

## العملات المستقرة وصدّات التشفير<sup>1</sup>

### Pablo Azar

A financial research economist in Money and Payments Studies in the Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics Group.

### Marco Cipriani

The head of Money and Payments Studies in the Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics Group.

### Thomas M. Eisenbach

A financial research advisor in Money and Payments Studies in the Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics Group

هل يتفاعل مستثمرو العملات المستقرة مع الصدمات واسعة النطاق في صناعة الأصول المشفرة؟ هل يهرب المستثمرون من صناعة العملات المستقرة بأكملها، أم أنهم ينخرطون في رحلة إلى عملات مستقرة أكثر أماناً؟ نختم ببعض نقاط المناقشة رفيعة المستوى حول اللوائح المحتملة للعملات المستقرة.

### ردود الفعل على الصدمات على مستوى السوق

ندرس تأثير الاضطراب في صناعة الأصول المشفرة على تدفقات العملات المستقرة، مع التركيز على الانخفاضات الكبيرة في سعر البيتكوين، والتي على الرغم من أنها ناجمة عن عوامل متعددة، إلا أنها تمثل صدمات للنظام البيئي العام للتشفير. على وجه التحديد، يستخدم تحليلنا البيانات من يناير ٢٠٢١ إلى مارس ٢٠٢٣ لتقدير تأثير الانخفاض في سعر البيتكوين على صافي تدفقات رأس المال إلى عملات مستقرة من أنواع مختلفة وملامح المخاطر.

نقسم مصدري العملات المستقرة إلى أربع فئات واسعة:

<sup>1</sup> Kenechukwu Anadu, Pablo D. Azar, Marco Cipriani, Thomas Eisenbach, Catherine Huang, Mattia Landoni, Gabriele La Spada, Marco Macchiavelli, Antoine Malfroy-Camine, and J. Christina Wang, Stablecoins and Crypto Shocks, MARCH 8, 2024, Federal Reserve Bank of New York, [Link](#).

( ١ ) العملات المستقرة المدعومة بالأصول ومقرها الولايات المتحدة ( على سبيل المثال عملة الدولار الأمريكي )، والتي تدعمها محفظة من الأصول المقومة بالدولار الأمريكي ( التقليدية في الغالب )، مثل الولايات المتحدة. سندات الخزانة والأوراق المالية التجارية.

