

# ЧЕМ ОБЪЯСНЯЕТСЯ СПРОС НА КРИПТОВАЛЮТЫ?

**АЛЕКСЕЙ БЫКОВ,**

доктор экономических наук, профессор, БГЭУ

**НАТАЛЬЯ ХАУСТОВИЧ,**

кандидат экономических наук, доцент, БГЭУ

**АНДРЕЙ СЕДУН,**

кандидат технических наук, доцент, БГЭУ

**Двадцатикратное повышение курса биткоина в 2017 году вызвало настоящий переполох на мировых рынках и в обществе. Взрывной рост спроса на криптовалюты аналитики в основном связывают с появлением технологии блокчейн, а также революционными изменениями в экономике, которые обещают произвести цифровые технологии.**

## СЛУЧАЙНОСТЬ ИЛИ ЗАКОНОМЕРНОСТЬ?

Анализируя популярность биткоина, можно провести параллель с ситуацией двадцатилетней давности, когда на пике роста пузыря доткомов предпринимались попытки пересмотреть и по-новому сформулировать экономические законы вслед за распространением информационных технологий. Так, в 1997 году редактор американского журнала «Wired» Кевин Келли назвал 12 принципов, которые, по его мнению, отличают новую, сетевую экономику от старой, индустриальной. В частности, он предсказывал скорую смерть закону предельной полезности. Одновременно ценность благ теперь должна была увеличиваться пропорционально росту их доступности. После краха на бирже профильных компаний интерес к теме несколько угас, но сегодня выдвинутые идеи вновь приобретают популярность.

Рассмотрение криптовалют как абсолютно нового феномена, выходящего за рамки «нормальных» экономических закономерностей, затрудняет анализ данного явления и приводит к крайностям в прогнозировании ситуации. В результате часть экспертов объясня-

ет ажиотаж вокруг криптовалют исключительно иррациональностью проявивших к ним интерес трейдеров, поскольку данный актив «ничем не обеспечен и вот-вот обесценится». Другие же, наоборот, склонны преувеличивать их ценность, утверждая, что в недалеком будущем они полностью вытеснят из обращения традиционные «фиатные» деньги.

Вполне вероятно, что закономерности распространения криптовалют, как и любых других инновационных продуктов или процессов, определяются конъюнктурными циклами. С этой точки зрения, как отмечал в своих исследованиях российский экономист Н.Д. Кондратьев, научно-технические изобретения остаются недейственными, пока не появятся необходимые предпосылки для их применения. В данном случае разработку технологии блокчейн следует рассматривать лишь как обязательное, но не достаточное условие для распространения криптовалют. Не менее важным обстоятельством является потребность в инструменте со стороны реальной экономики.

По нашему мнению, существует два фундаментальных фактора, объясняющие ажиотажный спрос на криптовалюты: избыток

денег в национальных экономиках, а также недостаток активов и проектов, в которые имеющиеся средства можно инвестировать с приемлемым уровнем рентабельности.

## ДЕФИЦИТ ПРОЕКТОВ

Если говорить о реальной экономике, то все возможности для капиталовложений с целью долгосрочного приращения вложенных средств условно разделяются на традиционные и инновационные проекты. Первые осуществляются преимущественно в материальном производстве, предполагают территориальное расширение бизнеса и требуют увеличения затрат материалов, топлива и энергии. К ним относятся строительство, производство продовольственных и непродовольственных товаров на основе общеизвестных технологий. В целом подобный способ экономического роста называют экстенсивным.

Критике данной парадигмы посвящен юбилейный доклад Римского клуба, подготовленный Эрнстом фон Вайцзеккером и Андерсом Вийкманом в январе 2018 года. Авторы работы противопоставили парадигме существовавшего ранее «пустого мира», в котором экономический

рост осуществлялся за счет географической экспансии и потребления природных ресурсов постоянно растущим населением, сегодняшний «полный мир», где дальнейший прогресс лимитирован экологическими параметрами. Отстаиваемая авторами концепция базируется на принципах устойчивого развития, включающего устойчивое сельское хозяйство, децентрализованную энергетику, регенеративную урбанизацию, круговую экономику.

