

УДК 33     DOI: 10.14451/1.242.430

# Финансовые пузыри сквозь историю и современность

© 2025 **Афанасьева Оксана Николаевна**

Доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и валютно-кредитных отношений. Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития РФ ВАВТ Минэкономразвития России.

E-mail: o.afanasyeva@vavt.ru

© 2025 **Иркиенко Андрей Андреевич**

Студент бакалавриата факультета международных финансов. Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития РФ ВАВТ Минэкономразвития России.

E-mail: andrey.irklenlo777@gmail.com

**Ключевые слова:** финансовые пузыри, экономический кризис, спекулятивный спрос, тюльпановая лихорадка, пузырь доткомы, ипотечный кризис 2008, NASDAQ-100, субстандартные кредиты, ценные бумаги, банкротство, финансовое регулирование, криптовалюта, блокчейн.

В статье рассматриваются финансовые пузыри как явление, причины их возникновения и последствия. Методология исследования основана на экономической теории возникновения подобных явлений из разных эпох мировой истории. Приведены исторические примеры формирования финансовых пузырей, на основе которых продемонстрированы их последствия, такие как дисбаланс в финансовом секторе, банкротства банков, разорение инвесторов, дестабилизация экономики и кризисы в экономике. На основе рынка криптовалюты и блокчейн исследована вероятность формирования финансовых пузырей в настоящее время.

Финансовые пузыри – это явление, при котором стоимость какого-либо актива значительно превышает его фундаментальное значение. Фундаментальное значение демонстрирует общую сумму всех доходов, которые можно получить от этого актива. Как пример, можно представить фундаментальную общую экономическую ценность предприятия, то есть потенциальный годовой объём добавочной стоимости, производимый предприятием. Чаще всего экономическая ценность соответствует своему фундаментальному значению [1].

Возникновение пузыря означает длительное превышение ценами активов их фундаментальной стоимости из-за спекулятивного спроса. Обычно ситуация характеризуется ажиотажным желанием купить товар, что приводит к значительному росту цены на него, который, в свою очередь, вызывает дальнейшее увеличение спроса. Финансовые пузыри часто выступают предвестниками экономических кризисов [12].

Чтобы лучше понять причины появления финансовых пузырей, а также их последствия, стоит

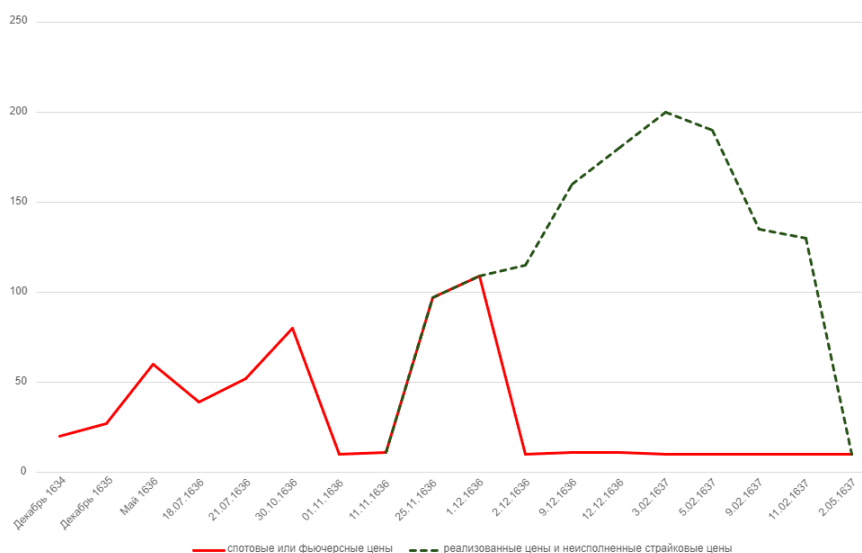
обратиться к различным историческим прецедентам: тюльпановая лихорадка в Нидерландах XVII века, крах рынка доткомов в начале 2000-х годов и ипотечный кризис 2008 года.

