очередь к биткойну и эфириуму (мы рассмотрим некоторые из них ниже). Во всех новых инструментах базовый актив (криптовалюта) котируется в долларах США, однако расчеты производятся в российских рублях.

Фьючерсы

■ **Московская биржа** 4 июня начала торги расчетным квартальным фьючерсом (тикер IBIT) на фонд от BlackRock iShares Bitcoin Trust ETF (с привязкой к цене биткойна) с первым истечением срока в сентябре 2025 года. Дневной объем торгов фьючерсом варьируется в диапазоне 350–880 млн руб.

Также с 10 июня МосБиржа начала расчет индекса биткойна (Индекс Мосбиржи ПФИ Биткойна) на данных с четырех криптобирж (Binance, Bybit, OKX и Bitget). В ближайшее время Московская биржа планирует запустить фьючерс на данный индекс.

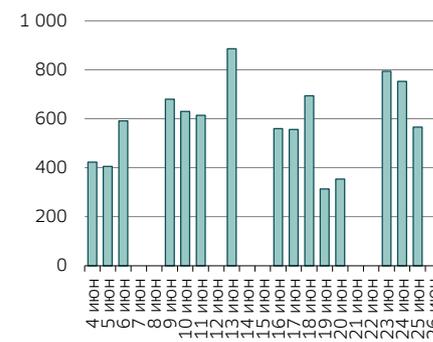
■ **СПБ Биржа** начала торги фьючерсом на индекс биткойна среди профессиональных участников рынка в тестовом режиме (детали не раскрываются).

СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ

■ **Сбер** [выпустил](#) структурные облигации с доходностью, привязанной к динамике стоимости биткойна (детали не раскрываются). Заместитель председателя правления Сбера Анатолий Попов на ПМЭФ сообщил, что объем эмиссии составил 500 млн руб. Новый инструмент пока доступен только «ограниченному кругу квалифицированных инвесторов на внебиржевом рынке», однако в дальнейшем Сбер планирует выпустить структурные облигации с привязкой к цене биткойна с листингом на Московской бирже.

■ **ВТБ** [разместил](#) двухлетние структурные облигации «Биткойн» (ISIN: RU000A104H32) со 100%-й защитой капитала. Базовым активом выступает биржевой фонд iShares Bitcoin Trust ETF. В этом инструменте также предусмотрено ограничение роста цены базового актива в раз- мере 50%.

Объем торгов фьючерсом IBIT на Московской бирже, млн руб.



Источник: МосБиржа

- **БКС запустил** семь структурных продуктов с базовыми активами, доходность которых привязана к стоимости криптовалют. Основные базовые активы – это биржевые фонды iShares Bitcoin Trust ETF и iShares Ethereum Trust ETF. Сообщается, что инвестор может выбрать уровень защиты капитала. Срок инструментов составляет от 1 года до 5 лет.
- **Альфа-Капитал и Rumberg Capital эмитировали** структурные облигации на iShares Bitcoin Trust ETF (детали не раскрываются).

ЦФА

- **ТБ Капитал предложил разделить стоимость 1 BTC между инвесторами через выпуск ЦФА.** Банк **выпустил** ЦФА срочностью всего один месяц и номиналом 0,001 от рублевой цены биткойна. Инструмент предусматривает начисление держателю ЦФА дополнительного дохода в размере 2% от номинальной стоимости ЦФА. При этом курс биткойна к доллару США определяется котировками, предоставленными Coingesco, действующими на дату расчета номинальной стоимости ЦФА. Объем эмиссии составил 1 000 шт.
- **Альфа Банк разместил два выпуска ЦФА с привязкой к цене биткойна и эфириума, срочность каждого один месяц.** В обоих выпусках в качестве референсного актива взяты ETF от BlackRock: iShares Bitcoin Trust ETF и iShares Ethereum Trust ETF. Цена приобретения одного ЦФА равна 1 000 руб., при погашении она будет проиндексирована на процентное изменение стоимости базового актива за период обращения выпуска. Курсы биткойна и эфириума к доллару США определяются котировками, предоставленными ресурсом [ishares.com](https://www.ishares.com). Максимальный объем эмиссии каждого выпуска – 5 тыс. штук (5 млн руб.).

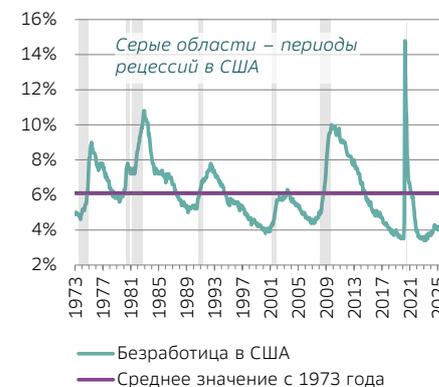
Влияние пошлин на экономику США проявится в ближайшие месяцы

Экономика и рынок труда США в 2К25 оставались в неплохой форме. При этом инфляция в последние месяцы оказалась ниже ожиданий экономистов. Однако повышение импортных пошлин, скорее всего, в конечном счете приведет к значительному ускорению роста цен, пусть и более медленному, чем опасались рынки. Поэтому Федеральное резервное управление в 2К25 оставило ставку неизменной на уровне 4,25–4,50% и дало понять, что не собирается снижать ее в краткосрочной перспективе. Вероятно, регулятор перейдет к смягчению монетарной политики только в декабре, когда повышательное давление импортных пошлин на инфляцию значительно ослабнет.

