

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Г. И. Пеникас

канд. экон. наук, руководитель проекта Департамента исследований и прогнозирования Банка России

ЗАПРЕТИТЬ НЕЛЬЗЯ РЕГУЛИРОВАТЬ: ПОЧЕМУ У ЧАСТНЫХ КРИПТОВАЛЮТ НЕ ДОЛЖНО БЫТЬ БУДУЩЕГО В РОССИИ

1. Введение¹

11 ноября 2022 г. FTX — одна из крупнейших криптовалютных бирж в Америке — объявила о банкротстве. Потери одного из ее основателей оценивают в 26 млрд долл. Данное событие в очередной раз заставляет задуматься о том, стоит ли продолжать приводить аргументы в пользу того, чтобы частные криптовалюты, включая биткоин, разрешить в России.

Актуальность вопроса связана с тем, что многих граждан завораживают рост котировок биткоина и легенды о том, как кому-то повезло что-то на таком росте получить. Однако, как в любой финансовой пирамиде, нужно помнить, что такое везение имеет оборотную сторону: раз кто-то средства приумножил, значит, кто-то потерял. Все желающие разбогатеть грезят образом первых — тех, кто приумножил; но, к сожалению, оказываются на месте вторых — тех, кто потерял.

Именно поэтому для защиты средств граждан от потерь при участии в финансовых пирамидах Банк России в начале 2022 г. официально рекомендовал запретить использование частных криптовалют в России (Банк России, 2022). Однако данное мнение пытаются регулярно оспорить.

Цель данной статьи — рассмотреть дополнительные аспекты причин и следствий, связанных с рисками для российской экономики и для отдельных участников финансового рынка от использования криптовалют, и объяснить, почему они должны быть запрещены в России.

Для этого в следующем разделе статьи рассмотрены динамика курса биткоина и события, связанные с его изменением. Показано, что такая динамика ничем не отличается от тюльпанной лихорадки XVII в. Третий раздел посвящен примеру Сальвадора — страны, в которой само Правительство официально приобретает биткоины. Проводится сравнение таких действий со стратегиями трейдеров из прошлого, чтобы стало понятно, почему это должно привести к суверенному дефолту, как в случае с трейдерами это приводило к убыткам компаний. В четвертом разделе проиллюстрирован тезис о том, что введение регулирования (как противоположность введению запрета) выгодно регулируемым, в первую очередь. Этот принцип известен уже более 50 лет в теории отраслевых рынков. Сегодня при обсуждении запрета криптовалют в России он оказывается особенно уместным. В следующем, пятом разделе развеиваются заблуждения о том, что биткоин — это будущее, поскольку является воплощением принципов Австрийской экономической школы. Сделан вывод, что биткоин таковым не является. Причина заблуждений, вероятно, кроется в поверхностном знакомстве с Австрийской школой и теорией Мизеса–Хайека. В заключительном разделе подводятся итоги.

¹ В работе выражено личное мнение автора. Оно может не отражать позиции аффилированных организаций. Автор благодарит анонимного рецензента за ценные комментарии.

2. Биткоин — это типичная финансовая пирамида

После банкротства криптовалютной биржи FTX курс биткоина упал ниже своего пятилетнего пика в конце 2017 г., ниже 20 тыс. долл. за биткоин (рис. 1). Можно встретить обсуждения в заметке (Sozzi, 2022), что это некритичное падение курса, так как фондовые рынки США при этом продолжают расти. К такому выводу есть два принципиальных возражения. Они относятся к тому, почему растут американские фондовые рынки; и чего стоит, если такой вопрос вообще уместен, биткоин.



Рис. 1. Динамика котировок биткоина (или сколько может стоить ничего?)

Прежде всего, предлагаем читателю посмотреть на динамику американских фондовых индексов и объем денежной массы (напечатанных долларов США, агрегат M0) на рис. 2. Знакомые с эконометрикой могут захотеть провести более формальные статистические тесты на связь данных временных рядов (на коинтеграцию, на причинность по Гренжеру). На текущий момент достаточно ограничиться следующими наблюдениями. Во-первых, и денежная масса, и фондовые рынки снижаются с конца 2021 г. Именно тогда представители Федеральной резервной системы США (ФРС) заявили, что будут сокращать баланс ФРС. Они могут меньше кредитовать банки. Те смогут меньше открыть длинных позиций (позиций на покупку акций). Часть ранее открытых позиций они будут закрывать. В итоге, банки будут продавать акции. Результат в снижении индексов мы видим.

Можно утверждать, что банки США должны кредитовать экономику. Однако для предприятий США также проще вкладывать новые кредиты в фондовый рынок, чем в производства с неопределенными перспективами спроса. В качестве примера можно напомнить, что приблизительно треть активов на балансе таких технологических гигантов, как Apple, Microsoft, вложены в акции их же конкурентов.

Тогда, рассматривая рост американских фондовых индексов в ноябре 2022 г., возникает вопрос об их причине. Можно рассказывать истории о позитивных настроениях, но они должны быть подкреплены деньгами, на которые покупаются акции. Один из источников — это распроданные биткоины. Но в масштабе экономики США это незначительные объемы. Что же могло привести к беспрецедентному за один день росту американских фондовых индексов на 5–7%?

Ответ был дан 15 августа 2022 г. Именно в тот день в США был принят «Акт о снижении инфляции» (Inflation Reduction Act) (The White House, 2022). Предметом

данной статьи не является его обсуждение в деталях. Нам достаточно того, что для борьбы с инфляцией планируется напечатать 750 млрд долл. Это примерно 20% от текущего объема денежной массы долларов США.

Возвращаясь к динамике двух временных рядов на рис. 2, важно обратить внимание, что данные о значении фондового индекса доступны ежедневно. Данные же о денежной массе идут с лагом в два месяца. Поэтому весьма вероятно, что в январе 2023 г. мы узнаем, что печать указанных выше 750 млрд долл. США уже началась в ноябре 2022 г. Это и стало причиной беспрецедентного роста фондовых рынков в Америке, даже несмотря на банкротство криптовалютной биржи FTX.

