

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2022-16-4-99-112
УДК 339.7(045)
JEL F3

Стратегические направления развития российского финансового рынка в санкционных условиях и в перспективе

К.Л. Астапов

МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия;
Министерство финансов Российской Федерации, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Актуальность темы обусловлена новыми вызовами и ограничениями, введенными рядом стран, которые затронули российский финансовый рынок и реальный сектор экономики, а также необходимостью имплементации ответных стратегических решений по поддержке финансового и реального секторов экономики. Автором обоснована новая модель функционирования финансовой системы, опирающаяся не только на либеральную экономическую парадигму, но и реалии давления на нашу страну. В статье показано, что в условиях кризиса целесообразно существование двух моделей финансового рынка: первая основана на общепризнанных международных принципах и применяется для крупных публичных российских компаний, а вторая ориентирована на компании под санкциями и региональный бизнес. Усиление регулирования трансграничного движения капитала (в том числе введение жестких ограничений на его вывод), а также лимитов на операции на валютном рынке видятся не только как временные антикризисные инструменты государственного регулирования, но и как основа для конструкции дальнейшей стратегии развития финансового рынка. Поддержка государственными институтами развития, коммерческими банками и крупными корпорациями модели ограниченного взаимодействия с развитыми странами позволит снизить системные риски не только в чрезвычайные периоды, но и в последующем, а значит, привлечь ресурсы в реальные инвестиционные проекты, стимулировать рост капитализации российских компаний.

Ключевые слова: стратегия; финансовый рынок; санкции; движение капитала; международные финансовые институты

Для цитирования: Астапов К.Л. Стратегические направления развития российского финансового рынка в санкционных условиях и в перспективе. *Мир новой экономики*. 2022;16(4):99-112. DOI: 10.26794/2220-6469-2022-16-4-99-112

ORIGINAL PAPER

Russian Financial Market Development Strategic Initiatives Under Sanctions and in the Aftertime

K.L. Astapov

Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia;
Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russia

ABSTRACT

New challenges and restrictions, imposed by a number of countries, affected the Russian financial system and real sector of economy, so implementation of responsive strategic decisions to support financial and real sectors of the economy is necessary. The study's goal is to develop proposals for financial market strategy in new conditions, to support investment opportunities for Russian investors and investors from friendly and neutral countries, to control capital flow in the medium term. The research result is the justification of the new model of the Russian financial system, which is based not only on liberal economic paradigm but also on realities of economic pressure on our country. In the current crisis, it is advisable to have two models of the financial market: the first is based on recognized international principles, which applied to large public Russian companies; the second is focused on companies under sanctions and regional business. Strengthening regulation of cross-border capital movement, including introduction of strict restrictions on capital withdrawal, as well as limits on operations on foreign exchange market, are seen not only as temporary anti-crisis

© Астапов К.Л., 2022

instruments of state regulation, but as the basis for strategy construction for the financial market development. Support of the state development institutions, commercial banks and large corporations of the limited interaction model with developed countries will reduce systemic risks not just in critical periods, but also in the future. Therefore, this can attract resources to real investment projects and stimulate the growth of the capitalization of Russian companies.

Keywords: strategy; financial market; sanctions; capital flow; international financial institutions

For citation: Astapov K.L. Russian financial market development strategic initiatives under sanctions and in the aftertime. *The World of the New Economy*. 2022;16(4):99-112. DOI: 10.26794/2220-6469-2022-16-4-99-112

ВВЕДЕНИЕ

Основной задачей Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации¹ на период до 2020 года до недавнего времени являлось выстраивание институциональной среды и регулирование, что увеличивало привлекательность финансового рынка для иностранных инвесторов и позволяло преодолевать существенное доминирование банков над небанковскими финансовыми институтами. На определенном историческом этапе такая модель развития была оправдана и позволяла обеспечить приток иностранных инвестиций на финансовый рынок [1]. Однако одновременно усиливался отток капитала, причем этот процесс затрагивал и российских резидентов, приобретающих различные активы за рубежом, включая иностранные ценные бумаги, недвижимое имущество и т.д., а значительная часть сбережений (государства, корпораций, граждан) вкладывалась в иностранные валюты и инструменты денежного рынка развитых стран.

Однако, несмотря на то, что институты финансового рынка в нашей стране в значительной мере отвечали современным международным требованиям, в условиях пандемии COVID-19 потребовались новые подходы к развитию экономики. Основные вызовы пандемии привели к усилению процессов регионализации в реальном секторе экономики, в то время как накачка центральными банками денежной ликвидностью своих экономик в условиях минимальных ограничений на движение капитала привела к достаточно быстрому преодолению падения на финансовых рынках и стремительному росту капитализации компаний постиндустриальной экономики развитых стран (фармацевтика, информационные технологии, цифровые платформы и т.д.).

По сути, пандемия стала отправной точкой очередного исторического этапа ускоренной кон-

центрации финансовых ресурсов в развитых странах. В то же время значительная часть материальных и трудовых ресурсов, а также производства размещались в других странах, а логистика и доступ к ним становились более сложными.

В этой связи можно сделать предположение об усилении разрыва между финансовым и реальным секторами экономики, росте региональных дисбалансов, которые требуют новых подходов к повышению эффективности перераспределения сбережений в реальные инвестиции.

В докладе МВФ отмечалось, что средства, направленные на финансовые рынки вследствие политики дешевых денег развитых стран мира, не столько трансформируются в инвестиции, сколько приводят к росту сбережений, недвижимости, активов на глобальном финансовом рынке, а также к инфляции цен на потребительские товары и продовольствие². Санкции, связанные со спецоперацией на Украине, также потребовали от государств развитых стран дополнительных мер поддержки своих экономик. В результате увеличилась стоимость отдельных активов (акции некоторых компаний технологического сектора, фармацевтической и военной промышленности). Подобный рост обусловлен не столько фундаментальными причинами, сколько текущей ситуацией. Проводимая в США экономическая политика повышает волатильность финансового рынка, что, конечно же, не способствует стабильности всей финансовой системы.

Более того, повышение процентных ставок в развитых странах при значительном уровне долга угрожает мировой финансовой системе. Возможности дополнительной эмиссии и выпуска долговых обязательств ограничены. В этой связи у ряда стран появляется необходимость поиска

¹ URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/12064654/>

² Fault Lines Widen in the Global Recovery. World Economic Outlook Update. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021> (дата обращения: 03.08.2021).