Экономика и рынок труда США, вероятно, останутся в относительно неплохой форме в 2025 году

- Средний месячный рост количества рабочих мест вне сельского хозяйства в апреле – мае составил 150 тыс., что выше среднего значения за 1К25 (плюс 111 тыс.) и близко к среднему значению с апреля 2024 года по март 2025 года (плюс 147 тыс.). Безработица остается в диапазоне 4–4,2% уже тринадцать месяцев подряд и в июне составила 4,1%, что является довольно низким показателем относительно исторических уровней.
- Также, согласно модели GDPNow от ФРБ Атланты, экономика США в 2К25 вырастет на 2,6% кв/кв в пересчете на год с сезонной корректировкой (SAAR). Для сравнения, рост ВВП США в 2024 году составил 2,5% г/г.
- Отдельно стоит прокомментировать замедление роста ВВП США до минус 0,5% кв/кв SAAR в 1К25. Такая динамика не говорит о наступающей рецессии, как может показаться на первый взгляд. Дело в том, что замедление роста ВВП в 1К25 было во многом вызвано временным резким ростом товарного импорта (на 19% кв/кв с сезонной корректировкой), обусловленным опережающими закупками иностранных товаров на фоне повышения импортных пошлин. Это привело к вытеснению спроса на продукцию внутреннего производства. Также важно отметить, что в 1К25 реальные продажи конечной продукции частным покупателям в США увеличились на 1,9% кв/кв SAAR. Это несколько ниже среднего уровня за период с 2022 года (2,6% кв/кв SAAR), но по-прежнему говорит об относительной устойчивости спроса со стороны частного сектора. В связи с этим в ближайшие кварталы рост ВВП США, скорее всего, будет выше, чем в 1К25, из-за снижения объема импорта и роста спроса на продукцию внутреннего производства.
- Мы считаем, что на фоне повышения импортных пошлин рост ВВП США по итогам года замедлится до 1,5% г/г против 2,5% г/г в 2024 году. Впрочем, это по-прежнему довольно близко к прогнозу ФРС по долгосрочным темпам роста экономики США (1,8% в год). Безработица, на наш взгляд, может повыситься, однако все равно останется довольно низкой – около 4,5%.

Безработица в США остается относительно невысокой



Источник: Fred

ИНФЛЯЦИЯ В США, СКОРЕЕ ВСЕГО, УСКОРИТСЯ В БЛИЖАЙШИЕ МЕСЯЦЫ

- В апреле – мае рост базового дефлятора потребительских расходов (core PCE) в среднем составил 0,16%. Это близко к уровню, соответствующему цели ФРС (0,17% м/м, или 2% г/г). Дело в том, что бизнесы еще в полной мере не переключивали рост издержек от повышения пошлин на своих потребителей. Это, например, может быть обусловлено накоплением товарных запасов в преддверии повышения пошлин, что временно удержало некоторые компании от пересмотра цен.
- Однако уже введенные пошлины, скорее всего, в конечном счете приведут к значительному ускорению инфляции, пусть и более медленному, чем опасались рынки. В частности, по результатам майского [опроса](#) PwC, 60% крупных компаний-респондентов собираются переключивать рост издержек от импортных пошлин на потребителей. Для справки: согласно [оценкам](#) Йельского университета, средний уровень импортных пошлин в США на текущий момент достиг 15,8% — максимального значения с 1936 года. Это на 6 п. п. выше, чем в конце 1К25, и на 13 п. п. – чем в начале года. В этих условиях, по нашим оценкам, рост core PCE в этом году, вероятно, даже превысит июньский прогноз ФРС (3,1% г/г).
- Также стоит отметить, что, согласно последним данным опроса Мичиганского университета, в июне инфляционные ожидания потребителей на год вперед составили 5%, а на пять лет вперед – 4%. Без учета уровней апреля – мая, когда на пике эскалации торговых войн эти показатели были еще выше, ценовые ожидания на год вперед находятся вблизи максимумов с 1982 года, а на пять лет – с 1991 года. Такие данные не соответствуют цели Федрезерва по инфляции.

ФЕДРЕЗЕРВ, НА НАШ ВЗГЛЯД, ПЕРЕЙДЕТ К СНИЖЕНИЮ СТАВКИ ЛИШЬ В ДЕКАБРЕ

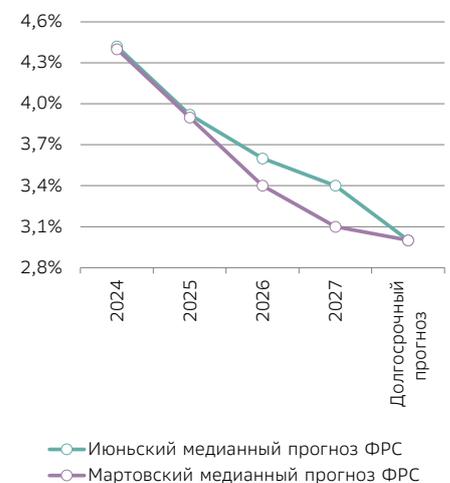
- В этих условиях Федрезерв в 2К25 оставил ставку неизменной на уровне 4,25–4,50% и сохранил достаточно жесткую риторику. Регулятор также считает, что инфляция в США может заметно ускориться в ближайшие месяцы из-за уже введенных пошлин. При этом, по его мнению, экономика и рынок труда остаются в довольно неплохой форме.
- Регулятор дал понять, что не планирует переходить к смягчению монетарной политики на ближайших заседаниях. Медианный прогноз ФРС по ставке на конец 2025 года, как и в марте, по-прежнему предполагает ее снижение на 50 б. п. Однако примечательно, что теперь сразу семь из девятнадцати представителей ФРС вообще не ждут смягчения монетарной политики в этом году (против четырех в марте).
- На наш взгляд, если инфляция действительно заметно ускорится и тем более превысит прогноз Федрезерва, регулятор сохранит ставку неизменной на ближайших трех заседаниях и снизит ее на 25 б. п. только в декабре, когда повышательное давление на инфляцию со стороны импортных пошлин значительно ослабнет.