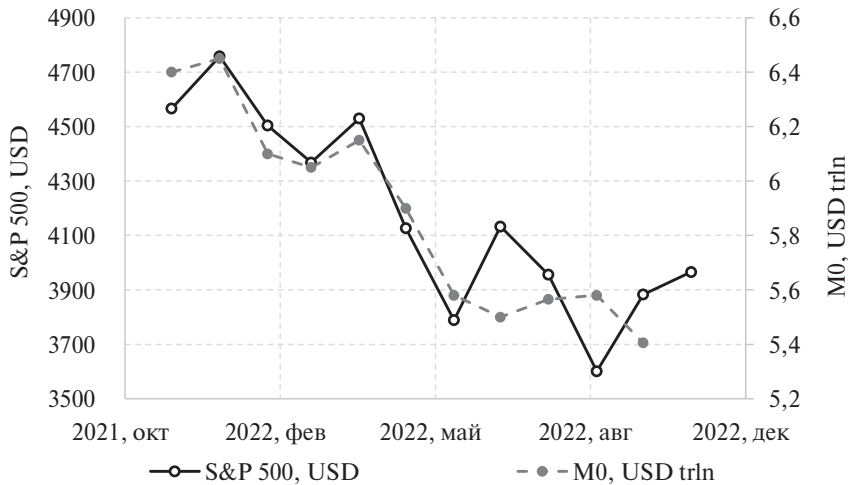


Рис. 2. Рост американских фондовых индексов осенью 2022 г. может быть лишь результатом печати обещанных 750 млрд долл., что компенсировало негатив от банкротства криптовалютной биржи FTX

Во-вторых, зададимся вопросом, как *ничего* может стоить 20 тыс. долл., или после снижения 16 тыс. долл.? Это равносильно тому, что в XVII в. за луковицу тюльпана можно было купить дом (Пенькова, 2018). Луковица столько стоила, пока получалось убеждать других, что позднее на нее можно будет купить уже два дома. Но не подкрепленная реальной деятельностью надежда на удачу — это первый шаг к разорению. Правда, сторонники биткоинов стараются об этом не говорить. Им нужно продать свои биткоины начинающим.

Поэтому, когда о том, что биткоин ничего не стоит, говорят представители Центральные Банков, как, например, Кристина Лагард из ЕЦБ (CNBC, 2022), заинтересованные в биткоинах лица начинают приводить такие аргументы: регуляторы всегда против инноваций; они консерваторы; с ними не будет роста экономики. Это общие слова, но они оказываются по нраву начинающим, и начинающие покупают биткоины у старожил. Это базовый принцип финансовой пирамиды. Первые пришедшие зарабатывают на том, что теряют последние пришедшие.

Здесь уместно вспомнить популярную книгу Р. Кийосаки об инвестициях «Бедный папа, богатый папа». Многие увлеченно читают ее, веря в описанные там принципы. Однако, по мнению автора настоящей статьи, золотые слова в этой книге затеряны в ее середине. Там явно написано, что вы можете верить в описанное в книге или нет, но вы купили книгу, и тем самым автор Р. Кийосаки на вас уже заработал. Так и с биткоинами. Неважно, какую историю о том, как биткоин улучшит будущее, выбирает каждый начинающий перед покупкой биткоина. Главное, что на таком начинающем зарабатывает тот, кто купил биткоин до него. Как со всеми финансовыми пирамидами, лучше не надеяться, что и вам удастся продать *ничего* кому-то еще дороже.

Аргумент, что каждая третья финансовая пирамида в России — криптовалютная (АРБ, 2021), скорее усилит желание начинающих купить биткоин. Они примут этот факт как очередной пример регулятора, как стимул ограничения их свободы. О том, что это сигнал не потерять с трудом заработанные средства, подумают немногие.

Поэтому давайте рассмотрим аргументы, которые не выдвигались ранее. Итак, известно, что в финансовой пирамиде главное — это обеспечить приток новых участников. Чем больше приток, чем дольше он длится, тем больше выгод будет у первых участников (организаторов). При обсуждении финансовой пирамиды МММ в России (Гареев, 2012) автор настоящей статьи столкнулся с таким ожиданием отдельных участников. Кто-то искренне верил, что финансовая пирамида позволит им приносить деньги утром в кассу пирамиды, а вечером забирать их с процентами. И так каждый день. И никто не задумывался, откуда берутся деньги.

Как реализовать такой же принцип вечного благосостояния, но с биткоином? Необходимо пообещать, что он может стоять бесконечно много. Бесконечно, правда, сложно оцифровать. Поэтому лучше пообещать или убедить, что цена биткоина будет конечной, но огромной. У конечной величины есть преимущество. Всегда можно предложить вдвое большую цифру, которая будет затмевать воображение простого человека.

Такая логика может показаться читателю несерьезной. Однако она вполне действенна. В криптосфере ценят прогнозы Кэти Вуд из фонда Ark Investment. Ценят за привлекательность нереалистичных цифр, они представлены на рис. 1. В марте 2021 г. она заявила, что биткоин будет стоить 400 тыс. долл. через десять лет (Katje, 2021). Это при котировках в 50 тыс. долл. за биткоин. Через два месяца при падении до 35 тыс. долл. прогноз подняли уже до 500 тыс. долл. (Bloomberg, 2021). Это было триггером или нет, но курс взлетел до 70 тыс. долл. после такого магического, но ничем не обоснованного прогноза. Когда *ничего* — т. е. биткоин — стал снова стоить 35 тыс. долл., представительница Ark сделала еще более невероятный прогноз в январе 2022 г. Теперь она заявила, что он будет стоить уже один миллион долларов через 10 лет (The Street, 2022). Возникает вопрос, для чего делались такие громкие прогнозы о цене? Естественно, для того чтобы другие, начинающие, пришли на рынок и начали покупать биткоины. Опять же возникает вопрос, зачем? Вариантов здесь два. Первый — оптимистичный. Для того, чтобы активы фонда, вложенные в биткоины, не падали в цене; чтобы не фиксировать убыток. Второй — реалистичный. Как описывали ранее, это для того, чтобы продать свой портфель биткоинов.

Что же произошло после этих заявлений? Курс биткоина упал в два раза. Упрощенно: для рынка это результат сокращения спроса в два раза или двукратного роста предложения. Рост предложения — значит, кто-то массово продавал биткоины.

При этом многих участников криптовалютного рынка за рубежом обеспокоили проблемы и банкротство биржи FTX (The Economist, 2022). Казалось бы, в такой момент, как никогда, представительница фонда Ark должна была бы выйти с заявлением. Например, сделав прогноз, что через десять лет один биткоин будет стоить 10 млн долл. Что же последовало после 11 ноября 2022 г., когда биржа FTX подала на банкротство?

Кэти Вуд действительно сделала заявление 14 ноября, но о чем? Она сообщила, что видит риски рецессии в американской экономике, и их фонд вкладывает в традиционные акции автопроизводителя General Motors (GM) (The Street, 2022;

Hetzner, 2022). Читатель мог бы удивиться, почему от нее нет никакого заявления про биткойны? Неужели она больше не верит, что они могут чего-то стоить?