альтернативных источников финансирования, в том числе за счет использования чужих ресурсов. Это усиливает риски размещения резервов и сбережений для российских (и не только) резидентов в развитых странах и в значительной части традиционных резервных валют. На основании директивы Казначейства США № 4 от 28 февраля 2022 г. часть российских активов в США оказалась замороженной посредством запрета на любые транзакции с Банком России, Фондом национального благосостояния России, Минфином России и др.³ Ограничения, которые поэтапно расширялись в 2022 г., также были введены Еврокомиссией⁴.

В этой связи важной задачей для нашей страны является поиск альтернативных активов для размещения государственных резервов. Такими активами могут быть драгоценные металлы, альтернативные валюты и др.

Представляется, что с началом пандемии или даже несколько ранее утратила актуальность стратегия развития российского фондового рынка, нацеленная исключительно на создание современной инфраструктуры и прозрачных правил для иностранных инвесторов в условиях свободного движения капитала, поскольку сложились новые мировые тренды [2]. На данном этапе целесообразна не столько корректировка стратегии финансового рынка с адаптацией ее к кризисным периодам, сколько кардинальный пересмотр стратегии финансового рынка [1].

Альтернативная модель должна, с одной стороны, стимулировать приток средств инвесторов — внутренних и из нейтральных и дружественных стран — на российский финансовый рынок и в реальную экономику, а с другой — ограничить возможность вывода капитала из России не только для инвесторов из недружественных стран, но и из иных категорий. Поиск оптимальной модели, позволяющей наращивать капитал внутри

страны и направлять его на работу в реальный сектор экономики, а также ограничивать отток капитала, является непростой задачей. Тем не менее такие подходы уже сформированы, но пока рассматриваются как неотложные «пожарные» меры. Думается, что значительная часть данных инструментов должна использоваться при разработке новой стратегии финансового рынка.

Следует отметить, что Банком России подготовлены и вынесены на общественное обсуждение ключевые направления развития финансового рынка в санкционных условиях⁵. Тем не менее данный проект носит достаточно сдержанный характер и не всегда коррелирует с теми решениями, которые приняты и реализуются органами исполнительной власти и Банком России в настоящее время. С одной стороны, такой консервативный подход позволяет сохранить положительный настрой у участников рынка, но с другой — Стратегия не должна ограничиваться исключительно инерционным сценарием и техническими вопросами, не отвечая (или хотя бы делая попытки) на те вызовы, с которыми столкнулась российская финансовая система. В данном документе отмечается, что финансовый сектор способен самостоятельно восстановить финансовую устойчивость на среднесрочном горизонте, а системной докапитализации финансового сектора (включая банковский) не требуется. По сути, поддержка кредитных организаций возлагается на их собственников. Например, участники рынка выступают с различными инициативами относительно заблокированных активов. Позиция Банка России заключается в том, что вариант выкупа заблокированных активов у финансовых организаций не является решением, а лишь приведет к масштабной денежной эмиссии. Соглашаясь с таким подходом в принципе, все же целесообразно рассмотреть более гибкий, учитывая определенный опыт реструктуризации плохих активов путем долгосрочной докапитализации отдельных банков, сделок в рамках Фонда консолидации банковского сектора, а также финансирования и консультационной поддержки со стороны государственных институтов развития и т.д.

³ Directive 4 under Executive order No. 14024 “Prohibitions Related to Transactions Involving the Central Bank of the Russian Federation, the National Wealth Fund of the Russian Federation, and the Ministry of Finance of the Russian Federation”. URL: <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions/20220228> (дата обращения: 15.08.2022).

⁴ Council Regulation (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014 concerning restrictive measures in view of Russia's actions destabilising the situation in Ukraine. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014R_0833-20220413 (дата обращения: 15.08.2022).

⁵ Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. Документ для общественного обсуждения. Банк России. 2022. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=14062> (дата обращения: 04.08.2022).

НОВЫЕ СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

При разработке стратегии развития финансового рынка в новых условиях важно опираться на подходы, сформулированные в работах М. Портера о конкурентных преимуществах [3], Х. Прахалада и Г. Хамела о ключевых компетенциях [4], В.Л. Квинта о стратегии кардинальных преобразований [5], М. Кастельса об информационном обществе [6], Р. Гранта о стратегическом анализе [7], а также развивать идеи, содержащиеся в работах А.Д. Некипелова [8], С.Ю. Глазьева [9], М.Г. Делягина [10], Ю.М. Швыркова [11], Ю.В. Яковца [12] и др.

Пандемия усилила искажения отражения результатов реального сектора экономики в финансовых показателях. Центральные банки сосредоточены на поддержке ликвидности и предотвращении финансового кризиса, но выстроить эффективные границы для того, чтобы ликвидность направлялась в инвестиции или поддерживала потребление, а не перетекала в финансовый рынок и спекуляции, пока не удастся.

Однако поддержка ликвидности, которую обеспечивают центральные банки развитых стран, не решает проблему недостатка материальных активов и долгосрочных ресурсов для развития. В этой связи некоторая изоляция российской экономики от нездоровых трендов на определенном этапе позволит сконцентрироваться на решении собственных задач, что, как ни парадоксально, соответствует национальным интересам.

Высокие цены на энергоносители в последние годы и рост эффективности добывающих отраслей позволили наращивать резервы и сбережения. Часть из них инвестировалась внутри страны (в том числе на реализацию инфраструктурных проектов), но существенная доля уходила за рубеж для приобретения активов. Кроме того, росли сбережения российских резидентов и государства в иностранных финансовых инструментах (валюты, иностранные ценные бумаги и т.д.).

Сложность с инвестированием внутри страны обусловлена комплексом факторов, включая превалирование краткосрочных сбережений над долгосрочными и недостаток самих инвестиционных возможностей в стране. Однако не следует недооценивать влияние на российских резидентов модели размещения резервов Банком России и ФНБ в иностранных юрисдикциях.

Ряд инвесторов готовы вкладываться в проекты с оправданным уровнем риска (причем не только в быстроокупаемые, но и в среднесрочные), если обеспечивается устойчивый спрос, в том числе за счет государственных закупок или гарантий. Модернизируется инфраструктура крупных городов, растет жилищное строительство и т.д. Однако более сложные проекты, ориентированные на долгосрочную перспективу и инновационное развитие, зачастую тормозятся. Фактически возникает замкнутый круг: прорывные проекты не могут найти долгосрочное финансирование, поскольку интересы владельцев капитала ориентированы на быструю окупаемость в кратко- и среднесрочной перспективе из-за высоких рисков. Здесь следует провести параллель с Израилем [13], где инвесторы тоже ориентированы на краткосрочные проекты. Решением может стать использование государственно-частного партнерства и развитие новых финансовых платформ.