Пошлины в экономике США существенно выросли в 2К25 и с начала года



Источник: Йельский университет

Прогноз ФРС предполагает снижение ставки на 50 б. п. к концу года



Источник: ФРС, CME

Законодательство в области цифровых активов и майнинга

В этом выпуске делимся с вами информацией о законодательной базе в отрасли криптовалют в России и этапах ее формирования. Для написания данной главы мы использовали книгу Л. В. Пепеляевой «Цифровая валюта и майнинг: регулирование».

Ключевым законом в отрасли является Федеральный закон № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31 июля 2020 года. Этот закон дал старт регулированию нового вида финансовых инструментов в России.

- **Цифровой валютой** признается совокупность электронных данных (цифрового кода или обозначения), содержащихся в информационной системе, которые предлагаются и (или) могут быть приняты в качестве средства платежа, не являющегося денежной единицей РФ, денежной единицей иностранного государства и (или) международной денежной или расчетной единицей, и (или) в качестве инвестиций и в отношении которых отсутствует лицо, обязанное перед каждым обладателем таких электронных данных, за исключением оператора и (или) узлов информационной системы, обязанных только обеспечивать соответствие порядка выпуска этих электронных данных и осуществления в их отношении действий по внесению (изменению) записей в такую информационную систему ее правилам.
- **Российское законодательство относит криптовалюты к категории «цифровая валюта».** При этом юридически криптовалюта не признается в качестве денежного средства, а рассматривается как имущество. Это подтверждено и в Налоговом кодексе РФ. Для целей налогообложения цифровая валюта считается имуществом: криптовалюта в России имеет статус объекта гражданских прав, сходного с имущественным правом, но не является законным платежным средством.
- **Что разрешено?** Законодательство разрешает владеть, приобретать, хранить и переводить цифровую валюту между лицами. Граждане и организации вправе совершать сделки купли-продажи криптовалюты, обменивать ее на другую криптовалюту или фиатные деньги, держать криптоактивы в кошельках. Однако использование цифровой валюты в качестве средства платежа за товары, работы или услуги в РФ прямо запрещено законом. **Рубль остается единственным законным платежным средством в стране, и расчеты в криптовалюте рассматриваются как нарушение.**

Следующим ключевым периодом в развитии регулирования цифровой валюты является период с августа по ноябрь 2024 года, когда были приняты пять федеральных законов по вопросам майнинга и цифровой валюты.

Прежде всего обозначим, что является майнингом с точки зрения законодательства. Майнингом цифровой валюты признается деятельность по проведению математических вычислений путем эксплуатации технических и программно-аппаратных средств для внесения записей в информационную систему, использующую технологию, в том числе технологию распределенного реестра, имеющих целью выпуск цифровой валюты и (или) получение лицом, осуществляющим такую деятельность, вознаграждения в цифровой валюте за подтверждение записей в информационной системе.

- Федеральный закон от 8 августа 2024 года № 221-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – 221-ФЗ), которым с ноября 2024 года **легализован майнинг цифровой валюты**, определяют порядок и условия ведения такой деятельности, а также закрепляет полномочие Росфинмониторинга на ведение в определенных случаях перечня адресов-идентификаторов;
- Федеральный закон от 8 августа 2024 года № 222-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – 222-ФЗ) распространяет на лиц, осуществляющих майнинг цифровой валюты (в том числе участников майнинг-пула), и лиц, организующих деятельность майнинг-пула, требования в отношении идентификации клиентов, организации внутреннего контроля, фиксации и хранения информации, если они осуществляют майнинг, распределение цифровой валюты, выпущенной(полученной) в результате майнинга;
- Федеральный закон от 8 августа 2024 года № 223-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – 223-ФЗ), наделяет **Банк России полномочиями по установлению экспериментальных правовых режимов в сфере цифровых инноваций для осуществления операций с цифровыми валютами** в рамках внешнеторговой деятельности, а также в целях проведения организованных торгов цифровой валютой;
- Федеральный закон от 25 октября 2024 года № 349-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – 349-ФЗ) наделяет **правительство РФ полномочиями по установлению запрета на осуществление майнинга цифровой валюты в отдельных субъектах РФ** или на отдельных их территориях, а также порядка и случаев установления такого запрета;
- Федеральный закон от 29 ноября 2024 года № 418-ФЗ «О внесении изменений в часть первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» **регулирует вопросы налогообложения майнинга и операций с цифровыми валютами.**

Основные этапы процесса регулирования цифровой валюты и майнинга, а также их характеристики.