На самом деле читатель должен задаться другим вопросом. А откуда у фонда средства для покупки существенного пакета акций GM? Ответ прост. Благодаря «рекламе» биткойнов в виде сказочных прогнозов их будущих цен фонд Ark Investment к ноябрю 2022 г., весьма вероятно, смог распродать весь свой портфель биткойнов. Поэтому их больше не беспокоит, будет ли биткойн стоить миллион долларов или ноль долларов.

3. Типичная траектория банкротства компании от действий трейдера

Однако, кажется, что в прогнозы фонда Ark Investments верит Президент Сальвадора. Он реализует типичную стратегию трейдера, или игрока в казино, который хочет отыграться. По рис. 3 видно, как он покупал все больше биткойнов, чем меньше они стоили. Зачем он это делал?

Возможно, он верил в консервативный прогноз от Кэти Вуд, что биткойн будет стоить 400 тыс. долл. Ведь по такой цене купленных им 2,4 тыс. биткойнов было бы достаточно, чтобы выплатить госдолг в размере 800 млн долл. США в январе 2023 г. Однако на текущий момент его портфель *ничего*, т. е. биткойнов, еще стоит 40 млн долл. При этом 60 млн долл. он уже потерял на отрицательной переоценке этого «актива».

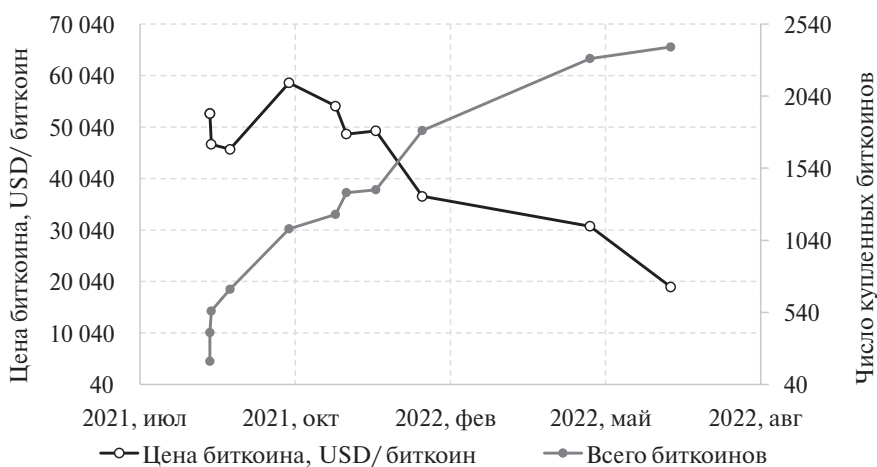


Рис. 3. Президент Сальвадора демонстрирует типичный образ трейдера, желающего компенсировать потери от падения стоимости позиции путем ее увеличения

Источник: Oyamada, Vizcaino, 2022.

Чтобы понять, чем может закончиться финансовая стратегия Президента Сальвадора, вспомним историю. Наиболее уместны примеры Ника Лисона из английского банка Barings, Ясуо Хаманака из японской Сумитомо и Майкла Сэйлора из американской Microstrategy. Каждый из них наращивал позицию при падении стоимости актива. В итоге, каждый принес беспрецедентные исторические убытки для компаний в 1994 г., в 1996 г. и 2022 г., соответственно.

Случай третьей компании особенно примечателен. Ее теперь уже бывший руководитель, Майкл Сэйлор, активно хвалился тем, что сделал из IT-компании инвестиционный фонд, поскольку покупал на баланс компании биткойны, как Президент Сальвадора. Однако, когда биткойн упал в цене в 2022 г., компания потеряла около одного млрд долл.

Риск-менеджеры знают, что азартная стратегия отыграться несет только убытки. Их эффект на организацию зависит от того, насколько рано смогут такую стратегию заметить и прекратить. Поэтому будем наблюдать, что произойдет с Сальвадором, в том числе в январе 2023 г., когда наступит срок погашения госдолга.

4. Регулирование выгодно регулируемым

Основным аргументом в пользу регулирования той или иной деятельности является недопущение провалов рынка при сохранении самого рынка. Однако в такой ситуации редко вспоминают одного из родоначальников теории отраслевых рынков — Гарольда Демзеца. Почти 50 лет назад он сделал важное наблюдение в заключении к своей статье о регулировании услуг предприятий жилищно-коммунального хозяйства (Demsetz, 1968). Он заметил, что наличие регулирования выгодно регулируемым. Если не будет регулирования, то существующие игроки могут не получить ожидаемую доходность. Ведь на рынок могут прийти иные участники. Тогда из-за конкуренции цены на рынке могут упасть. Падение цен приведет к падению выручки существующих участников. Таким образом, регулирование нужно регулируемым, чтобы сохранить цены.

Для перехода к криптовалютам вспомним, что ранее мы уже обсуждали один из способов удержания цен от падения — это громкие прогнозы о том, что цены многократно вырастут в будущем. Давайте проверим утверждение Демзеца применительно к криптовалютам. Для этого рассмотрим предложения по регулированию криптоактивов. Сфокусируемся на таком первоисточнике в масштабах мировой экономики — на Базельском комитете. В таблице сведены релевантные публикации комитета на тему криптоактивов. На рис. 4 показана динамика биткоина в течение полугода после соответствующей публикации. Эта иллюстрация позволяет нам получить первую приблизительную оценку того, как — позитивно или негативно — воспринимались предложения по регулированию. Можно сказать, что на курс биткоина могли оказать влияние многие дополнительные факторы, например возможная распродажа биткоинов из фонда Ark Investment. Однако многие из них неформализуемы для точного количественного измерения эффекта воздействия.

Заметим, что после всех, кроме одной (от февраля 2018 г.), новостей о регулировании биткоина курс биткоина не падал. Казалось бы, введение регулирования должно иметь негативную коннотацию для участников рынка. Однако, как и предсказывал Демзец, участники рынка скорее воспринимали эти новости позитивно, поскольку введение регулирования операций с биткоином — это гарантия привлечения новых участников на рынок. Это позволяет перенести ответственность на Центральные банки за возможные убытки. Логика следующая: если биткоин регулируют, значит, концептуально он надежен. А риски? Риски есть у всех финансовых инструментов. Вот, пусть Центральный банк — в данном случае, сначала Базельский комитет — и скажет, как их правильно регулировать.

При этом более примечательными являются отклики на самые яркие документы Базельского комитета, а именно на консультативный документ лета 2017 г. и на весенний документ 2019 г. В первом Базельский комитет впервые использовал термин «криптоактивы». Таким образом, он попробовал признать его активом. Во втором документе он подтвердил позицию, усилив ее тем, что их надо регулировать. После каждого из этих резонансных документов курс биткоина рос в 3–4 раза, полностью следуя логике Демзеца, что регулирование выгодно регулируемым.



