

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2023-17-1-83-93
УДК 336(045)
JEL G1

Переоценка роли и функций российского финансового рынка в условиях структурной трансформации экономики

М.Л. Дорофеев

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Хорошо развитый финансовый рынок играет центральную роль в управлении сбережениями и инвестициями в экономике и способствует ускорению экономического роста. Геополитические события на Украине, в которые оказалась вовлечена Россия в феврале 2022 г., принципиально изменили ее внешнеторговую политику в части проведения экспортно-импортных расчетов. Множество внешних и внутренних ограничений отразилось на эффективности функционирования прошлой модели российского финансового рынка. Сегодня перед нашей страной встала необходимость проводить кардинальные структурные изменения в экономике. В этой связи возрастает актуальность идентификации проблем, возникших на российском финансовом рынке, и разработки оптимальных вариантов их решений. Целью данной статьи является оценка роли и динамики развития финансового рынка до и после февральских событий 2022 г. с акцентом на изменение качества выполнения финансовым рынком своих функций.

Ключевые слова: финансовый рынок; санкции; структурная трансформация экономики; экономический рост; курс рубля; международные расчеты

Для цитирования: Дорофеев М.Л. Переоценка роли и функций российского финансового рынка в условиях структурной трансформации экономики. *Мир новой экономики*. 2023;17(1):83-93. DOI: 10.26794/2220-6469-2023-17-1-83-93

ORIGINAL PAPER

Reassessment of the Role and Functions of the Russian Financial Market in the Context of Structural Transformation of the Economy

M.L. Dorofeev

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

A well-developed financial market has a central role in the savings management and investments in the economy and accelerates the economic growth. Geopolitical events in Ukraine, in which Russia got involved in February of 2022, fundamentally changed Russia's foreign trade policy in terms of export-import payments. A large number of external and internal restrictions left a considerable impact on the effectiveness of the previous model of the Russian financial market. Today our country faces the need to carry out radical structural changes in its economy. Due to this fact there is an evident increase in the importance of the problems identification in the Russian financial market as well as in the development of optimal solutions of the issue. The purpose of this article is to assess the role and dynamics of the financial market's development before and after the February events of 2022. Moreover, the article makes an emphasis on the change in the functions performance quality of the financial market.

Keywords: financial market; sanctions; structural transformation of the economy; economic growth; ruble exchange rate; international payments

For citation: Dorofeev M.L. Reassessment of the role and functions of the Russian financial market in the context of structural transformation of the economy. *The World of New Economy*. 2023;17(1):83-93. DOI: 10.26794/2220-6469-2023-17-1-83-93

© Дорофеев М.Л., 2023

ВВЕДЕНИЕ

Как и любой другой, финансовый рынок формируется на основе экономических отношений между его участниками. Только объектом этих отношений являются не реальные активы (недвижимость, продукты питания, автомобили и т.п.), а финансовые ресурсы. В большинстве случаев финансовый рынок структурно представляют как совокупность системообразующих сегментов: валютного, кредитного, страхового рынков, а также рынка ценных бумаг [1, 2].

Хорошо развитый финансовый рынок играет центральную роль в управлении сбережениями и инвестициями в экономике. Качественно выполняя свои функции, он способствует ускорению экономического роста [3–7]. Одним из наиболее показательных признаков развитости финансового рынка является коэффициент соотношения капитализации рынка акций к ВВП страны (табл. 1). Значение этого показателя по сравнению с уровнем 100%, показателями других стран и историческими экстремумами характеризует спрос на акции и желание инвестировать в рынок акций конкретной страны. Чем больше данный показатель, тем больше перспектив для инвесторов и наоборот.

В таких странах, как США, Япония, Нидерланды, Сингапур, Южная Африка, Гонконг капитализация фондового рынка, по сравнению с размерами их ВВП, больше чем в полтора раза. Во многих случаях это связано с профицитом торгового баланса, текущими выгодами от конъюнктуры на сырьевых рынках, статусом международного финансового центра и другими конкурентными преимуществами экономики отдельно взятой страны. Другими словами, с сильной экономикой и хорошей финансовой инфраструктурой, как например, в США. Инвесторы по той или иной причине стремятся купить акции этой страны и объем вкладываемых средств весьма существенен по сравнению с уровнем ее ВВП. С одной стороны, это может указывать на большие возможности для корпораций по привлечению финансовых ресурсов на финансовом рынке, поскольку уровень его монетизации достаточно велик и, соответственно, условия для них очень благоприятные. С другой стороны, такие высокие показатели могут говорить об отстающем знаменателе, т.е. о стагнирующей экономике, высоком уровне безработицы и т.п. при сохраняющейся восходящей динамике фондового рынка, как, например, в Южной Африке и Японии после 2010 г. Стимулирующая монетарная политика и стремление внутренних инвесторов спасти свои