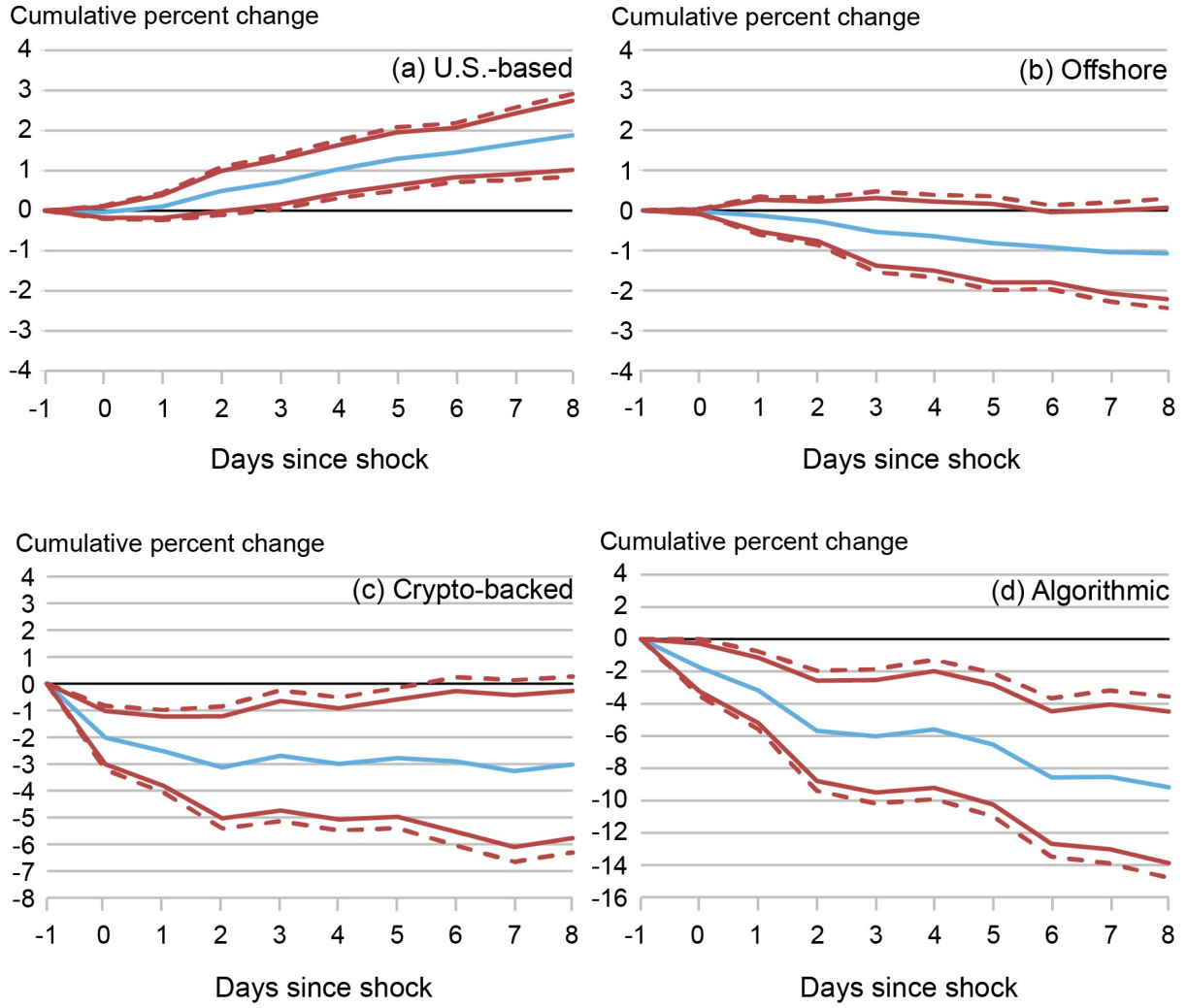
( ٢ ) العملات المستقرة الخارجية المدعومة بالأصول ( على سبيل المثال Tether )، والتي تدعمها أيضا أصول مقومة بالدولار الأمريكي ولكنها تستند إلى الخارج.

( ٣ ) العملات المستقرة المدعومة بالتشفير ( على سبيل المثال DAI )، والتي يتم إصدارها ضد أصول مشفرة أخرى ( عادة بأسعار متقلبة للغاية )، مثل Ether.

( ٤ ) العملات المستقرة الخوارزمية ( على سبيل المثال TerraUSD )، التي لا تدعمها ضمانات وتعتمد آلية الربط الخاصة بها على خوارزمية لمطابقة العرض والطلب التي تستغل المراجعة بين أسعار رموز التشفير المختلفة.

ثم نقدر الاستجابة الدافعة للتدفقات الصافية التراكمية إلى العملات المستقرة للصدمات في أسعار البيتكوين باستخدام التوقعات المحلية. تم تصوير النتائج في الرسم البياني أدناه. وتظهر تقديراتنا نمطا واضحا من الطيران إلى الأمان: بعد صدمة سلبية في سعر البيتكوين، يتدفق رأس المال من العملات المستقرة الأكثر خطورة ( المدعومة بالأصول الخارجية، والمدعومة بالتشفير، والخوارزمية؛ انظر اللوحات ب - د ) وإلى لوحات أقل خطورة ( المدعومة بالأصول في الولايات المتحدة؛ انظر اللوحة أ ). تشير نتائجنا إلى أنه عندما يكون التغيير اليومي في سعر البيتكوين في أدنى ٥٪ من توزيعه التاريخي، فإن العملات المستقرة المحفوفة بالمخاطر تعاني من تدفقات تراكمية بين حوالي ١ و ٩٪، اعتمادا على نوع العملة المستقرة، على مدى الأيام الثمانية التالية. في المقابل، تشهد العملات المستقرة الأقل خطورة تدفقات تبلغ حوالي ٢٪. أيضا، التدفق الخارجي هو الأكبر بالنسبة للعملات المستقرة الخوارزمية، بما يتفق مع فرضية الطيران إلى الأمان.

