



Munich Personal RePEc Archive

Financial market in Russian Federation – selected issues

Zawadzki, Krystian and Lewicka, Marta

Fundacja na rzecz Polskich Związków Kredytowych

October 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/45043/>
MPRA Paper No. 45043, posted 15 Mar 2013 07:46 UTC

RYNEK FINANSOWY W FEDERACJI ROSYJSKIEJ – WYBRANE ZAGADNIENIA

Streszczenie

Autorzy opracowania postawili sobie za cel analizę struktury oraz wybranych wielkości liczbowych rynku finansowego w Rosji. Wybór ten z jednej strony podyktowany był sąsiedztwem Rosji i stosunkowo niewielką wiedzą na temat rynku finansowego tego kraju, z drugiej olbrzymim potencjałem, jaki drzemie w tej sferze życia gospodarczego Federacji Rosyjskiej. W opracowaniu podjęto próbę scharakteryzowania tego rynku oraz określenia jego segmentacji. W dalszej części przybliżono genezę powstania rynku oraz główne etapy jego rozwoju. Na koniec przedstawiono wybrane dane liczbowe charakteryzujące ten rynek. Autorzy opierali się przy tym na dwóch segmentach, tj. rynku kapitałowym i walutowym. Wielkości te poza funkcją informacyjną umożliwiają ponadto porównanie tendencji występujących na rynku rosyjskim z tymi, które towarzyszą rynkowi w Polsce.

Wprowadzenie

W niniejszym opracowaniu scharakteryzowano funkcjonowanie rynku finansowego jednego z państw sąsiadujących z Polską – Federacji Rosyjskiej. Do podjęcia tego tematu zainspirował Autorów stosunkowo niewielki poziom wiedzy Polaków dotyczącej tej sfery życia gospodarczego Rosji. Choć rynku finansowego naszych sąsiadów nie można porównywać do rynków państw wysoko rozwiniętych, jego potencjał jest olbrzymi. Rosja pełni na starym kontynencie funkcję swoistej przeciwwagi dla Unii Europejskiej. Pod względem zajmowanego obszaru, czy wyposażenia w surowce mineralne nie ma sobie równych, jednak pod względem rozwoju gospodarczego znajduje się daleko w tyle za państwami Europy Zachodniej. Wynika to z faktu, iż rosyjski rynek finansowy jest stosunkowo młody, a w wielu jego segmentach nadal obserwuje się zachodzący proces zmian.

Główna uwaga w niniejszym opracowaniu koncentruje się na strukturze i segmentacji rynku finansowego Federacji Rosyjskiej. W dalszej części przeprowadzona została analiza wielkości dotyczących wybranych segmentów rosyjskiego rynku finansowego. Dzięki temu można dokonać porównania rozwoju polskiego rynku z rynkiem rosyjskim oraz określić tendencje występujące na obu rynkach.

Charakterystyka rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej

Rynek finansowy stanowi jeden z najważniejszych rynków współczesnej gospodarki. Obejmuje on transakcje pieniądzem pomiędzy emitentami instrumentów finansowych oraz tymi, którzy posiadają nadwyżki środków finansowych (oszczędności) i poszukują możliwości ich korzystnego zagospodarowania. Inaczej rzecz ujmując rynek finansowy to mechanizm rozdzielania kapitału między kredytobiorcami i kredytodawcami przy pomocy pośredników na zasadzie podaży i popytu na kapitał. W efektywnie funkcjonującej gospodarce proces ten odbywa się na rynkach finansowych.

Zarówno w polskiej jak i w rosyjskiej literaturze przedmiotu spotyka się wiele definicji rynku finansowego. Biorąc pod uwagę szczególnie przedmiot transakcji dokonywanych na nim rynek definiuje się jako miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy lub jako rynek, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe powstałe na skutek zawierania transakcji finansowych, a mianowicie jako rynek, na którym przedmiotem transakcji są instrumenty finansowe¹.

Rosyjska literatura przedmiotu określa rynek finansowy mianem rynku kapitałów pożyczkowych. Według definicji pochodzącej z rosyjskiego słownika ekonomicznego rynek finansowy to: „sfera formułowania popytu i podaży na kapitał pożyczkowy. Z funkcjonalnego punktu widzenia rynek kapitału pożyczkowego jest systemem stosunków rynkowych, które zabezpieczają akumulację czasowo dostępnych kapitałów pieniężnych oraz ich rozdział pomiędzy różne gałęzie. Natomiast z naukowego punktu widzenia rynek kapitałów pożyczkowych to ogół instytucji finansowo-kredytowych i giełd papierów wartościowych, które obsługują ruch kapitału pożyczkowego”².

