

ИСТОЧНИКИ ПОКРЫТИЯ РОССИЙСКОГО ВНЕШНЕГО ДОЛГА

Валерий Владиславович СМИРНОВ

кандидат экономических наук, доцент кафедры отраслевой экономики
факультета управления и социальных технологий,
Чувашский государственный университет имени И.Н. Ульянова (ЧувГУ),
Чебоксары, Российская Федерация
v2v3s4@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6198-3157>
SPIN-код: 3120-4077

История статьи:

Рег. № 131/2023
Получена 10.04.2023
Получена
в доработанном виде
24.04.2023
Одобрена 11.05.2023
Доступна онлайн
30.08.2023

Специальность: 5.2.4

УДК 336.051
JEL: H60, H63, H69

Ключевые слова:

внешний долг,
международные
резервы, торговый
баланс, финансовый
счет, цена золота

Аннотация

Предмет. Источники покрытия российского внешнего долга.

Цели. Определить источники покрытия российского внешнего долга.

Методология. Исследование основано на системном подходе с применением статистического анализа.

Результаты. Обоснована необходимость определения источников покрытия российского внешнего долга в условиях беспрецедентного санкционного давления коллективного Запада. В ходе анализа динамики стандартных компонент платежного баланса Российской Федерации выявлено положительное сальдо торгового баланса и финансового счета. Среди стандартных компонент внешнего долга Российской Федерации выделены прочие секторы без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования. Показан значительный рост цены золота за рубли. В качестве источников покрытия российского внешнего долга определены депозиты в иностранной валюте нефинансовых организаций, рост цены золота за рубли и положительное сальдо торгового баланса. Эти источники в полной мере способны покрыть внешний долг.

Область применения. Результаты дают экспертам реальное представление об источниках покрытия российского внешнего долга.

Выводы. Выделенные источники покрытия российского внешнего долга указывают финансовым органам власти на возможности пополнения международных резервов Российской Федерации.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Смирнов В.В. Источники покрытия российского внешнего долга // *Финансы и кредит*. — 2023. — Т. 29, № 8. — С. 1825 — 1844.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.8.1825>

Введение

Актуальность определения источников покрытия российского внешнего долга связана с текущими проблемами наполняемости федерального бюджета в условиях санкционного давления.

Авторы С.С. Змияк, П.М. Таранов, А.Ю. Абусамха считают, что воздействие санкционного механизма зачастую приводит к сложным противоречивым

последствиям, в том числе к стимулированию полицентричности мировой финансовой архитектуры — формированию альтернативных финансовых центров и источников инновационной модернизации для стран-мишеней [1].

В свою очередь G. Hale, L. Juvenal вспоминают, что в период экономического кризиса COVID-19 многие страны с формирующимся рынком не понесли потерь в своих совокупных внешних балансах, несмотря на снижение курса национальной валюты. Частично это произошло из-за валютной прибыли от оценки позиций по акциям, компенсировавшей убытки по долговым позициям, и частично из-за уменьшения валютного несоответствия по их позициям по внешнему долгу [2].

Исследователи M. Gomez-Puig, S. Sosvilla-Rivero, I. Martinez-Zarzoso показали, что в 2020 г. произошел самый большой годовой всплеск долга со времен Второй мировой войны, при этом глобальный долг вырос до 226 трлн долл. США. Мировой долг вырос на 28 п.п. до 256% ВВП. Заимствование со стороны правительств составило немногим более половины увеличения, поскольку глобальный коэффициент государственного долга подскочил до рекордных 99% ВВП. Государственный долг составлял почти 40% от общего мирового долга, что является самым высоким показателем с середины 1960-х гг., в то время как частный долг нефинансовых корпораций и домашних хозяйств также достиг новых максимумов. Это было широкомасштабное явление, при котором государственный, частный, внутренний и внешний долг находились на многодесятилетних максимумах как в развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком, и в развивающихся странах. В странах с развитой экономикой общий долг достиг 300% ВВП в 2020 г., а в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах — 206% ВВП [3].

