

Матрица доступности активов на российском финансовом рынке после введения внешних ограничений

Asset Accessibility Matrix in the Russian Financial Market under International Restrictions

DOI: 10.12737/2306-627X-2026-15-3-106-111

Получено: 19 ноября 2025 г. / Одобрено: 26 ноября 2025 г. / Опубликовано: 30 сентября 2026 г.

Бойцов Е.Р.

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Москва,
e-mail: egorboytsov@mail.ru

Boitsov E.R.

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow,
e-mail: egorboytsov@mail.ru

Аннотация

В статье рассматривается пространство финансовых активов на российском рынке на фоне ограниченного доступа к мировым рынкам капитала. Для основных классов активов проводится анализ характера доступности, типу ограничений и наличие активов-заменителей, позволяющих частично компенсировать отсутствие доступа к отдельным активам. На основе анализа нормативных актов Банка России и введенных ограничений со стороны Московской биржи, разработана матрица доступности активов для розничных российских инвесторов. Проведенный анализ демонстрирует сокращение возможностей страновой и валютной диверсификации, а также изменение структуры портфелей, которое характеризуется ростом роли внутренних финансовых инструментов, замещающих облигаций и фондов денежного рынка. Предложенный подход может использоваться при формировании инвестиционных портфелей.

Ключевые слова: финансовый рынок, классы активов, матрица доступности, диверсификация, квалифицированные и неквалифицированные инвесторы.

Abstract

The article examines the investment universe of the Russian financial market under conditions of restricted access to global capital markets. The study analyzes the principal asset classes in terms of their accessibility, the nature of the prevailing restrictions, and the availability of substitute instruments that can partially compensate for the loss of access to specific asset categories. Based on an analysis of the regulatory framework established by the Bank of Russia, as well as restrictions introduced by the Moscow Exchange and the domestic financial infrastructure, the paper develops an asset accessibility matrix for different categories of Russian retail investors. The results indicate that access to international and foreign-currency assets has narrowed considerably, prompting a structural reallocation of investment portfolios toward domestic securities, replacement bonds, and money market instruments. The proposed framework may be applied to the construction of investment portfolios under existing regulatory and infrastructural constraints.

Keywords: financial market, asset classes, accessibility matrix, diversification, qualified and non-qualified investors.

В условиях повышенной макроэкономической неопределенности и роста финансовых рисков инвестиционное поведение участников российского фондового рынка претерпевает существенные изменения, затрагивающие как мотивацию инвестирования, так и выбор инструментов, горизонты вложений и отношение к риску. Российский фондовый рынок в 2022–2025 гг. стал наглядным примером того, как внешние шоки, санкционное давление и трансформация денежно-кредитной политики формируют новые модели поведения различных категорий инвесторов, прежде всего розничных, а также влияют на стратегии профессиональных участников.

Ряд исследований подчеркивает, что санкции 2022 г. выступили одним из ключевых факторов, определивших трансформацию инвестиционного поведения населения. Так что шок 2022 г. «привел к убыткам независимо от того, какой инвестиционной стратегии при формировании инвестиционного портфеля придерживались розничные неквалифицированные инвесторы и каким способом осуществлялась диверсификация [11]. Было установлено, что массовый выход физических лиц на фондовый рынок в последние годы сопровождался повышенной эмоциональностью инвестиционных решений, склонностью к рисковым стратегиям и недостаточной диверсификацией портфелей. Кроме того, значительная часть частных инвесторов ориентируется

на ограниченный набор инструментов, преимущественно акции крупных российских компаний и корпоративные облигации, что снижает устойчивость портфелей к шокам [12]. В условиях смягчения денежно-кредитной политики Банка России снижение доходности банковских вкладов выступает важным стимулом для поиска альтернативных инструментов с более высокой ожидаемой доходностью. В условиях нестабильной макроэкономической среды это приводит к росту интереса к фондовому и срочному рынкам, включая инструменты с повышенным уровнем риска [5].

Актуальность исследования обусловлена необходимостью построения матричной структуры доступности инвестиционных активов на российском фондовом рынке, которая учитывает тип и юрисдикцию актива, статус инвестора и характер доступности, тип ограничений, а также наличие актива-заменителя.

