

С.А. ПЕРЕХОД

преподаватель Кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга
ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»

А.В. МХИТАРЯН

ведущий инженер-программист
ФГБУ «Российский научно-исследовательский институт комплексного
использования и охраны водных ресурсов»

Д.С. СЕЛИФОНКИНА

ведущий эксперт ФАС России

МЕЖДУНАРОДНЫЕ САНКЦИИ ПРОТИВ РОССИИ (2014–2024 гг.): ОЦЕНКА И ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА^{1,2}

В 2024 г. исполнилось ровно 10 лет, в течение которых российский финансовый рынок находился под воздействием экономических санкций ведущих стран мировой экономики. Несмотря на попытки дестабилизации и деградации российского рынка, шоки от международных санкций не оказали на него серьезного деструктивного воздействия. Цель исследования — дать оценку влияния санкционных ограничений на различные сегменты российского финансового рынка и определить, насколько санкции могут способствовать его трансформации и стабильному развитию. Статистический анализ за 2004–2023 гг. показал, что международные санкции имеют негативное воздействие: возросла волатильность на рынках денег и капитала, произошла девальвация российского рубля, повысилась инфляция. В то же время санкции способствовали суверенизации российского финансового рынка, развитие которого стало определяться внутренними источниками финансирования. Дальнейшее развитие российского финансового рынка следует связать с реформами, которые будут направлены на привлечение в экономику внутренних инвестиций, нетрадиционную денежно-кредитную политику и уменьшение оттока частного капитала, а также на привлечение финансовых инвестиций из дружественных стран.

Ключевые слова: санкции, финансовый рынок, облигации, процентная ставка, Банк России, обменный валютный курс.

УДК: 336.76

EDN: RWIZLA

DOI: 10.52180/2073-6487_2024_4_116_138

¹ Авторы выражают благодарность д.э.н., профессору Кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового университета Рубцову Борису Борисовичу и заместителю руководителя Отдела аналитики АО «Ингосстрах Банк» Арровету Петру Васильевичу.

² Авторы выражают благодарность рецензенту за ценные комментарии, которые были использованы при подготовке статьи.

Введение

22 февраля 2024 г. США и ЕС ввели 13-й пакет антироссийских санкций (с февраля 2022 г.), и тем самым число подсанкционных субъектов российской экономики превысило 19 тыс. Геополитическая конфронтация России и ведущих стран мировой экономики после 2014 г. резко возросла. Санкционные ограничения в мировой экономике не являются чем-то существенно новым: в истории множество стран было подвержено ограничениям извне. Однако санкции, которые являются инструментом давления на политику страны, сектор государства или конкретных лиц, имеют довольно спорный характер в проявлении своей эффективности. Это подтверждается большой дискуссией в научном сообществе относительно необходимости их применения.

Практика показала, что «лавина» санкций в 2022 г. оказала лишь краткосрочный шок на финансовый рынок, который относительно быстро восстановился. Тем не менее, внешние рестрикции могут оказаться существенными и вызвать долгосрочное влияние.

Международные санкции, принятые против Российской Федерации в течение последних десяти лет, стали объектом повышенного внимания исследователей и экспертов по всему миру. Однако, в свете геополитических событий и изменений в мировой экономике, особое внимание уделяется их воздействию на финансовый рынок России.

Целью данной научной статьи является проведение анализа последствий международных санкций для финансового рынка России. В свете десятилетнего периода действия санкционных ограничений необходимо оценить их влияние на финансовую стабильность, инвестиционную активность, колебания валютных курсов, а также динамику рыночной капитализации ценных бумаг на российских рынках. Данная статья предполагает анализ факторов, способствующих повышению рисков и неопределенности на финансовых рынках в период действия санкций, а также рассмотрение влияния санкций на деятельность финансовых институтов и системы финансирования.

Исследование, представленное в данной работе, ответит на главные вопросы десятилетнего санкционного воздействия: смогли ли внешние санкции оказать негативное влияние на развитие финансового рынка России или они способствовали росту его суверенитета? Как санкции повлияли на такие параметры финансового рынка, как ключевая ставка Банка России, индекс Мосбиржи и валютный курс рубля?

Эволюция финансовых санкций в современных исследованиях

Использование финансовых санкций как инструмента внешней политики имеет продолжительную историю [13]. Если обратиться к существующему в научной литературе определению понятия санкций, то согласно работам Вашингтонского Института мировой экономики Петерсона они определяются как *«намеренные действия, предпринимаемые страной-инициатором, коалицией стран или международными организациями, с целью ограничить, сократить или прекратить таможенные, торговые или финансовые отношения с целевой страной, для достижения политических целей, таких как изменение политического режима, изменение основ и определенных составляющих внутренней и внешней политики государства, либо выполнение отказа от определенных политических обязательств»* [15]. В данной трактовке они рассматриваются как механизм принуждения, который вызывает снижение уровня экономического благополучия, приводящего к следующим последствиям: прямому воздействию через убеждение правительства страны, косвенному – через возникновение общественного протеста, которое вынуждает правительство изменить свою политику или приводит к смене политического руководства. В российских исследованиях широко используется трактовка санкций, как *«инструмент внешней политики и использование мер экономического характера для достижения конкурентных преимуществ на рынке – второе, скорее, относится к понятию торговой войны»* [8, с. 139].

Представитель либеральной школы Д. Болдуин [10] утверждает, что любое стремление государств к воздействию на другие страны, а также на их лидеров, относится к одному из видов политических действий, в связи с чем любые цели, подходящие под это определение, рассматриваются как политические. Он определил феномен «парадокса санкций», суть которого в том, что экономические санкции продолжают использовать, несмотря на доказательства их неэффективности и несостоятельности, из-за высоких затрат на использование военной силы в качестве принудительной меры. Ф. Джумелли [14] разделяет политические цели санкций на три категории:

1. Сигнализирование – наносит символический ущерб и выражает недовольство политикой, проводимой в стране.
2. Принуждение – включает в себя непосредственные действия, направленные на изменение политического курса целевой страны или прекращение определенных политических действий.
3. Сдерживание – предусматривает ограничение военного, технического и экономического потенциала страны, чтобы сделать ее дальнейший политический курс невыгодным или даже невозможным.

Кроме того, другие исследователи выделяют дополнительные политические цели санкций. Т. Вэнг [17] рассматривает их использование для решения внутренних проблем, а Д. Дрезнер [12] пишет о возможностях улучшения переговорных позиций с помощью санкций. Присоединение к санкционному режиму также может служить демонстрацией солидарности с группой на основе общих или заявленных ценностей, что можно наблюдать среди стран Западной Европы в настоящее время. В соответствии с этим подходом определение санкций предлагает специалист по рестрикциям Европейского союза К. Портела [16, р. 64]: «санкции – это политически мотивированное лишение целевого субъекта выгоды, которую он мог бы получить, при том, что возобновление ее предоставления ставится в зависимость от выполнения ряда условий, определенных инициатором санкций».