сбережения от разгоняющейся инфляции могут приводить к надуванию финансовых пузырей. Ситуация на рынке акций Южной Африки очень похожа на ту, что была в нашей стране в 2020–2022 гг., когда Банк России начал постепенно повышать процентную ставку с рекордно низкой базы. Страны с развивающимися экономиками с сырьевой спецификой (Россия, Бразилия, Мексика, Южная Африка и т.п.) могут иметь совершенно разные диапазоны и текущие значения соотношения капитализации рынка акций к ВВП страны. В этом контексте сегодня у российского рынка акций продолжается «черная полоса», поскольку уровень монетизации рынка акций на начало 2022 г. был невысоким, а после событий 2022 г. драматически сократился. Роль финансового рынка для развития экономики России возросла, поскольку в настоящее время для большинства участников он является единственной доступной площадкой для привлечения финансирования. Многих коснулась проблема введения санкций и невозможности привлекать капитал в евродолларовом сегменте мирового финансового рынка, а другие каналы финансирования (финансовые рынки дружественных стран) в части доступных финансовых инструментов и финансовой инфраструктуры пока развиты недостаточно. Поскольку на текущий момент российский финансовый рынок не восстановился, существуют объективные препятствия для достижения показателей, заложенных в национальные цели развития Российской Федерации.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

При анализе динамики развития российского финансового рынка использовались данные Банка России и Московской Биржи. При их сопоставлении учитывались относительные показатели объема активов и торгов в процентах к ВВП. Для оценки изменения долей того или иного рынка рассматривалась динамика финансовых индикаторов этих рынков.

Анализ современного состояния финансового рынка проведен методом экспертных оценок на основании открытых данных из официальных источников. Каждая функция финансового рынка оценивалась по 10-балльной шкале, где «0» — самая низкая оценка, а «10» — наивысшая. Текущие оценки качества выполнения финансовым рынком своих функций даны в виде диапазонов с учетом того, что в последние месяцы производятся попытки его структурной трансформации и создания новых возможностей для доступа к азиатским международным финансовым центрам.



Таблица 1 / Table 1

Капитализация рынка акций в странах с развитой и развивающейся экономикой по состоянию на середину 2022 г. / Equity market capitalization in advanced and emerging economies as of mid-2022

Страна	Тип экономики	ВВП (трлн долл. США)	Капитализация рынка к ВВП на текущую дату, %	Исторический минимум, %	Исторический максимум, %	Количество наблюдений, лет	Наименование странового ETF
США	DM*	24,39	161,9	32,7	202,5	52	SPY
Китай	EM**	16,68	56,87	0,23	156,87	32	MCHI
Япония	DM	3,98	147,08	31,06	156,26	42	EWJ
Германия	DM	3,65	52,9	18,46	76,61	35	EWG
Индия	EM	2,96	89,17	21,34	156,25	25	INDA
Великобритания	DM	2,78	99,54	46,15	177,37	38	EWU
Франция	DM	2,54	110,13	27,63	130,51	32	EWQ
Россия	EM	2,25	25,7	7,53	123,55	25	ERUS
Канада	DM	1,93	138,25	7,83	211,54	42	EWC
Италия	DM	1,81	23,72	15,5	77,28	25	EWI
Бразилия	EM	1,58	47,9	19,28	101,95	25	EWZ
Корея	DM	1,57	90,43	11,38	132,58	26	EWY
Австралия	DM	1,51	101,02	43,83	153,98	30	EWA
Мексика	EM	1,28	32,67	13,43	45,09	31	EWV
Испания	DM	1,23	50,21	25,05	126,48	29	EWP
Индонезия	EM	1,13	46,86	4,51	57,15	32	EIDO
Нидерланды	DM	0,88	139,82	39	178,8	30	EWN
Швейцария	DM	0,77	253,71	54,62	298,52	32	EWL
Швеция	DM	0,52	162,79	25,21	217,38	32	EWD
Бельгия	DM	0,52	64,18	31,76	103,75	31	EWK
Турция	EM	0,4	33,28	5,5	76,55	30	TUR
Сингапур	DM	0,38	175,06	64,91	354,46	35	EWS
Южная Африка	EM	0,37	292,88	94,79	340,2	27	EZA
Гонконг	DM	0,37	976,85	104,82	1525,57	36	EWH
Египет	EM	0,34	7,44	7,39	123,99	24	EGPT
Пакистан	EM	0,21	17,1	5,82	49,63	25	PAK
Максимум	-	24,39	976,85	104,82	1525,57	-	-
Медиана	-	1,40	89,80	23,20	143,28	-	-
Среднее	-	2,92	130,67	29,22	205,95	-	-
Среднее по DM	-	3,05	171,72	36,24	257,72	-	-
Среднее по EM	-	2,72	64,99	17,98	123,12	-	-
Минимум	-	0,21	7,44	0,23	45,09	-	-

Источник: / Source: составлено автором по: URL: <https://www.gurufocus.com/global-market-valuation.php> / compiled by the author based on: <https://www.gurufocus.com/global-market-valuation.php>

Примечание: ETF – биржевой инвестиционный фонд, позволяющий в данном случае инвестировать в широкий рынок акций отдельно взятой страны; DM – страны с развитой экономикой; EM – страны с развивающейся экономикой.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Анализ развития российского финансового рынка и его роли в функционировании российской экономики до февраля 2022 г.