Стратегия развития финансовой системы, представленная Банком России⁶, продолжает в значительной мере опираться на либеральную экономическую парадигму. В то время как в настоящих условиях необходимо использовать более решительные подходы для обеспечения развития в рамках достаточно замкнутой финансовой системы с опорой на активную роль государственных институтов. Если раньше принцип независимости Банка России от исполнительных органов власти поддерживался большинством практиков и экспертов, то в текущей ситуации следует рассмотреть возможность его подчинения Правительству России, с сохранением самостоятельности исключительно в сфере денежно-кредитной политики.

Введение санкций рядом развитых стран в феврале 2022 г. вызвало необходимость кардинальных преобразований российского финансового рынка. По сути, закрепился тренд на дезинтеграцию современной экономики. Ограничения затронули многих российских инвесторов в части их зарубежных вложений, а также иностранных, имеющих активы в российской финансовой системе. В частности, специальная военная операция привела к резкому падению стоимости российских ценных бумаг, что стало следствием попыток ажиотажных распродаж российских активов иностранными

⁶ Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=14062> (дата обращения: 04.08.2022).

инвесторами. Это падение усугублялось не только возросшими политическими и экономическими рисками, но и эмоциональными факторами, в результате чего было принято решение о временном прекращении торгов на Московской бирже.

Постепенно торги ценными бумагами на Московской бирже возобновились и демонстрируют положительную динамику. Так, суммарный объем торгов на Московской бирже по инструментам финансового рынка (акции, корпоративные облигации, биржевые облигации, паи, ОФЗ и др.) за январь 2022 г. составил 37,1 трлн руб., в июле — 41,9 трлн руб., в октябре — 46,4 трлн руб.⁷, несмотря на то, что торги иностранными ценными бумагами и депозитарными расписками не возобновлены.

Кризис требует расширения функций экономических ведомств исполнительной власти и центральных банков. Однако, если ранее реализовывался принцип независимости центральных банков, то сейчас понятие независимости размывается, причем и на наднациональном уровне. Казначейством США введены ограничения на любые операции с Банком России, Минфином России, Фондом национального благосостояния⁸, что фактически привело к блокировке государственных резервов. Похожие ограничения введены ЕС и рядом других стран. Таким образом, на международном уровне Банк России уже воспринимается как часть государственной системы. В таких условиях целесообразность сохранения принципа полной независимости Банка России должна определяться не теоретическими концепциями, а национальными интересами. Более того, отдельные ограничения на независимость центральных банков (за исключением денежно-кредитной политики) видятся логичными не только в чрезвычайные периоды, но и в среднесрочной перспективе. Например, Народный банк Китая подотчетен Государственному Совету КНР⁹.

Конкурентным преимуществом российского финансового рынка до недавнего времени являлось соответствие международным требованиям

в части его инфраструктуры, принципов торгов, раскрытия информации и т.д., а Московская биржа и Национальный расчетный депозитарий отвечали принципам для инфраструктур финансового рынка, разработанным Банком международных расчетов BIS и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO)¹⁰. Это соответствовало требованиям квалифицированного посредника — американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (U.S. Securities and Exchange Commission's Rule 17f-7).

Тем не менее новая ситуация, с которой столкнулась российская экономика, предполагает приоритетное развитие внутреннего финансового рынка (с опорой на российских инвесторов, торги на условиях полного преддепонирования, менее сложную систему управления рисками, некоторые ограничения на возможность инвестирования неквалифицированных инвесторов в иностранные финансовые инструменты и т.д.). Упрощение эмитентов для выхода на рынок в кризисный период подразумевает снижение требований по раскрытию информации. Подобные условия позволяют привлечь на российский фондовый рынок региональные компании, владельцы которых предпочитали не проводить акционирование и не выводить свои организации на финансовый рынок из-за неготовности разделять власть с новыми акционерами. Кроме того, такая модель финансового рынка подходит российским компаниям, попавшим под санкции.

В этой связи представляется оправданным параллельно использовать две модели функционирования финансовой инфраструктуры. Первая может быть основана на общепризнанных международных принципах и ориентирована на розничных инвесторов из России и дружественных стран, а основными ценными бумагами могут стать инструменты, эмитируемые компаниями федерального и регионального уровней, не находящимися под санкциями. Вторая, упрощенная модель, предполагает менее сложную систему управления рисками и ограниченное раскрытие информации, что в большей мере подходит для квалифицированных инвесторов, готовых вкладываться в компании, находящиеся под различными ограничениями, региональные организации и т.д. Параллельное существование двух моделей, по

⁷ Расчеты автора на основе данных Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/s1443> (дата обращения: 15.11.2022).

⁸ Treasury Prohibits Transactions with Central Bank of Russia and Imposes Sanctions on Key Sources of Russia's Wealth. URL: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0612>

⁹ Article 2. Law of the People's Republic of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/english/resource/cms/2015/08/2015082610501049304.pdf> (дата обращения: 17.08.2022).

¹⁰ Principles for financial market infrastructures. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm> (дата обращения: 15.02.2021).

сути, возможно и сейчас, поскольку допускаются дифференцированные требования для различных секций Московской биржи. Однако для повышения эффективности второй модели, с учетом ее нацеленности на региональную специфику, считаем оправданным создание нескольких бирж в ключевых регионах или на уровне федеральных округов.

Увеличение числа бирж, цифровых финансовых платформ и других институтов российского финансового рынка важно в текущих условиях с учетом того, что санкции западных стран стали распространяться и на системные финансовые институты, включая НКО АО НРД (Национальный расчетный депозитарий)¹¹. Но и в среднесрочной перспективе, если будут выстраиваться две модели российского финансового рынка, центральный депозитарий может сохранить свое уникальное положение для первой группы, в то время как упрощенная модель должна предполагать большую вариативность¹².

Одновременно важно продолжить развивать товарные биржевые рынки в регионах, российские ценовые индикаторы. Над этим направлением активно работает Банк России¹³. Цены внутри страны по многим группам товаров следуют за мировыми, но в новых условиях, когда формируется частично изолированный финансовый рынок, они могут отличаться на мировом и российском товарных рынках из-за ограниченности арбитражных возможностей и отсутствия работающих линков между товарными биржами со странами-партнерами.