При этом W. Paczos, K. Shakhnov обнаружили, что в странах с развивающейся экономикой внешний долг составляет лишь 40% от общего государственного долга, а оставшаяся часть долга приходится на внутренних инвесторов. В странах с формирующимся рынком задолженность перед внутренними инвесторами обычно выражена в местной валюте, а задолженность перед иностранными инвесторами — в иностранной валюте. Дефолты по внутреннему долгу не редкость и связаны с экономическими потрясениями, сравнимыми с теми, которые произошли после дефолта за границей: этот факт считается «забытой историей» в макроэкономике. Внешний долг включает в себя перемещение ресурсов в экономику и из нее, что способно помочь добиться сглаживания потребления в течение делового цикла. Внутренний долг этого сделать не может, так как его выпуск и погашение происходят внутри экономики: внутренние заимствования не приносят дополнительных ресурсов [4].

Авторы J. Fan, Y. Liu, Q. Zhang, P. Zhao отмечают, что правительства часто прибегают к дефицитным расходам, чтобы способствовать восстановлению экономики во время экономического кризиса. Хотя кейнсианская экономика предполагает, что такие экспансионистские бюджетные расходы могут повысить

рыночный спрос и положить конец рецессии в краткосрочной перспективе, повышенный государственный долг может нанести ущерб росту в долгосрочной перспективе. Например, этот долг может вытеснить частный капитал и затруднить частные инвестиции в основной капитал [5].

Кроме того, Р. McGuire обнаружил, что, когда происходят экономические потрясения, меры, направленные на восстановление потока долларовой ликвидности за пределы США (например, своп-линии центрального банка), не учитывают масштабы потребностей в долларовой ликвидности в конкретных местах [6].

В то же время S.C.W. Eijffinger, В. Karatas определили, что более высокая учетная ставка ФРС США увеличивает риск дефолта в странах с развивающейся экономикой [7].

Ученые L. Cubeddu, S.A. Hannan, P. Rabanal показали, что размер и структура внешних обязательств и активов, в сравнении с валютным курсом, имеют существенное значение для понимания давления на платежный баланс. В частности, более высокие уровни внешнего долга, выраженного в иностранной валюте, как в валовом, так и в чистом выражении, повышают вероятность внешнего кризиса и внезапной остановки с большими последствиями для роста. Резервные активы в иностранной валюте играют смягчающую роль, хотя и с уменьшающейся отдачей, а сочетание дисбаланса потоков и запасов усиливает внешние риски, особенно в периоды повышенного глобального неприятия риска [8].

Итак, беспрецедентное санкционное давление коллективного Запада в условиях нарастания кризиса в мировой экономике объясняет необходимость в определении реальных источников покрытия российского внешнего долга.

Информационный обзор

Для определения реальных источников покрытия российского внешнего долга выделим маркеры критических состояний экономики России.

В 2022 г. убыток Банка России составил 721,7 млрд руб. По сравнению с 2021 г. отрицательный финансовый результат вырос в 27,4 раза — тогда показатель был на уровне –26,3 млрд руб. Банк России остается убыточным уже шесть лет: в 2017 г. после значительных расходов на финансовое оздоровление трех банковских групп Банк России зафиксировал чистые потери в размере 435,3 млрд руб.

В 2022 г. совокупные доходы Банка России увеличились всего на 1,9%, до 541,2 млрд руб. Сильнее всего выросли процентные доходы — на 73,8%, до 525,3 млрд руб. При этом чистые доходы от операций с ценными бумагами, иностранной валютой и драгоценными металлами фактически обнулились, хотя в 2021 г. превышали 200 млрд руб. Расходы по этой статье баланса показали значительный рост — 670,8 млрд руб.

Увеличение потерь по операциям с ценными бумагами, иностранной валютой и драгметаллами оказало давление на совокупные расходы Банка России: в 2022 г. они подскочили в 2,3 раза, до 1,26 трлн руб. Совокупные активы Банка России по итогам 2022 г. сократились на 9,9%, до 47,2 трлн руб., а совокупные обязательства упали на 4,7%, до 34,5 трлн руб.¹

Председатель Банка России Э.С. Набиуллина считает, что опыт того тяжелого периода лишний раз подтвердил, как важно следить за устойчивостью финансовой системы в благополучные времена — достаточный запас капитала банков, отсутствие скрытых проблем, последовательная девальютизация финансовой системы.