Można w tej definicji zaobserwować podkreślenie istoty jaką pełnią podmioty rynku finansowego oraz konieczność występowania swobodnych środków pieniężnych, dzięki którym możliwy jest przepływ kapitału na rynku.

Kapitałem pożyczkowym są wolne środki pieniężne, którymi dysponują przedsiębiorstwa, korporacje i inne podmioty ekonomiczne. Środki te mogą być przeznaczone innym podmiotom na czasowe rozporządzenie. [...] Pod pojęciem rynku kapitału pożyczkowego rozumie się mechanizm przemieszczania wolnych środków pieniężnych od pożyczkodawców do pożyczkobiorców w dowolnej formie.³

Zarówno w polskiej jak i w rosyjskiej literaturze występuje wiele podziałów rynku finansowego. Najczęściej jednak można spotkać się z podziałem na rynek kapitałowy i rynek pieniężny. Wielu autorów obejmuje klasyfikacją trzy lub cztery segmenty.

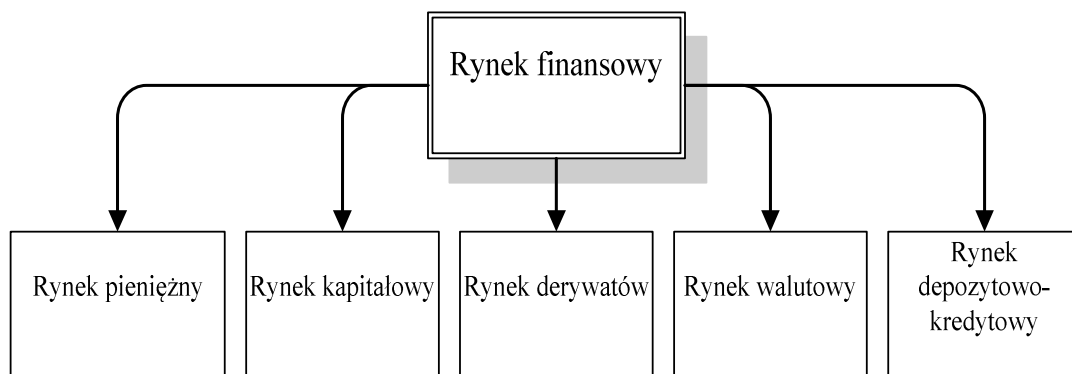
¹ K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Inwestycje finansowe*, Wrocław, Akademia Ekonomiczna, 1997, s.13.

² С.В. Загородников, *Финансы и кредит*, Москва, Омега – л, 2009, s. 291.

³ Г.Н. Белоглазová, *Деньги кредит банки*, Москва, Юрайт, 2007, s.190.

Biorąc jednak pod uwagę zmiany jakie nieustannie zachodzą w gospodarce należy stosować podział na pięć podstawowych segmentów operacyjnych rynku finansowego. W rosyjskiej literaturze również występuje podział na pięć segmentów jednak nie uwzględnia tych samych rodzajów rynków, które znajdują się w klasyfikacji polskiej. Rysunek 1 przedstawia ogólną pięciosegmentową strukturę rynku finansowego w Polsce.

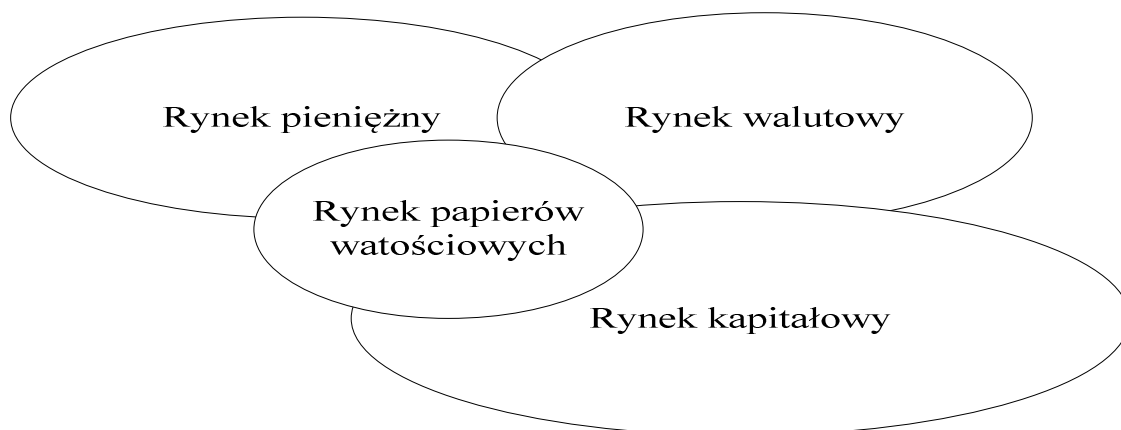
Rysunek 1. Podział rynku finansowego na podstawowe segmenty operacyjne