ИНИЦИАТИВЫ ПО СНИЖЕНИЮ ОТТОКА КАПИТАЛА

Ограничения по трансграничному движению капитала — не только вынужденная мера в связи с текущей ситуацией, но, скорее всего, запоздавшая инициатива, которую следовало бы реализовать несколько лет назад. Традиционно регулирование основывается на универсальных прин-

ципах, в то время как дифференцированный подход используется ограниченно. Тем не менее движение капитала следует контролировать не только в том случае, когда операции связаны с офшорными юрисдикциями, но и в зависимости от страны происхождения капитала, целей его использования и т.п. Отчасти такой подход уже используется в деятельности подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации, где каждая транзакция рассматривается индивидуально.

В условиях кризиса инвесторы, особенно нерезиденты, стремятся выводить капиталы из развивающихся рынков, что еще более усиливает давление на курс национальной валюты. В этой связи целесообразно введение более гибкого регулирования и ограничений на нерезидентов, например, по закрытию в течение квартала не более 20–30% позиций. В текущий кризисной ситуации установлены жесткие ограничения на вывод капитала, что стало ответом на замораживание отдельных российских активов рядом стран. Однако в долгосрочной перспективе представляется оправданным рассмотреть возможность установления лимитов на вывод капитала (как процент в зависимости от сделанных ранее инвестиций), а также принять ряд других мер. Основы регулирования, заложенные в 2022 г., могут быть скорректированы с тем, чтобы разрешения на трансграничное движение капитала выдавались не в связи с отдельными сделками, а исходя из объемов реализуемых инвестиционных проектов за предыдущие 2–3 года, что в конечном счете позволит устанавливать ежегодные лимиты по выводу капитала для крупных компаний.

Цель ограничений на движение капитала — не запрет на его вывод, а создание прозрачной системы, позволяющей устанавливать для этого дифференцированные лимиты.

Многие экономисты давно призывают ввести ограничения на трансграничное движение спекулятивного капитала [14]. Существуют различные инструменты для реализации данной инициативы — от валютного контроля до налога Тобина или налога на неторговые валютнообменные операции¹⁴. Полагаем, что возможно использовать

¹¹ Council Decision (CFSP) 2022/883 of 3 June 2022 amending Decision 2014/145/CFSP concerning restrictive measures in respect of actions undermining or threatening the territorial integrity, sovereignty and independence of Ukraine. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022D0883&from=EN> (дата обращения: 09.05.2022).

¹² Норма Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» о том, что номинальным держателем ценных бумаг в реестре может быть только центральный депозитарий, нуждается в уточнении.

¹³ URL: <https://www.moex.com/n49899?ysclid=l70b4rutf2551906644> (дата обращения: 01.08.2022).

¹⁴ Доклад министра ЕАЭС по экономике и макроэкономике С.Ю. Глазьева «О прогнозах динамики мировой экономики в условиях пандемии COVID-19 и возможных стабилизаци-

оба направления — и административный, и фискальный подходы. Так, модифицированный налог Тобина может быть достаточно высоким — до 2% и распространяться только на операции обмена национальных валют на резервные, в то время как встречные операции им облагаться не должны. Надо понимать, что финансовые институты, совершающие сделки по поручению и за счет своих клиентов, не пострадают от введения данного налога. Потери понесут компании-импортеры и потребители, которые будут вынуждены платить более высокую стоимость за импортные товары. Однако сокращение спекулятивных операций позволит повысить устойчивость национальной валюты и в конечном счете привлечь в страну долгосрочные инвестиции.

В 2022 г. для нерезидентов были установлены ограничения по выводу капитала. Но более гибкое регулирование может предусматривать ограничения (меняющиеся в зависимости от характеристик инвестиций, макроэкономической ситуации и т.д.) на вывод капитала инвесторами-нерезидентами, например устанавливать процент на возможность закрытия позиций и вывод капитала в течение одного квартала. Цель — исключить неконтролируемое бегство капитала в кризисные периоды, а не запретить вывоз капитала вообще.

Ранее уже отмечалось, что объемы торгов на фондовом рынке постепенно восстанавливаются. Но и на валютном рынке происходят трансформационные изменения. Так, до недавнего времени на Московской бирже наибольший объем торгов приходился на резервные валюты, включая доллары США, евро и др. Новые внешние условия меняют структуру спроса участников внешнеэкономической деятельности: многократно выросли объемы торгов китайским юанем, гонконгским долларом, белорусским рублем, казахстанским тенге, турецкой лирой. Запущены торги новыми валютами, включая армянский драм, южноафриканский рэнд, узбекский сум¹⁵.

Размещение государственных и частных сбережений в токсичных валютах связано с высокими рисками, поэтому определенный потенциал есть у инвестиций в золото, драгоценные металлы, мягкие валюты. Более того, ограничения на экспорт

российского золота, введенные рядом стран¹⁶, позволят быстрее увеличить его долю в золотовалютных резервах России. В этой связи целесообразно расширять государственные закупки золота, пропагандировать инвестиции в него как источник накоплений для российских резидентов.

Серьезные потери, которые понесли российские частные инвесторы в I квартале 2022 г. и лишение многих иностранных инвесторов возможности вывести капитал, позволяли предположить, что на российском фондовом рынке будет застой. Однако эта гипотеза не нашла подтверждения на практике. Инвесторы, особенно работающие с высоким плечом, действительно понесли значительные потери и вряд ли смогут быстро вернуться на фондовый рынок. В то же время те, кто не использовал заемные средства и имеет сбалансированный портфель, несмотря на потери, остались на фондовом рынке, а их активность постепенно восстанавливается. Это в определенной степени связано с сужением инвестиционных возможностей и недоступностью иностранных ценных бумаг для розничных российских инвесторов.

Следует отметить, что принятые антикризисные меры позволили успокоить финансовый рынок, но отдельные мероприятия были поспешными и не должны использоваться как основа для новой финансовой архитектуры. Так, в рамках введенных санкций в отношении российских банков и финансовых инфраструктурных организаций потребовалась передача иностранных бумаг клиентов из крупных банков, включенных в SDN-списки, другим российским компаниям, не находящимся под санкциями. Предполагалось, что такой шаг позволит российским клиентам санкционных банков продолжить проводить операции с иностранными финансовыми инструментами и получать доходы по ним. Совет директоров Банка России 18 марта 2022 г. принял решение об установлении временного порядка передачи ценных бумаг иностранных эмитентов лицами, в отношении которых иностранными государствами совершаются недружественные действия. Однако поспешность этой меры не позволила защитить интересы инвесторов, которые и так несут высокие потери. Несмотря на то что в данной ситуации сложно говорить об интересах владельцев ценных бумаг, решения,

онных мерах в рамках ЕАЭС». URL: https://rbc.ru/wp-content/uploads/2021/04/2020-04-14_eaes_covid-19-3-12.pdf (дата обращения: 10.08.2021).