За первые двадцать лет текущего столетия российский финансовый рынок эффективно встроился в глобальную финансовую систему и стал ее неотъемлемой частью [8]. Россия продавала сырье за доллары США, которые вместе с глобальным спекулятивным капиталом свободно перемещались через границу. После 2008 г. российская экономическая модель развивалась в условиях стабильно положительного сальдо торгового баланса и хронического оттока капитала¹. Как это ни парадоксально, но при наличии более чем 20-летней истории существования современного российского финансового рынка, при ярко выраженной сырьевой специфике российской экономики товарный рынок Московской Биржи до сих пор является слабо развитым, низколиквидным и недостаточно глубоким по сравнению с другими сегментами [2]. Во многом это связано с тем, что торги сырьевыми товарами, которые добывает и экспортирует Россия, проходят в иностранной валюте и преимущественно на внешних рынках.

Глубина российского финансового рынка на 2022 г. — небольшая для полноценного обслуживания потребностей экономики, в том числе крупных российских заемщиков. В частности, по показателю банковских кредитов частному сектору экономики к ВВП Россия отстает от многих развитых стран (59,9% против 158,5% в странах ОЭСР, 94,8% в Евростроне в 2020 г.). При этом кредитный рынок сопоставим с некоторыми странами с развивающимися экономиками (70,2% — Бразилия, 55,3% — Индия). Показатель объема облигаций нефинансовых организаций к ВВП в России также находится ниже уровня стран ОЭСР (8,1% против 24,2%, по итогам 2020 г.), а также Китая (30,7%), при этом близок к Бразилии (7%)².

Сегмент долевого финансирования на рынке капитала до сих пор не стал существенным источником привлечения финансовых ресурсов российскими компаниями. В период с 2014 по 2022 г. на российском финансовом рынке произошло около двух десятков первичных размещений акций. Финансовые

результаты участия инвесторов в российских IPO, по состоянию на середину 2022 г., выглядят не очень обнадеживающе³. В то же время на американском первичном рынке акций, который является одним из наиболее глубоких и ликвидных в мире, сопоставимое количество размещений проходит за период 1–2 месяца и многие из выпусков позволяют инвесторам заработать сотни процентов чистой доходности⁴.

В условиях недостаточной глубины российского финансового рынка и ограниченной доступности долгосрочного финансирования роль собственных средств предприятий в финансировании инвестиций в основной капитал продолжает возрастать. Их доля в общих источниках финансирования инвестиций увеличилась с 53% в 2018 г. до 55,2% в 2020 г. Сравнительно низкий уровень финансовой грамотности населения и отсутствие доверия внутреннего инвестора создают не очень благодатную почву для нормального функционирования долевого сегмента российского финансового рынка. С другой стороны, темпы его развития позволяют говорить о конкурентных преимуществах на мировом финансовом рынке⁵.

Согласно статистическим показателям Банка России корпоративные кредиты и кредиты сектору домохозяйств в среднем растут быстрее российской экономики на 5 процентных пунктов в год (*табл. 2*).

Для наглядного сравнения роли банковского сектора и кредитного рынка с фондовым, валютным, срочным и товарным рассмотрим статистические показатели основных рынков Московской Биржи (*табл. 3*).

По *табл. 2* и *3* видно, что сбережений физических лиц на банковских депозитах (34 трлн руб. по состоянию на конец 2021 г.) достаточно, чтобы выкупить весь российский рынок акций (около 30 трлн руб. по состоянию на конец 2021 г.), который обращается на Московской Бирже. Если к вкладам физлиц добавить депозиты корпоративных клиентов в банковском секторе (около 40 трлн руб. на конец 2021 г.), то этого будет более чем достаточно, чтобы выкупить все выпущенные акции на российском фондовом рынке,

¹ Банк России. Статистика внешнего сектора. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 25.08.2022).

² Банк России. Основные направления развития финансового рынка российской федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/131935/onrfr_2021-12-24.pdf (дата обращения: 25.07.2022).

³ Открытие Брокер. Основные результаты прошедших IPO для компаний и для инвесторов. URL: <https://journal.open-broker.ru/investments/7-kompanij-kotorye-proveli-ipo-na-mosbirzhev-2021-godu/> (дата обращения: 25.07.2022).

⁴ Календарь IPO на официальном сайте биржи Насдак. URL: <https://www.nasdaq.com/market-activity/ipos> (дата обращения: 25.07.2022).

⁵ Мосбиржа. Годовые отчеты и Отчеты о сделках с заинтересованностью. URL: <https://www.moex.com/s1346> (дата обращения: 25.07.2022).



Таблица 2 / Table 2

**Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации /
Statistical indicators of the banking sector of the Russian Federation**

№	Показатель	2017	2018	2019	2020	2021	Среднегодовой темп прироста, %
1	Активы банковского сектора, млрд руб.	77 961	86 232	88 796	103 842	120 310	13,6
	в % к ВВП	84,9	83,0	81,0	96,8	92,0	1,8
2	Корпоративные кредиты и кредиты, предоставленные физлицам, включая просроченную задолженность, млрд руб.	45 994	52 912	56 654	64 804	74 949	15,7
	в % к ВВП	50,1	50,9	51,7	60,4	57,3	1,8
3	Вложения в ценные бумаги, млрд руб.	10 564	11 484	12 012	16 151	17 289	15,9
	в % к ВВП	11,5	11,1	11,0	15,0	13,2	0,4
4	Вклады физлиц, млрд руб.	25 987	28 459	30 412	32 834	34 695	8,4
	в % к ВВП	28,3	27,4	27,7	30,6	26,5	-0,4
5	Депозиты и средства корпоративных клиентов, млрд руб.	24 843	28 005	28 146	34 067	39 885	15,1
	в % к ВВП	27,0	27,0	25,7	31,7	30,5	0,9

