

ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ ВНЕШНЕМУ САНКЦИОННОМУ ДАВЛЕНИЮ

А. И. Болвачев, А. Р. Замалов

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

В статье показано влияние внешних экономических санкций на российский финансовый рынок. Особое внимание уделено валютным, товарным и производным рынкам Московской биржи. Основной фокус работы – анализ изменений в рыночной динамике и ценообразовании под воздействием политических и экономических ограничений. Методологически исследование опирается на комплексный анализ данных торговых сессий, включая статистическую обработку и моделирование рыночных реакций. Применение актуальных методов аналитики позволило выявить нелинейные зависимости и скрытые модели поведения участников рынка. Результаты исследования демонстрируют, что санкции оказали значительное воздействие на волатильность, ликвидность и структуру рынка. Авторами отмечено влияние политических факторов на финансовые инструменты в условиях кризиса, а также разработаны новые методологические подходы к анализу данных финансовых рынков. Результаты работы могут быть использованы для корректировки торговых стратегий, разработки политики регулирования рынков и оценки рисков в условиях политической нестабильности. Исследование также предоставляет основу для дальнейшего анализа последствий экономических санкций и разработки стратегий адаптации к изменяющимся рыночным условиям.

Ключевые слова: товарный рынок, срочный рынок, валютный рынок, санкции, арбитражные стратегии.

COUNTERACTION OF RUSSIAN FINANCE MARKET AGAINST EXTERNAL SANCTIONS PRESSURE

Alexey I. Bolvachev, Alexandr R. Zamalov

Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russia

The article shows the impact of external economic sanctions on the Russian financial market. Special attention is paid to the currency, commodity and derivative markets of the Moscow Stock Exchange. The main focus of the work is the analysis of changes in market dynamics and pricing under the influence of political and economic constraints. Methodologically, the study is based on a comprehensive analysis of trade session data, including statistical processing and modeling of market reactions. The use of actual analytical methods made it possible to identify nonlinear dependencies and hidden patterns of behavior of market participants. The results of the study demonstrate that sanctions have had a significant impact on volatility, liquidity and market structure. The authors show the influence of political factors on financial instruments in a crisis, as well as develop new methodological approaches to analyzing financial market data. The results of the work can be used to coordinate trading strategies, develop market regulation policies and assess risks in conditions of political instability. The study also provides a basis for further analysis of the consequences of economic sanctions and the development of strategies to adapt to changing market conditions.

Keywords: commodity market, futures market, foreign exchange market, sanctions, arbitrage strategies.

В 2022 г. российский финансовый рынок столкнулся с беспрецедентным внешним давлением. Россия стала мировым лидером по количеству введен-

ных против нее со стороны иных государств санкций. Последовательное отключение крупнейших финансовых институтов от международной системы передачи

информации и совершения операций (SWIFT), а также закрытие корреспондентских счетов в европейских и американских банках привели к изоляции российского рынка. Введенные санкции повлияли на деятельность всех участников рынка. Правительство приняло ряд экстренных мер для стабилизации волатильности и, на наш взгляд, успешно справилось с поставленной задачей.

Наибольшая волатильность на рынках Российской Федерации наблюдалась в конце февраля – начале марта 2022 г. В этот момент была введена первая волна санкций. Из наиболее деструктивных для России элементов можно выделить блокировку активов Центрального банка Российской Федерации и ряда крупных банков и компаний, приостановку канала Национального расчетного депозитария Euroclear, разрыв связей по международному сотрудничеству. Правительство и Банк России в ответ своевременно отреагировали на введенные ограничения: были введены меры по поддержке бизнеса, послабления для финансовых институтов; для стабилизации инфляции и курса национальной валюты повышена ключевая ставка, приняты законы, защищающие интересы российских инвесторов.

В рамках нашего анализа товарного рынка был взят один из основных товаров несырьевого экспорта России – золото. 21 апреля 2022 г. совет ЕС принял решение о запрете импорта российского золота. При этом общий объем производства по итогам 2023 г. превысил 330 тонн, что по курсу Банка России на 1 декабря 2023 г. соответствует 1,75 трлн рублей. Для оценки ценовой волатильности проведен анализ динамики цен пар золото – рубль (сплошная линия) и доллар США – рубль (точки) за 2022–2023 гг. (рис. 1). Достижение пикового значения пары золото – рубль наблюдается в начале марта 2022 г., сразу после введения первого пакета санкций.