¹⁵ URL: <https://www.moex.com/n48383/?nt=0> (дата обращения: 12.07.2022).

¹⁶ Press-release UK sanctions Russian gold exports. URL: <https://www.gov.uk/government/news/uk-sanctions-russian-gold-exports> (дата обращения: 21.08.2022).

принимаемые регулятором, все же не должны разрушать доверие инвесторов и рыночные принципы даже в столь непростое время. В этой связи передача ценных бумаг на основании решений кредитных организаций, попавших под санкции, может рассматриваться как исключительная мера. Централизация и быстрота решений не должна подменять частную инициативу, поскольку неотъемлемым правом инвестора является выбор депозитария и банка, где он предпочитает хранить ценные бумаги и денежные средства, и брокерской компании, с которой он сам предпочитает сотрудничать.

Таким образом, одна из долгосрочных стратегических инициатив может быть связана с установлением некоторых ограничений на долю иностранных ценных бумаг в портфеле розничного инвестора. По крайней мере, если речь идет об индивидуальном инвестиционном счете (ИИС), по которым частное лицо получает налоговые вычеты, некоторые ограничения на долю иностранных ценных бумаг во всем портфеле видятся вполне обоснованными. Важно, чтобы частные инвесторы понимали, что в новых условиях владение иностранными ценными бумагами связано с дополнительными рисками, хотя полный запрет сделок с иностранными финансовыми инструментами для неквалифицированных инвесторов (предложенный в Концепции Банка России по совершенствованию защиты розничных инвесторов¹⁷) видится излишним.

Повышенные риски работы в иностранных юрисдикциях затрагивают не только инвесторов, но и эмитентов. Сложность состоит в том, что ряд российских компаний, таких как Яндекс, Тинькофф, Polymetal, X5 Group, VK (бывшая Mail Group) и др., выпустили и разместили ценные бумаги за пределами Российской Федерации от имени своих дочерних компаний и поэтому российское регулирование на них не распространяется. В результате российские инвесторы, владеющие их акциями, по сути, попали в зависимость от иностранной депозитарной системы, в которой оказались заблокированы их активы и получаемые доходы по ценным бумагам. В этой связи следует стремиться к тому, чтобы ценные бумаги российских эмитентов (и созданных ими компаний

в иностранных юрисдикциях) вне зависимости от страны обращения хранились в российской депозитарной системе (первый уровень), а платежными агентами выступали российские банки.

АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ И СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВО-ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Беспрецедентность санкционного давления обусловила неординарные решения в финансово-валютной сфере, которые уже показали свою состоятельность в краткосрочной перспективе. Исходя из этого, считаем оправданным адаптировать отдельные меры и на долгосрочную перспективу.

Указом Президента Российской Федерации от 28.02.2022 № 79 «О применении специальных экономических мер в связи с недружественными действиями Соединенных Штатов Америки и примкнувших к ним иностранных государств и международных организаций» установлен ряд важных решений, включая:

- меры обязательной продажи валютной выручки [резидентам — участникам внешнеэкономической деятельности осуществлять обязательную продажу иностранной валюты в размере 80% суммы иностранной валюты, зачисленной на их счета в уполномоченных банках (впоследствии Указом Президента Российской Федерации от 23.05.2022 № 303 это ограничение было сокращено до 50%, а затем — на уровне 0%¹⁸)];
- предотвращение утечки капитала (запрет на предоставление резидентами валютных займов, запрет резидентам переводить денежные средства в иностранные банки).

Указом Президента Российской Федерации от 01.05.2022 № 81 «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации» устанавливались дополнительные ограничения на сделки с ценными бумагами и недвижимым имуществом, а также предоставление займов нерезидентам. Одновременно была дана возможность осуществления подобных сделок на основе разрешений, выдаваемых Правительственной комиссией

¹⁷ Концепции по совершенствованию защиты розничных инвесторов. URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/20220720_concept.pdf (дата обращения: 21.08.2022).

¹⁸ Выписка из протокола заседания подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации от 09.06.2022 № 61. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=136373 (дата обращения: 20.08.2022).

по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации. Установлен запрет на вывоз наличной иностранной валюты в сумме, превышающей 10 тыс. долл. США.

Также принят Указ Президента Российской Федерации от 05.03.2022 № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами», который позволяет резидентам исполнять свои обязательства перед нерезидентами в рублях в сумме, эквивалентной стоимости обязательств в иностранной валюте, на специальные счета типа «С». Аналогичным образом ценные бумаги зачисляются на счета типа «С».

Указом Президента Российской Федерации от 18.03.2022 № 126 «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации в сфере валютного регулирования» предоставляются полномочия Совету директоров Банка России в части определения сумм авансовых платежей нерезидентам, определяются полномочия Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации.

Указ Президента Российской Федерации от 31.03.2022 № 172 «О специальном порядке исполнения иностранными покупателями обязательств перед российскими поставщиками природного газа» позволяет использовать специальные рублевые и валютные счета типа «К» при расчетах за газ.

Специальный режим регулирования движения капитала по еврооблигациям Российской Федерации основан на использовании счетов типа «И» в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 22.06.2022 № 394 «О временном порядке исполнения обязательств перед резидентами и иностранными кредиторами государственных долговых обязательств Российской Федерации, выраженных в государственных ценных бумагах, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте». Использование специального режима позволяет рассчитаться в приоритетном порядке с российскими держателями еврооблигаций [с владельцами еврооблигаций, права владения которых учитываются Национальным расчетным депозитарием (НРД) или российскими депозитариями без участия иностранных депозитариев, так называемой первой группой, а также второй группой, т.е. держателями еврооблигаций, права владения которых учитываются российскими депозитариями при участии иностранных депо-

зитариев], а оставшиеся средства переводятся на счет типа «И»¹⁹.