Рис. 4. Публичное обсуждение возможности регулирования криптоактивов Базельским комитетом находило положительный отклик в росте котировок биткоина в 2017 и 2019 гг.

Таблица

Обсуждение Базельским комитетом криптоактивов и эффект на цену биткоина

№ пп.	Дата публикации	Документ	Ключевой посыл документа	Макс. прирост биткоина, раз
1.	30.08.2017	BCBS, 2017	Криптовалюты упомянуты как перспективы развития финансового сектора в мире	4,3
2.	19.02.2018	BCBS, 2018	По сути, повторение посылов из документов 2017 г.	1,0
3.	13.03.2019	BCBS, 2019a	Заявлено, что вложения в криптоактивы, включая биткоин, могут быть разрешены, но будут как-то регулироваться	3,3
4.	12.12.2019	BCBS, 2019b	Подтверждение принципов регулирования из весеннего документа	1,4
5.	09.06.2021	BCBS, 2021	Цифровые активы — это способ платежа и инвестиций	н/д
6.	30.06.2022	BCBS, 2022	В своде регуляторных требований Базельского комитета выделена отдельная глава по криптоактивам (SCO60: Cryptoasset Exposures).	н/д

Здесь читатель может спросить: почему Банк России запрещает криптовалюты, не соглашаясь их регулировать, если Базельский комитет готов думать в направлении регулирования? Для ответа снова вспомним Демзеца. От запрета не приобретут те, у кого есть биткоины; но от введения регулирования они выиграют. Например, в даты предложений по регулированию криптоактивов, показанные в таблице, такие компании, как ранее упомянутая американская IT-компания Microstrategy, имели существенные вложения в биткоин. Если бы Базельский комитет сказал, что биткоины нужно запретить, то он ускорил бы падение цен *ничего* (биткоинов), т. е. регулятор приблизил бы убытки как минимум этой компании из США.

Более того, никто, включая Базельский комитет, не объясняет, почему *ничего* (биткоин) будет завтра что-то стоить, пусть вчера он и стоил 70 тыс. долл. за штуку? За луковицу тюльпана в какой-то момент можно было купить и дом, но потом ее от силы можно было обменять на один помидор. Ни один Базельский комитет не гарантирует, что наблюдаемая в середине ноября 2022 г. цена в 16 тыс. долл. за биткоин сохранится вечно, точнее, что она не будет равна нулю в 2023 г.

5. Биткоин и идеи Австрийской экономической школы

«Стоит биткоин чего или нет, не так важно. Главное, это новая форма свободы личности. Это реализация либертарианской концепции Австрийской экономической школы», — такие аргументы тоже можно услышать в защиту биткоина. При этом используются несколько более четких принципов, которыми сторонники указанной позиции пытаются связать биткоин с теориями Людвиг фон Мизеса и Фридриха фон Хайека, считающихся яркими представителями Австрийской экономической школы. Перечислим данные аргументы и разберем их корректность.

1. Биткоин — это отказ от государства. Именно отказ от государства — ключевой принцип Австрийской экономической школы.
2. Биткоин — это как золотой стандарт в Австрийской экономической школе. Его запас ограничен, а значит, он гарант финансовой стабильности.
3. Биткоин, как и золото, не создает инфляции, чего не избежать при использовании фиатных денег (распространенных наличных средств в виде напечатанных специальным образом защищенных бумажных символов).

Биткоин — это отказ от государства. Именно отказ от государства — ключевой принцип Австрийской экономической школы.

Отказ от государства — это неверный посыл, который ассоциируют с Австрийской экономической школой. Хотя для многих, не читавших работы Мизеса и Хайека, это то, с чем они связывают данное направление экономической мысли. Именно поэтому Австрийскую экономическую школу часто воспринимают как некоторую секту. Более того, такие мысли могут специально насаждаться, чтобы увести людей от желания познакомиться с первоисточниками. Например, в американском фильме «Асоциальная сеть» (Silk Road) Австрийскую экономическую школу связывают с биткоином и разного рода незаконной деятельностью. Так в США создается негативный образ о данном направлении экономической мысли. Почему в США выгодно его создавать?

Именно потому, что ключевой принцип Австрийской экономической школы — это неизменность денежной базы. Ее искусственное снижение, равно как и увеличение, имеет пагубные последствия для экономики. Таким образом, тот факт, что ФРС в 2020–2021 гг. почти вдвое увеличило денежную массу, полностью противоречит рекомендациям Австрийской экономической школы. Если бы больше американцев познакомилось с теорией, то они бы, вероятно, не поддержали политику роста денежной массы в два прошлых года. Равновероятно, они отвергли бы упомянутый акт 2022 г. о борьбе с инфляцией в США с помощью печати еще большего объема денег.

Подчеркнем еще раз, что в книге Мизеса, впервые изданной в 1912 г. (von Mises, 1953), не написано о том, что нужно отказаться от государства. Главная идея — это стабильность денежной массы.

Биткоин — это как золотой стандарт в Австрийской экономической школе. Его запас ограничен, а значит, он гарант финансовой стабильности.

Для Австрийской экономической школы важна не просто стабильность денежной массы, но и ее обеспеченность. В принципе, деньги могут быть необеспеченными, но тогда — как было в США в 2020–2022 гг. — их объем могут легко увеличить. Обеспеченность денег — это залог того, что денежная масса будет постоянной. Наиболее естественным обеспечением в Австрийской экономической школе видят золото. Его важной характеристикой является исчерпаемость как ресурса. Это значит, что золото не может появиться на планете Земля из иных химических соединений. Таким образом, золото в отличие от иных денег и их форм ограничено по определению.

Именно на этом пытаются выстроить параллель между биткоином и золотом сторонники биткоина. Они рассказывают легенду о том, что число биткоинов ограничено количеством 21 млн шт. Формально именно такое ограничение записано в текущем алгоритме генерации биткоинов. Однако настолько ли оно ограничено?

Для начала заметим, что технологически блок с ограничением в 21 млн заменим. Вопрос: когда его могут заменить? Верящие в концепцию биткоина будут утверждать, что никогда. Однако человеческая история содержит иной ответ на данный вопрос.

Обратимся к рис. 5. На нем представлены история разведанных запасов золота на нашей планете и курс золота за последние 25 лет.