После 2014 г. исследование влияния санкций на российскую экономику стало актуальной темой среди многих ученых. Предсказать влияние санкций на различные секторы экономики достаточно трудно, ведь санкционный эффект включает в себя определенное количество непредвиденных последствий, имеющих временной фактор. В своих научных трудах М. Крозет и Дж. Хайнц [14; 15] подчеркивают значительное воздействие санкций на российскую экономику, оцениваемое по числу международных компаний, покинувших рынок страны. В 2022 г. в результате введенных санкций более 1000 компаний и организаций ушли с российского рынка, тем самым, по мнению исследователей, заметно ослабив доступ страны к международным цепочкам поставок и технологий. Влияние санкций на фондовые индексы также может подтверждать их негативное воздействие на финансовый сектор страны. В своем исследовании А.Д. Аганин [1, с. 98] выявил влияние волатильности цен на нефть марки Brent и санкций на индекс РТС. Анализ охватывает длительный период времени, включая несколько кризисных этапов.

Мнения среди исследователей о том, как оценивать эффективность санкций, применяемых вместе с другими инструментами международной политики, разнятся [6]: нет некоего контрольного показателя, который мог бы продемонстрировать, что происходило бы в стране при использовании других условий, без введения санкций. Это затрудняет определение того, какие последствия повлекли санкции в стране, против которой они направлены, и какие негативные аспекты были бы вызваны изменением других факторов; данный показатель в том числе может включать существование неэффективного политического режима. Именно поэтому определение критериев эффективности экономических санкций до сих пор остается объектом обсуждения в мировой науке [2, с. 42].

Эту проблему изучали многие исследователи, которые, как правило, рассматривают финансовый рынок как часть экономической

системы. Лишь немногие авторы анализируют финансовый рынок как самостоятельный элемент. Так, например, в своей работе М.Ю. Евсин, А.М. Михайлов, В.А. Спесивцев [4, с. 120] рассматривают и обосновывают изменение функциональной работы финансового рынка под воздействием внешних факторов, а также доказывают увеличение роли финансового рынка для экономики Российской Федерации. В своей работе А.С. Максимович [5, с. 25] рассматривает причины и выявляет факторы, которые снижают рейтинг отечественных эмитентов под воздействием санкций. Автор указывает на негативное влияние западных ограничений на весь спектр российского финансового инструментария, включая индекс ММВБ, Индекс РТС (IRTS) и стоимость облигаций федерального займа. Е.Н. Смирнов [9] анализирует исторический аспект санкционного противостояния России и западных стран и выявляет проблемные отрасли, пострадавшие от внешнего давления. Автор отмечает, что принятые санкции отразились негативно прежде всего на мировом финансовом рынке, который в свою очередь, несомненно, завязан с российскими компаниями и компаниями западных стран, имеющих тесное сотрудничество с Россией.

В течение последних десятилетий санкции стали все более сложными и многосторонними. Они часто включают не только экономические меры, такие как запрет на экспорт/импорт, замораживание активов и ограничение доступа к финансам, но и политические и дипломатические меры, такие как санкции в отношении отдельных должностных лиц, запрет на въезд и выезд и прекращение дипломатических отношений. Для исследования влияния санкций в нынешних реалиях на отечественную экономику необходимо рассмотреть развитие системы санкций в разрезе исторического становления данного инструмента регулирования в современном мире.

Возможность применения санкций нашла отражение в ст. 41 Устава ООН, действие которого началось в 1945 г. с принятием документа в городе Сан-Франциско. Советом безопасности ООН были введены следующие санкции:

- в 1966 г. в отношении Южной Африки в связи с политикой апартеида – было введено торговое эмбарго, которое ограничивало возможности Южной Родезии. В основном были ограничены поставки товаров, связанных с авиатранспортом, военно-промышленным комплексом и нефтегазовой продукцией. В 1990 г., после провозглашения независимости Намибии и освобождения Н. Манделы, санкции против Южной Африки были отменены. Это был первый случай в истории ООН, когда санкции были успешно использованы для изменения политической обстановки;
- в 1990 г. в отношении Ирака после его вторжения в Кувейт. Санкции предусматривали ограничение экономических отношений

с Ираком, в том числе запрет на поставку военной техники и товаров двойного использования, а также запрет на экспорт нефти из Ирака;

- в 2011 г. против Ливии во время вооруженных конфликтов в стране – включали запрет на военную помощь, применение финансовых санкций и запрет на поставку вооружений;
- в отношении Северной Кореи в связи с ее ядерной программой – предусматривают ограничение торговли, замораживание счетов и активов организаций и лиц, связанных с ядерной программой, а также ограничения в сфере научного и культурного сотрудничества;
- против других стран: Иран, Судан, Сирия и Демократическая республика Конго.

Во многих случаях международные санкции оказывали значительное влияние на политическую ситуацию и создавали давление на правительство подсанкционных стран с целью изменения внутренней политики и соблюдения требований международных норм [3, с. 55].

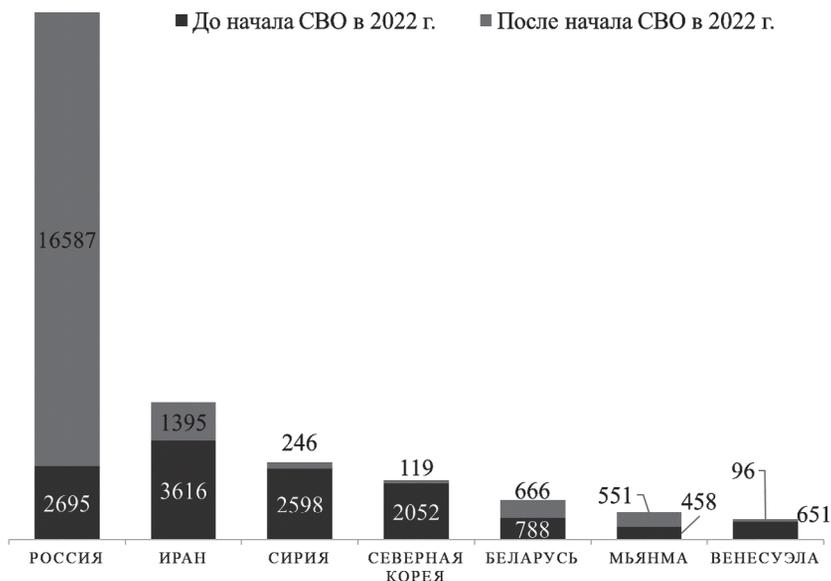
Анализ антироссийских санкций

Перейдем к количественному показателю по уровню введенных санкций по отношению к разным странам. Рис. 1 отражает страны-лидеры, против которых введено наибольшее количество действующих санкций. До 2022 г. количество санкций против нашей страны было в шесть раз меньше, несмотря на это Россия стала второй страной по количеству наложенных ограничений.