После значительного ослабления курса рубля к мировым валютам Центральным

банком Российской Федерации были незамедлительно приняты меры для стабилизации ситуации. Банк России увеличил ключевую ставку до 20%, чтобы остановить рост инфляции, который был вызван нарушением импортных логистических цепочек, а также инфляционными ожиданиями населения. Действия по стабилизации ситуации привели к значительному укреплению курса национальной валюты и, как следствие, котировок на драгоценный металл. Стоит отметить, что снижение цены металла до уровня второй половины 2022 г. было очень значительным – с 8 000 рублей за грамм в марте 2022 г. до 3 000 рублей за грамм в июле 2022 г., т. е. на 5 000 рублей, что соответствует 66%.



Рис. 1. Динамика цен пар золото – рубль, доллар США – рубль в 2022–2023 гг.

Отдельного внимания в текущих реалиях заслуживает спред (разница) между ценой на золото на международном и локальном рынках. Это связано с введением гибких экспортных пошлин с 1 октября 2023 г. Размер пошлин колеблется от 4 до 7% и зависит от курса доллар/рубль. Так, в октябре – ноябре 2023 г. размер пошлины составлял 7%. В декабре он был снижен до 5,5%. Такая пошлина в соответствии с экономической теорией должна приводить к снижению цен на внутреннем рынке относительно международного. На рис. 2 представлено соотношение цен на золото на внутреннем и международном рынках.

Стоит отметить две основные составляющие при изменении спреда:

- краткосрочную блокировку трансграничной ликвидности;
- среднесрочное изменение, связанное с введением пошлин, снижением статуса

российского золота на международном рынке (отзыв статуса Good Delivery).

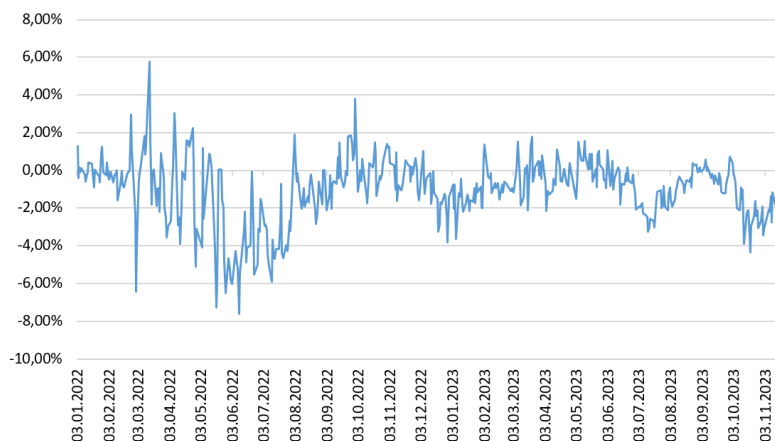


Рис. 2. Отношение цен золота на внутреннем рынке к ценам золота на мировом рынке

Снижение краткосрочной ликвидности может быть вызвано, например, отключением ряда крупных банков от SWIFT с последующим разрывом корреспондентских отношений с международными маркет-мейкерами драгоценных металлов. В этом случае возникает ситуация, когда возможность реализации российского золота, которая законодательно и исторически осуществляется через банки, резко ограничивается и на локальном рынке возникают дисбалансы. Такие дисбалансы ярко представлены во II и III кварталах 2022 г. (рис. 2). В 2023 г. цены на металл стабилизировались. Таким образом, можем сделать вывод, что экспорт переориентировался на дружественные юрисдикции не только в сфере логистики, но и в сфере финансов.

Вторая составляющая в изменении спреда, как указывалось ранее, заметно проявилась в IV квартале 2023 г. По данным ММВБ, с введением экспортной пошлины спред локального рынка вырос до 4% (рис. 2). Однако стоит отметить, что при равновесной международной цене спред при пошлине 7% в октябре – ноябре должен был составлять не менее 7%. А он на пиковых значениях достигал 4%. Такое несоответствие может быть вызвано двумя факторами: увеличением запасов золота со

стороны недропользователей, которые ждут более выгодных условий для продажи на международном рынке, и несовершенством системы контроля уплаты пошлин. Для улучшения системы сбора пошлин необходимо ввести более строгий контроль за операциями физических лиц, в том числе за вывоз слитков из драгоценных металлов на территорию государств – участников ЕАЭС. В любом случае можно отметить стабилизацию цен на уровнях, близких к мировым. Такая динамика позволяет сделать вывод об эффективности введенных правительством России мер по стабилизации ситуации на товарных рынках.