Целью исследования выступает разработка многомерной матрицы доступных активов для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов, которая позволяет оптимизировать структуру инвестиционного портфеля, адаптированного к актуальным рыночным условиям.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

В ходе исследования использованы указания Банка России и Московской биржи. Использовались

методы анализа и синтеза, которые позволили выделить основные классы активов на российском фондовом рынке и далее составить матрицу доступности. Применялись методы качественного анализа и научного обобщения, направленные на определение наличия доступа инвестора к активу и категории доступа каждого из ограничений для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В условиях повышенных рисков и институциональных ограничений существенное влияние на инвестиционное поведение оказывает не только индивидуальная склонность инвесторов к риску, но и регуляторно установленный периметр доступных финансовых инструментов. Дифференциация инвесторов по статусу (неквалифицированные, квалифицированные, институциональные) предопределяет различия в доступе к отдельным классам активов, а следовательно — в возможностях диверсификации, управления рисками и адаптации инвестиционных стратегий к изменяющейся рыночной среде.

Основные ограничения по доступности классов активов коснулись иностранных ценных бумаг. Банк России с 30.05.2022 ограничил обращение на организованных торгах иностранных ценных бумаг, заблокированных международными расчетно-клирин-

говыми организациями, с целью защиты российских инвесторов [1]. С 01.04.2023 Банк России продлил ограничения на биржевую торговлю частью заблокированных иностранных ценных бумаг и прямо указал, что брокеры не вправе принимать и исполнять поручения клиентов по сделкам с такими бумагами на биржевом рынке [2]. Инфраструктурные эффекты для косвенного доступа к иностранным активам через фонды проявились в 2023 г.: Московская биржа сообщала, что торги фондами на иностранные активы были временно приостановлены с 27.02.2023 [6]. В связи с SDN-санкциями на Московскую биржу с 13.06.2024 были прекращены биржевые торги долларом США и евро, а Банк России сообщил о переносе операций с долларом США и евро во внебиржевой сегмент и изменении механизмов установления официальных курсов, которые в том числе используются в качестве расчетов по замещенным и квазивалютным облигациям [10]. Основной документ, касающийся квалифицированных инвесторов и иностранных ценных бумаг, вступил в силу с 01.01.2025. Согласно Указанию Банка России № 6885-У от 01.10.2024 ценные бумаги иностранных эмитентов, а также ряд связанных инструментов относятся к ценным бумагам «для квалифицированных инвесторов», с исключениями для инфраструктуры ЕАЭС и международных финансовых организаций

Таблица 1

Матрица доступных активов для неквалифицированных инвесторов в России

Тип актива	Характер доступности	Тип ограничения	Актив-заменитель
Российские акции	Доступно с ограничениями (тестирование для покупки акций из некорректированного списка)	Регуляторные и рыночные	Не требуется при прохождении тестирования
Российские облигации	Доступно с ограничениями (тестирование для покупки облигаций с рейтингом ниже AA-, структурных облигаций)	Регуляторные	Не требуется при прохождении тестирования
Квазивалютные облигации	Доступно с ограничениями (недоступны субординированные и бессрочные квазивалютные облигации)	Регуляторные	Не требуется, покупка недоступных бумаг возможна только при наличии статуса квалифицированного инвестора
Облигации с привязкой к CNY	Доступно	—	Не требуется
Иностранные ценные бумаги	Недоступно (только внутри контура ЕАЭС)	Экзогенные, регуляторные и инфраструктурные	ПФИ при прохождении тестирования
Спот-валюты USD/EUR	Недоступно	Экзогенные, и инфраструктурные	Квазивалютные облигации, наличная валюта
Спот-валюты дружественных стран (CNY)	Доступно	—	Не требуется
Денежный рынок	Доступно с ограничениями (тестирование для осуществления сделок РЕПО)	—	БПИФ денежного рынка
Производные финансовые инструменты (ПФИ)	Ограничено (для торговли любым ПФИ необходимо успешное прохождение тестирования)	Регуляторные	БПИФ на базовый актив, который используется в расчетах по ПФИ
Золото (биржевое, ОМС)	Доступно	—	Не требуется

Источник: составлено автором.

при выполнении условий учета/выплат в инфраструктуре ЕАЭС. Также было закреплено, что определенные ПФИ на такие базовые активы предназначены только для квалифицированных инвесторов [14]. Для сложных финансовых инструментов (ПФИ, сделки РЕПО, структурные облигации и так далее) базовой рамкой остается обязательное тестирование неквалифицированных инвесторов (с 01.10.2021 по основным группам инструментов) [3].

На основании указаний Банка России и ограничений торговли определенными активами со стороны Московской биржи представлены матрица доступности основных финансовых активов российского фондового рынка для квалифицированных инвесторов, а также альтернативные каналы доступа к отдельным инструментам в условиях действующих ограничений (табл. 1).