Если экстенсивный рост на основе увеличения производства и потребления традиционных товаров ограничен, то, возможно, более высокой нормой прибыли будут отличаться инвестиции в альтернативную энергетику, «зеленую» экономику и новые формы организации промышленного производства, такие как Индустрия 4.0?

Проблема в том, что основная часть подобных проектов получает субсидии от государства, без которых бизнес не продемонстрировал бы столь высокой в них заинтересованности. Например, принадлежащие Илону Маску компании Tesla Motors, SolarCity и SpaceX получили около 4,9 млрд. USD господдержки. Кроме того, в США действует 20%-ная скидка на покупку электромобилей. Однако даже при таком льготном режиме компания Tesla Motors остается убыточной.

Отметим, что последствия прекращения субсидирования инновационных проектов вполне предсказуемы. Без государственной поддержки ничего хорошего многочисленные компании сегодня не ждет. Например, в 2016 году после завершения программы стимулирования спроса на электротранспорт в Дании число зарегистрированных электромобилей сократилось на 70%.

Аналогичным образом в Европе поддерживается солнечная и ветроэнергетика. Здесь ставка делается на повышенные тарифы – в итоге убытки проектов «зеленой» экономики перекладываются на конечных потребителей.

Ожидания по поводу перспектив бурного роста Индустрии 4.0 также могут оказаться завышенными. Внедрение технологий безлюдного производства и полностью автоматизированных заводов является экономически оправданным при сочетании ряда условий, а именно: высокой стоимости замещаемой рабочей силы; наличия финансовых ресурсов для инвестиций в дорогостоящее оборудование; низких ставок по заемному капиталу. Все перечисленные факторы соблюдалась в США, Европе и Японии до недавнего времени, но в большинстве регионов мира наемный труд остается дешевым. Кроме того, не теряет актуальности проблема занятости. Если технологии Индустрии 4.0 и Интернета вещей еще имеют шанс окупиться в развитых государствах, то внедрять их в регионах с дешевой стоимостью труда менее целесообразно.

Нужно учитывать и такое явление в обрабатывающей промышленности, как убывающая доходность вложенного капитала (наблюдаемое в 1950-х годах). Она стремится к нулю при полной автоматизации. Данный тезис находит сейчас эмпирическое подтверждение.

Таким образом, на данный момент у инвесторов не так много вариантов для выгодного размещения денег. Цены на сырье вряд ли смогут активно расти ввиду всемерного содействия правительств развитых стран внедрению технологий «зеленой» экономики (где проекты остаются убыточными

из-за высокой капиталоемкости). По той же причине в проектах промышленной автоматизации и роботизации доходность вложенного капитала останется низкой. В описанных условиях инвестиции в криптовалюты, токены и прочие цифровые активы, не связанные с материальным производством и не сопровождающиеся существенным объемом расходов сырья, материалов, ископаемого топлива, могут оказаться наиболее привлекательными из всех возможных альтернатив.

### ИЗЛИШКИ ЛИКВИДНОСТИ

Избыток денег стал следствием монетарной политики, осуществляемой центральными банками ведущих стран после кризиса 2008 года. Для стимулирования затухающего спроса и оживления национальных экономик Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, центробанки Англии и Японии осуществляли программы количественного смягчения на основе разнообразных механизмов роста предложения широкой денежной массы и снижения процентных ставок (вплоть до нуля). Активную экспансионистскую монетарную политику осуществлял и Китай. По приблизительным подсчетам, за последние 10 лет центробанками мира выведено на рынок порядка 10 трлн. USD дополнительной ликвидности.

В результате широкого применения инструментов количественного смягчения сформировалась принципиально новая долговая модель стимулирования экономического роста (замещающая традиционную модель роста на основе накопленной прибыли). Ее суть описывает в своих работах российский экономист В.Т. Рязанов: «Ранее сама возможность появления креди-

та изначально определялась наличием временно свободных доходов, которые распределялись банками в виде части сбережений, превращаемых в инвестиции. Теперь же выдаваемый банками необеспеченный кредит, превращаясь в инвестиции в производство, позволяет в будущем произвести необходимый доход, равный как минимум выданному кредиту. В итоге нормальная (ранее принятая) логика хозяйственной деятельности «доход – сбережения – инвестиции» меняется на «необеспеченный кредит – инвестиции – доход – сбережения».