Для исполнения обязательств перед нерезидентами — держателями еврооблигаций корпоративных эмитентов предусматривается возможность использования счетов типа «Д» (на основании разрешений, выдаваемых Банком России или Правительственной комиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации), правовая основа которых заложена в Указе Президента Российской Федерации от 08.08.2022 № 529 «О временном порядке исполнения обязательств по договорам банковского счета (вклада), выраженных в иностранной валюте, и обязательств по облигациям, выпущенным иностранными организациями». Также данный Указ дает возможность российским банкам, которые столкнулись с блокировкой активов в иностранных банках, приостанавливать исполнение обязательств перед юридическими лицами в части проведения операций с денежными средствами в заблокированных иностранных валютах, поступивших на банковские счета юридических лиц после вступления в силу данного Указа.

Надо отметить, что эти решения позволили оперативно контролировать использование валютной выручки и ограничить утечку капитала, но в дальнейшем часть ограничений была скорректирована. Решения, принимаемые подкомиссией Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации, возможно постепенно переориентировать с одобрения отдельных сделок на установление ежегодных лимитов по движению капитала для крупных компаний и банков. Более того, в среднесрочной перспективе решения по незначительным суммам можно возложить на крупные банки, которые могли бы выдавать разрешения в рамках установленных ими лимитов.

Сложности с проведением внешнеторговых расчетов, с которыми столкнулись крупные российские компании, заставляют их искать альтернативные схемы. Например, при проведении расчетов с иностранными контрагентами российские компании могут использовать счета в иностранных банках, принадлежащие их зарубежным дочерним

¹⁹ О новом порядке осуществления выплат по еврооблигациям Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=37998-o_novom_poryadke_osushchestvleniya_vyplat_po_yevroobligatsiyam_rossiiskoi_federatsii (дата обращения: 02.11.2022).

компаниям. Подобная схема позволяет проводить платежи, в том числе в долларах США и евро, однако активы не возвращаются в российскую экономику, а остаются за рубежом. Это еще больше усиливает риски от блокировки российских активов в иностранных юрисдикциях.

Бизнес пытается решить вопросы и с блокировкой иностранных акций, принадлежащих российским инвесторам. Так, на площадке Московской биржи сформирован Клуб защиты прав инвесторов, который представляет собой единое информационное пространство для участников рынка и призван отстаивать интересы инвесторов в условиях санкций, наложенных в отношении Национального расчетного депозитария (НРД)²⁰.

Банк России принимает важные решения, среди которых можно отметить следующие:

- упрощение регуляторных требований для банков и некредитных финансовых организаций (отражение долевого и долговых ценных бумаг, приобретенных до 18 февраля 2022 г., по справедливой стоимости на 18 февраля 2022 г. в бухгалтерском учете, а также для расчета ряда нормативов Банка России; фиксация рейтинга кредитоспособности, присвоенного ведущими рейтинговыми агентствами (Standard & Poor's, Fitch Ratings и Moody's) по состоянию на 1 февраля 2022 г.;
- использование понижающих коэффициентов по рискам заемщиков, в отношении которых недружественными странами введены санкции; временное сокращение объемов раскрываемой информации кредитными организациями);
- временные ограничения операций на финансовых рынках и выплат доходов (были временно приостановлены торги на российских биржевых площадках, а затем — поэтапно возобновлены; введен временный запрет для брокеров на исполнение сделок по продаже ценных бумаг по поручению нерезидентов; временный запрет коротких продаж на российском финансовом рынке (скорректировано); запрет российским депозитариям на перевод дивидендов нерезидентам; рекомендован перенос выплат дивидендов и вознаграждений менеджменту);
- денежно-кредитная политика и операции по поддержке ликвидности банков (ограничена выдача наличных средств в иностранной валюте со вкладов (временный порядок действует до

9 марта 2023 г.); повышение ставки рефинансирования до 20% (впоследствии ставка существенно снижена); увеличены лимиты по валютным свопам, расширен ломбардный список).

Предписанием Банка России профессиональным участникам рынка ценных бумаг, осуществляющим депозитарную деятельность и деятельность по ведению реестров владельцев ценных бумаг, приостановлена передача выплат по ценным бумагам российских эмитентов иностранным физическим и юридическим лицам.

Банк России также рекомендовал ограничить продажу иностранных ценных бумаг неквалифицированным инвесторам²¹. Такой подход видится оправданным для текущей ситуации, хотя полный запрет в среднесрочной перспективе представляется излишним. Некоторые ограничения на покупку иностранных ценных бумаг для российских инвесторов — та мера, которая может быть сформулирована более гибко, например размещение средств в иностранные финансовые инструменты не должно превышать 40% портфеля общих инвестиций на финансовом рынке (по каждому брокерскому счету), а контроль за соблюдением данного требования необходимо установить на профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Высокая адаптивность мегарегулятора к внешним изменениям — хорошее качество, но политика денежно-кредитных властей могла быть более последовательной, направленной на рост доверия к российскому рублю и решениям регулятора.

В целом меры, принятые и правительством, и регулятором, носили достаточно широкий характер, что позволило снизить неопределенность и риски в российской финансовой системе. Указы Президента Российской Федерации направлены на предотвращение отдельных каналов вывода капитала из России как российскими, так и иностранными инвесторами. Для иностранных кредиторов введены ограничения на вывод активов из российской финансовой системы. Такой подход позволил снять панику на финансовом рынке и снизить негативные последствия для инвесторов, эмитентов, а также российской финансовой системы в целом. В то же время данные действия стали ответом на введенные рядом иностранных

²⁰ URL: <https://www.moex.com/n52269/?nt=106>

²¹ Письмо Банка России от 20.07.2022 № ИН-018-59/94. URL: <http://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/5955> (дата обращения: 28.07.2022).

государств ограничения в отношении российских резидентов по использованию российских активов в иностранных юрисдикциях.

Временный порядок исполнения российскими резидентами обязательств по кредитам, займам, финансовым инструментам (включая еврооблигации) перед иностранными кредиторами из недружественных стран позволил снизить отток валютных средств. Однако сложности с проведением платежей в иностранной валюте и действие антикризисных мер усилили риски дефолта российских компаний, который при нормальном сценарии был бы маловероятен. Ряд компаний продолжали оплату своих долгов в валюте после получения разрешений подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации²². Однако, несмотря на исполнение российскими компаниями обязательств в предусмотренном эмиссионной документацией объеме, российские инвесторы, являвшиеся держателями долга через еврооблигации, не смогли получить причитающиеся им денежные средства ввиду отказа Euroclear, Clearstream и/или платежных агентов проводить расчеты в пользу НРД и его клиентов.