Источник / Source: составлено автором по: URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/ / compiled by the author based on: URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/

рыночная капитализация которого составляла примерно 63 трлн руб. на конец 2021 г.⁶

Обороты торгов на фондовом рынке в среднем за период 2017–2021 гг. составили примерно 40% ВВП. В то же время объем корпоративных кредитов и кредитов, предоставленных физлицам, включая просроченную задолженность, колебались в районе 55–60% ВВП. Таким образом, ключевую роль в финансировании экономики играет не фондовый, а кредитный рынок. Валютный и денежный рынки значительно превосходят фондовый по объему торгов на Московской Бирже. На денежном рынке почти весь объем торгов проходит в сегменте операций РЕПО, в рамках которых происходит кредитование под залог различных ценных бумаг с участием или без участия центрального контрагента, а также в других форматах. Срочный рынок Московской Биржи развивался наиболее быстрыми темпами по сравнению с остальными сегментами финансового рынка. Самым динамичным

можно считать рынок фьючерсов, который по объему торгов занимает весьма значительное место среди прочих (около 120% ВВП).

Оценка современного состояния финансового рынка после событий февраля 2022 г.

Трансформации, которые произошли с финансовым рынком в 2022 г., колоссальны по своим масштабам и последствиям для развития российской экономики. Наша финансовая система оказалась частично отсечена от международной финансовой инфраструктуры. Отключение банковской системы от Свифт, отзыв кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств, демарш большой аудиторской четверки и другие события изменили инвестиционный статус российского финансового рынка. Он лишился значительной доли иностранной ликвидности от нерезидентов, доля которых составляла от 15 до 35% в разных сегментах. При этом часть иностранного капитала оказалась запертой внутри российской финансовой системы на неопределенный срок, что явилось ответной мерой на бло-

⁶ Московская Биржа. Рыночная капитализация. URL: <https://www.moex.com/s26> (дата обращения: 25.07.2022).

Таблица 3 / Table 3

Статистические показатели сегментов финансового рынка, которые обслуживаются Московской биржей, объемы торгов в млрд руб. / Statistical indicators of the segments of the financial market, which are served by the Moscow Exchange, trading volumes in billion rubles

Сегмент рынка Московской Биржи	2017	2018	2019	2020	2021	Среднегодовой темп прироста, %
Фондовый рынок	35 413	40 671	40 662	54 522	52 430	12,0
В % от ВВП	38,6%	39,2%	37,1%	50,8%	40,1%	0,4
Рынок акций, ДР и паев	9 185	10 830	12 443	23 905	29 997	56,6
Рынок облигаций	26 228	29 841	28 219	30 617	22 433	-3,6
Денежный рынок	419 750	381 781	366 452	433 176	476 352	3,4
В % от ВВП	457,0%	367,6%	334,3%	403,6%	364,2%	-23,2
Валютный рынок	347 755	349 198	308 579	329 460	322 033	-1,8
В % от ВВП	378,6%	336,2%	281,5%	307,0%	246,2%	-33,1
Срочный рынок	84 522	89 317	82 479	129 953	158 530	21,9
В % от ВВП	92,0%	86,0%	75,2%	121,1%	121,2%	7,3
Товарный рынок	128	152	85	78	224	18,8
В % от ВВП	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,0

Источник / Source: составлено автором по: URL: <https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx> / compiled by the author based on: URL: <https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx>

кировку и конфискацию российских государственных золотовалютных резервов, финансовых активов и имущества за рубежом. В результате российский финансовый рынок оказался лишен внешних источников финансирования и остался наедине с собой и ресурсами внутренних инвесторов (резидентов).

Большое количество внутренних ограничений, которые были введены регулятором для стабилизации ситуации на российском финансовом рынке, также отразились на уровне качества его работы. Например, введение комиссий принудительной продажи валютной выручки в феврале 2022 г., отмена бюджетного правила, санкции против ЦБ РФ, а также почти полная блокировка трансграничного движения капитала привели к чудовищному дисбалансу спроса и предложения на иностранную валюту на российском валютном рынке с учетом текущего уровня цен на углеводороды. Несмотря на то что несколько месяцев валютный курс называли абсолютно рыночным⁷, он, безусловно,

⁷ РБК: Максим Орешкин назвал курс рубля абсолютно рыночным. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/62860ea49a7947ce2565ecdb> (дата обращения: 01.09.2022).

являлся таковым с большими оговорками. Административное регулирование финансового рынка и запрет на вывод капитала из России за несколько месяцев сделали свое дело, укрепив валютный курс до абсурдных уровней. Еще одним значимым аргументом в пользу тезиса о существующих дисбалансах на российском финансовом рынке является большой перекоп в стоимости сопоставимых импортных товаров на территории России и за рубежом. Разница в ценах на аналогичные импортные товары, продаваемые на территории России и за границей, на середину 2022 г. составляла до 30%. Даже снятие большей части ограничений в начале осени 2022 г. не помогло восстановить валютный курс рубля до уровня начала года. Фактически старая «версия» финансового рынка была ликвидирована в феврале 2022 г., и с тех пор происходит рождение его новой модели.