Этапы	Основные характеристики этапа
1 этап до принятия закона о цифровой валюте (до 31 июля 2020 г.)	Законодательное регулирование отсутствует. Осуществляется нерегулируемая добыча криптовалюты (в том числе путем майнинга). Идет дискуссия о целесообразности и глубине регулирования операций с криптовалютой при подготовке проекта закона о цифровой валюте.
2 этап после принятия закона о цифровой валюте (31 июля 2020 г.) до 8 августа 2024 г. (в этот день приняты три федеральных закона, регулирующих цифровую валюту и майнинг)	В законе о цифровой валюте закреплен термин «цифровая валюта»; цифровая валюта признана имуществом для целей четырех федеральных законов, регулирующих сферы законодательства о банкротстве, об исполнительном производстве, о противодействии коррупции, о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма. Урегулированы отдельные вопросы оборота цифровой валюты. Принимается ряд подзаконных актов во исполнение закона о цифровой валюте. Минфин России, Банк России и др. субъекты права законодательной инициативы разрабатывают проекты федеральных законов в части регулирования цифровой валюты, майнинга, установления ответственности
3 этап с 8 августа 2024 г. до 31 декабря 2024 г.	8 августа 2024 г. приняты три федеральных закона: 221-ФЗ, которым урегулированы вопросы майнинга цифровой валюты; 222-ФЗ, распространивший на лиц, осуществлявших майнинг цифровой валюты (в том числе участников майнингпула), требования в отношении идентификации клиентов, организации внутреннего контроля, фиксирования и хранения информации; 222-ФЗ, который наделяет Банк России полномочиями по установлению ЭПР для осуществления операций с цифровыми валютами в рамках внешнеторговой деятельности, а также в целях проведения организованных торгов цифровой валютой. 25 октября 2024 года принят 349-ФЗ, который предусматривает возможность установления запрета на осуществление майнинга цифровой валюты в отдельных субъектах РФ или на отдельных их территориях, а также порядка и случаев установления такого запрета. 29 ноября 2024 года принят закон 418-ФЗ, который регулирует вопросы налогообложения майнинга и операций с цифровыми валютами.
4 этап с 1 января 2025 г.	В полном объеме вступили в силу изменения в Налоговый кодекс в части майнинга и операций с цифровой валютой. Появляются новые предложения по дополнительному регулированию майнинга цифровой валюты.

Источник: Л. В. Пепеляева. «Цифровая валюта и майнинг: регулирование».

Обзор рынка стейблкоинов

С начала прошлого года капитализация стейблкоинов повысилась на 93% до \$251 млрд. При этом в 2024 году стейблкоины по объему транзакций заметно превзошли самые популярные платежные системы. Токены, обеспеченные фиатной валютой и классическими финансовыми инструментами, продолжают занимать доминирующую долю рынка – около 91%. Особого внимания заслуживает появление инновационных моделей, таких как USDe от Ethena, который всего за год занял третье место по капитализации (\$5,6 млрд). Дополнительным катализатором роста становится регулирование. Одобренный в мае 2025 года палатой представителей США, но еще не подписанный Дональдом Трампом GENIUS Act закрепляет за долларовыми стейблкоинами статус платежных токенов и вводит строгие требования к резервам и отчетности, что способно обеспечить индустрии еще более широкий институциональный спрос в США.

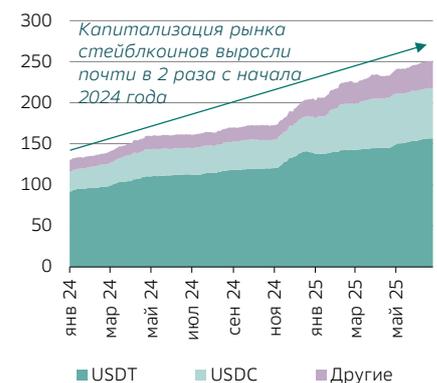
■ **Трансформация рынка и регулирование.** Стейблкоины становятся связующим звеном между традиционными финансами и криптовалютной индустрией: спрос на них активно растет со стороны управляющих активами, платежных систем и банков. Регуляторная повестка усиливает этот интерес: в мае 2025 года палата представителей США приняла законопроект GENIUS Act, а в июне он прошел через сенат. Сейчас Genius Act направлен с новыми поправками сената обратно в палату представителей, где в ближайшее время должно состояться финальное голосование, после чего Дональд Трамп должен будет подписать законопроект. Genius Act закрепляет за долларовыми стейблкоинами статус платежных токенов и вводит строгие требования к резервам, отчетности и лицензированию эмитентов. Ожидание новых правил уже стимулирует институциональный спрос на максимально прозрачные и регулируемые стейблкоины — прежде всего USDC. Для USDT будущие нормы, напротив, создают вызов: компания Tether объявила о намерении выпустить отдельный токен, полностью соответствующий ожидающимся стандартам рынка США.

■ **Рост транзакций и капитализации.** На конец июня 2025 года рыночная стоимость стейблкоинов, по данным DeFiLlama, составляла \$251 млрд, что на 93 % выше уровня начала 2024 года. Для сравнения, общая капитализация крипторынка оценивается в \$3,27 трлн, из которых \$2,1 трлн приходится на биткойн и \$270 млрд — на эфириум. Важно отметить, что в объеме транзакций стейблкоины уже заметно опережают самые популярные платежные системы. Согласно оценке криптобиржи CEX.io, в 2024 году этот показатель достиг \$27,6 трлн, что превосходит совокупный объем Visa и Mastercard на 7,7%.