Źródło: K. Zawadzki (red.): Rynek finansowy w Polsce, Politechnika Gdańska, Gdańsk 2007, s.5.

W literaturze rosyjskiej klasyfikacja rynku finansowego obejmuje zazwyczaj dwa lub cztery segmenty. Do dwóch podstawowych segmentów zalicza się rynek pieniężny oraz rynek kapitałowy. Klasyfikacja czterosegmentowa uzupełnia podział o rynek walutowy oraz rynek papierów wartościowych. Strukturę rynku finansowego, uwzględniającą cztery segmenty operacyjne przedstawiono na rysunku 2.

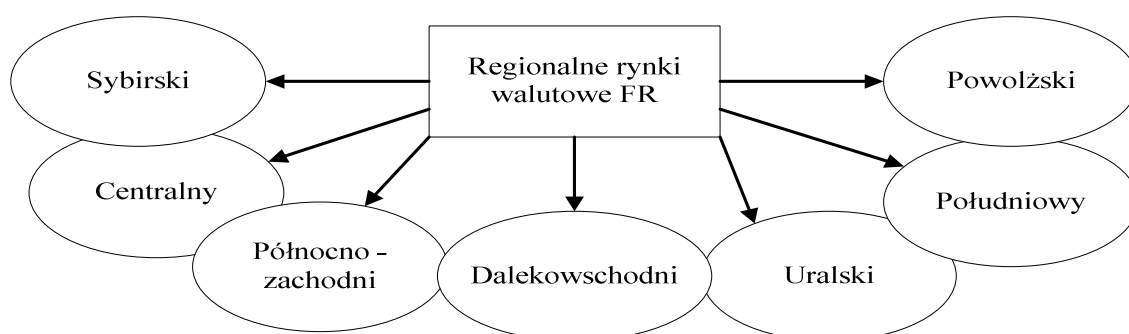
Rysunek 2. Struktura rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева, *op.cit.*, s.15.

W rosyjskiej literaturze za podstawowe podmioty działające na rynku walutowym uważa się: banki komercyjne i centralne, giełdy walutowe, przedsiębiorstwa oraz osoby prywatne⁴. Krajowy rynek walutowy Federacji Rosyjskiej dzieli się dodatkowo na regionalne rynki walutowe. Podział ten został przedstawiony na rysunku 3.

Rysunek 3. Regionalne rynki walutowe Federacji Rosyjskiej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Т.П. Варламова, М.А. Варламова, *Валютные операции*, Москва, Издательско – торговая корпорация «Дашков и К°», 2008, s. 32.

Rynek papierów wartościowych stanowi jeden z segmentów operacyjnych rynku finansowego, wchodzącego w skład narodowego systemu stosunków ekonomicznych Federacji Rosyjskiej. Rosyjski rynek papierów wartościowych obejmuje segmenty rynku pieniężnego i rynku kapitałowego. Papiery wartościowe rosyjskich emitentów dają podstawę dla jego funkcjonowania. Porządek ich funkcjonowania i wzajemne oddziaływanie są regulowane rosyjskim ustawodawstwem. Baza normatywna rynku papierów wartościowych odzwierciedla obiektywnie działające prawidłowości jego funkcjonowania.

Ponadto w literaturze rosyjskiej można spotkać podział rynku finansowego, który uwzględnia dodatkowo istnienie rynku kredytowego, co w rezultacie daje pięć segmentów operacyjnych. Struktura ta przedstawiana jest jako typowo rosyjskie podejście, w którym „rynek kredytowy jest podstawową częścią rynku pieniężnego (jednocześnie z rynkiem papierów wartościowych i rynkiem walutowym)”⁵.