Для более детального рассмотрения введенных антироссийских санкций был составлен график в разрезе наиболее недружественных стран. С февраля 2022 г. новые санкции были инициированы Западом в результате начала Специальной военной операции на Украине, что де-факто привело к прямому военному конфликту между Россией и НАТО. Исходя из данных рис. 2 США ввела наибольшее количество ограничений – 3585 против физических, юридических лиц и страны в целом. Следом идет Канада – 2765, Швейцария – 2403, Евросоюз – 1785.

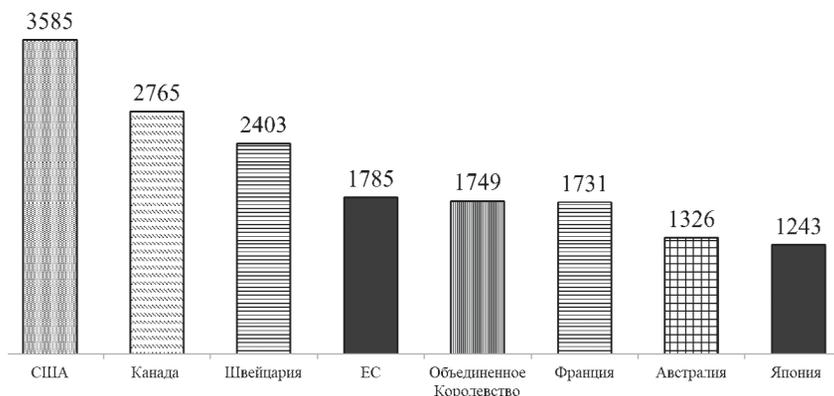
Для дальнейшего рассмотрения процесса влияния санкций на финансовый рынок стоит систематизировать направления, в рамках которых были введены санкционные ограничения:

- в отношении кредитных организаций, ограничения против наличных банкнот, номинированных в долларах и евро;
- против платежных систем, институциональных структур, включая санкции в отношении Центрального банка России;
- против российского государственного долга.



Источник: рассчитано авторами по: данные Statista (<https://www.statista.com/chart/27015/number-of-currently-active-sanctions-by-target-country> (дата обращения: 10.05.2024 г.)).

Рис. 1. Страны-лидеры по числу введенных санкций



Источник: рассчитано авторами по: данные Statista.

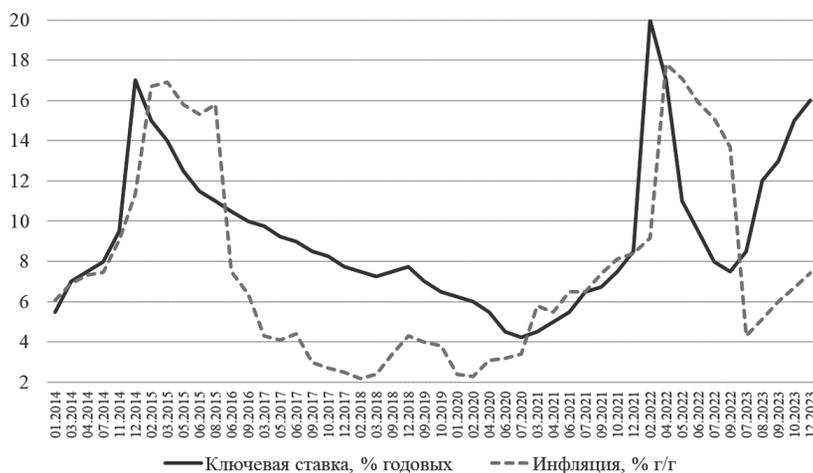
Рис. 2. Страны, введившие ограничения против России

Исходя из выделенных направлений, нами были проведены исследования отдельных показателей, напрямую связанных с финансовыми рынками России.

Инфляция и ключевая ставка. Банк России регулирует инфляцию с помощью ключевой ставки, которая влияет на множество экономических процессов и, в конечном итоге, на рост цен в стране. При повышении ставок, экономические субъекты менее расположены к

кредитованию, что приводит к сокращению расходов и инвестиций, но с другой стороны, они стимулируют больше сберегать. В период кризиса 2008 г. можно отметить систематическое повышение ключевой ставки, что было связано с использованием Банком России целевого режима таргетирования инфляции по сдерживанию роста цен. В начале 2009 г. Центральный банк стал отходить от режима регулирования валютного курса рубля, увеличивая ширину валютного «коридора» – к июлю 2012 г. она составляла семь рублей. В результате этого, роль процентных ставок в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики регулятора увеличилась. В сентябре 2013 г. была проведена реформа процентного канала трансмиссионного механизма системы процентных ставок в результате чего ключевая ставка Банка России стала бенчмарком по операциям РЕПО сроком на одну неделю. Значение инфляции и ключевой ставки в период с 2014 по 2023 г. можно увидеть на рис.3. До 2014 г. Банк России использовал валютные интервенции для компенсации внешних шоков, которые оказывали давление на обменный курс рубля. Однако в 2014 г. возникли новые шоки – международные санкции против России. Экономические условия, вызванные усилением давления на российский валютный рынок, привели к значительным изменениям в политике Банка России. В ответ на усиливающееся давление и отказ от регулярных валютных интервенций, в декабре 2014 г. было принято решение о переходе к режиму свободного плавающего курса рубля. Девальвация рубля в этот период вызвала рост инфляции, что отчетливо проявилось на соответствующих графиках, констатирующих проблему с финансовой стабильностью. Несмотря на сложные экономические условия, Банку России все же удалось сохранить стабильность банковского сектора. Это было достигнуто путем увеличения рефинансирования коммерческих банков под залог нерыночных активов и расширения операций прямого РЕПО. Также были приняты меры по смягчению требования банковского регулирования. Для снижения давления на валютный рынок в декабре 2014 г. была повышена ключевая ставка до 17% и ужесточены меры денежно-кредитной политики.

В феврале 2022 г. после начала СВО и введения новых пакетов санкций против России Центральный банк принимает экстренное решение по повышению ключевой ставки с 9,5% до 20%. Повышение ключевой ставки на сразу на 1050 базисных пунктов было направлено на увеличение депозитных ставок, чтобы компенсировать риски девальвации и избежать «набеги» на банки. Стоит отметить, что несмотря на введенные меры денежно-кредитной политики, уровень инфляции достиг уровня 17,8%. Повышение ключевой ставки было обусловлено существенным давлением на валюту – рынок стал характеризоваться высокой волатильностью из-за санкций. В дальнейшем можно увидеть



Источник: рассчитано авторами по: данные Банка России, Росстата.