Для решения данной проблемы заемщикам/эмитентам еврооблигаций было рекомендовано производить выплаты по ним в пользу российских держателей напрямую, без перечислений денежных средств в международные расчетно-клиринговые системы. В качестве альтернативного варианта было предложено осуществить досрочный выкуп еврооблигаций у владельцев с расчетом в рублях через российскую инфраструктуру рынка ценных бумаг.

Представленный кейс показывает, что компании-эмитенты остаются уязвимыми к неисполнению обязательств со стороны инфраструктуры финансового рынка, а риски дефолта в условиях внешних шоков значительно возрастают, причем, это связано не только с состоянием дел в самой компании. В этом плане важно, чтобы стратегия развития российского финансового рынка предполагала совершенствование депозитарной и расчетной инфраструктуры. Учет ценных бумаг (вне зависимости от того, где они размещены)

российских эмитентов на базовом уровне должен осуществляться российской депозитарной системой, а проведение выплат — российскими банками. Отечественные инвесторы также должны стремиться держать финансовые инструменты в российских финансовых институтах. В случае выбора учетной системы другой юрисдикции они несут дополнительные риски.

В соответствии с Федеральным законом от 16.04.2022 № 114-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах” и отдельные законодательные акты» прекращается обращение депозитарных расписок на акции российских эмитентов за пределами Российской Федерации, т.е., по сути, речь идет о делистинге депозитарных расписок российских эмитентов, размещенных на зарубежных биржевых площадках. Данный закон направлен на защиту российских эмитентов и инвесторов от неправомерных действий иностранных расчетно-клиринговых систем в условиях санкционного давления на Российскую Федерацию, а также на увеличение объемов торгов на российской фондовой бирже. Следует отметить, что у эмитентов сохраняется возможность получить разрешение на продолжение обращения ADR на зарубежных рынках.

В новых условиях российский финансовый рынок в первую очередь должен отвечать национальным интересам и быть привлекательным для российских частных инвесторов. Такой подход требует расширения числа продуктов, прихода новых эмитентов (федеральных, региональных, иностранных из нейтральных стран) на российскую фондовую биржу, увеличения институциональных инвесторов и т.д. В настоящее время проводится активная работа над совершенствованием законодательства с целью развития инструментов долгосрочных сбережений физических лиц, а также механизмов стимулирования таких сбережений.

НОВАЯ РОЛЬ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

Проведение специальной военной операции на Украине и масштабные санкции в отношении российской экономики и ее энергетического сектора привели к росту инфляции, в том числе и в развитых странах. В этой связи ожидается, что многие страны будут переходить к более жесткой денежно-кредитной политике, повышать процентные ставки, сокращать бюджетные расходы и дефицит бюджета. Несмотря на то что

²² Данная Подкомиссия наделена полномочиями по принятию решений о выдаче разрешений на осуществление резидентами сделок с иностранными лицами недружественных государств, а также проведению валютных операций.

ФРС США повысила ставки рефинансирования до 3,75–4%²³, сокращение бюджетных расходов в США пока не стало стратегическим приоритетом, что снижает надежность американской финансовой системы.

Следует отметить, что политика смягчения эффективна в кризисные и чрезвычайные периоды, но ее применение должно быть ограничено как по объемам, так и по продолжительности. Происходящее сейчас повышение процентных ставок в США при высоком уровне долга разрушает сбалансированность американской финансовой системы. Более того, блокировка долларовых резервов Банка России подрывает доверие к доллару и все больше стран выбирают проведение расчетов и накоплений в альтернативных валютах.

Вполне оправданно, что Россия перестала слепо следовать за экономическими решениями развитых стран и пытается выстроить собственную финансовую стратегию. Ведь сложные вызовы требуют выхода за рамки стандартных инструментов фискальной и денежно-кредитной политики. Необходимость большей синхронизации монетарной и макроэкономической политики предполагает либо расширение функций финансового регулятора по стимулированию экономики, либо увеличения контроля Центрального банка со стороны правительства (в направлениях, не связанных с денежно-кредитной политикой).

Поэтапное вытеснение доллара США национальными валютами во внешней торговле в более длительной перспективе предполагает построение новых наднациональных финансовых институтов, расширение числа резервных валют и формирование наднациональной валюты. В этом процессе важно опираться на такие региональные объединения, как БРИКС, ЕАЭС, ШОС, постепенно продвигая эти инициативы на глобальном уровне. Тем не менее представляется все более актуальной необходимость реформирования мировых финансовых институтов, в первую очередь Мирового банка и МВФ.

Инициатива учреждения нового мирового банка, обладающего возможностью независимо эмитировать новую мировую валюту, в настоящее время не будет поддержана, прежде всего США. Тем не менее долговой кризис, который со временем затронет многие страны, приведет к масштабным

потерям, в том числе обесценению золотовалютных резервов в долларах США. Поэтому страны, пострадавшие от американских санкций, и те, накопления которых в долларах США обесценятся, смогут продвигать реформу мировых финансовых институтов.

Прогресс в сфере информационных технологий уже сейчас позволяет эмитировать наднациональную цифровую валюту. Ее ключевым преимуществом над специальными правами заимствования (Special Drawing Rights, СДР), выпускаемыми МВФ, является возможность использования в качестве средства платежа и сбережений широким кругом экономических агентов, а не только государствами и центральными банками.

На начальном этапе новая цифровая валюта, как и СДР, может использоваться центральными банками исключительно для резервных целей, но впоследствии ее функции могут расширяться (эмиссия ценных бумаг, номинированных в этой валюте, сначала мировыми организациями и национальными правительствами, а позже и корпорациями при выходе на мировой рынок капитала). Для стимулирования использования валюты в международных расчетах вместо доллара США и других национальных валют оптимальной будет цифровая форма (цифровые деньги). По сути, преимуществом новой цифровой валюты над долларом является независимость наднационального эмиссионного центра от экономической политики государств, невозможность вводить односторонние санкции, большая финансовая устойчивость (на первоначальном этапе стоимость валюты может рассчитываться на основе корзины валют, золота, других надежных активов) при сохранении надзора, позволяющего предотвратить незаконные операции. Данная валюта сможет постепенно вытеснить и частные криптовалюты (при запрете криптовалют на наднациональном уровне). Практическая реализация этой инициативы — крайне сложная задача, однако повышение системных рисков во всем мире, рост вероятности дефолта даже суверенных долгов развитых стран заставляют более серьезно рассмотреть эту инициативу.