В табл. 4 представлены результаты анализа качества выполнения финансовым рынком своих функций по состоянию на январь и сентябрь 2022 г. Сейчас по большинству позиций ситуация улучшается, однако остается значительно хуже, чем в начале 2022 г.



ДИСКУССИЯ

В анализе приоритетных направлений и принципов развития финансового рынка России на среднесрочную перспективу мы исходим из того, что введенные против России санкции и торговые ограничения будут иметь долгосрочные последствия. В период активной фазы специальной военной операции, которая может продолжаться дольше, чем ожидается, вероятно не только сохранение текущих санкций, но и введение новых. Скорее всего, внешняя конъюнктура будет оставаться неблагоприятной для работы российского финансового рынка достаточно долго (не менее 2-х президентских циклов).

Безусловно, для развития внутреннего финансового рынка Банку России следует двигаться в тех же направлениях, в которых он развивался в начале 2022 г., куда входит: повышение защищенности потребителей финансовых услуг; содействие цифровизации; повышение доступности финансовых услуг; развитие конкуренции на финансовом рынке; обеспечение финансовой стабильности; содействие целям устойчивого развития и продолжение ESG-трансформации российского бизнеса; развитие рынка капиталов и долгосрочного финансирования⁸. Вместе с тем очевидно, что траектории движения в перечисленных направлениях должны измениться в большей или меньшей степени — в зависимости от вовлеченности в этот процесс иностранных технологий и инфраструктуры.

Генеральным трендом предстоящего десятилетия будет разворот России на Восток, по направлению к китайской финансовой инфраструктуре и рынкам. По мнению автора, на текущий момент только юань может стать заменой западным резервным валютам в качестве мировых денег, так как импорт из Китая составляет более четверти от всего объема, в то время, как из Индии, Турции, Вьетнама и пр. он не превышает 2% по каждой стране⁹. К сожалению, это будет неполноценной заменой евродолларовой валютной системы, поскольку финансовый рынок Китая, так же, как и российский, является развивающимся и содержит много рисков для внешних инвесторов [9].

Развитие финансовой инфраструктуры в рамках ЕвразЭС также способно сгладить негативное влияние

иностранных санкций на российский финансовый рынок и экономику [10–13]. Однако очевидно, что страны — участники евразийского сообщества будут стараться избегать рисков попадания под вторичные санкции США, поэтому России придется проявить «творческий» подход для успешного решения этой задачи. Учитывая большую зависимость западного мира от сырьевых ресурсов России, ожидается, что США не будут этому препятствовать.

Основными инвесторами в российскую экономику в ближайшие 10 лет должны стать резиденты и государство. Вполне логичным является введение программ повышения финансовой грамотности для вовлечения большего числа инвесторов с одновременным обеспечением для них необходимого уровня защиты со стороны мегарегулятора [14–16]. Проведение уроков финансовой грамотности в школах в этом контексте выглядит оправданной мерой¹⁰.

Очевидно, что полученный опыт должен заставить Россию развивать финансовые инструменты, позволяющие внутренним инвесторам вкладывать в реальную экономику России на долгосрочной основе. В том числе, это касается и международных российских резервов, которые сегодня крайне сложно инвестировать в иностранные финансовые активы под минимальную доходность.

Перспективным направлением является инициатива по развитию системы расчетов и обслуживающей инфраструктуры в национальных валютах. В рамках него необходимо переходить на ценообразование российского экспорта в рублях, что в долгосрочной перспективе позволит увеличить количество иностранных участников на российском финансовом рынке и частично решить проблему недостаточности его глубины и ликвидности. Данное направление целесообразно развивать именно в рамках двухконтурной валютной системы, в которой внутренний рубль будет управляемой, а внешний — рыночной валютой. Использование цифровых валют для международных расчетов также представляется рациональным. Отметим, что для развития внутренней экономики нашей стране невыгоден крепкий валютный курс, поскольку это не стимулирует внутреннее производство и развитие инноваций и делает все факторы производства очень дорогими по сравнению с иностранными аналогами. При этом стабильный и крепкий внешний рубль может стать одной из новых мировых резервных

⁸ Банк России. Основные направления развития финансового рынка российской федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/131935/onfr_2021-12-24.pdf (дата обращения: 01.08.2022).

⁹ Структура импорта в Россию из разных стран мира. URL: <https://tradingeconomics.com/russia/imports-by-country> (дата обращения: 01.09.2022).