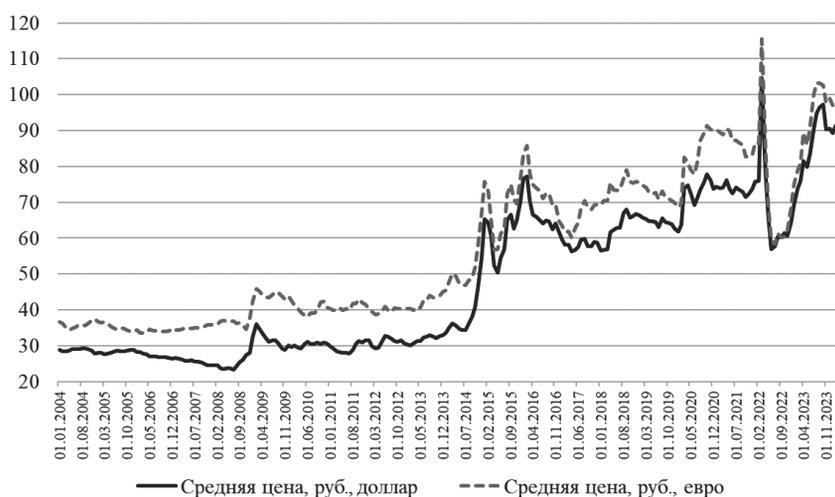
Рис. 3. Значение инфляции и ключевой ставки с 2014 г. по 2023 г.

снижение уровня инфляции и показателя ключевой ставки, однако с июля 2023 г. оба этих показателя вновь стали расти. Летом 2023 г. Банк России ужесточил вновь денежно-кредитную политику, исходя из роста инфляционных ожиданий. Динамика внутреннего спроса в стране и ослабление курса рубля, которое произошло еще в начале 2023 г., существенно повлияли на повышение проинфляционных рисков. Из-за усиления ограничений против России уровень инфляции, а соответственно и показатель ключевой ставки, стали нестабильными и трудно прогнозируемыми.

Анализируя показатели инфляции и ключевой ставки в период кризиса 2008–2009 гг. и период начала введения санкций в 2014–2015 гг., можно сделать вывод о наличии схожих характеристик в деятельности Банка России. В первую очередь, финансовый кризис 2008 г. и экономические ограничения 2014–2015 гг. вызвали на валютном рынке дефицит валютной ликвидности как в коммерческом секторе, так и среди крупных предприятий России. Чтобы предотвратить данный негативный аспект, регулятор начал применять механизм девальвации национальной валюты с одновременным сокращением денежной массы путем повышения значения ключевой ставки. В данные кризисные периоды Банк России использовал специальные инструменты, которые позволяли обеспечивать необходимой ликвидностью российские банки: в 2008 г. использовались беззалоговые кредиты и операции РЕПО, в 2014 г. – валютные свопы и аукционы РЕПО в иностранной валюте.

Курс рубля к доллару и евро. Рассматривая курс евро и доллара с 2004 по 2023 г., стоит отметить существенную зависимость курса валют от кризисных явлений в экономике и на финансовом рынке в частно-

сти (см. рис. 4). В мировой кризис 2008 г. Россия вошла более подготовленной в сравнении с ситуацией в 1998 г. Хотя бюджет страны снова столкнулся с существенным снижением нефтегазовых доходов, страна более спокойно преодолела ситуацию кризиса благодаря отсутствию значительного государственного долга. Однако высокий уровень внешнего долга частных российских корпораций привел к тому, что государство вмешалось в их дела и перешло к национализации частного бизнеса. Для стабилизации курса рубля тогда было потрачено приблизительно 25% золотовалютных резервов. Установленный в этот период курс, удерживаемый на уровне чуть более 30 руб. за доллар США и 45 руб. за евро, поддерживался на таком уровне еще несколько последующих лет.



Источник: рассчитано авторами по: данные Центрального банка РФ. <https://cbr.ru> (дата обращения: 06.05.2024 г.).

Рис. 4. Курс евро и доллара США по отношению к рублю

Следующий шок для курса рубля к евро и доллару США произошел в 2014 г., он был связан с первыми санкциями против России и снижением цен на российскую нефть. В конце 2014 г. был введен режим плавающего валютного курса, который помог рублю адаптироваться к новым условиям. Далее последовал экономический кризис, вызванный пандемией COVID-19, с которым мир столкнулся в 2020 г. Россия справилась с этим кризисом лучше, чем прогнозировалось: падение российского ВВП составило 3,1 против 3,5% в глобальной экономике³. В целом можно отметить, что это произошло за счет бюджетного правила, действующего

³ <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2021/03/08/860618-rossiya-spravilas?ysclid=lsnqxcfret627005372> (дата обращения: 06.05.2024 г.).

в последние годы, мер поддержки экономики со стороны государства и политики инфляционного таргетирования. Курс рубля продолжал снижаться и в 2020–2021 гг., доллар колебался в диапазоне 60–80 руб.

В 2022 г. из-за введения экономических санкций недружественных стран произошло снижение курса рубля. В начале марта 2022 г. ЕС запретил продавать, поставлять и экспортировать банкноты евро в Россию – данные ограничения непосредственно касались передачи банкнот любому физическому или юридическому лицу, организации, органу государственной власти, включая Банк России. Позже ограничения коснулись и американского доллара – США запретили экспорт банкнот в долларах любому находящемуся лицу в России. Также были введены ограничения в отношении платежных систем: транзакции по картам платежных систем Visa и MasterCard, выпущенных в России, были заблокированы за рубежом. Однако благодаря действиям финансового регулятора ситуацию удалось стабилизировать. Летом 2022 г. курс рубля временно укрепился, но начиная с конца 2022 г. курс рубля вновь стал нестабильным.

Введенные санкции негативным образом отражаются на накоплении золотовалютных резервов России: так, в 2014 г. наблюдался отток капитала из золотовалютных резервов страны, но уже к 2015 г. бюджетное правило помогло ускоренно накапливать резервы, обеспечив их рекордный уровень к 2022 г. – 643 млрд долл. США (см. рис. 5). Стоит отметить, что существенная часть резервов на сумму около 300 млрд долл. США была заблокирована недружественными странами.

Начиная с 2007 г., началась аккумуляция физического золота в российских резервах, в результате чего его объем возрос с 400 до 2300 т, а пропорция в составе ЗВР поднялась с 2,7 до 21,1%.



Источник: рассчитано авторами по: данные Центрального банка РФ [11].

Рис. 5. Объем международных (золотовалютных) резервов РФ за 2004–2024 гг.

Банки. Рассматривая введение санкций США после начала СВО в отношении российских банков, стоит проанализировать их влияние на функционирование банковской системы и трудности, с которыми столкнулись наиболее значимые банки страны. В результате санкций российские банки столкнулись с увеличенными затратами на привлечение и обслуживание займов, а также на проведение трансграничных операций. Из-за ограничений на доступ к международным финансовым рынкам возникли проблемы с погашением и рефинансированием внешней задолженности, особенно валютной.