В годовом отчете Банка России за 2022 г. (подготовлен в соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)») указывается, что внешние условия кардинально изменились. После введения санкций многие деловые связи и бизнес-процессы были нарушены. Падение ВВП в 2022 г. составило 2,1%, что намного лучше ожиданий в начале кризиса. После скачка инфляции в апреле 2022 г. до 17,8% годовой прирост цен на товары устойчиво снижался и по итогам года составил 11,9%. Уровень безработицы снизился с 4,3% за декабрь 2021 г. до 3,7% за декабрь 2022 г. С апреля по сентябрь 2022 г. ключевая ставка была снижена в общей сложности на 12,5 п.п., до 7,5% годовых. По итогам 2022 г. банки не только не сократили бизнес, но и увеличили кредитование. Задолженность по корпоративным кредитам выросла на 14,3%. Банки нарастили портфель кредитов субъектам МСП на 30%².

В дальнейшем, 21.07.2023, Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п., до 8,5% годовых, а 15.08.2023 — на 350 б.п., до 12% годовых.

Тем временем, чистая прибыль Газпромбанка по итогам 2022 г. упала в 10,5 раза, до 9,1 млрд руб. Чистая прибыль Росбанка, МКБ, Совкомбанка, Сбербанка сократилась в 2—4 раза. При этом чистая прибыль Россельхозбанка выросла в 1,4 раза, а Райффайзенбанка и ЮниКредит Банка — в 4 раза³.

Зарубежным банкам удалось хорошо заработать на российском рынке в 2022 г. Общая прибыль кредитных организаций, находящихся под иностранным контролем, превысила 211 млрд руб., тогда как в целом по сектору с учетом российских банков она оказалась даже меньше — 203 млрд руб. На фоне сокращения кредитного

¹ Кошкина Ю. ЦБ зафиксировал рекордный убыток в 2022 году // РБК. 2023. 29 март.
URL: <https://www.rbc.ru>

² Годовой отчет Банка России за 2022 год. (утв. Советом директоров Банка России 28.03.2023).

³ Шерункова О. На подъем не хватило газа // Коммерсантъ. 2023. № 57. URL: <https://www.kommersant.ru>

портфеля зарубежные банки увеличили объем привлеченных средств, прежде всего от корпоративных клиентов⁴.

В феврале 2023 г. в сегменте ипотечного кредитования (ИЖК) отмечался некоторый рост активности после снижения в январе 2023 г. Выдачи ИЖК возросли в полтора раза, вернувшись на уровень октября 2022 г.: кредитные организации предоставили 114,6 тыс. рублевых ИЖК на общую сумму 422,4 млрд руб. (против 77,3 тыс. ИЖК на сумму 281,6 млрд руб. месяцем ранее).

В сегменте ИЖК по договорам долевого участия (ДДУ) в феврале 2023 г. сформировался рост выдач преимущественно за счет льготных программ: было выдано 32,3 тыс. ИЖК по ДДУ на сумму 165 млрд руб., что больше показателей января 2023 г. на 60,5 и 57,7% по количеству и объему соответственно. Общий объем рублевых кредитов, выданных физическим лицам, в феврале 2023 г. увеличился и составил 1 605,6 млрд руб. (1 400,3 млрд руб. месяцем ранее и 1 691,7 млрд руб. годом ранее). Задолженность по ИЖК продолжала увеличиваться и на 01.03.2023 составила 14,1 трлн руб., при этом темп прироста задолженности за месяц ускорился до 1,6% по сравнению с 0,6% по состоянию на 01.02.2023. В годовом сопоставлении прирост портфеля ИЖК составил 16,1%, или 2 трлн руб., обеспечив 90% прироста задолженности по кредитам физическим лицам. Доля ИЖК продолжает оставаться на уровне не менее половины кредитной задолженности физических лиц (на 01.03.2023 — 52,3%) в течение последних 9 месяцев⁵.