¹⁰ РБК. Российских школьников в обязательном порядке начнут учить финграмотности. URL: <https://www.rbc.ru/finances/08/07/2021/60e6d86b9a7947f1088532bf>

Таблица 4 / Table 4

Результаты анализа качества выполнения финансовым рынком своих функций по состоянию на январь и сентябрь 2022 г. и количественные оценки по шкале от 0 до 10 / Results of analysis of the functions performance quality of the financial market as of January and September 2022 and quantitative assessments on a scale from 0 to 10

Функция финансового рынка	01 янв. 2022	01 сент. 2022	Примечания
Перераспределительная	10	6–7	После введения инфраструктурных ограничений, блокировок иностранных ценных бумаг, демарша двух международных операторов платежных систем, ограничений по трансграничному движению капитала, запрета на снятие наличной иностранной валюты и введения комиссий за хранение иностранной валюты недружественных стран в российских финансовых организациях данная функция стала выполняться заметно хуже, чем было в начале года. Вместе с тем частично финансовая инфраструктура продолжила работать, задействованы отечественные платежные системы, предпринимаются попытки расширять сферы их охвата на территории иностранных государств
Сберегательная (инвестиционная)	10	5–6	Санкции и ограничения, введенные со стороны недружественных стран, а также ответные санкции и регуляторные ограничения со стороны России свели возможности инвестирования сбережений в иностранные ценные бумаги и финансовые активы до минимума. Внутренний финансовый рынок остается недостаточно глубоким и проходит болезненную структурную перестройку. На текущий момент у инвесторов есть не так много возможностей для инвестирования и большинство из них не позволяют обгонять инфляцию. В перспективе для розничного инвестора возможно открытие финансовых рынков дружественных стран (Гонконг, Китай, Индия, Турция и т.п.). Вместе с тем Банк России ужесточает требования к уровню квалификации инвесторов, тем самым отсекая возможности для большинства из них вкладываться во что-то. Перечень инвестиционных стратегий для резервов суверенного фонда и ЗВР России, в которых фигурируют иностранные финансовые активы, сократился почти до нуля. До сих пор не разработано новое бюджетное правило, поскольку просто непонятно, куда можно безопасно инвестировать, чтобы не столкнуться с очередной блокировкой резервов. Санкт-Петербургская биржа, которая являлась посредником для российских розничных инвесторов по инвестированию в иностранные ценные бумаги, фактически полностью выведена из строя блокировкой западной инфраструктуры и в настоящее время вынуждена полностью перестраиваться на азиатские рынки
Мобилизации капитала	7	4–5	На начало года ключевая ставка ЦБ РФ уже находилась в устойчивом повышательном тренде, что сильно ухудшало условия заимствований и привлечения капитала на рынке. В марте 2022 г. Банком России введена запретительная ключевая ставка в размере 20%. Российская финансовая система была по большей части отключена от SWIFT. Были введены санкции на долговой рынок России. Крупнейшие российские банки попали в SDN-лист. Проблемы с обслуживанием долговых бумаг из-за невозможности провести по ним платежи начались даже у тех, кто не попал под санкции. Фактически российский финансовый рынок оказался отрезанным от мировой финансовой системы. По состоянию на март-апрель эту функцию российский финансовый рынок практически не выполнял (0–1 балл). После стремительного снижения ключевой ставки ЦБ РФ во втором квартале 2022 г. ситуация на финансовом рынке стала лучше, а кредиты – более доступны. Минфин России сообщил, что планирует досрочно возвращаться на рынок ОФЗ в текущем году. Однако большинство внешних и внутренних ограничений остались в силе, поэтому данная функция выполняется рынком существенно хуже, чем в начале года. На текущий момент привлечение капитала через рынок акций на российском фондовом рынке путем открытой подписки не представляется возможным. Из-за отзыва иностранных рейтингов финансовые ресурсы от иностранных институциональных инвесторов и крупных фондов не поступают
Защита от рисков	8	3–4	Основной проблемой на начало текущего года была низкая глубина и ликвидность финансового рынка и его срочной секции. По состоянию на середину 2022 г., эта проблема стала в разы больше. Российский финансовый рынок не позволяет в достаточной мере защититься от валютного риска, поскольку для большинства участников эта услуга стоит чрезмерно дорого как на спотовом рынке из-за введенных комиссий и ограничений, так и на срочном рынке из-за низкой ликвидности и высоких требований к гарантийному обеспечению. Главная проблема в части данной функции – сокращение ликвидности и глубины рынка. Для розничного инвестора услуги по хеджированию стоят дорого, а для институциональных инвесторов на рынке не хватает ликвидности. Кроме этого, перечень инструментов, в том числе «нетоксичных» иностранных валют, доступных для инвестирования, существенно сократился. Соответствие, возможности для диверсификации инвестиционного портфеля также сильно ухудшились



Продолжение таблицы 4 / Table 4 (continued)

Функция финансового рынка	01 янв. 2022	01 сент. 2022	Примечания
Ценообразования	10	3–4	Много ограничений для финансового рынка было введено со стороны недружественных стран. Российские регуляторы в большом объеме задействовали методы прямого административного регулирования рынка, в том числе запреты на продажу активов, на выход с рынка для нерезидентов, на покупку иностранных активов, на публикацию финансовой отчетности и т.д. Следствием этих мер стало замыкание рынка на внутренних инвесторах, которые дезориентированы и не могут сформировать адекватную фундаментальную оценку финансовых активов, обращающихся на российском фондовом рынке. С нашей точки зрения, невозможно утверждать, что текущие цены на рынке эффективны из-за неработающих по причине блокировки трансграничного движения капитала межрыночных арбитражеров
Информационная	10	7–8	Вероятно, эту функцию рынок продолжает выполнять лучше других. Анализ индикаторов на внутреннем и внешнем финансовых рынках позволяет дать оценку различным процессам в экономике. Вместе с тем снижение ликвидности и временная приостановка некоторых сегментов финансового рынка (например, рынка ОФЗ с погашением до года или биржевого рынка швейцарского франка на валютной секции Мосбиржи) в определенной степени сокращают информативность финансового рынка России
Среднее значение	9,2	4,7–5,7	-

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

валют, пользующихся спросом со стороны резидентов дружественных стран.