Стоит выделить ключевые российские банки, которые попали под ограничения, а именно Сбер, ВТБ, Альфа-Банк, ГПБ и др. (см. табл. 1) Наиболее сильные ограничения были введены против ВТБ, Совкомбанка, Новикомбанка, «Открытия» и Промсвязьбанка. Перечисленные банки были включены в список SDN (Specially Designated Nationals and Blocked Persons List), что подразумевает под собой запрет юридическим лицам и гражданам США обслуживание в данных банках, а также исключение этих банков из системы платежей SWIFT. Отметим, что против Сбера были введены особые санкции. Это означает, что с начала СВО Сбер был внесен в список CAPTA (Correspondent Account or Payable-Through Account Sanctions), который отличается от списка SDN своим назначением. Включение Сбера в данный список означает, что все американские банки обязаны заблокировать все корреспондентские счета Сбера и без специального на то разрешения Управления по контролю над иностранными активами. Данные ограничения влияют на валютные платежи банка – попав в список CAPTA, проведение долларовых операций для Сбера и его дочерних компаний становится невозможным. Все перечисленные факторы привели к сокращению числа кредитных организаций в России за 10 лет более чем в три раза, с 1094 до 324.

Если рассматривать динамику стоимости акций банков, то стоит отметить, что первое серьезное падение произошло в 2008 г., что связано с глобальным финансовым кризисом. Дальнейшее потрясение они испытали в 2014–2015 гг., в результате чего прибыль банков упала более чем на 41%. Этому способствовало ряд факторов: в первую очередь, введение первого пакета антироссийских санкций в 2014 г., что вызвало рост ключевой ставки с 5,5 до 17%, а также ограничения деятельности российских банков на международном рынке капитала.

Оправившись от шоков, стоимость акций вернулась на восходящий тренд, однако в 2022 г. прибыль финансовых компаний упала вновь и более резко – в 12 раз. Это привело к стремительному обвалу цен на акции, что было связано с выходом иностранных инвесторов из капитала российских банков, исключением их из международных платежных систем, заморозкой иностранных активов.

Таблица 1

Финансовые компании, против которых введены санкции

Организация	США			Велико-британия			ЕС			Пояснения
	SDN: компания	SDN: акционер	Запрет покупки новых облигаций/акций	Заморозка активов компании	Заморозка активов	Запрет покупки новых облигаций/акций	Заморозка активов компании	Заморозка активов	Запрет покупки новых облигаций/акций	
Альфа-Банк	+	-	+	+	+	+	1	+	+	Доли Хана (21%) и Кузьмичева (16%) перешли к не находящемуся под санкциями А. Косогу, который теперь владеет 41% акций «Альфа Банка». Фридман и Авен владеют долями в 33 % и 12 % соответственно. Австралия и Канада: замораживание активов.
Московская биржа	-	-	+	+	-	+	-	-	-	Переводы SWIFT заблокированы. Австралия: замораживание активов.
ХКФ Банк	-	-	-	-	-	+	-	-	-	Чешский владлец (PPF) продал 49,5% местным инвесторам и планирует полностью избавиться от российского рынка.
Россельхоз-банк	-	-	+	+	-	+	-	-	+	Переводы SWIFT заблокированы. Австралия и Канада: замораживание активов.
Сбер	+	-	+	+	-	+	-	-	+	SWIFT-переводы заблокированы. Великобритания: запрет на корреспондентские банковские операции и клиринг в фунтах стерлингах. Австралия и Канада: замораживание активов.

Окончание табл. 1

Организация	США			Велико-британия			ЕС			Пояснения
	SDN: компания	SDN: акционер	Запрет покупки новых облигаций/акций	Заморозка активов компании	Заморозка активов	Запрет покупки новых облигаций/акций	Заморозка активов	Запрет покупки новых облигаций/акций	Заморозка активов	
Совком-банк	+	+	1	+	+	+	+	–	–	Переводы SWIFT заблокированы. Австралия и Канада: замораживание активов.
ТБанк	+	–	–	–	+	+	–	–	–	О. Тиньков продал свои 35% акций В. Потанину. Большая часть акций банка находится в свободном обращении.
Вэб.РФ	+	–	1	+	–	+	+	–	–	Переводы SWIFT заблокированы. Австралия и Канада: замораживание активов.
Банк ВТБ	+	–	+	+	–	+	+	–	–	Переводы SWIFT заблокированы. Австралия и Канада: замораживание активов.

Примечания:

* – с 1 марта Великобритания ввела ограничения в отношении предоставления долгового финансирования (со сроком погашения более 30 дней) всем юридическим лицам, связанным с Российской Федерацией;

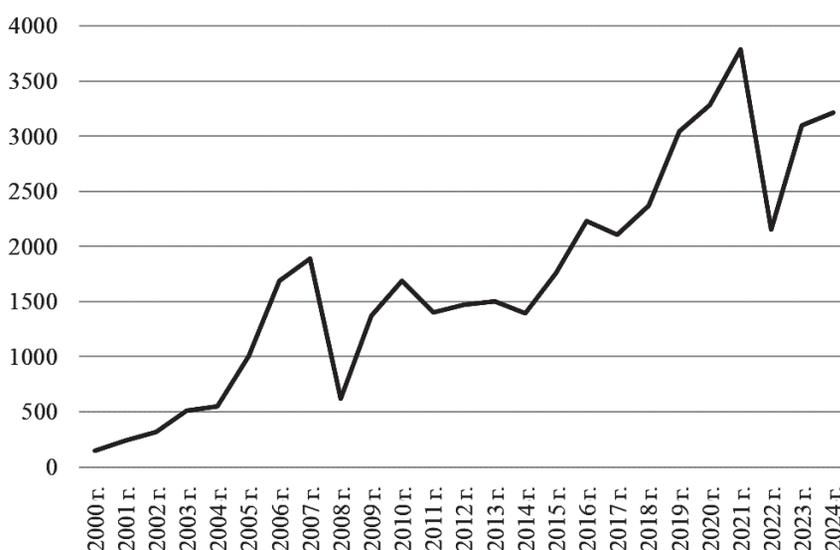
** – запрет распространяется на компании, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и осуществляющие деятельность в энергетической отрасли / на компании, контролируемые Российской Федерацией;

+ – вытекает из законодательного акта как такового;

1 – санкции, налагаемые на контролирующего акционера или на саму компанию.

Источник: составлено авторами по: данные OFAC, the Official Journal of the EU, OFSI, PRO bonds.

Индекс Мосбиржи. Индекс Московской биржи является важным индикатором состояния российского фондового рынка. Динамика индекса Мосбиржи может оказывать влияние на цены акций, поскольку многие инвесторы и трейдеры используют этот индикатор для оценки общего состояния российского рынка. Если индекс Мосбиржи снижается, это может привести к снижению зависимых цен акций и наоборот. Введение санкций против российской экономики дважды привело к снижению индекса – санкции создали нестабильность и вызывают отрицательную реакцию иностранных инвесторов на состояние инвестиционного развития российской экономики. На рис. 6 показана динамика индекса ИМОЕХ.