Параллельно с расширением применения новой долговой модели увеличивались совокупные обязательства секторов экономики – сначала в развитых странах, а затем и в развивающихся. Так продолжалось в США до завершения программ количественного смягчения (2014 год) и до недавнего времени в ЕС и Японии. Очевидно, что сейчас мировая экономика и финансовые рынки нуждаются в инструменте, который способствует поглощению излишней ликвидности и списанию разросшихся долгов, что в итоге очистит финансовую систему от проблемных активов.

При этом сформировавшаяся долговая пирамида может не выдержать повышения процентных ставок центробанков до «исторически нормальных» величин в 3–7%, поэтому сомнительно, что доходность инвестиций в мировые резервные валюты существенно вырастет в ближайшее время.

В таких условиях инвестиции в криптовалюты окажутся оправданными, даже если годовые темпы повышения их стоимости будут на порядок ниже, чем в 2017 году.

Одновременно некоторые российские аналитики связывают рост курса криптовалют с долговыми проблемами ведущих стран, полагая, что биткоин способствует перемещению денег с развивающихся рынков в развитые государства для поддержки финансовых систем последних. Западная экономическая система перегружена долгами, поэтому приток «молодых денег» как нельзя кстати окажет ей поддержку.

### РОЛЬ КИТАЯ

Высокая волатильность рынка биткоина не в последнюю очередь связана с поведением китайских инвесторов и действиями правительства. В конце 2017 года криптовалюты показали бурный рост во многом благодаря именно инвесторам из Поднебесной. Их интерес к такому вложению свободных средств объясняется ухудшением общей экономической ситуации в Китае из-за оттока капитала и давления на курс юаня, ставших следствием ультрамягкой денежно-кредитной политики правительства.

Среди прочего, ее результатом стал среднегодовой темп роста цен на недвижимость в размере 12% в период с 2006 по 2016 год. Однако китайские инвесторы давно заметили растущие пузыри на рынке недвижимости и фондовом рынке и начали вкладывать лишние деньги в другие страны. Благодаря этому недвижимость в Канаде дорожала в среднем на 12% в год, в Австралии – на 6%. Аналогичные тенденции наблюдались на Тихоокеанском побережье США (географически близком Китаю). Однако биткоин оказался более удобным для вложений активом, нежели жилье за океаном, воз-

можно, поэтому его курс взлетел.

Популярности криптовалют способствовало и то, что китайское правительство предусмотрело множество мер для предотвращения конвертации юаня в денежные средства и активы других государств, но предвидеть столь бурное развитие тех же цифровых денег не смогло. Впоследствии с сентября 2017 года руководство КНР все же начало брать под контроль стихийные рынки криптовалют. По итогу мы наблюдаем двукратное падение курса биткоина в начале 2018 года.

Таким образом, избыток денег в Китае выглядит весьма существенным фундаментальным фактором для интерпретации роста и последующего падения криптовалют. Пузырь биткоина имеет схожую природу с ситуацией на рынке недвижимости КНР и связан с перегревом местной экономики.

Нужно осознавать, что для большинства развивающихся стран при снижении экспорта срывает «ограничение экономического роста платежным балансом», при котором искусственное стимулирование внутреннего потребительского и инвестиционного спроса с целью поддержания увеличения ВВП довольно быстро оборачивается корректировкой обменного курса национальной валюты и снижением реальных доходов различных секторов. В условиях китайской экономики, которая весьма велика и самодостаточна, данное правило долгое время удавалось обходить. Однако сегодня мы видим обратную картину.

Не исключено, что у правительства получится перекрыть и новые пути оттока капитала, включая инвестиции в биткоин, расширить использование юаня

в международных расчетах либо взять под контроль национальный рынок криптовалют.

## ВОЗМОЖНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Сейчас высказывается достаточно много экспертных мнений относительно будущего криптовалют. Существует огромный спрос на такие прогнозы, ведь тема интересна не только трейдерам, но вообще почти всем.

Те аналитики, которые в целом скептически относятся к криптовалютам, рассматривают их в первую очередь как ценный актив, а не как настоящие деньги. Такие инвесторы заинтересованы в криптовалюте лишь в том объеме, в котором она позволяет заработать прибыль на сделках купли-продажи. При долгосрочной стабилизации курса биткоина спекулянты потеряют к нему какой-либо интерес.

Пессимисты указывают также на технические проблемы криптовалюты как платежной системы. Например, традиционная Visa обрабатывает 60 000 операций в секунду, биткоин – только 7. Отметим, что последний выйдет на показатели традиционных глобальных платежных систем лишь при условии потребления половины мировой электроэнергии.

Но технологии развиваются, и место биткоина способны занять новые, более совершенные в техническом плане криптовалюты, которых уже насчитывается до полутора тысяч. Их значимость повысится, если они трансформируются в полноправные деньги, за которые станет возможно купить на мировых торговых площадках другие ценные активы: золото, сырье, акции предприятий и т.д.

В принципе, площадки для торговли нефтью за биткоины уже

созданы, но это явление пока широко не распространено. Потенциальных продавцов и покупателей от совершения таких сделок удерживает чрезвычайно высокая неопределенность – потенциальный отказ от нефтедоллара означает не что иное, как шаг к созданию новой глобальной финансовой системы. Такой процесс, если и начнется, то это не обойдется без потрясений.

Что касается золота, то биткоин имеет много общего с драгоценными металлами, например анонимность владения. Видимо незря криптовалюты иногда называют «новым золотым стандартом». Эксперты информационного агентства Bloomberg утверждают, что биткоин поглотил значительный объем средств, который ранее инвестировался в золото. При этом криптовалюты лишены многих недостатков драгметаллов – они более ликвидные, не требуют физического перемещения при расчетах, более удобны для расчетов по внешнеторговым операциям и прочее.

## ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ РЕАЛИИ

По какому сценарию не развивались бы дальше события, криптовалюты точно не исчезнут так быстро, как появились. А какого рода технологией блокчейн окажется в будущем (широкого применения или нишевой), покажет только время.

Декретом Президента Беларуси № 8 «О развитии цифровой экономики» установлены общие правила обращения в нашей стране криптовалют, или цифровых знаков (токенов), регулирующие деятельность в данной сфере резидентов ПВТ, а также иных юридических и физических лиц.

Приток криптовалют в нашу страну сопряжен как с новыми

возможностями, так и рисками, например опасностью вывода капиталов через криптовалюты, увеличением проблемных банковских кредитов при их использовании для спекуляций на биржах криптовалют, враждебными поглощениями в случае продажи долей собственности белорусских предприятий анонимным инвесторам.

Но все же, как показывает мировая практика, основные риски создаются не новой технологией, а самими действиями Правительства, включая ультрамягкую монетарную политику. Отсутствие сбалансированности белорусской экономики, вызванное стимулированием ее роста и погоней за объемными показателями, уже стало причиной множества недавних девальваций рубля и валютного кризиса 2011 года. Криптовалюты к этим проблемам никакого отношения не имели.

Переход к политике сбалансированности позволяет удерживать рубль на достаточно стабильном уровне уже более года. В условиях высокой открытости нашей страны необоснованное повышение доходов населения сверх достигнутого экономического роста либо чрезмерные инвестиции в строительство, вместо ожидаемого мультипликативного эффекта увеличения совокупного спроса, с большей вероятностью вызовут рост спроса на иностранную валюту (либо на потребительский импорт) и последующую девальвацию. Таким образом, не цифровые технологии генерируют финансовые риски, а отсутствие сбалансированности и чрезмерное стимулирование.

*При подготовке статьи использованы материалы сайта М.Хазина <https://khazin.ru/> и других интернет-источников. ■*