ВЫВОДЫ

Изменения, которые произошли с российским финансовым рынком в феврале-марте 2022 г., поражают своими масштабами и последствиями. Финансовый рынок России оказался отрезан от глобального рынка, в который он очень долго и последовательно встраивался после распада СССР. Находясь в изоляции от иностранных инвестиций, российская экономика теперь может рассчитывать только на внутренних инвесторов и финансовые ресурсы российского финансового рынка.

По разным оценкам, текущий уровень качества выполнения финансовым рынком России своих функций сократился примерно вдвое, однако динамика его восстановления достаточно быстрая. Роль внутреннего финансового рынка для российской экономики значительно возросла, поэтому нужно прилагать больше усилий по его развитию, чем это делалось раньше. Очевидно, что вернуться к показателям качества на начало года с учетом сложившихся обстоятельств не представляется возможным. В этой связи необходимо перестраивать не только экономику, но и соответствующую

инфраструктуру российского финансового рынка, стремясь к тому, чтобы он хотя бы частично восстановил свои функции.

Для российского финансового рынка в сложившихся обстоятельствах необходимо:

- развиваться в соответствии с принятой ранее стратегией с учетом ряда корректировок;
- ориентироваться на Восток, преимущественно под шанхайский и гонконгский мировые финансовые центры;
- способствовать усилению роли юаня как фиатной валюты для хранения международных резервов;
- развивать инфраструктуру и доступность финансовых услуг для внутренних инвесторов;
- разрабатывать инструменты для инвестирования длинных денег на внутреннем финансовом рынке;
- ускорить переход международных расчетов на основе национальных валют;
- оценить перспективы введения двухконтурной валютной системы, в которой внутренний рубль (несильный и управляемо девальвируемый) будет предназначен для развития российской экономики, а внешний (рыночный, возможно на основе цифрового рубля) — для международных расчетов и резервирования.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Красилов Д.А. Финансовый рынок как экономическая и юридическая категория. *Вестник Саратовской государственной юридической академии*. 2018;(1):207–213.
2. Рулинская А.Г., Таранов А.В., Ковалерова Л.А. и др. Финансовый рынок России: современные характеристики, инструменты, регуляторы. Брянск: Брянский гос. ун-т им. акад. И.Г.Петровского; 2015. 122 с.

3. Мандрон В.В., Зверев А.В., Мишина М.Ю. Финансовые рынки современной России: особенности регулирования и тенденции развития. *Вестник Брянского государственного университета*. 2018;(1):226–234.
4. Новиков А.В., Новикова И.Я. Развитие финансового рынка как драйвер роста экономики России. *Идеи и идеалы*. 2020;12(1–2):319–352. DOI: 10.17212/2075–0862–2020–12.1.2–319–352
5. Котляров М.А., Ломтатидзе О.В. Направления развития финансового рынка России. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2010;(4):24–32.
6. Галимова Г.А. Роль финансового рынка в развитии финансовой системы региона. *Финансы Башкортостана*. 2014(1):35–38.
7. Есакова Д.А., Тропынина Н.Е. Проблемы и направления развития российского фондового рынка на современном этапе его функционирования. *Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования*. 2021;(3):33–38. DOI: 10.47581/2021/FA-09/IE/53/03.006
8. Абилкасымов Б.Ж., Алексеев П.В., Белавина А.А. и др. *Мировой финансовый рынок и Россия*. М.: КноРус; 2021. 340 с.
9. Козлов Л.Е. Специфика финансового аудита в современном Китае. *Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление*. 2015;(4):106–116.
10. Абрамова М.А., Лаврушин О.И., Пищик В.Я. и др. Программный документ Банка России «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов»: мнение экспертов Финуниверситета. *Экономика. Налоги. Право*. 2019;12(3):17–24. DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–3–17–24
11. Львова Н.А., Коршунов О.Ю., Рахимов З.Ю. Внедрение парадигмы устойчивых финансов в стратегию развития финансового рынка ЕАЭС. *Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент*. 2021;(1):32–42. DOI: 10.17586/2310–1172–2021–14–1–32–42
12. Блажевич О.Г., Сафонова Н.С. Особенности развития финансового рынка в условиях цифровизации. *Научный вестник: финансы, банки, инвестиции*. 2021(1): 106–124. DOI: 10.37279/2312–5330–2021–1–106–124
13. Блохина Т.К., Родин Н.М. Рынок финансовых услуг и его роль в формировании общего финансового рынка Евразийского экономического союза. *Вестник Евразийской науки*. 2021;13(6):70.
14. Пастушенко Е.Н., Малыхина Е.А., Земцова Л.Н. Повышение финансовой грамотности как функция Центрального банка Российской Федерации в условиях цифровой экономики. *Вестник Саратовской государственной юридической академии*. 2021;(5):227–233. DOI: 10.24412/2227–7315–2021–5–227–233
15. Дорофеев М.Л. Современная методология идентификации «пузырей» на рынке акций. *Банковское дело*. 2021(7):24–33.
16. Дорофеев М.Л., Домашенко Д.В. Влияние уровня финансовой грамотности населения на динамику его благосостояния в условиях современного финансового рынка. *Труд и социальные отношения*. 2012;23(9):120–128.