Источник: по данным Московской биржи. <https://www.moex.com> (дата обращения: 06.05.2024 г.).

Рис. 6. Индекс ММВБ за 2000–2024 гг.

В период 2000–2008 гг. индекс Московской биржи показывал исключительно положительную динамику, а после обвала в 2008 г. смог вернуться на докризисный уровень лишь через девять лет, а именно в 2016 г. В 2021 г., несмотря на нестабильность рынка, вызванной пандемией, индекс Мосбиржи достиг своего максимума, который в 2022 г. закончился его обвалом в связи с введенными пакетами санкций против российской экономики. Все санкции привели к обвалу индекса ИМОЕХ, однако оправившись от шоков, уже в следующем году индекс показал рост и начал приближаться к максимальному уровню.

Анализ состояния финансового рынка в разные периоды

После проведенного анализа обратимся к табл. 2, в которой представлены расчетные показатели среднего значения и стандартного отклонения по каждой группе в наиболее важные временные периоды для финансового рынка. Анализируя показатель среднего значения, можно увидеть его колебание в моменты введения рестрикций, наибольшая волатильность наблюдается по инфляции и ключевой ставке.

Таблица 2

Расчет статистических показателей финансового рынка

Параметр	Период						
	«Тучные» 2000	Всемирный финансовый кризис	Посткризисное восстановление	Первые санкции и нефтяной шок	Пост-санкционное восстановление	COVID	СВО
	2004–2007 гг.	2008–2009 гг.	2010–2013 гг.	2014–2015 гг.	2016–2019 гг.	2020–2021 гг.	2022–2023 гг.
Инфляция, %							
Mean	10,88	11,04	6,98	12,13	3,929	5,218	10,756
Std Dev	0,594	0,436	1,981	4,443	1,505	2,243	5,197
Ключевая ставка, %							
Mean	11,714	10,813	7,833	10,773	8,321	5,896	12,5
Std Dev	1,41	1,195	0,901	3,643	1,215	1,29	4,099
Индекс Мосбиржи							
Mean	1286,388	994,77	1517,255	1578,985	2439,415	3538,14	2626,615
Std Dev	617,395	530,669	121,606	257,917	417,974	352,309	668,209
Курс доллара США к рублю							
Mean	27,454	28,32	30,684	49,961	63,171	73,003	77,082
Std Dev	1,359	3,907	1,442	12,988	4,577	3,632	14,544
Курс евро к рублю							
Mean	35,034	40,323	40,852	59,492	71,62	84,983	82,513
Std Dev	0,942	4,017	1,649	10,911	5,051	6,097	17,498

Примечание: Mean – среднее значение, StdDev – стандартное отклонение.

Источник: рассчитано авторами.

Стандартное отклонение также демонстрирует колебания, изменяясь более быстрыми темпами в периоды санкций: в 2014 и в 2022 г. В данные временные периоды финансовый рынок России сопровождался высокой волатильностью: колебания и отклонения превышали 10% от досанкционных значений. Это является негативным фактором, который может характеризоваться повышением рисков для инвесторов, ухудшением кредитных рейтингов, снижением инвестиционной привлекательности и ростом риска дефолта [7, с. 74]. Высокая волатильность цен позволяет отдельным спекулянтам зарабатывать, но полученная прибыль краткосрочна и никак не способствует росту капитализации финансового рынка России в долгосрочной перспективе. Именно поэтому в условиях санкционного давления высокая волатильность цен несет большие риски потерь, которые в свою очередь негативным образом отражаются на финансовой ситуации в стране. Высокая волатильность может также повышать степень макроэкономической неопределенности и геополитических рисков для участников рынка, что затрудняет принятие обоснованных инвестиционных решений и снижает доверие участников рынка.

Санкционное давление, приходящееся на пик отмеченных в табл. 2 временных интервалов, несомненно показывает его негативное влияние. Однако, если рассматривать долгосрочную перспективу, то весьма вероятно существенная трансформация российского финансового рынка, при условии осуществления мер, направленных на преодоления существующих проблем, прежде всего внутреннего характера, которые открылись с наиболее негативной стороны благодаря санкциям против России.

Развитие финансового рынка в условиях санкций

Реализация рисков на финансовом рынке из-за исторически беспрецедентных санкций привела к росту предельных отклонений ключевых характеристик, что относительно укрепило финансовый суверенитет в понимании его «устойчивости к внешним шокам»⁴, т.к. больше не реализуется бегство нерезидентов из российских активов или повторное отключение от системы SWIFT. Тем не менее, если рассматривать финансовый суверенитет как результат сбалансированности государственного бюджета, независимости денежно-кредитной политики, использования национальных платежных систем и наличия достаточного внутреннего рынка капитала, то необходима реализация ряд мер по его укреплению:

⁴ <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/6319bbb9a79470fe413aaee> (дата обращения: 26.07.2024 г.).

1. *Снижение ключевой ставки.* Согласно данным за июль 2024 г., инфляция выросла до 9,11%⁵ г/г, в результате чего Банк России был вынужден повысить ставку до 18%. Однако такое повышение вызвало дискуссию среди инвесторов из-за существенного влияния на инфляцию роста издержек вроде дефицита рабочей силы⁶ и планов ужесточения миграционной политики⁷, а также возникшими проблемами с экспортно-импортными транзакциями с китайскими банками⁸. Реальная процентная ставка в России выше на 4–5% показателя в других странах, что выглядит аномальным. Представляется, что период высоких ставок должен быть кратковременным, и это позволит не только стабилизировать цены, но и в дальнейшем поддерживать высокий темп роста ВВП (4–5%), вернуть оптимизм на фондовый рынок и снизить риск дефолта корпоративных заемщиков.

2. *Стабилизация расходов бюджета и долгового рынка.* В июне Минфин вновь повысил оценку дефицита федерального бюджета на 2024 год с 1,595 до 2,120 трлн руб. Существенные потребности государства в капитале подавляют спрос на корпоративные облигации (за 2024–2026 гг. Минфин планирует занять 8,912 трлн руб.), как из-за объёма размещений ОФЗ, так и желания инвесторов снизить риски в условиях военного конфликта. Влияние санкций и ужесточение внутренних финансовых условий привело к обвалу индекса гособлигаций RGBI с 17 октября 2022 г. на 22,75%.