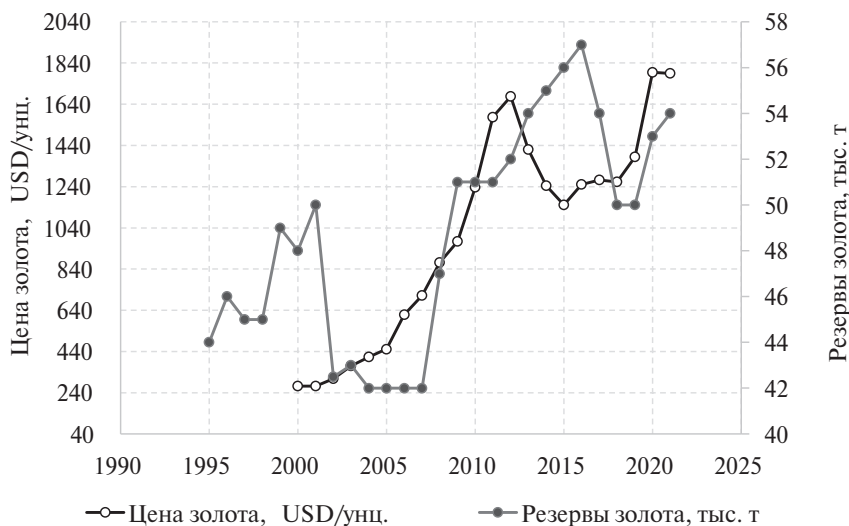


Рис. 5. Динамика, объема разведанных запасов оказывается и рыночная цена золота

Источники: цена золота — URL: <https://finance.yahoo.com/quote/GC%3DF/history>, резервы золота — URL: <https://www.usgs.gov/centers/national-minerals-information-center/gold-statistics-and-information>

Какие выводы следуют из рис. 5? Прежде всего, несмотря на то, что золота на Земле по определению ограниченное количество, как-то так получается, что его открывают все больше и больше. Да, это может быть результатом технологического прогресса. А может быть и результатом того, что в принципе все запасы известны, но об их наличии сообщают поэтапно. Вторая причина кажется фантастической. Однако факт есть факт, что после кризиса 2007—2009 гг., когда золото стали называть резервным активом, на него вырос спрос и его цена пошла вверх, так же вверх пошли цифры оставшихся неизвлеченных резервов.

Из этого следует важный вывод для сторонников биткоина. В тот момент, когда это будет наиболее выгодно, блок с ограничением в 21 млн шт. будет заменен на новый, например, на 210 млн шт. Казалось бы, начинающих можно успокоить, что вероятность такой замены сегодня снизилась условно в пять раз, поскольку биткоин стоит 16 тыс. долл. в сравнении с 70 тыс. долл. в конце 2021 г. Однако одновременно вероятность такой замены в 70 тыс. раз выше сегодня, чем десять лет назад, т. е. кажется, что это практически 100%-но вероятное событие в конце 2022 г.

Чтобы начинающие смогли полнее оценить риск обесценения их вложений в биткоины, предлагаю задуматься над следующим. Для Австрийской экономической школы не менее важна репутация того, кто выпускает деньги. Таким

образом, репутация Центрального банка может повышать доверие к национальной валюте или нет. В первом случае стоит вспомнить про доверие к золотому рублю времен С. Ю. Витте и такое же недоверие к доллару США после масштабного печатания денег ФРС.

Несмотря на недоверие к ФРС, это определенная ответственность. Она закреплена за конкретным Центральным банком и его Председателем (в частности, за Джеромом Пауэлом в 2022 г.). Однако кто несет такую ответственность в отношении биткоина? Быстрый ответ состоит в том, что она принадлежит большинству решающих (валидирующих) компьютеров в сети (блокчейн — для биткоина). Сразу поясняют, что это разные люди, и они не сговорятся о замене блока. Ведь это им невыгодно. Разберемся, так ли это.

Это невыгодно в долгосрочной перспективе, но не в краткосрочной. Если успеть создать много новых биткоинов после поднятия лимита и, как в случае с Ark Investment, успеть продать их по старой цене, то можно получить прибыль. Причем для этого не требуется проводить реальные сделки, достаточно сделать множество обратных сделок, когда один актив передается от одного агента другому и обратно много раз.

Более того, насколько можно быть уверенным, что большинство решающих компьютеров составляют разнородное сообщество? Ведь кроме легенды о мистическом создателе, авторство биткоина неизвестно. Это значит, что группа решающих компьютеров, на которых сеть биткоинов была основана, могла всегда оставаться доминирующей. Для этого достаточно было «арендовать» дополнительный компьютер или сервер при появлении в сети настоящего стороннего компьютера. Таким образом, за группой создателей всегда остается возможность изменить все в системе, включая лимит на максимальное число биткоинов, поскольку за ними большинство компьютеров.

Если начинающим покупателям данная версия кажется конспирологической, то они могут попробовать вспомнить изобретение из истории человечества (например, за последние 200 лет), когда изобретатель не хотел бы себя раскрыть. Автору настоящей статьи неизвестны такие случаи.

Биткоин, как и золото, не создает инфляции, чего не избежать при использовании фиатных денег (распространенных наличных средств в виде напечатанных специальным образом защищенных бумажных символов).

Еще одним заблуждением при сравнении биткоина с золотым стандартом в Австрийской экономической школе является указание на отсутствие инфляции в биткоине, как и в золоте.

Утверждать, что при золотом стандарте нет инфляции, может либо тот, кто не читал работ Мизеса и Хайека, либо тот, кто не понимает его принципа. Мизес описал два источника инфляции золота в своей книге еще сто лет назад, в первом издании от 1912 г. (Mises, 1953). Во-первых, и это наиболее распространенная причина, — добыча золота из рудников. Ее темп составляет исторически около 3–4% от объема доступных (извлеченных) запасов золота в год. Нельзя исключать, что именно поэтому Милтон Фридман выбрал в качестве естественного темпа увеличения денежной массы те же 3% в год. Во-вторых, это могут быть идиосинкратические резкие приросты золотого запаса либо за счет колоний (как Мексика для Испании), либо за счет открытия новых месторождений (например, в Калифорнии и в Австралии). В случае с новыми месторождениями обесценение золота происходит много существеннее, чем при регулярной добыче золота. Таким образом, золотой стандарт всегда несет инфляцию, но ограниченную при прочих равных технологическими возможностями извлечения золота.

Поэтому биткоин обесценивается все 10 лет своего существования. Здесь важно не то, что пока лимит возможного максимального числа биткоинов фиксирован, а то, что каждый год в обращении появляется все больше и больше биткоинов.

Таким образом, ассоциация биткоинов с Австрийской экономической школой — красивый, но плохо продуманный маркетинговый ход по привлечению к покупкам так называемых сторонников концепции либертарианства.