В начале XVII века экономика голландской республики была самой развитой экономикой в мире, ее независимость от Испании позволила получать огромную прибыль от крайне успешной Ост-Индской компании, а бубонная чума, уничтожившая около одной трети населения, после своего завершения запустила процесс повышения доходов граждан, в стране началась эра финансовых инноваций. Тюльпаны были предметом роскоши, поэтому резкий рост количества крайне состоятельных людей привел к тому, что цены на них взлетели до небес, особенно росту цены способствовал тот факт, что с конца предыдущего века тюльпаны были неизменными фаворитами князей западной и северной Германии. Одна луковица могла стоить 5,5 тысяч гульденов, в наше время ее цена составляла бы около 75 тыс. долл. Продавцы тюльпанов начали предлагать контракты, на право покупки цветов, которые еще не успели вырасти, что привело к созданию рынка фьючерсов. На графике мы можем видеть, что цены на тюльпаны в целом росли примерно до октября 1636 года, однако внезапно спотовые и фьючерсные цены на тюльпаны упали до уровня, который к началу ноября был даже ниже, чем в конце 1634 года. 4 октября 1636 года шведы нанесли немцам сокрушительное поражение при Виттштоке, что вероятно и привело к падению цен в начале октября 1636 года. Благодаря махинациям продавцов и заинтересованных чиновников, которые потеряли вложенные деньги во время октябрьского краха, цены вновь начали постепенно расти вплоть до января 1637 года (рис. 1). С февраля сделки с физическими луковицами, выращиваемыми в Голландии, проводились по установившимся в начале ноября низким ценам, а в торговых домах спекулянты перепродавали друг другу необеспеченные контракты во много раз дороже, в итоге общая озабоченность населения, связанная с эпидемией чумы, привела к тому, что многие захотели выйти из пузыря и зафиксировать

прибыль, цена на тюльпаны обвалилась, это разорило торговцев, а экономика Голландии рухнула [9].

Доткомы – это технологические компании, связанные с всемирной сетью, названные так в честь доменного имени .com. Процесс раздутия пузыря начался в конце XX века, когда появление и развитие интернета, вызвало эйфорию у инвесторов, обусловленную возможностью быстрого заработка. Они воспринимали любую появляющуюся в данной сфере компанию как идеальную инвестицию, не проводя глубокий анализ компаний и их разработок. Со временем стало ясно, что многие доткомы были сильно переоценены. В конечном итоге множество из этих компаний обанкротилось, а инвесторы потеряли все свои вложения. В марте двухтысячного года индекс NASDAQ-100, включающий в себя 100 крупнейших технологических компаний, рухнул, это было обусловлено тем, что большинство доткомов не смогли оправдать ожиданий. Под конец 2002 года он опустился до 20% от своей максимальной стоимости (рис. 2) [10].

В начале 2000-х годов в Соединенных Штатах начался ипотечный кризис, в итоге повлиявший на всю мировую экономику. Причиной послужила выдача непомерно большого количества субстандартных ипотечных кредитов. Это произошло из-за отсутствия должного регулирования в финансовом секторе. Выданные ипотечные кредиты начали объединять и продавать в виде ценных бумаг. Это решение было принято с целью минимизации рисков, однако количество займов лишь увеличивалось, на рынках ценных бумаг начались спекуляции, а ослепленные возможностью крупного заработка инвесторы, осуществляли крайне рискованные сделки. Так как далеко не все заемщики были в состоянии погасить долг, кредиторы начали изымать недвижимость и продавать ее, что привело к падению спроса, а следовательно, и цен. Этот процесс запустил цепную реакцию, люди с низкой кредитной надежностью перестали выполнять свои обязательства по ипотечным кредитам, банки изымали недвижимость в уплату долга, но не



**Рис. 1.** Изменение индекса фьючерсных и опционных цен на луковицы тюльпанов. Источник: Составлено авторами на основе статьи Tulipmania: Fact or Artifact?