■ **Типы стейблкоинов.** Традиционно выделяют четыре основных типа стейблкоинов, каждый из которых имеет собственную модель обеспечения и управления рисками.

► **Полностью обеспеченные фиатом и инструментами денежного рынка.** Эмитент принимает от пользователя доллары (или другую

Капитализация рынка стейблкоинов, \$ млрд



Источник: coingecko.com, SberCIB

фиатную валюту), размещает их в банке или в надежных краткосрочных госбумагах — чаще всего в краткосрочных казначейских облигациях США — и выпускает эквивалентное количество токенов 1:1. При обратном обмене стейблкойнов эмитент возвращает фиат, а соответствующее количество токенов сжигает. Эти продукты формируют примерно 91% рынка: резервы генерируют процентный доход, который и становится основным источником выручки (пример — USDT, USDC, PYUSD, USDO, USDtb, BUILD).

- ▶ **Сверхобеспеченные криптоактивами.** Пользователь вносит цифровой залог (ETH, stETH, wBTC и т. д.) в смарт-контракт, который выпускает стейблкойны на сумму меньше рыночной стоимости залога (как правило, 60–75 %). Если цена залога падает ниже порогового значения, позицию принудительно ликвидируют, чтобы покрыть обязательства. В таком случае потеря составляет примерно 5% от залога. При погашении долга стейблкойны сжигаются, а залог возвращается. Такой механизм снижает кредитный риск, но делает модель капиталоемкой (примеры — DAI, GHO, USDS).
- ▶ **Комбинированные (гибридные).** Совмещают элементы алгоритмической и обеспеченной моделей: часть залога хранится в ликвидных активах, часть устойчивости обеспечивается деривативными или алгоритмическими инструментами. Пример — USDe от Ethena, где долларовый паритет поддерживается дельта-нейтральными деривативными позициями; резерв в криптоактивах дает базовую гарантию, а фьючерсные хедж-позиции фиксируют стоимость. Несмотря на инновации, совокупная доля алгоритмических и гибридных решений остается ниже 3%, поскольку инвесторы отдают предпочтение полностью обеспеченным схемам.
- ▶ **Алгоритмические.** Привязка к доллару поддерживается не реальным резервом, а алгоритмом, который автоматически меняет предложение токенов (сжигает или эмитирует) через взаимосвязанный «партнерский» токен. Устойчивость полностью зависит от рыночного доверия и корректности алгоритма. Модель показала высокую уязвимость: в мае 2022 года экосистема Terra USD (UST)/Luna рухнула – капитализация с практически \$60 млрд за несколько дней упала до нуля, а курс UST отклонился от \$1 на 99%. Это произошло на фоне вывода более \$2 млрд UST из Anchor Protocol, в котором их держатели получали доходность порядка 20% годовых. Массовый отток ликвидности запустил «смертельную спираль» – для погашения UST алгоритм выпускал новые LUNA. За пару суток предложение LUNA выросло с сотен миллионов до триллионов токенов, а цена упала до нуля. После краха Terra Luna, а также провалов IRON и Neutrino USD доля алгоритмических стейблкойнов опустилась ниже 1% от капитализации всех стейблкойнов.

ОБЗОР ОТДЕЛЬНЫХ СТЕЙБЛКОЙНОВ

- **Tether (USDT).** С начала 2024 года капитализация USDT выросла на 70,2 % до \$156 млрд. При этом доля на рынке сократилась с 70 % до 62 % на фоне быстрого роста конкурентов, прежде всего USDC. По состоянию на конец 1К25 в краткосрочных казначейских векселях США

размещено \$98,5 млрд резервов USDT. Если учесть все ликвидные активы в обеспечении (облигации, РЕПО, денежный рынок, депозиты и т. д.), то резервы составят \$121,6 млрд. Такой портфель резервов выводит Tether в топ-25 крупнейших иностранных держателей госдолга США. Согласно отчетности Tether, за период с 1 января 2024 года по конец 1К25 вложения Tether в краткосрочные казначейские облигации США увеличились на \$35,4 млрд – по темпам прироста эмитент уступил лишь шести государствам и превзошел такие страны, как Канада, Тайвань, Мексика и Норвегия.

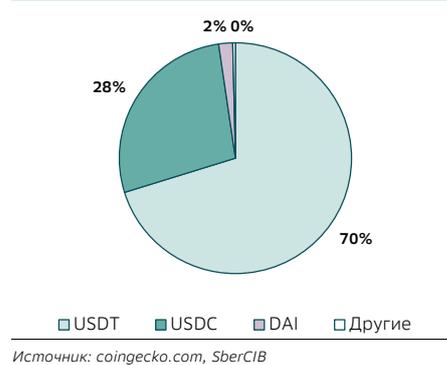
- **Circle (USDC).** С начала 2024 года капитализация монеты выросла на 157% до \$61,3 млрд. В результате ее доля в капитализации рынка стейблкоинов повысилась с 19% до 24,4%. Такой рывок обеспечили регуляторные лицензии: Circle первой из эмитентов получила одобрение MiCA в ЕС, затем – лицензию Дубайского международного финансового центра (DIFC), а также подтвердила соответствие новым канадским правилам листинга криптоактивов. Законодательная «чистота» облегчает интеграцию USDC в традиционные финсервисы и дает преимущество над конкурентами.