Заключение

В данной работе мы рассмотрели причины, которые или не знают, или пытаются не поднимать при попытке обосновать необходимость регулирования биткоинов в России в частности и частных криптовалют в целом. Были предъявлены дополнительные признаки того, что биткоин является финансовой пирамидой: как первые владельцы биткоинов смогли, вероятно, привлечь начинающих за счет ярких прогнозов будущих цен и успеть продать свои биткоины до очередного краха криптобиржи в ноябре 2022 г. Был приведен пример высокорискованной стратегии Сальвадора, где из-за падающих в цене вложений в биткоин под риском невозврата находится госдолг страны. На примере действий Базельского комитета читатель мог увидеть, что регулирование биткоина позитивно воспринимается создателями данной финансовой пирамиды. Было показано, что при сравнении биткоина с золотым стандартом в теории Австрийской экономической школы проводится подмена понятий. Ключевой вывод из этого состоит в том, что биткоин — это не золотой стандарт. Золото в золотом стандарте — это товарные деньги. При необходимости золото может быть альтернативно использовано в промышленности (например, при производстве электрических плат и украшений). Биткоин — это не товарные деньги, его использовать негде.

Биткоин — это красивая история, которая позволила отдельным участникам получить больше денег за счет их потери многими иными участниками. Пока мы знаем, что существенные убытки от попытки перейти от основной деятельности к спекуляциям с биткоинами понесла американская компания Microstrategy. Именно так теряли навык основной профессии те, кто начинал видеть себя финансистами в период спекуляций с тюльпанами в XVII в. Другая американская организация, Ark Investment, вероятно, смогла избежать убытков от покупки биткоинов, убедив остальных купить те биткоины, что были у них. Получается типичная история, когда продавец рекламирует товар, чтобы не просто продать, а именно избавиться от него самому. На очереди — развитие событий в Сальвадоре.

Такой взгляд на частные криптовалюты и, в частности, на биткоин может вызвать два предложения-вопроса¹. Во-первых, проблема биткоина в том, что он стал объектом финансовых спекуляций. Не будь такого, он вполне мог бы использоваться во всех странах, как в Сальвадоре. Во-вторых, следуя вышеприведенным аргументам, нужно запретить алкогольные напитки, курение, казино, поскольку они тоже вредны для здоровья или кошелька граждан. Поясним, почему данные предложения имеют ограниченную применимость к выводам и рекомендациям настоящей работы.

Во-первых, искоренима ли спекуляция законодательно? Со всей ответственностью необходимо заявить, что ответ будет отрицательным. Самое сложное заключается в самом простом. Как определить спекулянта? Тот ли это, кто заработал прибыль? Так это цель деятельности любого предприятия. Тот ли это,

¹ Автор благодарит анонимного рецензента за поднятие данных вопросов.

кто заработал быстро? Так заработать медленно, может быть, могли бы многие, но только у взятых ими кредитов и долгов есть сроки. На то они и сроки, что не ждут. Их можно пересмотреть, реструктурировать, но срок остается сроком. Тот ли это, кто заработал на снижении котировок? А почему нельзя купить то, что стало дешево? А как быть с доходом от роста актива в цене? Несмотря на привлекательность возложения ответственности за проблемы финансовых кризисов на спекулянтов, это понятие скорее эмоциональное, и его вряд ли можно реально внедрить на практике.

Результаты же спекуляций существуют не только для биткоина. Для наглядности рассмотрим одну из традиционных отраслей промышленности — автомобилестроение. Возьмем две крупные мировые компании — «Фольксваген» (VW) из Германии и «Форд» (F) из США. Динамика их котировок представлена на рис. 6. В 2008 г. (случай А на рисунке) и в 2015 г. (случай В на рисунке) акции «Фольксвагена» существенно возрастали относительно котировок «Форда» на позитивных слухах. В первом случае, на позитивном результате от выкупа доли в компании «Порше» (Curry, 2021). Во втором — на возросших продажах в США до того, как вскрылось манипулирование «Фольксвагена» с компьютерными системами, которые занижали показатель выбросов углекислого газа (Crete, 2016). Может быть, кто-то и хотел бы запретить возможность спекуляций с акциями «Фольксвагена», но такого не было. Может быть, кто-то, имевший информацию об истинном состоянии дел, и мог обогатиться на временном росте и последовавшем падении котировок «Фольксвагена». Но это сложно доказать. Поэтому запретить спекуляцию в принципе невозможно, а аргументы в пользу запрета биткоина для России приводились не для исключения возможностей проведения спекуляций с ним. Обоснование запрета в том, что биткоин — это *ничто*. Это не товарные деньги, как золото, это не кредитные деньги, как банковские депозиты, это не фиатные деньги, как национальная валюта.

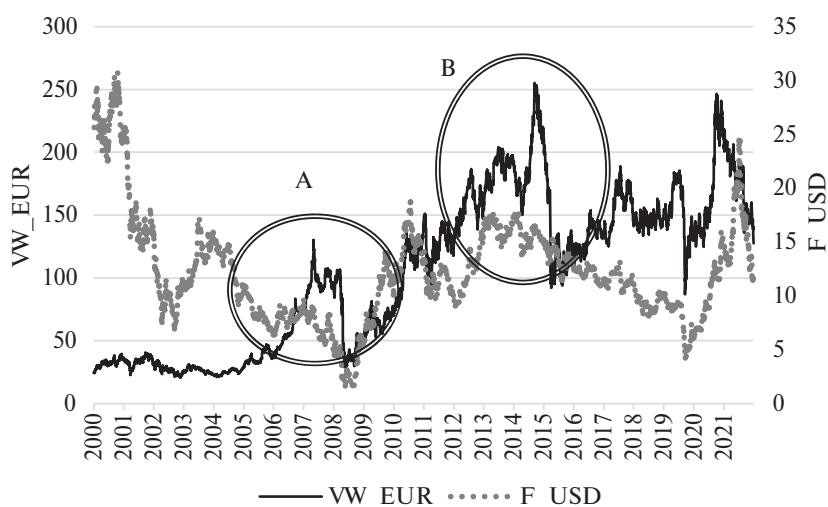


Рис. 6. В 2008 и 2015 гг. акции «Фольксвагена» (VW) резко возрастали относительно их конкурента — «Форда» (F)

Во-вторых, может показаться, что, следуя логике настоящей статьи, нужно запретить курение, алкоголь и казино. На самом деле, такое утверждение можно предъявить иначе. Исследования эффектов запрета курения (Buddelmeyer, Wilkins, 2005), алкоголя (McMullen, 2006) и казино (Kaburakis, Rodenberg, Holden, 2015) указывают на то, что их запрещать не надо. От запретов также снижаются

налоговые доходы. Поэтому не надо запрещать и биткоин в России. Однако обратим внимание на принципиальные противоречия, которые не позволяют перенести выводы из таких исследований на криптовалюты:

1) работы, посвященные курению, алкоголю, казино, относятся к деятельности, которая уже существовала в стране до появления запрета или регулирования. Не в последнюю очередь, оттого, что они существовали, авторы работ приходят к выводам, что лучше было раньше, до регулирования или до запрета.