могли ее продать даже по цене, которая была ниже начальной стоимости. Подобные случаи происходили повсеместно и в огромном количестве, вызывая массовую панику. В результате многие банки, а также фирмы по оказанию финансовых услуг начали объявлять себя банкротами, что привело к потере доверия людей к финансовой системе. Крах пузыря привел к крупному финансовому кризису, который до сих пор называют «Мировой экономической кризис». Увеличилось количество безработных особенно в США (рис. 3), рухнули фондовые рынки, а экономика во многих странах оказалась в рецессии. В итоге данный кризис привел к беспрецедентному падению уровня мирового ВВП, все годы до этого ВВП показывал устойчивый рост (рис. 4) [7].

Проанализировав эти три примера, становится предельно понятно, что описанные события крайне негативно повлияли на экономики некоторых стран, а в каких-то случаях и всего мира. Финансовые пузыри несут за собой дисбаланс в финансовом секторе, банкротство банков и финансовых учреждений, разорение рядовых инвесторов, дестабилизацию экономики, приводя к кризису [6].

Эти три случая демонстрируют три пузыря, разбившихся на абсолютно разных рынках и в раз-

ные эпохи. Однако это не мешает нам выделить два основных фактора, которые приводят к появлению пузырей. На примере кризиса 2008 года, можно явно отметить, что отсутствие должного регулирования и ограничений позволило многим людям получить кредиты, которые те не были способны выплатить. В случае «тюльпаномании» отсутствие правового регулирования обусловлено временным периодом, так как в XVII веке финансовые рынки только начинали формироваться. Таким образом, именно пробелы в законодательстве часто приводят к формированию пузырей. Вторым фактором выступает «эйфория» инвесторов, вызванная потенциальным заработком на еще малоизвестном участнике рынка, люди воспринимают объект пузыря, только как возможность заработка и перепродажи, забывая, что он собой представляет. Это явно видно при рассмотрении пузыря доткомов. Многие инвесторы вкладывались в интернет-бизнес, руководствуясь новизной этого явления и общим трендом того времени на разработки в области интернет-технологий, забывая акцентировать свое внимание на самом важном: что каждая компания из себя представляет. Стоит отметить, что после того, как пузырь схлопнулся, не все компании были разорены, такие компании Google, Apple, Amazon, eBay и PayPal выжили и впоследствии стали лидерами рынка. Что при-

Published on Investing.com, 3/Nov/2024 - 13:17:17 GMT, Powered by TradingView.  
 Nasdaq 100, США, NASDAQ:NDX, M



Рис. 2. Динамика индекса NASDAQ-100 1997–2004 год [16].