Переходя к рассмотрению срочного рынка и его реакции на введенные санкции, стоит отметить, что для анализа использовалось более 16 контрактов в парах евро – рубль и доллар США – рубль. Данные инструменты срочного рынка были одними из наиболее ликвидных до введения санкций. Также для анализа использовались инструменты рынка свопов, а именно EUR_TODTOM и USD_TODTOM валютной секции ММВБ. Комплексный анализ приведенных инструментов позволил более точно оценить наблюдаемые на рынке аномалии в ценообразовании.

Начнем анализ с валютного рынка, а именно с рынка свопов. На рис. 3 представлена динамика стоимости свопов в инструменте USD_TODTOM, выраженная в процентном отношении. Напомним, что стоимость свопа в рамках классической экономической теории определяются как разница процентных ставок в рассматри-

ваемых валютах. Покажем это на примере нашего инструмента. Ставка ФРС США в марте 2022 г. составляла 0,5%. После введения санкций Банк России экстренно увеличил значение ключевой ставки до 20%. Таким образом, стоимость свопов должна была находиться на уровне 19,5%.

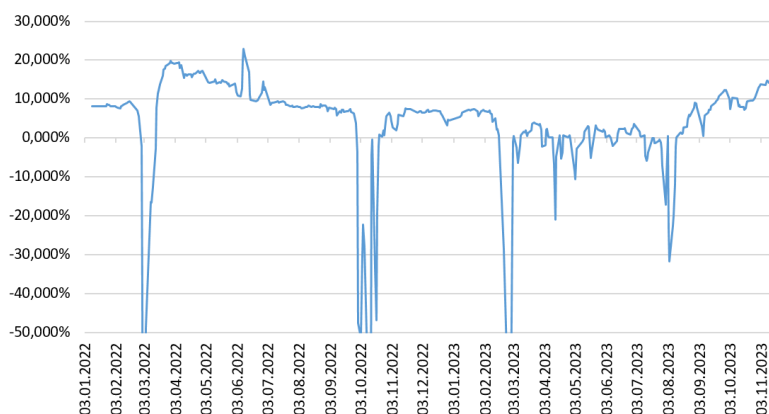


Рис. 3. Динамика валютных свопов USD_TODTOM на Московской бирже

Вместе с тем видно, что стабилизации на уровне 19,5% не наблюдалось. Остановка торгов со стороны Банка России привела к повышению напряжения среди участников рынка, которое привело к закономерному точечному, во многом обусловленному психологическими факторами росту доходности до уровня 184% годовых, что не характерно для рынка в целом. Это означает, что за привлечение долларов за рубли участники рынка готовы были платить указанную ставку, хотя теоретически должны были требовать оплату в свою

пользу. Ставки по свопам периодически уходили в отрицательную зону, что было связано в первую очередь с увеличением санкционного давления. Также можем заметить, что в отрицательной зоне они оставались довольно непродолжительное время. Этот факт свидетельствует в пользу оперативности и эффективности действий правительства России и Центрального банка Российской Федерации по стабилизации ситуации на рынке свопов. Рассмотрим ситуацию на рынке свопов EUR_TODTOM, представленную на рис. 4.