Na rosyjskim rynku papierów wartościowych występują zarówno państwowe jak i korporacyjne papiery wartościowe. Do państwowych papierów wartościowych FR

⁴ О.В. Корниенко, *Деньги.Кредит. Банки*, Ростов – на – Дону, Феникс, 2008, s. 89.

⁵ Ibidem, s.149.

można zaliczyć: weksel ministerstwa finansów FR, obligację pożyczek wewnętrznych i zewnętrznych, państwowe certyfikaty mieszkaniowe, natomiast do korporacyjnych – akcje spółek akcyjnych, certyfikaty mieszkaniowe, weksle i inne. Za pomocą korporacyjnych papierów wartościowych regulowane są stosunki majątkowe między akcjonariuszami i spółką akcyjną, bezpośrednio pomiędzy spółkami akcyjnymi, emitentem i inwestorami oraz pomiędzy sprzedawcą i kupującym dane towary i usługi. Dokładne charakterystyki papierów wartościowych przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Charakterystyki papierów wartościowych w Federacji Rosyjskiej

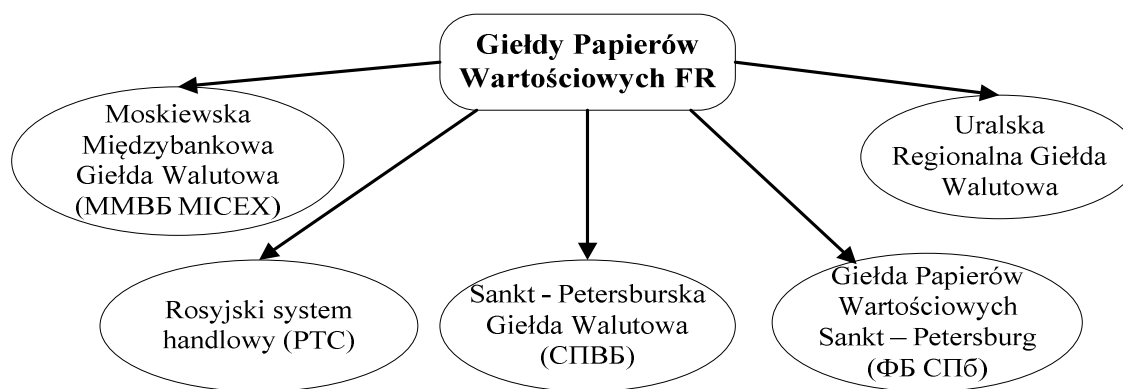
Papiery wartościowe	Typ papieru wartościowego			Kategoria papieru wartościowego		Klasa/grupa papieru wartościowego					
	Imienny	Nakazowy	Na okaziciela	W formie materialnej	W formie zdematerializowanej	Dłużny	Częściowy	Płatniczy	Zarządzający	Pochodny	Prywatyzacyjny
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Obligacja państwowa	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Obligacja	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Certyfikat depozytowy i oszczędnościowy	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-
Książeczka bankowa na okaziciela	-	-	+	-	+	+	-	-	-	-	-
List zastawny	+	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-
Akcja	+	-	+	+	+	-	+	-	-	-	-
Weksel	-	+	+	-	+	-	-	+	-	-	-
Czek	-	+	+	-	+	-	-	+	-	-	-
Świadcstwo składowe	-	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-
Podwójne świadcstwo składowe (DSS)	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-
Konosament	+	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-
Świadcstwo opcyjne	+	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-

Prywatyzacyjne papiery wartościowe	-	-	+	-	+	-	-	-	-	-	+
Opcje emitenta	+				+					+	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kodeks Cywilny FR, art. 143 i art. 912.

Bardzo istotnym elementem charakteryzującym omawiane rynki jest giełda papierów wartościowych. W Federacji Rosyjskiej działa jedenaście giełd papierów wartościowych, jednak realnych transakcji dokonuje się na pięciu z nich (rysunek 4).

Rysunek 4. Największe giełdy papierów wartościowych Federacji Rosyjskiej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева, *op.cit.*, s. 36-41.

Cechą charakterystyczną rosyjskich giełd jest fakt, że wśród właścicieli akcji i innych papierów wartościowych jest tylko 4% obywateli. Przykładowo w krajach Europy zachodniej oraz w Stanach Zjednoczonych 90% obywateli jest posiadaczami tych instrumentów finansowych.