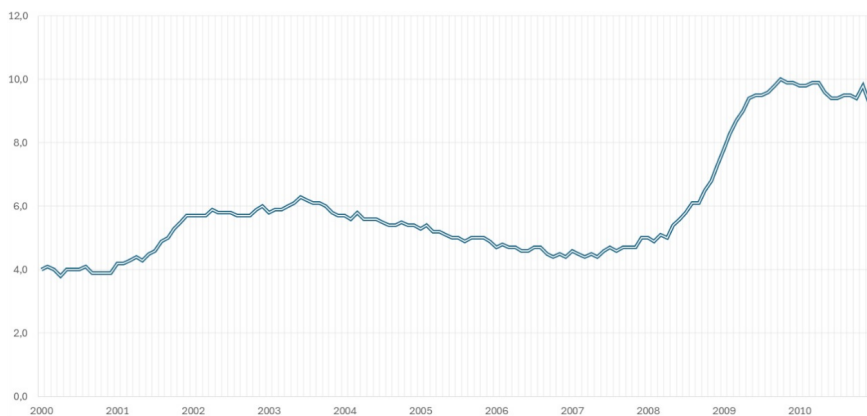


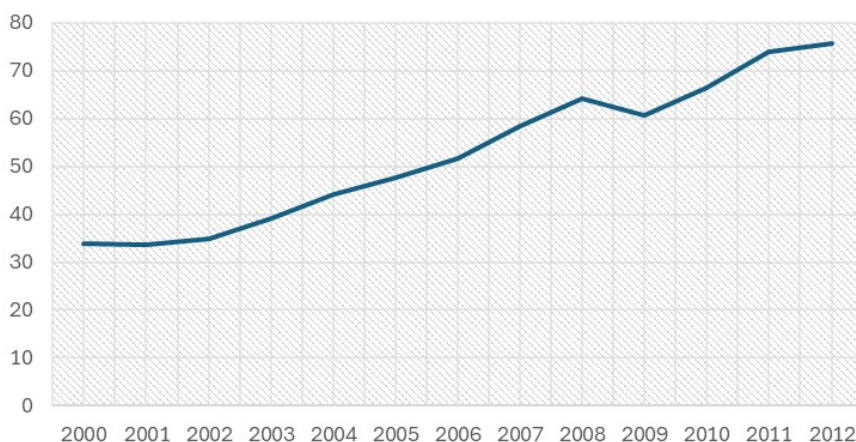
Рис. 3. Изменение уровня безработицы в США 2000–2010 год [18].

водит нас к выводу: инвесторы могли избежать потерь и предотвратить формирование пузыря, если бы отнеслись с хладнокровием к новой тенденции и вкладывали деньги только после тщательного анализа. Таким образом, становится очевидна важность контроля человеческого азарта в инвестировании. Это должны выполнять либо сами инвесторы, либо финансовое регулирование должно осуществляться силой государства [5]. Довольно категоричными примерами такого вмешательства могут выступать, перевод операций с экзотическими формами деривативов в раздел азартных, а также контрактов на индексы в раздел азартных игр,

ограничение сферы работы банков исключительно операциями с денежными средствами, национализация банков, внебиржевой оборот производных финансовых инструментов обязан быть определен исключительно хеджированием риска, исключая всякую спекуляцию [11].

Все примеры, рассмотренные ранее, представляют собой прошлое, позволяющее нам глубже углубиться в настоящее время и вычислить возможные угрозы формирования финансовых пузырей.

Информация, полученная благодаря анализу,



**Рис. 4.** Мировой ВВП в трлн. дол. 2000–2012 год [19].

позволяет разобраться в сущности рынка криптовалюты. Рост и падение этой индустрии, как и технологии, стоящие за блокчейном для рядового человека крайне непонятны, и даже опытные инвесторы иногда сталкиваются с трудностями. В последние годы многие люди с одержимостью, чтобы не сказать фанатичностью, инвестируют в новый неизведанный ранее актив. Криптовалюта, появившаяся в начале второго десятилетия XXI века, изначально не была воспринята, как что-то серьезное. Первой криптовалютой, представленной миру, был Bitcoin. Он был создан в 2009 году создан в Японии человеком или группой лиц под псевдонимом Сатоши Накамото и с тех пор не рос в цене, пока в 2014 году правительство США не выставило на аукцион более 29 тысяч BTC, изъятых у нелегальной площадки. Таким образом, применение силы государства позволило криптовалюте укрепиться [2].

Данный рынок отвечает 8 из 10 описанных признаков финансового пузыря: 1) нелинейность характера движения цены в короткий промежуток времени; 2) неприменение традиционных подходов оценки в период бума; 3) неверное интерпретирование новостей рынком, оценивание плохих новостей как хороших, пренебрежение сигналами, свидетельствующими об опасности; 4) приток непрофессиональных инвесторов на фондовый рынок; 5) покупки инвестиционных активов для целей продажи в краткосрочной пер-

спективе; 6) увеличение уровня мошенничества в финансовом секторе 7) увеличение количества инвестиционных компаний и различных фондов; 8) рост количества ICO и ухудшение качества размещаемых активов. Многие проекты данной отрасли явно несут в себе признаки, которые могут привести к «пузырю», или уже являются рухнувшими финансовыми пирамидами [8].