Частные криптовалюты не разрешены в России. Поэтому обсуждается вопрос, разрешить или запретить деятельность, которой *не* было; а не запретить или продолжить разрешать то, что уже есть. Напомним, что одним из важных факторов, почему Канада меньше всех стран в мире экономически пострадала в кризис 2007–2009 гг., было то, что в ней просто-напросто были запрещены такие производные финансовые инструменты, как CDO.

2) работы, посвященные запрету и регулированию курения, алкоголя, казино, рассматривали только такие меры, как запрет или регулирование. Автору не встречались работы, чтобы в них сравнивалось, что в одном регионе страны что-то запретили; во втором (сопоставимом) регионе — это же стали регулировать; а в третьем (настолько же сопоставимом) регионе — продолжили без регулирования и без запрета. Поэтому аргументы «от противного» вида, что если запрет не дал эффекта, то регулирование лучше, не доказаны.

Таким образом, проводя параллели с курением, алкоголем, казино, важно помнить, что в отличие от биткоина в России упомянутые активности существуют, а биткоин — нет. Исследователи рассматривали только одну из мер — регулирование или запрет. У них нет обоснования, что именно первое лучше второго. Тем более, для активности (как биткоин в России или CDO в Канаде), которой не было.

Поэтому ключевой вывод из настоящей статьи для России состоит в том, что нам не нужны убытки по образу *Microstrategy*, особенно, когда нужные для экономики производства становятся не более-менее, а финансовыми спекулянтами. Для России не нужны истории инвестиционных фондов, которые выгадали на биткоинах ценой потерь, которые понесли розничные инвесторы. Более того, Правительство России не имеет роскоши заниматься благотворительностью и направлять средства на покупку того, что ничего не стоит, как Сальвадор.

Поэтому единственным работоспособным решением для России является запрет использования частных криптовалют в России.

Источники

ВАРБ обсудили изменения в структуре сбережений населения и феномен выбора рискованного инвестирования / АРБ. 2021. Сентябрь 14. URL: <https://arb.ru/arb/press-on-arb/-10500659/>.

Гареев М. Экономист Генрих Пеникас: То, что «МММ» рухнет в июне, доказывал простой расчет. URL: <https://www.kp.ru/daily/25903.3/2859953/>.

Пенькова Д. Голландская тюльпаномания: подлинная история первого биржевого пузыря. Как из луковицы тюльпана вырастить себе большую проблему. URL: <https://journal.open-broker.ru/history/gollandskaya-tyulpanomaniya/>.

Риски криптовалют и возможные меры регулирования: доклад для общественных консультаций / Банк России. 2022. Январь 20. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/132241/Consultation_Paper_20012022.pdf.

Buddelmeyer H., Wilkins R. The Effects of Smoking Ban Regulations on Individual Smoking Rates. 2005. September. URL: <https://ssrn.com/abstract=807466>.

By the numbers: The Inflation Reduction Act // The White House. 2022. August 15. URL: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/15/by-the-numbers-the-inflation-reduction-act/>.

Cathie Wood, Still a Bitcoin Believer, Sees It Going to \$500,000 // Bloomberg. 2021. May 19. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-19/cathie-wood-still-a-bitcoin-believer-sees-it-going-to-500-000>.

Cathie Wood's Ark Sees Bitcoin Hitting \$1 Million by 2030 // The Street. 2022. January 26. URL: <https://www.thestreet.com/investing/cathie-wood-ark-bitcoin-1-million-dollars>.

Cathie Wood's Shocking Purchase of an Old-School Stock // The Street. 2022. November 14. URL: <https://www.thestreet.com/investing/cathie-wood-shocking-purchase-stock>.

Christine Lagarde Says Crypto is Worth Nothing // CNBC. 2022. May 23. URL: <https://www.cnbc.com/2022/05/23/ecb-chief-christine-lagarde-crypto-is-worth-nothing.html>.

Crete R. The Volkswagen Scandal from the Viewpoint of Corporate Governance. *European Journal of Risk Regulation*. 2016. N 1. P. 25–31.

Curry R. Volkswagen Short Squeeze in 2008 Puts GameStop Into Perspective. 2021. February 03. URL: <https://marketrealist.com/p/volkswagen-short-squeeze-2008-explained/>.

Demsetz H. Why Regulate Utilities? // *Journal of Law and Economics*. 1968. Vol. 11. N 1. P. 55–65. Designing a Prudential Treatment for Crypto-assets // BCBS. 2019b. December 12. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d490.htm>.

Hetzner C. The Fed Risks *Plunging U. S. Economy* Back Into a 1930s-style Great Depression, warns Cathie Wood. 2022. November 14. URL: <https://finance.yahoo.com/news/fed-risks-plunging-u-economy-165259514.html>.

Kaburakis A., Rodenberg R. M., Holden J. Inevitable: Sports Gambling, State Regulation, and the Pursuit of Revenue // *Harvard Business Law Review*. 2015. January 10.

Katje C. What's The Reason Not To Diversify? Cathie Wood Talks Bitcoin Hitting \$400,000, Rise of NFTs. 2021. March 03. URL: <https://www.benzinga.com/markets/cryptocurrency/21/03/19993412/whats-the-reason-not-to-diversify-cathie-wood-talks-bitcoin-hitting-400-000-rise-of-nfts>.

McMullen J. G. Underage Drinking: Does Current Policy Make Sense? // *Lewis & Clark Law Review*. 2006. Vol. 10. P. 06–35. URL: <https://ssrn.com/abstract=928711>.

Mises L. von. *Theory of Money and Credit*. Yale University Press, 1953.

Oyamada A., Vizcaino M. E. El Salvador's President Nayib Bukele is Doubling Down on his Bet on Cryptocurrencies, Despite a Brutal Selloff in the Market Over the Past Months. 2022. July 1. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-01/el-salvador-buys-more-bitcoin-despite-57-loss-and-a-debt-crisis>.

Prudential Treatment of Cryptoasset Exposures // BCBS. 2021. June 09. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d519.pdf>.