Geneza powstania rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej

Do powstania rynku finansowego doprowadził rozwój pieniądza oraz nadmiar wolnych środków pieniężnych, które mogły zostać udostępnione innym podmiotom. Powstanie i rozwój rosyjskich rynków finansowych można rozpatrywać w trzech etapach. Należy podkreślić, że do 1990 roku pełną i wyłączną kontrolę przepływu środków finansowych w Federacji Rosyjskiej sprawowało państwo. Pierwszy etap rozwoju rozpoczął się wraz z przyjęciem Postanowienia Rady Ministrów nr 601 z dnia 25 grudnia 1990 roku o zatwierdzeniu ustawy o spółkach akcyjnych w Rosyjskiej Federacyjnej Socjalistycznej

Republice Radzieckiej. Skutkiem tego postanowienia było pojawienie się na rynku rosyjskim pierwszych otwartych spółek akcyjnych, które emitowały akcje i sprzedawały je na rynku. W etapie pierwszym ważnym czynnikiem było Postanowienie Rady Ministrów nr 78 z dnia 28 grudnia 1991 roku o zatwierdzeniu ustawy o emisji i obiegu papierów wartościowych i o giełdach papierów wartościowych w Rosyjskiej Federacyjnej Socjalistycznej Republice Radzieckiej.

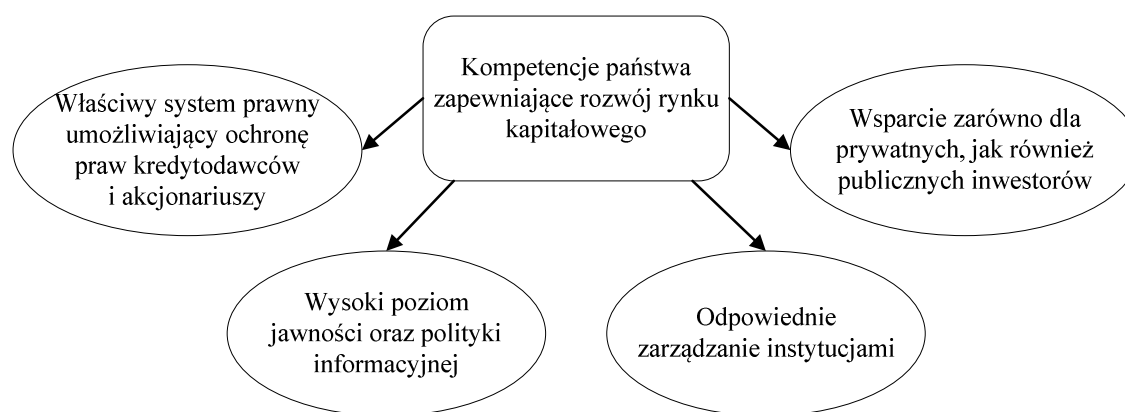
Drugi etap rozwoju rynków finansowych w Rosji miał związek z systemem prawa prywatyzacyjnego w latach 1992-1994 oraz z założeniem i rozwojem zorganizowanego rynku państwowych papierów wartościowych w latach 1993-1995.

Trzeci etap związany był natomiast z pojawieniem się w latach 1994-1996 normatywnej bazy określającej instytucjonalno – regulacyjne aspekty funkcjonowania rynku papierów wartościowych.

Spektakularny rozwój należy przypisać rosyjskiemu rynkowi walutowemu, który począwszy od roku 1990 należy do najdynamiczniejszego segmentu krajowego rynku finansowego. W 1992 roku uległ zmianie reżim regulacji walutowych. Następnie został wprowadzony płynny kurs rubla w stosunku do dolara amerykańskiego. Kolejnym krokiem stał się rozwój handlu giełdowego na rynku walutowym. W Rosji w tym czasie pojawiły się giełdy międzybankowe w Moskwie, Sanki-Petersburgu i w innych miastach. Odbywały się również w tym czasie aukcje handlu międzybankowego oraz powstał system rozliczeń międzybankowych. Obecnie w Rosji działa Międzynarodowa Międzybankowa Giełda Walutowa (MMBB).

Rosja począwszy od wczesnych lat 90 dokonała znacznych starań i poczyniła znaczące kroki w kierunku rozwoju rynku kapitałowego. W tym zakresie uwidacznia się kluczowa rola państwa, która może zostać oceniona przez pryzmat skali kompetencji (rysunek 5).