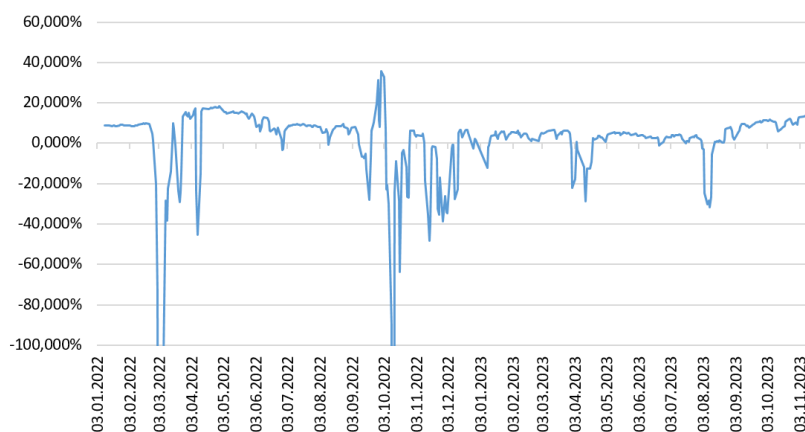


Рис. 4. Динамика валютных свопов EUR_TODTOM на Московской бирже

Учитывая, что ставки в ЕС, как и в США, находились на значительно более низких уровнях, чем в Российской Федерации, ожидаемо было увидеть стабильную стоимость свопов на уровне 15–20% годовых. Фактически ставки демонстрировали высокую волатильность с периодическими движениями в отрицательную зону. В обоих рассмотренных инструментах валютного рынка такую динамику можно объяснить проблемами с движением капитала между корреспондентскими счетами, открытыми в иностранных финансовых институтах и Московской бирже. При большом дефиците валютной ликвидности на Московской бирже участники рынка готовы были давать беспрецедентные премии за ее привлечение. Таким образом, учитывая существенные объемы торгов в свопах, финансовые институты со значительным

объемом ликвидности в контуре Московской биржи могли получать большую сверхприбыль, выступая кредиторами.

При рассмотрении срочного рынка стоит отметить, что в общих чертах его природа схожа с природой рынка свопов. Однако есть и некоторые отличия, такие как большая срочность, расчетный характер сделок, более высокая ликвидность. Несмотря на приведенные отличия, ценообразование на указанных рынках должно быть идентично представлено разницей процентных ставок между странами – эмитентами валют. Следовательно, предположение о стоимости привлечения валюты через свопы в идеальных условиях должно выполняться и для инструментов срочного рынка. На рис. 5 и 6 представлены стоимости срочных контрактов на доллар США и евро, выраженные в процентных пунктах.