3. *Мобилизация внутренних инвестиционных ресурсов.* Согласно Указу Президента России «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»⁹ капитализация фондового рынка должна вырасти не менее чем до 66% ВВП к 2030 г. (с 61,583 до 112,9 трлн руб). Кроме этого, национальному бизнесу необходимо заместить ограниченные внешние рынки долгового капитала. Здесь существует несколько источников привлечения инвестиций: часть банковских вкладов на корсчетах Банка России (по нашим расчетам около 0,5–0,7 трлн руб.), остатки на брокерских счетах (1,013 трлн руб.), дестимулирование оттока капитала (0,860–2,66 трлн руб./год), покупка проектных облигаций институтами развития с помощью фондирования целевой эмиссией центрального банка (1,9–2,8 трлн/год), использование прибыли от заблокированных активов нерезидентов

⁵ <https://www.interfax.ru/business/973437> (дата обращения: 26.07.2024 г.).

⁶ <https://www.kommersant.ru/doc/6425588> (дата обращения: 06.08.2024 г.).

⁷ <https://www.vedomosti.ru/society/articles/2024/06/28/1046713-bastrikin-vistupil-za-uzhestochenie-migratsionnoi-politiki> (дата обращения: 06.08.2024 г.).

⁸ <https://www.vedomosti.ru/finance/news/2024/07/29/1052553-perevodov-v-yuanyah> (дата обращения: 06.08.2024 г.).

⁹ <http://kremlin.ru/events/president/news/73986> (дата обращения: 06.08.2024 г.).

(0,5 трлн руб./год), диверсификация активов¹⁰ инвесторов из дружественных стран (Китай, Бразилия, ЮАР, Индия, Саудовская Аравия, ОАЭ) в российские (по нашей оценке – около 16–19 трлн руб.). Однако процесс ребалансировки портфелей может растянуться на несколько лет.

4. Развитие новых систем платежей и расчетов в национальных валютах: создание сети «загранбанков» для обслуживания внешнеэкономической деятельности; интеграция российской Системы передачи финансовых сообщений (СПФС) с китайским аналогом China International Payment System; создание национальной криптоинфраструктуры и активное использование «крипторубля», обеспеченного товарами экспорта; создание национальных биржевых товарных индексов и перенос в российскую юрисдикцию места заключения внешнеэкономических сделок.

Заключение

Антироссийские санкции, вводимые против российской экономики с 2014 г., создали негативные краткосрочные шоки: ограничили доступ к иностранным финансовым рынкам и препятствуют взаимной торговле, привели к бегству капитала, запретили иностранным инвесторам покупать ценные бумаги и угрожают вторичными санкциями за сотрудничество с российскими эмитентами и Московской биржей.

Несмотря на выявленные проблемные аспекты, которые препятствовали развитию российского финансового рынка за последние 10 лет, стоит отметить, что частичная автаркия от внешнего рынка пошла на пользу финансовому рынку страны: санкции способствовали оздоровлению банковской системы, дали стимул к развитию корпоративного долга и редомициляции компаний в российскую юрисдикцию, что в конечном итоге повысило финансовый суверенитет.

Действительно, санкции по-разному повлияли на различные направления финансового рынка, которые были представлены в работе: это ограничения в отношении кредитных организаций, обращения наличных банкнот доллара США и евро, институциональных структур, включая деятельность Банка России. Дальнейшая трансформация финансового рынка страны будет напрямую зависеть от мер, связанных со стимулированием притока внутренних инвестиций в национальные активы, развитием нетрадиционной денежно-кредитной политики, снижением оттока частного капитала и привлечением инвестиций из дружественных стран (в первую очередь стран БРИКС++).

¹⁰ В расчетах использовались чистые иностранные активы по методологии Всемирного банка, которые представляют собой сумму иностранных активов, принадлежащих органам денежно-кредитного регулирования и депозитным банкам, за вычетом их иностранных обязательств.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аганин А.Д. Волатильность российского фондового индекса: нефть и санкции // Вопросы экономики. 2020. № 2. С. 86–100. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-2-86-100. EDN: EWHCAW.
2. Айдиев Э.А. Санкции и их влияние на экономику России // Экономика и предпринимательство. 2022. № 3 (140). С. 40–44. DOI: 10.34925/EIP.2022.140.03.004. EDN: IXOBZJ.
3. Архипова В.В., Комолов О.О. Развитие международных санкционных режимов: исторический аспект // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. №3. С. 53–69. EDN: VPSZSH.
4. Евсин М.Ю., Михайлов А.М., Спесивцев В.А. Исследование динамики структуры экономики России в условиях «новой нормальности» и ее влияние на показатели финансового рынка // Наука и пути развития. 2021. №2(16). С. 119–123. EDN: JFTUBV.
5. Максимович А.С. Влияние экономических санкций на российский фондовый рынок // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. 2015. № 21. С. 23–28. EDN: TPDBKV.
6. Мешкова А.П., Вострикова Е.О., Верховец О.А. Международные экономические санкции: вопросы эффективности // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2017. №2 (58). С. 54–62. EDN: ZGPUXF.
7. Переход С.А. Моделирование рисков макроэкономических шоков для внешнедолговой устойчивости российских компаний // Вопросы экономики. 2021. № 5. С. 57–73. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-5-57-73. EDN: НВНТКЕ.
8. Силаева В.А. Эффективность санкций в международной политике // Вестник МГИМО Университета. 2021. № 14 (4). С. 136–153. DOI: 10.24833/2071–8160-2021-4-79-136-153. EDN: WJBVXT.
9. Смирнов Е.Н. Экономические санкции: теория и международная практика: монография. М.: Русайнс, 2022. С. 326.
10. Baldwin D.A., Pape R.A. Evaluating Economic Sanctions. *International Security*. 1998. №23 (2). Pp. 189–198. DOI: 10.1162/isec.23.2.189.
11. Crozet M., Hinz J. Collateral damage: The impact of the Russia sanctions on sanctioning countries' exports. CEPII Working Paper. 2016. No. 16. Pp. 1–62.
12. Drezner D.W. Bargaining, Enforcement, and Multilateral Sanctions: When Is Cooperation Counterproductive? *International Organization*. 2000. No. 54 (1). Pp. 73–102. DOI: 10.2307/2601318.
13. Freis J.H., Waibel M. The United States-Led Development of Financial Sanctions Since 1945 in Régis Bismuth, Luc Thévenoz and Chiara Zilioli (eds), *International Sanctions: Monetary and Financial Law Perspectives* (Brill 2024 г.). 2023. Pp. 1–20. DOI: 10.1163/9789004705708_004.
14. Giumelli F. *The Success of Sanctions: Lessons Learned from the EU Experience*. 1st ed. Routledge. 2016. P. 251.
15. Hufbauer G.C., Schott J.J., Elliott K.A., Oegg B. *Economic Sanctions Reconsidered*. NY: Columbia University Press. 2007. P. 248.
16. Portela C., Orbie J. Sanctions under the EU Generalised System of Preferences and Foreign Policy: Coherence by Accident? *Contemporary Politics*. 2014. No. 20 (1). Pp. 63–76. DOI 10.1080/13569775.2014.881605.
17. Whang T. Playing to the Home Crowd? Symbolic Use of Economic Sanctions in the United States: Playing to the Home Crowd? *International Studies Quarterly*. 2011. No. 55 (3). Pp. 787–801. DOI: 10.1111/j.1468-2478.2011.00668.x.