Rysunek 5. Kompetencje państwa zapewniające rozwój rynku kapitałowego FR



Źródło: Opracowanie własne.

Ponadto niezwykle istotnym czynnikiem jest zarządzanie długiem publicznym kraju, w związku z tym, że ten czynnik odpowiedzialny jest za przyszłe krzywe dochodowości oraz płynności, a także przyczynia się do wyceny ryzyka na lokalnym rynku.

Podsumowując w Federacji Rosyjskiej ingerencja państwa w tworzenie rynku finansowego jest niezbędna. W państwie, które przeszło zmiany ustrojowe niezwykle istotny element stanowi zarządzanie długiem publicznym. Ponadto rząd FR nadal musi budować właściwą infrastrukturę rynkową oraz przyjąć niezbędne standardy. Takie elementy zapewnią dalszy rozwój rynku finansowego, który ma ogromny wpływ na kształt rosyjskiej gospodarki.

Analiza wybranych wielkości rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej

Rynek papierów dłużnych jest zdecydowanie najbardziej rozwiniętym segmentem rynku finansowego Rosji. Dotyczy to zarówno instrumentów emitowanych przez Skarb Państwa jak i przez Bank Centralny Rosji. Biorąc pod uwagę dane za okres 2005-2009 można wyciągnąć wniosek, że zainteresowanie obligacjami Banku Centralnego oraz obligacjami Federalnymi jest równie duże (tabela 2). W przypadku obligacji Banku Centralnego Rosji można zaobserwować początkowy wzrost z 2007 rokiem włącznie, a następnie spadek wartości przychodów aż do końca badanego okresu. W przypadku obligacji państwowych natomiast wartości przychodów ulegały konsekwentnemu wzrostowi.

Tabela 2. Struktura rosyjskiego rynku kapitałowego w latach 2005 - 2009 (w mld rubli)

Rodzaj instrumentu dłużnego	2005	2006	2007	2008	1-sze półrocze 2009

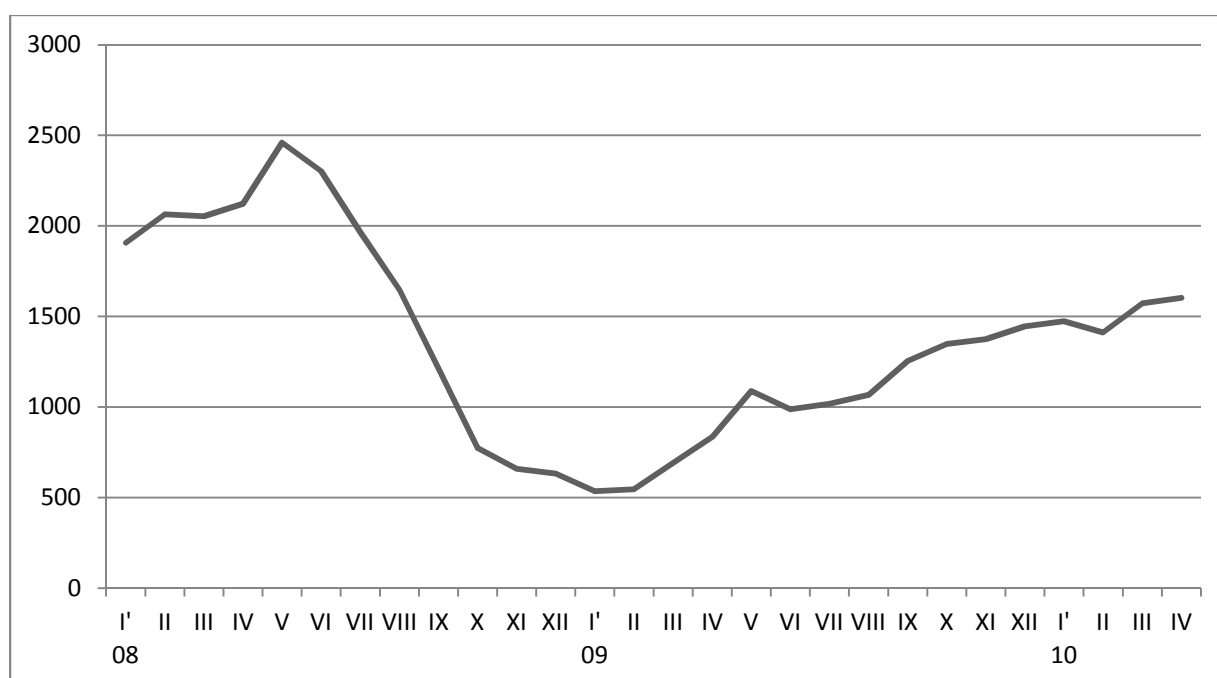
Bankowe dłużne papiery wartościowe (ilość w obiegu)	676	840	856	772	637
Państwowe (federalne) obligacje rublowe (ГКО-ОФЗ)	722	876	1047	1144	1115