В конце первого квартала 2023 г. Минфин России увеличил активность на долговом рынке. По итогам последних в отчетном периоде размещений двух выпусков ОФЗ с постоянным купоном объем привлечения достиг 60 млрд руб. Этому способствовал возросший до 120 млрд руб. совокупный спрос на гособлигации. Доходность 10-летних ОФЗ составила 10,56% годовых, 18-летних бумаг — 10,76% годовых. Тем не менее квартальный план по заимствованиям остался невыполненным, вместо 800 млрд руб. Минфин России привлек 739 млрд руб.⁶

По состоянию на 01.04.2023 объем ФНБ составил 11 906 061,4 млн руб., или 7,9% ВВП, прогнозируемого на 2023 г. в соответствии с Федеральным законом от 05.12.2022 № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов», что эквивалентно 154 451,1 млн долл. США, в том числе на отдельных счетах по учету средств ФНБ в Банке России размещено 10 398,8 млн евро, 292 588,8 млн китайских юаней, 527 382,3 кг золота в обезличенной форме, 140,7 млн руб.

⁴ Шерункова О. Обогащение нерезидента // Коммерсантъ. 2023. № 55. URL: <https://www.kommersant.ru>

⁵ Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

⁶ Гайдаев В. Минфин занял под твердый процент // Коммерсантъ. 2023. № 54.
URL: <https://www.kommersant.ru>

Объем ликвидных активов ФНБ (средства на банковских счетах в Банке России) составил эквивалент 6 712 063,4 млн руб. или 87 072,1 млн долл. США (4,5% ВВП, прогнозируемого на 2023 г. в соответствии с Федеральным законом от 05.12.2022 № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов»)⁷.

Итак, изложенные маркеры критических состояний российской экономики указывают на определенные возможности и риски покрытия российского внешнего долга.

Анализ

Для определения современных источников покрытия российского внешнего долга проведем анализ динамики:

- стандартных компонент платежного баланса Российской Федерации;
- внешнего долга в национальной и иностранной валютах;
- купли/продажи золота за рубли с расчетами завтра (GLDRUB_TOM);
- текущей суммарной рыночной капитализации (в долл. США и с 2022 г. в китайских юанях) наиболее ликвидных российских эмитентов (RTSI);
- индекса государственных облигаций России (RGBI);
- депозитов в иностранной валюте других финансовых организаций, нефинансовых организаций и населения.

Анализ динамики стандартных компонент платежного баланса Российской Федерации (*рис. 1*) выявил:

- положительное сальдо торгового баланса (исключая 1995 г., 1997 г., 1998 г.), тренд «Экспорт товаров, услуг, полученные первичные и вторичные доходы» — $y = 79283e0,087x$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,824$);
- положительное сальдо финансового счета платежного баланса (снижение обязательств перед нерезидентами и рост иностранных активов), тренд «Сальдо финансового счета» — $y = 4\,051,7x - 8\,167,3$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,428$).

Динамика внешнего долга Российской Федерации в национальной и иностранной валютах (*рис. 2*) показывает, с одной стороны, преобладающую величину внешнего долга в иностранной валюте, а с другой стороны, ее значительное снижение. Тренд «Иностранная валюта» — $y = 3E+08e-2E-04x$ (коэффициент аппроксимации

⁷ О результатах размещения средств Фонда национального благосостояния // Минфин России.
URL: <https://minfin.gov.ru>

$R^2 = 0,834$) в сравнении с трендом «Национальная валюта» — $y = -6,04x + 395\,274$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,06$).

Среди стандартных компонент внешнего долга Российской Федерации (рис. 3) следует выделить «Прочие секторы (без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования)»⁸, тренд — $y = 1E+08e-1E-04x$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,857$).

Анализ динамики купли/продажи золота за рубли с расчетами завтра (GLDRUB_TOM), текущей суммарной рыночной капитализации (в долл. США и с 2022 г. в китайских юанях) наиболее ликвидных российских эмитентов (RTSI) и индекса государственных облигаций России (RGBI) за период с 2013 по 2023 г. (рис. 4) выявил значительный рост цены золота за рубли.

Результаты анализа динамики депозитов в иностранной валюте других финансовых организаций, нефинансовых организаций и населения (рис. 5) выделяют в качестве основного источника покрытия российского внешнего долга: «Депозиты в иностранной валюте нефинансовых организаций» с трендом — $y = 9E-07e0,0005x$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,944$). Тем временем «Депозиты в иностранной валюте населения» с 2014 г. постепенно теряют свою значимость как источника покрытия российского внешнего долга, но все же остаются весомыми относительно показателя «Депозиты в иностранной валюте других финансовых организаций» с трендом — $y = 0,0506x - 1\,939,4$ (коэффициент аппроксимации $R^2 = 0,784$).