REFERENCES

1. Krasikov D.A. Financial market as the economic and legal category. *Vestnik Saratovskoi gosudarstvennoi yuridicheskoi akademii = Saratov State Law Academy Bulletin*. 2018;(1):207–213. (In Russ.).
2. Rulinskaya A.G., Taranov A.V., Kovalerova L.A. et al. Russian financial market: Modern characteristics, instruments, regulators. Bryansk: Bryansk State University named after acad. I.G. Petrovsky; 2015. 122 p. (In Russ.).
3. Mandron V.V., Zverev A.V., Mishina M. Yu. Financial markets of modern Russia: Peculiarities of regulation and development trends. *Vestnik Bryanskogo gosudarstvennogo universiteta = The Bryansk State University Herald*. 2018;(1):226–234. (In Russ.).
4. Novikov A.V., Novikova I. Ya. Development of the financial market as a driver of economic growth in Russia. *Idei i idealy = Ideas and ideals*. 2020;12(1–2):319–352. (In Russ.). DOI: 10.17212/2075–0862–2020–12.1.2–319–352
5. Kotlyarov M.A., Lomtadidze O.V. Directions of development of the financial market of Russia. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2010;(4):24–32. (In Russ.).
6. Galimova G.A. The role of the financial market in the development of the financial system of the region. *Finansy Bashkortostana = Finance Bashkortostan*. 2014(1):35–38. (In Russ.).
7. Esakova D.A., Troppynina N.E. Problems and directions of development of the Russian stock market at the modern stage of functioning. *Innovatsionnaya ekonomika: perspektivy razvitiya i sovershenstvovaniya = Innovation Economy: Prospects for Development and Improvement*. 2021;(3):33–38. (In Russ.). DOI: 10.47581/2021/FA-09/IE/53/03.006



8. Abilkasymov B. Zh., Alekseev P.V., Belavina A.A. et al. World financial market and Russia. Moscow: KnoRus; 2021. 340 p. (In Russ.).
9. Kozlov L.E. Specifics of the financial audit in modern China. *Izvestiya Dal'nevostochnogo federal'nogo universiteta. Ekonomika i upravlenie = The Bulletin of the Far Eastern Federal University. Economics and Management*. 2015;(4):106–116. (In Russ.).
10. Abramova M.A., Lavrushin O.I., Pishchik V. Ya. et al. The draft guidelines for the development of the Russian financial market in 2019–2021 prepared by the Bank of Russia: Expert opinion of Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*. 2019;12(3):17–24. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–3–17–24
11. Lvova N.A., Korshunov O. Yu., Rakhimov Z. Yu. Implementation of the sustainable finance paradigm in the EAEU financial market development strategy. *Nauchnyi zhurnal NIU ITMO. Seriya: Ekonomika i ekologicheskii menedzhment = Scientific Journal NRU ITMO. Series: Economics and Environmental Management*. 2021;(1):32–42. (In Russ.). DOI: 10.17586/2310–1172–2021–14–1–32–42
12. Blazhevich O.G., Safonova N.S. Features of the financial market development in the conditions of digitalization. *Nauchnyi vestnik: finansy, banki, investitsii = Scientific Bulletin: Finance, Banking, Investment*. 2021(1): 106–124. (In Russ.). DOI: 10.37279/2312–5330–2021–1–106–124
13. Blokhina T.K., Rodin N.M. Financial services market and its role in the formation of the common financial market of the Eurasian Economic Union. *Vestnik Evraziiskoi nauki = The Eurasian Scientific Journal*. 2021;13(6):70. (In Russ.).
14. Pastushenko E.N., Malykhina E.A., Zemtsova L.N. Improving financial literacy as a function of the Central Bank of the Russian Federation in the digital economy. *Vestnik Saratovskoi gosudarstvennoi yuridicheskoi akademii = Saratov State Law Academy Bulletin*. 2021;(5):227–233. (In Russ.). DOI: 10.24412/2227–7315–2021–5–227–233
15. Dorofeev M.L. Modern methodology for identifying “bubbles” in the stock market. *Bankovskoe delo = Banking*. 2021(7):24–33. (In Russ.).
16. Dorofeyev M.L., Domashchenko D.V. Influence of the level of financial literacy of the population on the dynamics of its well-being in the conditions of the modern financial market. *Trud i sotsial'nye otnosheniya = Labour and Social Relations Journal*. 2012;23(9):120–128. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Михаил Львович Дорофеев — кандидат экономических наук, доцент департамента общественных финансов, Финансовый университет, Москва, Россия

Mikhail L. Dorofeev — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor of the Departemnt of the Public Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-2829-9900>

dorofeevml@ya.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 20.08.2022; после рецензирования 10.09.2022; принята к публикации 05.12.2022.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 20.08.2022; revised on 10.09.2022 and accepted for publication on 05.12.2022.

The author read and approved the final version of the manuscript.