Źródło: Raport o stanie rynku Federacji Rosyjskiej na pierwsze półrocze 2009 roku na podstawie danych Centralnego Banku Rosji.

Na podstawie przedstawionych w tabeli 2 można zaobserwować wzrost przychodów ze sprzedaży obligacji państwowych z wartości początkowej w roku 2005 i wynoszącej 722 mld rubli do wartości maksymalnej odnotowanej w pierwszym półroczu 2009 roku, która wyniosła 1115 mld rubli. Należy podkreślić, że wartości podane za rok 2009 dotyczyły jedynie połowy badanego okresu, stąd za cały rok były z pewnością dużo wyższe.

Kolejnym przedmiotem analizy będą najważniejsze rosyjskie indeksy giełdowe. Indeks RTS notowany przez spółkę akcyjną „Giełda RTS” stanowi podstawowy wskaźnik rynku papierów wartościowych w Rosji. Wskaźnik ten obliczany jest na podstawie cen 50 akcji płynnych emitentów, którzy charakteryzują się najwyższym stopniem kapitalizacji. Spis papierów wartościowych, na podstawie których oblicza się indeksy formułowany jest na podstawie wskaźników kapitalizacji, płynności oraz branży, do której przynależy emitent.

Rysunek 6. Rosyjski indeks giełdowy RTS w latach 2008-2010

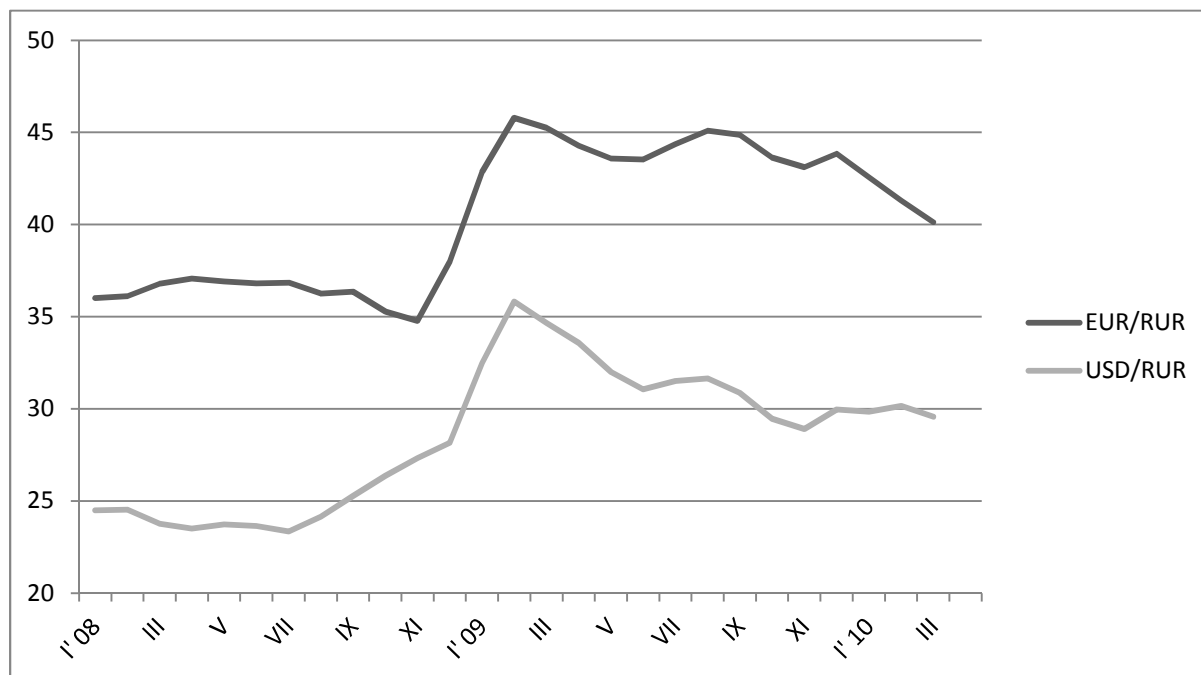


Źródło: Opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.rts.ru/ru/index/stat/> z dnia 23.04.2010.