Итак, в качестве источников покрытия российского внешнего долга следует выделить депозиты в иностранной валюте нефинансовых организаций, рост цены золота за рубли и положительное сальдо торгового баланса, которые не только в полной мере способны покрыть внешний долг, но и существенно охладить динамику показателя «Прочие секторы (без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования)».

Обсуждение результатов

Депозиты в иностранной валюте нефинансовых организаций, рост цены золота за рубли и положительное сальдо торгового баланса, определенные в качестве источников покрытия российского внешнего долга, нашли отражение в современной финансово-экономической действительности.

Так, А.В. Божечкова, А.Ю. Кнобель, П.В. Трунин упоминают, что положительное сальдо торгового баланса России в 2021 г. существенно увеличилось и достигло рекордных значений за счет опережающего роста стоимостных объемов экспорта по сравнению с импортом [9].

⁸ Методологический комментарий к расчету внешнего долга Российской Федерации // Банк России.
URL: <https://cbr.ru>

По итогам третьего квартала 2022 г. положительное сальдо счета текущих операций снизилось на 32% по сравнению с предыдущим кварталом в результате постепенного сокращения стоимостных объемов экспорта и увеличения импорта по мере действия санкций и налаживания альтернативных источников поставок.

В первом полугодии 2022 г. дефицит финансового счета формировался преимущественно в результате сокращения обязательств перед нерезидентами, а в третьем квартале 2022 г. отрицательное финансовое сальдо связано с ростом иностранных активов частного сектора. Укреплению рубля в этот период способствовали положительное сальдо торгового баланса и действие ограничений на движение капитала [10].

В ходе торгов на Нью-Йоркской товарной бирже (COMEX) 05.04.2023 стоимость золота стабилизировалась на отметке в 2 040 долл. США за тройскую унцию. Доллар начал ослабевать после публикации статистики по рынку труда в США. По словам частного инвестора и основателя «Школы практического инвестирования» Ф. Сидорова, дело не только в данных по рынку труда в США — они только часть общей картины, которая приводит к росту стоимости главного защитного актива — золота. Просто эта статистика подтвердила опасения, согласно которым в США начинается рецессия (чем меньше новых вакансий, тем более явным становится стагнация экономики). По его словам, и реальный спрос на золото растет из-за опасений рецессии, и сама новая информация, которая подтверждает негативные прогнозы, толкает стоимость металла вверх. «В течение этого года драгметалл может достичь уровня 2,2 тысячи долларов за тройскую унцию», — заключил Ф. Сидоров⁹.

Курс доллара 06.04.2023 впервые с апреля 2022 г. превысил 81 руб. Курс евро поднялся выше 88 руб. Министр финансов А. Силуанов связал рост курса американской валюты с притоками и оттоками валюты в Россию, а они в свою очередь зависят от торгового баланса. «Курс у нас придерживается рыночных принципов, абсолютно плавает в условиях изменения внешнеэкономической конъюнктуры. Цены сейчас повысились на наши энергоносители, и это сигнал к тому, что будет больше валюты поступать в страну; соответственно, это будет приводить к тому, что курс рубля будет иметь тенденцию к укреплению», — добавил А. Силуанов¹⁰.

В свою очередь М.А. Nasir, T.N.L. Le, Y. Ghabri, L.D.T. Huynh указывают, что с началом пандемии страны с формирующимся рынком стали предметом особого беспокойства с точки зрения оттока капитала и долгосрочной финансовой устойчивости. Институт международных финансов сообщил, что крупные развивающиеся страны пострадали от трансграничного оттока капитала на сумму более 100 млрд долл. США. В то же время суверенные облигации развивающихся рынков неуклонно растут в популярности и значимости, особенно после

⁹ Свинова Е. Стоимость золота превысила 2 тысячи долларов за унцию // Российская газета. 2023. № 74. URL: <https://rg.ru>

¹⁰ Воронаева Е. Силуанов объяснил причины роста курса доллара // РБК. 2023. URL: <https://www.rbc.ru>

глобального финансового кризиса 2008—2009 гг. и кризиса суверенного долга еврозоны, который возник затем. Предполагается, что рост развивающихся стран зависит от постоянного притока средств с международных рынков облигаций. Однако государственные облигации на этих развивающихся рынках, как правило, более уязвимы, чем в странах с развитой экономикой, поскольку эти рынки связаны с более высоким уровнем долга, меньшим количеством доступных источников для погашения долга и уязвимыми политическими системами.