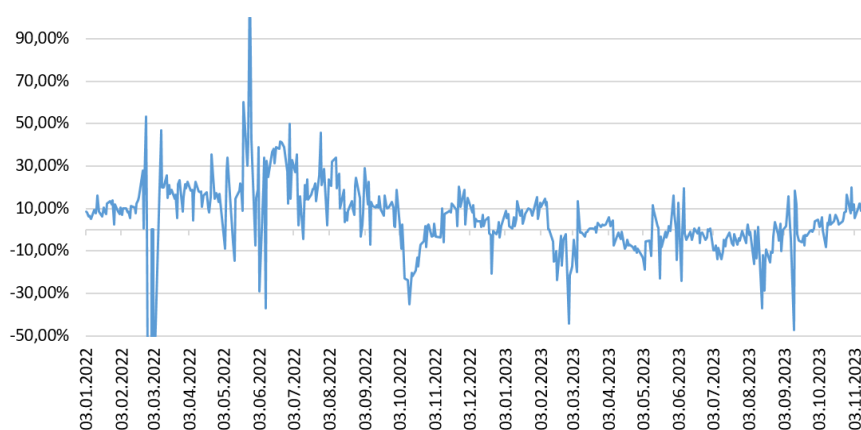


Рис. 5. Стоимость срочных контрактов на доллар США на Московской бирже

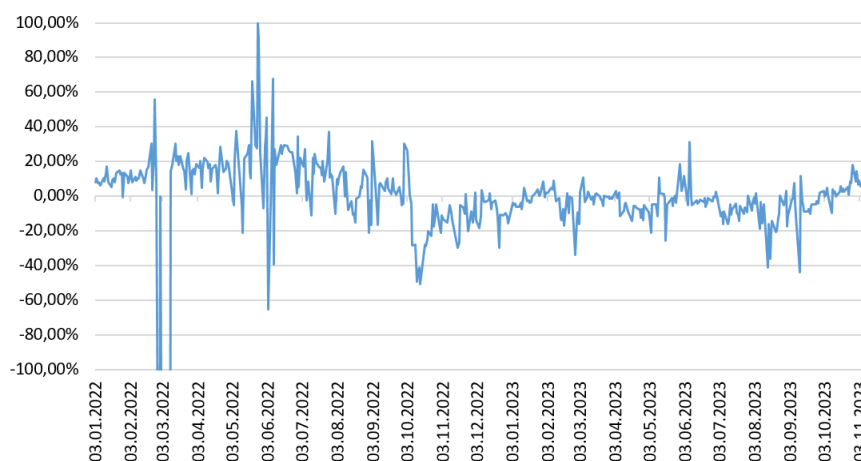


Рис. 6. Стоимость срочных контрактов на евро на Московской бирже

Следует отметить, что для анализа использовались 16 контрактов срочного рынка. Так как наиболее ликвидным является ближайший контракт (срок до 3 месяцев), мы последовательно заменяли истекающий контракт на ближайшие по мере экспирации. Таким образом удалось представить наиболее репрезентативную оценку рыночной ситуации. В целом ситуация на срочном рынке идентична ситуации на рынке свопов и противоречит положениям экономической теории, поскольку подразумевает длинную позицию в одной валюте и короткую в другой.

Идентично рынку свопов валютной секции ставка во фьючерсах должна была находиться в диапазоне 15–20% годовых. Пиковые отрицательные значения годовой доходности в моменте достигали 320%, что практически эквивалентно 1% в день. Это достаточно высокая доходность для безрисковой арбитражной стратегии, которая заключается в следующем: участник финансового рынка покупает фьючерсный контракт и одновременно с этим продает валюту. Таким образом можно было получать доходность за рассматриваемый период более 60% годовых.

Стоит обратить внимание и на значительные отклонения стоимости валютных контрактов в положительную сторону. Так, в мае 2022 г. стоимость валютных контрактов в долларе США и евро достигала 85 и 90% соответственно. Такая динамика представляет научный интерес и с практической точки зрения выражена нежеланием участников финансового рынка удерживать валютные остатки. Возросли риски введения санкций в отношении Московской биржи, за которыми автоматически следует блокировка остатков на корреспондентских счетах биржи. При этом участники рынка ожидали, что Московская биржа не будет в полной мере исполнять обязательства перед ними, а зеркально перенесет блокировку на средства, которые участники ранее разместили на бирже (при блокировке Национального расчетного депозитария был реализован

именно данный сценарий). При повышенной агрессивной санкционной риторике со стороны недружественных стран участники срочного и валютного рынков были готовы платить значительную премию, чтобы минимизировать свои валютные остатки на Московской бирже и, как следствие, снизить санкционные риски блокировки активов. Стоит отметить, что все значительные отклонения как в положительную, так и отрицательную зоны были довольно краткосрочными, что подтверждает эффективность мер правительства и Банка России по стабилизации ситуации на финансовых рынках.

Таким образом, можем сделать вывод, что санкционное давление со стороны недружественных стран оказало сильное дестабилизирующее влияние на российский финансовый рынок в разрезе целого ряда секций:

1. На примере валютной секции в инструментах свопа было отмечено значительное отклонение цен от расчетных параметров, но волатильность наблюдалась только в краткосрочном периоде.

2. На примере срочной секции в инструментах фьючерса также было значительное отклонение цен от расчетных параметров как в положительную, так и в отрицательную зоны. Однако ситуацию удавалось довольно быстро стабилизировать. Как на рынке свопов, так и на рынке фьючерсов можно заметить сужение ценового коридора и стабилизацию цен инструментов у фундаментально оправданных значений.

3. На примере рынка золота показаны сохраняющиеся дисбалансы, в первую очередь связанные с недостатком контроля в части обхода обязанности по уплате экспортных пошлин. Таким образом, дисконт к международному рынку должен закрепиться на уровне, превышающем размер экспортной пошлины для каждого отдельного месяца.

В целом меры, принятые правительством и Банком России, позволили в значительной степени сгладить негативное

влияние санкций и в конечном счете стабилизировать ситуацию. Безусловно, Россия все еще ощущает давление, что осложняет работу как финансовым организациям, так и компаниям реального сектора. Но уже на этом этапе можно сделать однозначный вывод, что попытка уничтожить

российскую экономику не увенчалась успехом. Данная работа может быть продолжена как в направлении расширения обзора и углубления анализа в рамках финансовых рынков, так и в направлении изучения производственного сектора экономики.