Zaprezentowana na rysunku 6 wartość indeksu RTS ukazuje skalę spadku, którego źródłem był globalny kryzys subprime. Maksymalną wartość indeksu odnotowano w maju 2008 roku, kiedy to wyniósł on blisko 2460 punktów. Zaledwie osiem miesięcy później jego poziom oscylował wokół 500 punktów, co oznaczało zniżkę o blisko 80 %. Choć większość światowych rynków kapitałowych ogarnął w tym okresie chaos, skalę redukcji na rosyjskim rynku należy uznać za jedną z największych na świecie.

W dużej mierze przyczynił się do tego gwałtowny spadek kursu rubla, który był masowo wymieniany na dolara amerykańskiego (rysunek 7). Podczas gdy jeszcze na koniec lipca 2008 roku kurs USD/RUR kształtował się na poziomie 23,35, w lutym 2009 roku było to już 35,81 RUR/USD. Oznacza to spadek wartości rubla o ponad 53 % w okresie siedmiu miesięcy. Podobny zakres deprecjacji rosyjskiej waluty można zaobserwować na euro, choć warto podkreślić, iż w tym przypadku krótszy był przedział czasowy, w ramach którego doszło do spadku wartości relacji kursowej RUR/EUR. Wynosił on zaledwie trzy miesiące (między listopadem 2008 a lutym 2009).

Rysunek 7. Kształtowanie się kursu walutowego rubla rosyjskiego w stosunku do głównych walut międzynarodowych w latach 2008 - 2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony internetowej: <http://www.cbr.ru> z dnia 20.04.2010.

Zakończenie

W pracy skoncentrowano się na ukazaniu specyfiki rynku finansowego Federacji Rosyjskiej. Szereg zjawisk świadczy o postępującym rozwoju poszczególnych segmentów tego rynku. Pomimo intensywnych przemian, jakie w ostatnich latach mają na nim miejsce, trudno określić go mianem dojrzałego.

Pod względem struktury, czy segmentacji należy wskazać szereg różnic pomiędzy rynkiem polskim a rosyjskim. Największe różnice w klasyfikacji zaobserwowano na rynkach: kapitałowym oraz walutowym. W Federacji Rosyjskiej wyróżnia się siedem regionalnych rynków walutowych, natomiast w Polsce tylko jeden. Ponadto w Polsce funkcjonuje jedna Giełda Papierów Wartościowych, natomiast w Federacji Rosyjskiej wyróżnia się ich aż jedenaście. Takie rozbieżności wynikają z ogromu obszaru zajmowanego przez Federację Rosyjską, ilości stref czasowych itp.

Po przeprowadzonej analizie wskaźników liczbowych, okazało się, że pomimo różnic strukturalnych, wartości i tendencje na obu rynkach są bardzo zbliżone. Potwierdza to tylko tezę, iż narodowe rynki finansowe są naczyniem połączonym, a pojawiające się w jednym miejscu kryzysy w błyskawicznym tempie przenoszą się na niezainfekowane rejony.

BIBLIOGRAFIA

Polskojęzyczna

1. Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., *Inwestycje finansowe*, Wrocław, Akademia Ekonomiczna, 1997
2. Zawadzki K.(red.), *Rynek finansowy w Polsce*, Politechnika Gdańska, Gdańsk 2007

Rosyjskojęzyczna

1. Белоглазová Г.Н., *Деньги кредит банки*, Москва, Юрайт, 2007
2. Варламова Т.П., Варламова М.А., *Валютные операции*, Москва, Издательско – торговая корпорация «Дашков и К°», 2008
3. Загородников С.В., *Финансы и кредит*, Москва, Омега – л, 2009
4. Килячков А.А., Чалдаева Л.А., *Рынок ценных бумаг и биржевое дело*, Москва, Экономист, 2004
5. Корниенко О.В., *Деньги.Кредит. Банки*, Ростов – на – Дону, Феникс, 2008