Из-за своей децентрализованной природы блокчейн всегда поднимал вопросы регуляции оного со стороны государства. Так, в России этот процесс начался еще в 2014 году. Центробанк, Генпрокуратура и ФСКН выразили озабоченность опасностью этого средства платежа и начали работу по его контролю. В наше время позиция ЦБ по этому вопросу остается неизменной. В Докладе Банка России «Криптовалюта: тренды, риски, меры» отмечено, что криптовалюта выступает угрозой для благосостояния граждан, финансовой стабильности и расширения нелегальной деятельности. Также сказано, что «рост рынка криптовалют во многом отражает формирование «пузыря», вложения в них могут быть полностью потеряны» [3].

Во многих странах правительства также понимают необходимость регуляции, например Китай, Бангладеш, Египет, Индонезия, Пакистан. Но не все страны придерживаются схожей политики в отношении блокчейна. Так, Япония и США легализовали криптовалюту, в данный момент Америка является страной с крупнейшим обо-

ротом криптовалюты [13].

В последние годы самым ярким именем в делах регуляции блокчейна на территории США был Гэри Генслер, глава комиссии по ценным бумагам и биржам США. Стоит отметить, что он не последний человек в вопросе криптовалюты и до своего назначения на пост главы SEC, читал лекции в MIT на тему Blockchain & Money [15]. Под его надзором было проведено множество дел по ограничению деятельности крупных игроков на рынке [4], однако из-за ограниченности полномочий SEC смогло зародиться новое ответвление, требующее регуляции, за которым не поспевает законодательство. Криптовалюты с низкой ликвидностью (мемкоины) являются наихудшим применением технологии блокчейн, они создаются без какой-либо цели и не несут за собой полезность, единственное, что они позволяют делать – это зарабатывать на манипулятивном спросе. Такие монеты могут взлетать в десятки и сотни раз за минуты, а самое страшное, что создать их может, кто угодно за пару часов. Помимо высокой волатильности, мемкоины опасны махинациями, осуществляемыми недобросовестными трейдерами. Закрытые продажи, выдергивание ликвидности, распределенная по кошелькам эмиссия – все это процветает на данном рынке. Shiba inu, Pepe и Doge – одни из самых известных примеров подобной криптовалюты. Последний пример особенно интересен, так как он своим ростом во многом обязан Илону Маску, который упоминал этот коин в своих социальных сетях [14]. Мемкоины явно имеют признаки финансового пузыря и без должной регуляции могут привести к нарушению финан-

совой стабильности.

Как видно из последних новостей новый курс, который взяло правительство США, явно не подразумевает столь необходимую регуляцию. Дональд Трамп в своей речи заявил, что уволит Гэри Генслера и учредит новую должность чиновника, отвечающего за криптовалюту, глава SEC уже заявил, что сам уйдет в отставку. Был внесен законопроект о создании стратегического резерва в BTC. Также нововведением Трампа в работу государственных органов США является создание нового департамента по дерегуляции, во главе которого стоит Илон Маск и Вивек Рамасвами. Department of Government Efficiency получил аббревиатуру идентичную Dogecoin, что вновь заставило цены на этот мемкоин взлететь. Это вряд ли можно принять за совпадение, если учитывать историю Маска и Dogecoin. Биткоин уже побил исторический рекорд достигнув отметки в 100,000\$, этот древнейший коин отражает тенденции всего рынка криптовалюты и является своеобразным маркером, показывающим активизацию трейдеров по всему миру. Развитие криптовалюты с низкой ликвидностью на почве, подготовленной администрацией Дональда Трампа, может привести к развитию пузыря мемкоинов и его последующему обвалу, что может повлечь за собой не только крах монет с нулевой полезностью, но и обрушить доверие ко всей технологии блокчейн. Эта технология имеет потенциал, так, например интересным трендом является RWA и токенизация бирж ценных бумаг, но отсутствие должной регуляции способно похоронить всю индустрию.