Также по аналогии представлена матрица доступности для квалифицированных инвесторов (табл. 2). Для каждого класса активов в обеих матрицах описан характер доступности для каждого типа инвестора: доступно, доступно с ограничениями, ограничено, недоступно. В случае доступности актива без ограничений, актив-заменитель не требуется.

На основании представленных матриц доступности активов можно сделать ряд выводов о том, какие активы и в какой форме инвесторы на российском фондовом рынке могут использоваться для формирования инвестиционных портфелей.

Неквалифицированные инвесторы, ожидаемо, являются наиболее ограниченным классом инвесторов с точки зрения доступности инструментов. Для

данного класса доступ сохраняется преимущественно к классическим инструментам внутреннего рынка — акциям и облигациям российских эмитентов, валютам дружественных стран (в первую очередь Китайскому юаню), а также к золоту в биржевой и обезличенной формах. В то же время прямой доступ к иностранным ценным бумагам, валютам недружественных стран и производным финансовым инструментам для неквалифицированных инвесторов отсутствует либо существенно ограничен странами ЕАЭС. Данный аспект значительно ухудшает возможности международной диверсификации (в особенности, экспозицию на развитые рынки) и хеджирования валютных рисков. Это повышает чувствительность инвестиционных портфелей к внутренним шокам, например, девальвации национальной валюты. При этом стоит отметить тот факт, что при успешном прохождении соответствующих тестов, неквалифицированным инвесторам может быть открыт доступ к дополнительным категориям внутри классов активов (как правило, более рисковым). Кроме того, также имеется возможность получения доступа к производным финансовым инструментам, которые могли бы использоваться для хеджирования рисков и расширения международной диверсификации. Наличие активов-заменителей (БПИФ, производные финансовые инструменты, наличная валюта) приобретает ключевое значение для неквалифицированных инвесторов в условиях ограничений прямого инвестирования. Эти каналы частично компенсируют недоступность отдельных классов активов, однако одновременно увеличивают

Таблица 2

Матрица доступных активов для квалифицированных инвесторов в России

Тип актива	Характер доступности	Тип ограничения	Актив-заменитель
Российские акции	Доступно	–	Не требуется
Российские облигации	Доступно	–	Не требуется
Квazивалютные облигации	Доступно	–	Не требуется
Облигации с привязкой к CNY	Доступно	–	Не требуется
Иностранные ценные бумаги	Доступно с ограничениями (нет формальных запретов, но покупки напрямую ограничены инфраструктурой)	Экзогенные и инфра-структурные	ПФИ
Спот-валюты USD/EUR	Недоступно	Экзогенные, и инфраструктурные	Квazивалютные облигации, наличная валюта, ПФИ
Спот-валюты дружественных стран (CNY)	Доступно	–	Не требуется
Денежный рынок	Доступно	–	Не требуется
Производные финансовые инструменты (ПФИ)	Доступно	-	Не требуется
Золото (биржевое, ОМС)	Доступно	-	Не требуется

Источник: составлено автором.

сложность инвестиционных продуктов, требования к финансовой грамотности и сопровождаются необходимостью прохождения тестирования.

Квалифицированные инвесторы, напротив, обладают значительно более широким набором доступных инструментов, включая производные финансовые инструменты, все типы акций и облигаций, структурные продукты и другие. Однако, в силу существующих инфраструктурных ограничений со стороны недружественных стран и последующих ответных мер со стороны Московской биржи, доступ к иностранным ценным бумагам носит ограниченный характер. Даже несмотря на отсутствие прямых запретов Банка России на операции с такими бумагами, инвесторы могут инвестировать в них только через активы-заменители, например, через производные финансовые инструменты. Это подтверждает то, что даже наличие статуса квалифицированного инвестора не устраняет полностью институциональные барьеры, а лишь смягчает их влияние за счет расширенного инструментария управления рисками и диверсификации.