Список литературы

1. Болвачев А. И., Замалов А. Р. Инфраструктура инвестирования частного инвестора на российском фондовом рынке // Финансовый менеджмент. – 2020. – № 4. – С. 66–74.
2. Болвачев А. И., Кушнарев К. А. Экономические взгляды С. Кузнеця и рецепция теории среднесрочных циклов в политэкономическом нарративе // Вестник университета. – 2020. – № 8. – С. 88–101.
3. Бондаренко Т. Г. P2P-кредитование как финансовая технология будущего // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2020. – № 2. – С. 157–162.
4. Жданова О. А.оборот цифровых финансовых активов и их базовые функции // Финансовая жизнь. – 2022. – № 3. – С. 86–89.
5. Замалов А. Р. Эффективность инвестирования в широкий рынок акций // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2024. – № 1 (144). – С. 75–82.
6. Колмаков В. В. Векторы институциональной трансформации промышленности в условиях антироссийских санкций // Россия в условиях экономических санкций : материалы VIII Международной научно-практической конференции. – М., 2018. – С. 129–136.
7. Ордов К. В. Влияние финансового кризиса на перераспределение финансовых ресурсов общества // Финансовая экономика. – 2020. – № 5. – С. 181–182.

References

1. Bolvachev A. I., Zamalov A. R. Infrastruktura investirovaniya chastnogo investora na rossiyskom fondovom rynke [Infrastructure of Investment by Private Investor on Russian Stock Exchange]. *Finansovyy menedzhment* [Finance Management], 2020, No. 4, pp. 66–74. (In Russ.).
2. Bolvachev A. I., Kushnarev K. A. Ekonomicheskie vzglyady S. Kuznetsa i retseptsiya teorii srednesrochnykh tsiklov v politekonomicheskom narrative [Economic Views of S. Kuznets and Receptions of the Theory of Medium-Term Cycles in Politico-Economics Narration]. *Vestnik universiteta* [Bulletin of the University], 2020, No. 8, pp. 88–101. (In Russ.).
3. Bondarenko T. G. P2P-kreditovanie kak finansovaya tekhnologiya budushchego [P2P Crediting as Finance Technology of the Future]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya* [Economics and Management: Problems and Solutions], 2020, No. 2, pp. 157–162. (In Russ.).
4. Zhdanova O. A. Oborot tsifrovyykh finansovykh aktivov i ikh bazovye funktsii [Turnover of Digital Finance Assets and their basic Functions]. *Finansovaya zhizn* [Finance Life], 2022, No. 3, pp. 86–89. (In Russ.).
5. Zamalov A. R. Effektivnost investirovaniya v shirokiy rynek aktsiy [Effectiveness of Investing in Broad Market of Shares]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya* [Economics and Management: Problems and Solutions], 2024, No. 1 (144), pp. 75–82. (In Russ.).

6. Kolmakov V. V. Vektory institutsionalnoy transformatsii promyshlennosti v usloviyakh antirossiyskikh sanktsiy [Vectors of Institutional Transformation in Industry in Conditions of Anti-Russian Sanctions]. *Rossiya v usloviyakh ekonomicheskikh sanktsiy: materialy VIII Mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii* [Russia in Conditions of Economic Sanctions. Materials of the 8th International Conference]. Moscow, 2018, pp. 129–136. (In Russ.).

7. Ordov K. V. Vliyanie finansovogo krizisa na pereraspredelenie finansovykh resursov obshchestva [The Impact of Finance Crisis on Re-Distribution of Finance Resources of Society]. *Finansovaya ekonomika* [Finance Economics], 2020, No. 5, pp. 181–182. (In Russ.).

Сведения об авторах

Алексей Ильич Болвачев

доктор экономических наук, профессор,
профессор кафедры финансов устойчивого
развития РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г. В. Плеханова», 109992,
Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: abol55@mail.ru

Александр Русланович Замалов

аспирант кафедры финансов
устойчивого развития РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет
имени Г. В. Плеханова», 109992,
Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: al.zamalov@gmail.com

Information about the authors

Alexey I. Bolvachev

Doctor of Economics, Professor, Professor
of the Department for Finance of Sustainable
Development of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 109992, Russian Federation.
E-mail: abol55@mail.ru

Alexandr R. Zamalov

Post-Graduate Student of the Department
for Finance of Sustainable Development
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 109992, Russian Federation.
E-mail: al.zamalov@gmail.com