Second Consultation on the Prudential Treatment of Cryptoasset Exposures // BCBS. 2022. June 30. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d533.pdf>.

Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors // BCBS. 2017. August 30. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d415.pdf>

Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors // BCBS. 2018. February 19. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.htm>.

Sozzi B. FTX's Bust and Crypto Crash Come with Two Silver Linings. 2022. November 14. URL: <https://finance.yahoo.com/news/ft-xs-bust-and-crypto-crash-come-with-two-silver-linings-103045894.html>.

Statement on Crypto-assets. BCBS. 2019a. March 13. URL: https://www.bis.org/publ/bcbs_nl21.htm.

The spectacular fall of FTX and Sam Bankman-Fried. Another Serious Blow to Crypto's Reputation // *The Economist*. 2022. November 09. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/11/09/the-spectacular-fall-of-ftx-and-sam-bankman-fried>.

References

Buddelmeyer H., Wilkins R. *The Effects of Smoking Ban Regulations on Individual Smoking Rates*. 2005, September. Available at: <https://ssrn.com/abstract=807466>.

By the numbers: The Inflation Reduction Act. *The White House*, 2022, August 15. Available at: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/15/by-the-numbers-the-inflation-reduction-act/>.

Cathie Wood, Still a Bitcoin Believer, Sees It Going to \$500,000. *Bloomberg*, 2021, May 19. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-19/cathie-wood-still-a-bitcoin-believer-sees-it-going-to-500-000>.

Cathie Wood's Ark Sees Bitcoin Hitting \$1 Million by 2030. *The Street*, 2022, January 26. Available at: <https://www.thestreet.com/investing/cathie-wood-ark-bitcoin-1-million-dollars>.

Cathie Wood's Shocking Purchase of an Old-School Stock. *The Street*, 2022, November 14. Available at: <https://www.thestreet.com/investing/cathie-wood-shocking-purchase-stock>.

Christine Lagarde says crypto is worth nothing. *CNBC*, 2022, May 23. Available at: <https://www.cnbc.com/2022/05/23/ecb-chief-christine-lagarde-crypto-is-worth-nothing.html>.

Crete R. The Volkswagen Scandal from the Viewpoint of Corporate Governance. *European Journal of Risk Regulation*, 2016, N 1, pp. 25–31.

Curry R. *Volkswagen Short Squeeze in 2008 Puts Game Stop Into Perspective*. 2021, February 03. Available at: <https://marketrealist.com/p/volkswagen-short-squeeze-2008-explained/>.

Demsetz H. Why regulate utilities? *Journal of Law and Economics*, 1968, vol. 11, N 1, pp. 55–65.

Designing a prudential treatment for crypto-assets. *BCBS*, 2019b, December 12. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d490.htm>.

Gareev M. *Ekonomist Genrikh Penikas: To, chto «MMM» rukhnet v iyune, dokazyval prostoy raschet [Economist Heinrich Penikas: A simple calculation proved that MMM would collapse in Jun]*. Available at: <https://www.kp.ru/daily/25903.3/2859953/>. (In Russian)

Hetzner C. *The Fed risks plunging U. S. economy back into a 1930s-style Great Depression, warns Cathie Wood*. 2022, November 14. Available at: <https://finance.yahoo.com/news/fed-risks-plunging-u-economy-165259514.html>.

Kaburakis A., Rodenberg R. M., Holden J. Inevitable: Sports Gambling, State Regulation, and the Pursuit of Revenue. *Harvard Business Law Review*, 2015, January 10.

Katje C. *What's The Reason Not To Diversify? Cathie Wood Talks Bitcoin Hitting \$400,000, Rise of NFTs*. 2021, March 03. Available at: <https://www.benzinga.com/markets/cryptocurrency/21/03/19993412/whats-the-reason-not-to-diversify-cathie-wood-talks-bitcoin-hitting-400-000-rise-of-nfts>.

McMullen J. G. Underage Drinking: Does Current Policy Make Sense? *Lewis & Clark Law Review*, 2006, vol. 10, pp. 06–35. Available at: <https://ssrn.com/abstract=928711>.

Mises L. von *Theory of Money and Credit*. Yale University Press, 1953.

Oyamada A., Vizcaino M. E. *El Salvador's President Nayib Bukele is doubling down on his bet on cryptocurrencies, despite a brutal selloff in the market over the past months*. 2022, July 1. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-01/el-salvador-buys-more-bitcoin-despite-57-loss-and-a-debt-crisis>.

Penkova D. *Gollandskaya tyul'panomaniya: podlinnaya istoriya pervogo birzhevogo puzrya. Kak iz lukovitsy tyul'pana vyrastit' sebe bol'shuyu problem [Dutch tulip mania: the true story of the first stock market bubble. How to grow a big problem from a tulip bulb]*. Available at: <https://journal.open-broker.ru/history/gollandskaya-tyulpanomaniya/>. (In Russian)

Prudential treatment of cryptoasset exposures. *BCBS*, 2021, June 09. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d519.pdf>.

Riski kriptovalyut i vozmozhnyye mery regulirovaniya: doklad dlya obshchestvennykh konsul'tatsiy [Cryptocurrency risks and possible regulatory measures: report for public consultations]. *Bank of Russia*. 2022, January 20. Available at: https://cbr.ru/Content/Document/File/132241/Consultation_Paper_20012022.pdf. (In Russian)

Second consultation on the prudential treatment of cryptoasset exposures. *BCBS*, 2022, June 30. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d533.pdf>.

Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors. *BCBS*, 2017, August 30. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d415.pdf>

Sound Practices: implications of fintech developments for banks and bank supervisors. *BCBS*, 2018, February 19. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.htm>.

Sozzi B. *FTX's bust and crypto crash come with two silver linings*. 2022, November 14. Available at: <https://finance.yahoo.com/news/ft-xs-bust-and-crypto-crash-come-with-two-silver-linings-103045894.html>.

Statement on crypto-assets. *BCBS*, 2019a, March 13. Available at: https://www.bis.org/publ/bcbs_n121.htm.

The spectacular fall of FTX and Sam Bankman-Fried. Another serious blow to crypto's reputation. *The Economist*, 2022, November 09. Available at: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/11/09/the-spectacular-fall-of-ftx-and-sam-bankman-fried>.

V ARB obsudili izmeneniya v strukture sberezheniy naseleniya i fenomen vybora riskovannogo investirovaniya [The ARB discussed changes in the structure of household savings and the phenomenon of risky investment choice]. *ARB*, 2021, September 14. Available at: <https://arb.ru/arb/press-on-arb/-10500659/>. (In Russian)