На практическом уровне ограничение доступности активов проявилось в изменении структуры активов физических лиц на брокерском обслуживании, согласно данным Банка России [4]. Проанализировав изменение долей в классах активов за последние 4 года, которые можно наблюдать на рис. 1, были сформулированы следующие выводы. Во-первых, ожидаемым образом существенно сократилась доля акций, депозитарных расписок и паев нерезидентов (с 20% до 11% от агрегированного портфеля) и облигаций иностранных эмитентов (с 13% до 2%). Веса в данных классах активов сократились не до 0% по причине того, что значительная часть таких активов, в первую очередь, акций была заблокирована после 24 февраля 2022 г. и остается заблокированной до сих пор [9]. В то же время для облигаций иностранных эмитентов, связанных с российскими компаниями, был внедрен так называемый механизм замещения, когда заблокированные облигации замещались локальными облигациями в российском контуре с расчетами в рублях [7]. Можно предположить, что рост доли облигаций прочих резидентов по большей части объясняется именно появлением класса замещающих облигаций. В то же время виден значительный рост доли паев резидентов (с 3 до 19%), что, по мнению автора, связано с увеличением доли фондов ликвидности в портфелях из-за активного развития биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФ) ликвидности [8]. На текущий момент СЧА таких фондов составляет более 50% от совокупного СЧА паевых инвестиционных фондов

[13]. За последние годы рынок данных инструментов существенно расширился на фоне высокой ключевой ставки Банка России и занимает значимую долю в портфелях физических лиц.



Рис. 1. Изменение в процентных пунктах долей активов в структуре активов физлиц на брокерском обслуживании с 1 квартала 2022 по 1 квартал 2026 г.

Источник: составлено автором по данным Банка России.

Таким образом, по изменению портфелей розничных инвесторов можно заключить, что наблюдаемое сокращение доли иностранных активов в портфелях российских частных инвесторов является не только следствием прямых санкционных ограничений, но и проявлением более широкого процесса локализации инвестиционного капитала.

ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование подчеркивает актуальность проблемы доступности классов активов для российского розничного инвестора. Ограничения доступа к мировым рынкам капитала фактически привели к резкому сокращению возможностей для валютной и страновой диверсификации.

Сужение доступного инвестиционного пространства усиливает различия в стратегиях поведения различных групп инвесторов и становится одним из факторов структурной трансформации российского рынка капитала, проявляясь в росте роли внутренних активов, повышенном спросе на защитные и квазивалютные инструменты, а также в расширении использования альтернативных каналов инвестирования. В то же время появление механизмов замещения иностранных ценных бумаг и активное развитие биржевых фондов денежного рынка позволили расширить доступные опции для российского инвестора.

Предложенная матрица доступности активов как для квалифицированных, так и неквалифицированных инвесторов с учетом активов-заменителей для недоступных инструментов позволяет оптимизировать структуру инвестиционного портфеля, адаптированного к актуальным рыночным условиям.

Доступность финансовых активов следует рассматривать не как статичную характеристику рынка в конкретный момент времени, а как изменяющуюся систему, которая зависит от статуса инвестора, изменений в регулировании, состояния финансовой инфраструктуры и санкционных ограничений. Пред-

ложенный подход создает основу для последующей разработки моделей портфельной оптимизации, учитывающих не только показатели риска и доходности, но и степень доступности и наличие активов-заменителей для основных классов активов на российском финансовом рынке.

Литература

1. Банк России ограничил биржевые торги иностранными ценными бумагами, заблокированными международными депозитариями // Банк России: официальный сайт. — URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12911> (дата обращения: 07.07.2026).
2. Банк России продлил ограничение на биржевую торговлю заблокированными ценными бумагами // Банк России: официальный сайт. — URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14669> (дата обращения: 07.07.2026).
3. Банк России утвердил порядок тестирования неквалифицированных инвесторов // Банк России: официальный сайт. — URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=11144> (дата обращения: 07.07.2026).
4. Обзор ключевых показателей брокеров Банк России: официальный сайт. — URL: https://www.cbr.ru/analytics/rcb/review_broker (дата обращения: 06.07.2026).
5. Безсмертная Е.Р. Поведение частных инвесторов на фондовом и срочном рынках в 2022–2023 годах: возможная реакция на изменения денежно-кредитной политики [Текст] / Е.Р. Безсмертная // Экономика. Налоги. Право. — 2022. — 15 (1). — С. 63–71.
6. Более полумиллиона человек в марте стали инвесторами на Московской бирже // Московская биржа: официальный сайт. — URL: <https://www.moex.com/n55547> (дата обращения: 07.07.2026).
7. Бойцов Е. Замещающие облигации как пример суверенизации отечественного фондового рынка [Текст] / Е. Бойцов, В. Галанов // Развитие экономики суверенного государства: правовые и экономические аспекты: материалы Всероссийской научно-практической конференции. — М.: РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2024. — С. 43–49.
8. Бойцов Е. Повышение роли биржевых фондов денежного рынка в портфелях частных инвесторов [Текст] / Е. Бойцов // Международные Плехановские чтения: материалы XXXVIII Международной научно-практической конференции. — М.: РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2025. — С. 147–150.
9. Информация Банка России от 14 июля 2022 г. «Блокировка иностранных ценных бумаг: пути решения проблемы» // ГАРАНТ.РУ: информационно-правовой портал. — URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/404894235/> (дата обращения: 07.07.2026).
10. Информация об операциях в долларах США и евро в связи с санкциями в отношении Группы «Московская биржа» // Банк России: официальный сайт. — URL: <https://www.cbr.ru/press/pr/?file=638538135666770316obr.htm> (дата обращения: 07.07.2026).
11. Коновалова М.Е. Особенности формирования инвестиционного портфеля розничных инвесторов [Текст] / М.Е. Коновалова, С.А. Жиронкин, Р.Р. Сагдеев // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). — 2024. — Т. 31. — № 2. — С. 115–130.
12. Кузьмина О.Ю. Поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях [Текст] / О.Ю. Кузьмина, Р.Р. Шарафуллина // Креативная экономика. — 2023. — Т. 17. — № 11. — С. 4197–4212.