В развивающихся и новых развитых странах, как правило, преобладают более сильные иностранные валюты, такие как доллар США и евро, и поэтому любое ухудшение курса местной валюты приведет к увеличению долга, поскольку он деноминирован в иностранной валюте. Во время кризиса государственные облигации характеризуются более высоким риском дефолта, и, как следствие, инвесторы могут захотеть получить более высокую доходность [11].

Исследователи S. Eichler, J.H. Ryun обнаружили убедительные доказательства U-образной модели взаимозачета сбережений частного и государственного секторов в суверенных кредитных рейтингах. В то время как компенсация сбережений 1:1 наблюдается при промежуточных уровнях суверенной платежеспособности, дефицит бюджета не компенсируется частными сбережениями при крайне низком и высоком уровнях суверенной платежеспособности. В частности, U-образная модель более выражена для стран с высоким уровнем иностранной собственности на государственный долг [12].

Между тем S. Kasal считает, что чувствительность экономической активности и государственного долга к финансовому стрессу дает политикам жизненно важную дорожную карту. Во-первых, лица, определяющие политику, должны контролировать финансовые условия, поскольку состояние финансовых рынков предоставляет важную информацию с точки зрения эффективности налогово-бюджетной политики. Во-вторых, ради общей финансовой стабильности необходимо стабилизировать государственный долг, ведь увеличение государственного долга может привести к большей уязвимости и неустойчивости в условиях высокого финансового стресса. В противном случае постоянное увеличение государственного долга может вызвать трудности с пролонгацией долга и способствовать увеличению финансового стресса. В-третьих, более низкий государственный долг и достаточное фискальное пространство могут предоставить больше возможностей для экспансионистской налогово-бюджетной политики, когда экономическая активность снижается [13].

Ученый В. Alimov показал, что, с одной стороны, приток долга увеличивает потребление, инвестиции и рост ВВП, но снижает инвестиции и рост ВВП в более поздние периоды, примерно через год. С другой стороны, приток капитала не оказывает существенного влияния на потребление, инвестиции и рост ВВП в среднем в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. В. Alimov считает, что страны с более низким качеством управления выигрывают от притока долга с точки зрения увеличения потребления, инвестиций и роста ВВП

в краткосрочной перспективе, но страдают от снижения всех этих показателей в среднесрочной перспективе [14].

При этом J. Fan, Y. Liu, Q. Zhang, P. Zhao вспоминают, что в прошлом финансовые рынки были свидетелями нескольких кризисов. В последнее время разразились мексиканский кризис 1994 г., азиатский финансовый кризис 1997 г., российский дефолт 1998 г., 2009 г. и пандемия COVID-19 в начале 2020 г. Эти финансовые кризисы характеризуются необычными колебаниями цен на активы и объемов кредита, значительными сбоями на кредитных рынках, проблемами ликвидности и платежеспособности финансовых учреждений, проблемами с балансами фирм, кризисом суверенного долга и исключительными вмешательствами органов в ДКП [5].

Исследователи P. Augustin, V. Sokolovski, M.G. Subrahmanyam, D. Tomio считают, что финансовые рынки наносят ущерб суверенным государствам с ограниченным фискальным пространством, снижая их устойчивость к внешним потрясениям [15].

Однако H. An, H. Wang, S. Delpachitra, S. Cottrell, X. Yu отмечают, что система раннего предупреждения (Early-warning system, EWS), как метод обнаружения кризисов до событий и уменьшения количества ложных тревог возможных кризисов, показывает относительно умеренный риск для Китая и России в ближайшие годы [16].

В свою очередь J. deLisle полагает, что конфликт на Украине и реакция международного сообщества, в частности Китая, указывают на сложные и, возможно, растущие, связанные с Китаем, вызовы международному порядку и безопасности, особенно в Индо-Тихоокеанском регионе [17].