ВЫВОДЫ

Внешние условия требуют институциональных преобразований и перехода к новой стратегии развития финансового рынка. Традиционно твердые резервные валюты и золото всегда рас-

²³ URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20221102a1.pdf> (дата обращения: 02.11.2022).

смагивались как надежные резервные активы, однако санкции заставляют иначе оценивать возможности для сбережений, направляя резервы в альтернативные активы: золото, мягкие валюты и т.п. В долгосрочной перспективе целесообразно рассмотреть возможность создания наднациональной цифровой валюты, менее подверженной санкционному давлению. Важнейшей

остается задача наращивания инвестиций, в том числе посредством использования механизмов инвестирования гражданами в различные проекты с участием государственных банков развития.

Установление гибких лимитов на вывод капитала нацелено не только на снижение его спекулятивного оттока, но и на стимулирование внутренних инвестиций.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Астапов К.Л. Стратегия развития финансового рынка в условиях кризиса: анализ и рекомендации. *Экономический анализ: теория и практика*. 2021;20(11):2021–2052. DOI: 10.24891/ea.20.11.2021
2. Астапов К.Л. Трансформация современной экономической и кредитно-финансовой системы в многополярном мире. *Партнерство цивилизаций*. 2020;(3–4):27–28.
3. Porter M.E. The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*. 2008;86(1):78–93.
4. Хамел Г., Прахалад К.К. Конкурируя за будущее. Создание рынков завтрашнего дня. Пер. с англ. М.: Олимп-бизнес; 2002. 288 с.
5. Kvint V.L. The global emerging market: Strategic management and economics. New York, London: Routledge; 2009. 522 p.
6. Castells M. The information age: Economy, society and culture. Malden, Oxford: Wiley-Blackwell; 1996. 625 p.
7. Grant R.M. Contemporary strategy analysis: Text and cases edition. Chichester: John Wiley & Sons; 2016. 776 p.
8. Некипелов А.Д. Роль стратегического планирования социально-экономического развития в обеспечении национальной безопасности. *Вестник Совета безопасности Российской Федерации*. 2017;(2):162–173.
9. Глазьев С.Ю. Битва за лидерство в XXI веке. Россия-США-Китай: семь вариантов обозримого будущего. М.: Книжный мир; 2017. 352 с.
10. Делягин М.Г. Нашей стране совершенно не нужен Международный валютный фонд. Делягин.РУ. 02.03.2022. URL: <https://delyagin.ru/articles/165-interv-ju/99675-nashey-strane-sovershenno-ne-nuzhen-mezhdunarodnyy-valjutnyy-fond>
11. Швырков Ю.М. Государственное индикативное планирование: теория, история, современная практика (российский и зарубежный опыт). М.: Изд-во Проспект; 2007. 347 с.
12. Яковец Ю.В. Новая парадигма теории, истории и будущего мира цивилизаций. М.: МИСК, ИНЭС; 2021. 562 с.
13. Senor D., Singer S. Start-up nation: The story of Israel's economic miracle. New York: Twelve; 2009. 336 p.
14. Некипелов А. Пандемия стала моментом истины. Интерфакс. 12.05.2020. URL: <https://www.interfax.ru/interview/708112> (дата обращения: 01.06.2022).

REFERENCES

1. Astapov K. L. Financial market development strategy in crisis: Analysis and recommendations. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2021;20(11):2021–2052. (In Russ.). DOI: 10.24891/ea.20.11.2021
2. Astapov K. L. Transformation of the modern economic and credit-financial system in a multipolar world. *Partnerstvo tsivilizatsii = Partnership of Civilizations*. 2020;(3–4):27–28. (In Russ.).
3. Porter M.E. The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*. 2008;86(1):78–93.
4. Hamel G., Prahalad C.K. Competing for the future. Boston: Harvard Business Review Press; 1996. 384 p. (Russ. ed.: Hamel G., Prahalad C.K. Konkuriруя za budushchee. Sozdanie rynkov zavtrashnego dnya. Moscow: Olymp-Business; 2002. 288 p.).
5. Kvint V.L. The global emerging market: Strategic management and economics. New York, London: Routledge; 2009. 522 p.

6. Castells M. The information age: Economy, society and culture. Malden, Oxford: Wiley-Blackwell; 1996. 625 p.
7. Grant R. M. Contemporary strategy analysis: Text and cases edition. Chichester: John Wiley & Sons; 2016. 776 p.
8. Nekipelov A. D. The role of strategic planning of socio-economic development in ensuring national security. *Vestnik Soveta bezopasnosti Rossiiskoi Federatsii*. 2017;(2):162–173. (In Russ.).
9. Glaz'ev S. Yu. The battle for leadership in the XXI century. Russia-USA-China: Seven options for the foreseeable future. Moscow: Knizhnyi mir; 2017. 352 p. (In Russ.).
10. Delyagin M. G. Our country does not need the International Monetary Fund at all. Delyagin.ru. Mar. 02, 2022. URL: <https://delyagin.ru/articles/165-interv-ju/99675-nashey-strane-sovershenno-ne-nuzhen-mezhdunarodnyy-valjutnyy-fond> (In Russ.).
11. Shvyrykov Yu. M. State indicative planning: Theory, history, modern practice (Russian and foreign experience). Moscow: Prospekt; 2007. 347 p. (In Russ.).
12. Yakovets Yu. V. A new paradigm of theory, history and the future of the world of civilizations Moscow: MISK, Institute of Economic Strategies; 2021. 562 p. (In Russ.).
13. Senor D., Singer S. Start-up nation: The story of Israel's economic miracle. New York: Twelve; 2009. 336 p.
14. Nekipelov A. The pandemic has become the moment of truth. Interfax. May 12, 2020. URL: <https://www.interfax.ru/interview/708112> (accessed on 01.06.2022). (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Кирилл Леонидович Астапов — доктор экономических наук, профессор кафедры экономической и финансовой стратегии, Московская школа экономики, МГУ имени М. В. Ломоносова; заместитель начальника отдела развития финансовых рынков департамента финансовой политики, Министерство финансов Российской Федерации, Москва, Россия

Kirill L. Astapov — Dr. Sci. (Econ.), Professor of Economic and Financial Strategy Department, Moscow School of Economics, Lomonosov Moscow State University; Deputy Head of Division for financial markets development, Department of Financial Policy, Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-4766-4421>

Ast_K@mail.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

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

Статья поступила 08.08.2022; после рецензирования 02.09.2022; принята к публикации 15.10.2022.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 08.08.2022; revised on 02.09.2022 and accepted for publication on 15.10.2022.

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