В начале июня 2025 года Circle провела IPO на Нью-Йоркской бирже, в ходе которого привлекла около \$1,1 млрд. Капитализация Circle достигла \$6,9 млрд, а с учетом опционов и других бумаг – около \$8,1 млрд. К 24 июня, то есть спустя две недели после IPO, капитализация компании Circle обошла собственный стейблкоин по капитализации. С начала торгов бумаги Circle (тикер CRCL) выросли в цене более чем на 800%. Причиной такого роста, вероятно, стал общий ажиотаж вокруг новых IPO криптокомпаний (eToro, Galaxy Digital, Bitdeer и др.), а также одобренный сенатом США GENIUS Act, установивший федеральные правила для стейблкоинов и укрепивший доверие инвесторов. Сразу после успешного IPO Circle две криптобиржи (Gemini и Bullish) подали проекты регистрационного заявления на проведение IPO в Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

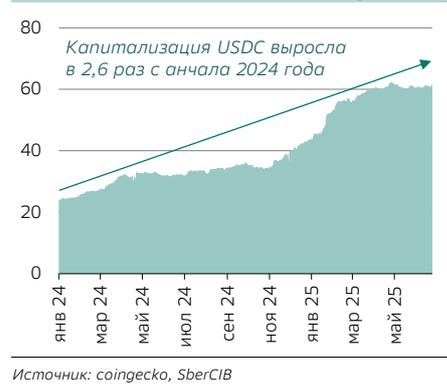
- **USDS и DAI.** Осенью 2024 года MakerDAO завершил ребрендинг в Sky и запустил новый стейблкоин USDS – эволюцию DAI. Как и DAI, USDS является сверхобеспеченным, но допускает мультивалютный залог и оптимизирован под мультичайновые транзакции с низкими комиссиями. Текущая доля стейблкоинов (USDC) в залоге под выпуск USDS составляет 55%. С начала 2024 года объем предложения DAI снизился с \$5,2 млрд до \$4,4 млрд. За довольно короткий срок объем USDS в обращении практически достиг показателя для DAI и на текущий момент составляет \$4,2 млрд.

- **USDe и USDtb.** Запущенный в феврале 2024 года компанией Ethena стейблкоин USDe представляет собой «синтетический» доллар и принципиально отличается от традиционных стейблкоинов. Вместо обеспечения в виде наличных, государственных ценных бумаг или криптовалют USDe поддерживает привязку к доллару через дельта-нейтральную позицию с использованием деривативов. Термин «дельта-нейтральность» означает, что изменение котировок базового

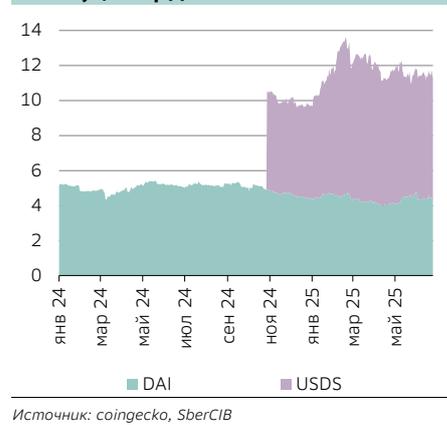
Доли USDT и USDC в капитализации всего рынка стейблкоинов



Капитализация USDC, \$ млрд



Совокупная капитализация DAI и USDS, \$ млрд



актива не влияет на стоимость позиции. Например, если инвестор одновременно покупает ETH и занимает короткую позицию по ETH на фьючерсном рынке, то такая стратегия будет дельта-нейтральной.

Процесс эмиссии USDe происходит так: пользователь вносит в протокол базовый актив, например, ETH. Протокол использует этот актив в качестве залога и в этот же момент занимает короткую позицию на бессрчном фьючерсе. После этого пользователь получает USDe.

Протокол имеет два основных источника дохода:

1. Часть USDe обеспечена токенами ликвидного стейкинга stETH, приносящими пассивный доход.
2. Доход от фандинга по короткой позиции в вечном фьючерсе. Для справки: если стоимость бессрчного фьючерса выше цены базового актива, то трейдеры с длинной позицией платят определенную сумму трейдерам с короткой позицией, и наоборот. Исторически из-за дисбаланса спроса и предложения на рынке участники, занимающие короткие позиции, получали положительный фандинг примерно в 90% дней за последние три года.

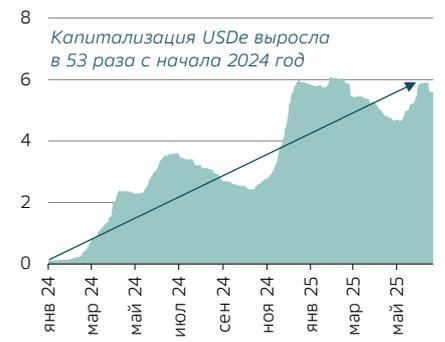
За короткий срок Ethena заняла третью строчку по капитализации рынка стейблкоинов – на текущий момент она составляет \$5,6 млрд (2,2% рынка).

Параллельно для инвесторов, предпочитающих обеспечение в традиционных активах, создан USDTB. Этот токен (запуск – декабрь 2024 года в партнерстве Ethena с Securitize) полностью обеспечен долями BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund (BUIDL), инвестирующего в короткие казначейские векселя США. Каждый токен USDTB дает держателю право на пропорциональную долю активов фонда и ежедневно аккумулирует купонный доход в ончейне. Токен выпущен стандарта ERC-20, листингован на Bybit и доступен в качестве залога под деривативы. Обмен USDTB возможен 1:1 как на BUIDL, так и на USDe, что соединяет стейблкоин от BlackRock с синтетическим долларом Ethena и создает возможности арбитража между безрисковой доходностью КО США и плавающей доходностью деривативной модели USDe. Текущая капитализация USDTb около \$1,5 млрд – восьмое место среди стейблкоинов.