References

1. Bank of Russia Restricts Exchange Trading in Foreign Securities Blocked by International Depositories. Bank of Russia: official website. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12911> (accessed: 07.07.2026).
2. Bank of Russia Extends Restrictions on Exchange Trading in Blocked Securities. Bank of Russia: official website. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14669> (accessed: 07.07.2026).
3. Bank of Russia Approves the Procedure for Testing Non-Qualified Investors. Bank of Russia: official website. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=11144> (accessed: 07.07.2026).
4. Review of Key Performance Indicators of Brokers. Bank of Russia: official website. URL: https://www.cbr.ru/analytics/rcb/review_broker (accessed: 06.07.2026).
5. Bezsmertnaya E.R. Behavior of Retail Investors in the Stock and Derivatives Markets in 2022–2023: Possible Response to Changes in Monetary Policy / E.R. Bezsmertnaya // Economics. Taxes. Law. 2022, vol. 15, no. 1, pp. 63–71.
6. More than Half a Million People Became Investors on the Moscow Exchange in March. Moscow Exchange: official website. URL: <https://www.moex.com/n55547> (accessed: 07.07.2026).
7. Boitsov E., Galanov V. Replacement Bonds as an Example of the Sovereignization of the Russian Stock Market // Development of the Economy of a Sovereign State: Legal and Economic Aspects: Proceedings of the All-Russian Scientific and Practical Conference. Moscow: Plekhanov Russian University of Economics, 2024. Pp. 43–49.
8. Boitsov E. Increasing the Role of Exchange-Traded Money Market Funds in Retail Investors' Portfolios // 38th International Scientific and Practical Conference "International Plekhanov Readings". Moscow: Plekhanov Russian University of Economics, 2025, pp. 147–150.
9. Information of the Bank of Russia dated July 14, 2022. "Blocking of Foreign Securities: Ways to Solve the Problem." GARANT.RU. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/404894235/> (accessed: 07.07.2026).
10. Information on Transactions in US Dollars and Euros in Connection with Sanctions Against the Moscow Exchange Group. Bank of Russia: official website. URL: <https://www.cbr.ru/press/pr/?file=638538135666770316obr.htm> (accessed: 07.07.2026).
11. Konovalova M.E., Zhironkin S.A., Sagdeev R.R. Features of Investment Portfolio Formation for Retail Investors // Bulletin of Rostov State University of Economics (RINH). 2024, vol. 31, no. 2, pp. 115–130.
12. Kuzmina O.Yu., Sharafullina R.R. Behavior of Retail Investors in the Russian Stock Market under Current Conditions // Creative Economy. 2023, vol. 17, no. 11, pp. 4197–4212.
13. Mutual Investment Fund Statistics [Electronic resource]. URL: <https://investfunds.ru/funds-statistics> (accessed: 08.07.2026).
14. Directive of the Bank of Russia No. 6885-U dated October 1, 2024 "On Securities and Derivative Financial Instruments Intended for Qualified Investors." ConsultantPlus Legal Information System. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_490345/ (accessed: 07.07.2026).

13. Статистика паевых инвестиционных фондов [Электронный ресурс]. — URL: <https://investfunds.ru/funds-statistics> (дата обращения: 08.07.2026).
14. Указание Банка России от 1 октября 2024 г. № 6885-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» // КонсультантПлюс: справочная правовая система. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_490345 (дата обращения: 07.07.2026).