REFERENCES

1. *Aganin A.D.* Volatility of the Russian stock index: oil and sanctions // *Voprosy Ekonomiki*. 2020. No. 2. Pp. 86–100. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-2-86-100. EDN: EWHCAW. (In Russ.).
2. *Aidiev E.A.* Sanctions and their impact on the Russian economy // *Economics and Entrepreneurship*. 2022. No. 3 (140). Pp. 40–44. DOI: 10.34925/EIP.2022.140.03.004. EDN: IXOBZJ. (In Russ.).
3. *Arkipova V.V., Komolov O.O.* Development of international sanctions regimes: historical aspect // *Russian foreign economic bulletin*. 2016. No. 3. EDN: VPSZSH. (In Russ.).
4. *Evsin M.Yu., Mikhailov A.M., Spesivtsev V.A.* Study of the dynamics of the structure of the Russian economy in the conditions of «new normalcy» and its impact on the financial market indicators // *Science and ways of development*. 2021. No. 2 (16). Pp. 119–123. EDN: JFTUBB. (In Russ.).
5. *Maximovich A.S.* The impact of economic sanctions on the Russian stock market // *Economics and Management in the XXI century: development trends*. 2015. EDN: TPDBKV. (In Russ.).
6. *Meshkova A.P., Vostrikova E.O., Verkhovets O. A.* International economic sanctions: issues of effectiveness // *Bulletin of Omsk University. The series «Economics»*. 2017. No. 2 (58). Pp. 54–62. EDN: ZGPUXF. (In Russ.).
7. *Perekhod S.A.* Risk modeling of macroeconomic shocks and their effects on foreign debt of Russian companies // *Voprosy Ekonomiki*. 2021. No. 5. Pp. 57–73. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-5-57-73. EDN: HBHTKE. (In Russ.).
8. *Silaeva V.A.* Effectiveness of sanctions in international politics // *Bulletin of MGIMO University*. 2021. No. 14 (4). Pp. 136–153. DOI: 10.24833/2071-8160-2021-4-79-136-153. EDN: WJBXTX. (In Russ.).
9. *Smirnov E.N.* Economic sanctions: theory and international practice: monograph. Moscow: Rusains, 2022. P. 326. (In Russ.).
10. *Baldwin D.A., Pape R.A.* Evaluating Economic Sanctions. *International Security*. 1998. No. 23 (2). Pp. 189–198. DOI: 10.1162/isec.23.2.189.
11. *Crozet M., Hinz J.* Collateral damage: The impact of the Russia sanctions on sanctioning countries exports. CEPII Working Paper. 2016. No. 16. Pp. 1–62.
12. *Drezner D.W.* Bargaining, Enforcement, and Multilateral Sanctions: When Is Cooperation Counterproductive? *International Organization*. 2000. No. 54 (1). Pp. 73–102. DOI: 10.2307/2601318.
13. *Freis J.H., Waibel M.* The United States-Led Development of Financial Sanctions Since 1945 in Régis Bismuth, Luc Thévenoz and Chiara Zilioli (eds), *International Sanctions: Monetary and Financial Law Perspectives* (Brill 2024 r.). 2023. Pp. 1–20. DOI: 10.1163/9789004705708_004.
14. *Giumelli F.* The Success of Sanctions: Lessons Learned from the EU Experience. 1st ed. Routledge. 2016. P. 251.
15. *Hufbauer G.C., Schott J.J., Elliott K.A., Oegg B.* Economic Sanctions Reconsidered. NY: Columbia University Press. 2007. P. 248.
16. *Portela C., Orbie J.* Sanctions under the EU Generalised System of Preferences and Foreign Policy: Coherence by Accident? *Contemporary Politics*. 2014. No. 20(1). Pp. 63–76. DOI: 10.1080/13569775.2014.881605.
17. *Whang T.* Playing to the Home Crowd? Symbolic Use of Economic Sanctions in the United States: Playing to the Home Crowd? *International Studies Quarterly*. 2011. No. 55 (3). Pp. 787–801. DOI: 10.1111/j.1468-2478.2011.00668.x.

Дата поступления рукописи: 13.07.2024 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Переход Сергей Александрович – преподаватель Кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
ORCID: 0000-0002-4606-1226
saperekhod@fa.ru

Мхитарян Анна Валерьевна – ведущий инженер-программист отдела обеспечения функционирования и развития цифровой платформы «Водные данные» сектора разработки и развития компонентов ЦП Вода ФГБУ «Российский научно-исследовательский институт комплексного использования и охраны водных ресурсов», Москва, Россия
a@mkhitaryan147.ru

Селифонкина Дарья Сергеевна – ведущий эксперт второго отдела административно-хозяйственного обеспечения Управления делами ФАС России, Москва, Россия
daria.ss.1208@yandex.ru

ABOUT THE AUTHORS

Sergey A. Perekhod – Lecturer at the Department of Financial Markets and Financial Engineering, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia
ORCID: 0000-0002-4606-1226
saperekhod@fa.ru

Anna V. Mkhitaryan – Leading Software Engineer of the Department for Ensuring the Functioning and Development of the Digital Platform «Water Data» of the Sector for the Development of the CPU Water Components, Russian Research Institute for Integrated Use and Protection of Water Resources, Moscow, Russia
a@mkhitaryan147.ru

Daria S. Selifonkina – Leading Expert of the Second Department of Administrative and Economic Support of the Case Management, FAS of Russia, Moscow, Russia
daria.ss.1208@yandex.ru

INTERNATIONAL SANCTIONS AGAINST RUSSIA (2014–2024): ASSESSMENT AND IMPLICATIONS FOR THE FINANCIAL MARKET

In 2024, it has been exactly 10 years since the Russian financial market was under the influence of economic sanctions from the leading countries of the world economy. Despite attempts to destabilize and degrade the Russian market, the shocks from international sanctions have not had a serious destructive effect on it. The purpose of the study is to assess the impact of sanctions restrictions on various segments of the Russian financial market and determine the extent to which sanctions can contribute to its transformation and stable development. Statistical analysis for 2004–2023 showed that international sanctions have a negative impact: volatility in the money and capital markets has increased, the Russian

ruble has devalued, and inflation has surged. At the same time, the sanctions contributed to the sovereignization of the Russian financial market, the growth of which began to be determined by internal sources of financing. The further development of the Russian financial market should be associated with reforms aimed at attracting domestic investment into the economy, unconventional monetary policy and reducing the outflow of private capital, as well as appealing to financial investments from friendly countries.

Keywords: *sanctions, financial marker, bonds, rate, Bank of Russia, exchange rate.*

JEL: G12, G21, G11.