وظائف الاستجابة الدافعة لأنواع مختلفة من العملات المستقرة لصدمات أسعار البيتكوين



المصدر: Coingecko وحسابات المؤلفين.

تشبه تدفقات الهروب إلى الأمان هذه بشكل ملحوظ تلك التي تعاني منها صناديق سوق المال (MMFs) خلال فترات التوتر: في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٢٠، استرد المستثمرون بشكل كبير من صناديق التمويل المتعددة، التي تحمل ديونا أكثر خطورة، وانتقلوا إلى صناديق النقد متعددة الوسائط الحكومية، التي تحتفظ في الغالب بالولايات المتحدة. ديون الخزنة والوكالات واتفاقات إعادة الشراء المضمونة بهذه الأدوات. أدت هذه العملات على صناديق التمويل المتعددة الأعمال إلى تضخيم الضغوط في أسواق التمويل قصيرة الأجل، والتي تلاشت بعد إجراءات غير عادية من قبل القطاع الرسمي. وفقا للمنطق نفسه، إذا كانت العملات المستقرة ستتمو بشكل أكبر وأكثر ترابطا مع الأسواق المالية، فإن العمل على العملات المستقرة يمكن أن يصبح أيضا مصدراً لعدم الاستقرار المالي وربما يتطلب تدخل الحكومة.

## مناقشة

العملات المستقرة هي أدوات أحدث من MMFs وأكثر تغيراً، سواء من حيث آليات التسعير أو التداول؛ بالإضافة إلى ذلك، تفتقر معظم الولايات القضائية إلى إطار تنظيمي قوي للعملات المستقرة. وبالتالي، فإن الأسئلة حول كيفية تنظيمها كثيرة.

في تقرير عام ٢٠٢١، أوصى الفريق العامل التابع للرئيس المعني بالأسواق المالية، و FDIC، و OCC، بأن تكون العملات المستقرة، وخاصة تلك المستخدمة للمدفوعات، "خاضعة للرقابة التحوطية الفيدرالية المناسبة". كما سلط التقرير الضوء على الحاجة إلى زيادة الشفافية في ترتيبات العملات المستقرة، والتي يمكن تحقيقها، على سبيل المثال، من خلال فرض نظام إفصاح أكثر اتساقاً للعملات المستقرة. وبطبيعة الحال، تنطوي جميع الخيارات التنظيمية على مقايضات، وسيتعين على المرء أن يوازن تكاليفها مع الفوائد، ولا سيما تلك المرتبطة بتحسين حماية المستثمرين والاستقرار المالي.

## تلخيص

إضافة إلى حلقات التشغيل الخاصة التي تعاني منها العملات المستقرة الخوارزمية في عام ٢٠٢٢، تظهر العملات المستقرة أيضاً تدفقات منهجية من الهروب إلى السلامة خلال فترات الضغط الواسع النطاق في سوق أصول التشفير. أي أن المستثمرين يميلون إلى الهروب من العملات المستقرة التي ينظر إليها على أنها أكثر خطورة إلى العملات المستقرة التي ينظر إليها على أنها أقل خطورة خلال مثل هذه الحلقات. تشبه هذه الديناميات بشكل ملحوظ تلك التي لوحظت في MMFs خلال فترات التوتر.