- **BUIDL.** В марте 2024 года BlackRock совместно с Securitize представила токен BUIDL, отражающий долю в фонде USD Institutional Digital Liquidity Fund (BUIDL). Его текущая капитализация составляет почти \$2,9 млрд (шестое место). Один BUIDL соответствует одному доллару, инвестированному в краткосрочные КО США, сделки обратного РЕПО с ФРС и банковские депозиты, что обеспечивает почти безрисковую доходность денежного рынка.

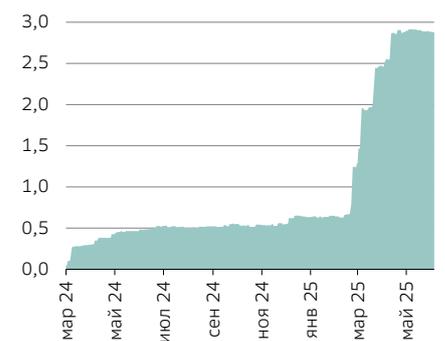
Подписка и погашение происходят круглосуточно через смарт-контракт Securitize после прохождения KYC/AML. Отчетная цена и накопленный процент обновляются ежедневно, а купонная доходность автоматически капитализируется на балансе токена, превращая BUIDL в ончейн-аналог Treasury ETF с ежедневным дивидендом.

Капитализация USDe, \$ млрд



Источник: coingecko, SberCIB

Капитализация BUIDL, \$ млрд

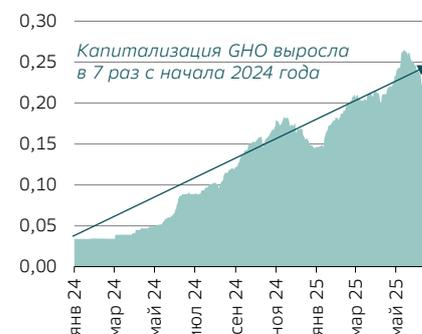


Источник: coingecko, SberCIB

BUILD быстро стал базовым активом для решений DeFi и RWA: Ondo Finance выпускает стейблкоин USDY, обеспеченный BUILD и добавляющий 2–3% годовых за счет секьюритизированных кредитов. Ряд кастодиальных банков тестирует BUILD как расчетный актив во внутриведенных РЕПО. Благодаря прозрачной отчетности (аудитор — Deloitte) и ясной регуляторной модели BUILD называют облигационным стейблкойном, соединяющим доходность денежного рынка с ликвидностью смарт-контрактов.

- **GHO.** В июле 2023 года децентрализованный кредитный маркетплейс Aave запустил собственный стейблкоин GHO. Выпуск осуществляется под залог активов в пулах Aave v3 (ETH, stETH, USDC и др.), проценты по займам фиксируются голосованием держателей токена AAVE. К июню 2025 года предложение GHO достигло \$250 млн. (плюс 615% с начала 2024 года). Стейблкоин быстро набирает популярность из-за нативной интеграции с крупнейшей DeFi-платформой.

Капитализация GHO, \$ млрд



Источник: coingecko, SberCIB

Обновление Pectra в Ethereum: на пути к масштабированию

Обновление Pectra – важный шаг на пути к долгосрочному масштабированию и удобству использования Ethereum. Внедрение новых функций и улучшение существующих позволит значительно снизить затраты на транзакции, упростить доступ к блокчейну для массового пользователя, повысить пропускную способность сети и укрепить ее безопасность. Ethereum продолжает следовать выбранной стратегии, становясь все более удобной, надежной и экономически эффективной платформой для пользователей и разработчиков.

■ **Экосистема Ethereum непрерывно развивается.** Команда разработчиков Ethereum регулярно обновляет и улучшает блокчейн, следуя дорожной карте развития. Так, например, в выпуске [криптодайджеста за 3К22](#) мы рассказывали об обновлении The Merge, которое поменяло консенсус-алгоритм блокчейна с Proof-of-Work на Proof-of-Stake и принципиально изменило механизмы, отвечающие за безопасность сети. В выпуске [криптодайджеста за 1К24](#) мы обсуждали масштабное обновление блокчейна Ethereum под названием Dencun. Оно позволило как значительно снизить комиссии за транзакции в сетях второго уровня, так и повысить масштабируемость основной сети Ethereum. Теперь, в начале мая 2025 года, команда разработчиков провела новый большой апгрейд сети – Pectra, призванный сделать блокчейн более гибким, эффективным и удобным для пользователей. Одним из важных нововведений стала добавленная функциональность смарт-контрактов непосредственно в кошельки, так называемая абстракция аккаунтов, что значительно упрощает взаимодействие с блокчейном и делает Ethereum доступнее для широкого круга пользователей.

■ **Реакция котировок эфириума на выпуск обновления Pectra.** За первые шесть дней с даты релиза обновления Pectra (7 мая 2025 года) котировки эфириума выросли на 48% до \$2 676, а капитализация превысила \$300 млрд. За этот же период биткойн вырос в цене лишь на 7,4%.