### Библиографический список

1. Банкова А. А., Архипкина Е. В. «Пузыри» на финансовых рынках и их связь с финансовыми кризисами // Актуальные вопросы экономики и управления : Сборник научных трудов. – М. : Перо, 2018. – С. 74–79.
2. Бурмистрова И. В. Анализ рынка криптовалют на примере криптовалют биткоин и Риппл как вариант альтернативного инвестирования // Сборник статей V Всероссийской научно-практической конференции, Пенза, 15–16 марта 2018 года. – Пенза : Пензенский государственный аграрный университет, 2018. – С. 37–41.
3. Денисюк А. Ю. Общая характеристика криптовалюты, использование криптовалюты в нынешних условиях и перспективы // Вопросы устойчивого развития общества. – 2022. – № 6. – С. 195–199.
4. Донован М. Как дело Ripple отзовется: проблема доктрины «основных вопросов» Комиссии по ценным бумагам и биржам США // Russian Journal of Economics and Law. – 2023. – Т. 17, № 4. – С. 837–872. – DOI: [10.21202/2782-2923.2023.3.837-872](https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.837-872).

5. Ключников Е. Е. Финансовые пузыри: риск современной финансовой стабильности // *E-Scio*. – 2020. – 3(42). – С. 439–447.
6. Костенкова Н. К., Котлячкова Н. В., Суетин С. Н. Последствия «схлопывания» финансовых пузырей и их связь с финансовыми кризисами // *Социально-экономическое управление: теория и практика*. – 2018. – 4(35). – С. 79–81.
7. Лазутина А. О. Ипотечное кредитование после кризиса 2008 года // *Инновационная наука*. – 2020. – № 5. – С. 99–103.
8. Савоськин Н. А. Методический подход к оценке финансовых рынков на наличие признаков финансового пузыря на примере рынка криптовалют // *Global and Regional Research*. – 2021. – Т. 3, № 4. – С. 40–47.
9. Сапунцов А. Л. Финансовая безопасность. Современное состояние и перспективы развития // *Финансовая безопасность. Современное состояние и перспективы развития* : Материалы VIII Международной научно-практической конференции Международного сетевого института в сфере ПОД/ФТ, Москва, 14–15 декабря 2022 года. Т. 1. – М. : МИФИ, 2022. – С. 223–228.
10. Саратикян Л. С. Пузырь доткомов // *Цифровая парадигма развития общества: взгляд из будущего* : Сборник научных трудов по итогам студенческой научно-практической конференции, Саратов, 26 апреля 2019 года. – Саратов : Саратовский социально-экономический институт (филиал) федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова», 2019. – С. 247–248.
11. Скобликов Е. А. Финансовые пузыри и кризисы в свете новой теории денег // *Финансы и кредит*. – 2021. – Т. 27, 2(806). – С. 296–320. – DOI: [10.24891/fc.27.2.296](https://doi.org/10.24891/fc.27.2.296).
12. Углицких О. Н., Клишина Ю. Е., Горбова Е. А. Механизм возникновения финансовых пузырей // *Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования*. – 2022. – 8(66). – С. 58–66.
13. Челаева Л. С. Правовое регулирование использования криптовалюты в разных странах: противостояние преступлениям, связанных с использованием криптовалют // *Актуальные исследования*. – 2024. – 18–2(200). – С. 26–29.
14. Шолохов С. Ю., Чумаченко Е. А. Риски и перспективы инвестирования в криптовалюты с низкой ликвидностью (мемкойны) // *Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения: ученые записки*. – 2023. – С. 42–46.
15. Яковлев А. И., Затевахина А. В. Цепочки создания стоимости. Что первично в истории денег: долг или обмен // *Ученые записки Международного банковского института*. – 2021. – 4(38). – С. 144–159.
16. Investing. – URL: <https://www.investing.com>.
17. Thompson E. A. Tulipmania: Fact or Artifact? // *Public Choice*. – 2007. – Vol. 130, no. 1/2. – P. 99–114.
18. U.S. Bureau of Labor Statistics. – URL: <http://www.bls.gov>.
19. World Bank Group. – URL: <https://www.worldbank.org>.