■ **Обновление Pectra: что изменилось?** Масштаб обновления можно оценить по внушительному списку из 11 Ethereum Improvement Proposal (EIP). EIP – это стандарты и технические спецификации, описывающие потенциальные новые функции или процессы, доступные для обсуждения и внедрения в сообществе Ethereum. В рамках Pectra внедрены улучшения как на уровне исполнения (обработка транзакций и выполнение смарт-контрактов), так и на уровне консенсуса (обеспечение безопасности и согласованности участников сети).

■ **Самые важные обновления первого этапа (март – апрель 2025):**

- ▶ **Абстракция аккаунтов (EIP-7702).** Так называют концепцию, позволяющую кошелькам выполнять функции смарт-контрактов. Основная цель абстракции аккаунтов – сделать взаимодействие с блокчейном удобнее, особенно для новых пользователей. Главное новшество абстракции аккаунтов – это возможность оплаты комиссий за транзакции в отличных от ETH токенах, например в стейбл-

Последние масштабные обновления Ethereum

Сентябрь 2022	The Merge
Апрель 2023	Shapella
Март 2024	Dencun
Май 2025	Pectra

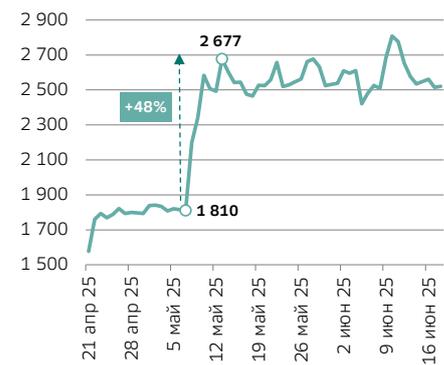
Источник: Ethereum.org, SberCIB

Обновление Pectra

- Инструкции**
Обновление инструкций для улучшения смарт-контрактов
- Формат EVM**
Стандартизация формата EVM для смарт-контрактов
- Данные и стоимость**
Эффективное управление данными и стоимостью транзакций
- Криптография**
Расширение криптографических возможностей и безопасности
- Консенсус и Сеть**
Улучшение консенсуса и сетевой производительности
- Исполнение**
Оптимизация выполнения транзакций и валидаторов

Источник: Ethereum.org, SberCIB

График цены эфириума с конца апреля 2025 года



Источник: coingecko, SberCIB

койнах (USDT, USDC и т. д.). На текущий момент почти во всех блокчейнах для оплаты комиссий за использование сети требуется нативная криптовалюта блокчейна. Например, в блокчейне Ethereum вы не можете сделать перевод любого актива (токена, стейблкойна или NFT) без оплаты комиссии сети в ETH. Абстракция аккаунтов позволит совершать операции в блокчейне без необходимости иметь ETH на кошельке.

- ▶ **Повышение лимита для стейкеров (EIP 7251).** На текущий момент Ethereum имеет лимит для стейкинга в размере 32 ETH. Обновление позволит валидаторам стейкать больше этого лимита — до 2 048 ETH. Кроме того, до обновления операторы не могли получать дополнительные награды к накопленному проценту от своих вложений. Например, валидатор, вложивший 32 ETH в стейкинг в начале 2024 года, мог накопить доход порядка 3% за год, или 1,28 ETH. Однако до обновления он не имел возможности получать процентных доход по этим 1,28 ETH из-за ограничений. Единственное, что он мог сделать, — оставить доход на балансе либо вывести его.
- ▶ **Увеличение количества блобов (EIP-7632).** Прошлогоднее обновление Dencun интегрировало так называемые большие двоичные объекты — blobs, или блобы. Блобы позволяют прикреплять к каждому блоку в сети Ethereum до трех больших (128 Кбайт) пакетов информации о транзакциях. Эта информация сохраняется блокчейном лишь ограниченное время, поэтому пространство для хранения блобов стоит гораздо дешевле, чем запись основных данных в блокчейн. В результате после внедрения Dencun комиссии в решениях второго уровня снизились с 90% до 60%. Обновление Pectra позволит увеличить количество блобов с трех до шести. Это может удвоить пропускную способность решений второго уровня Ethereum, таких как Arbitrum, Optimism, zkSync, Base и т. д. В результате комиссии для пользователей снизятся еще сильнее, а скорость транзакций повысится.

На втором этапе Pectra (конец 2025 — начало 2026) будут реализованы оставшиеся ключевые EIP, дополняющие функциональность и безопасность сети. Самые важные из них приведены ниже.

- **Выход валидатора через уровень исполнения (EIP-7002).** Валидаторы смогут запускать собственный выход из стейкинга непосредственно через уровень исполнения, что упрощает автоматизированные стратегии управления стейкингом.
- **Апгрейд криптографии: предкомпиляты для BLS12-381 (EIP-2537).** Этот EIP добавляет нативную поддержку операций с кривой BLS12-381 (эллиптическая кривая, активно используемая в криптографии для генерации и проверки цифровых подписей и доказательств с нулевым разглашением (zk-доказательств)), существенно снижая расходы на проверку BLS-подписей и zk-доказательств. Это необходимо для эффективного развития zk-роллапов и мостов между блокчейнами.
- **Стандартизированный канал EL-CL (EIP-7685).** Устанавливается единый протокол обмена сообщениями между execution- и consensus-слоями, что повышает надежность и скорость синхронизации между ними.

Ограничение ответственности