Выводы

В результате исследования определены основные источники покрытия российского внешнего долга:

- депозиты в иностранной валюте нефинансовых организаций;
- рост цены золота за рубли;
- положительное сальдо торгового баланса.

Выявленные источники покрытия российского внешнего долга способны в полной мере покрыть внешний долг, а также существенно охладить динамику показателя «Прочие секторы (без долговых обязательств перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования)».

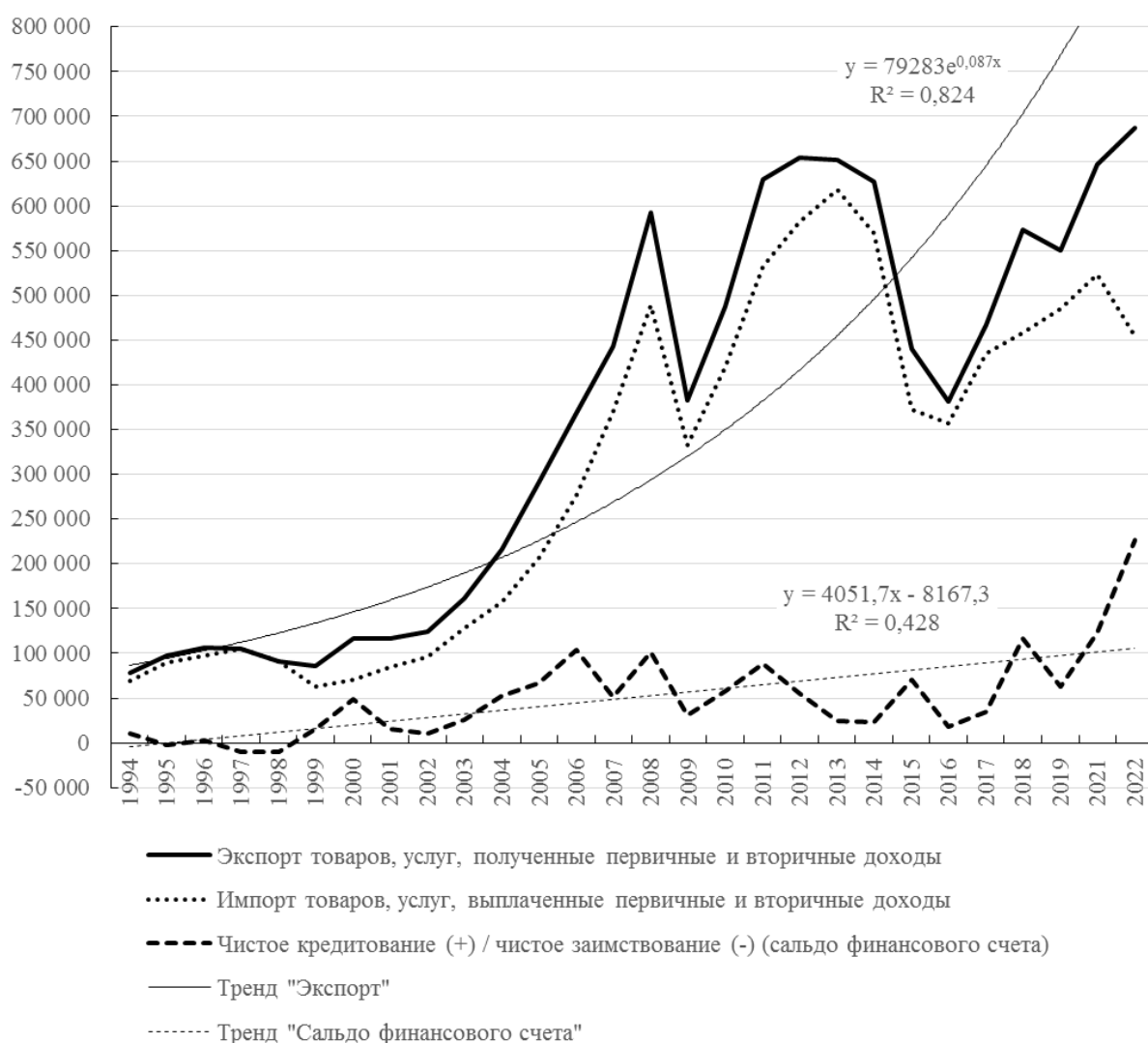
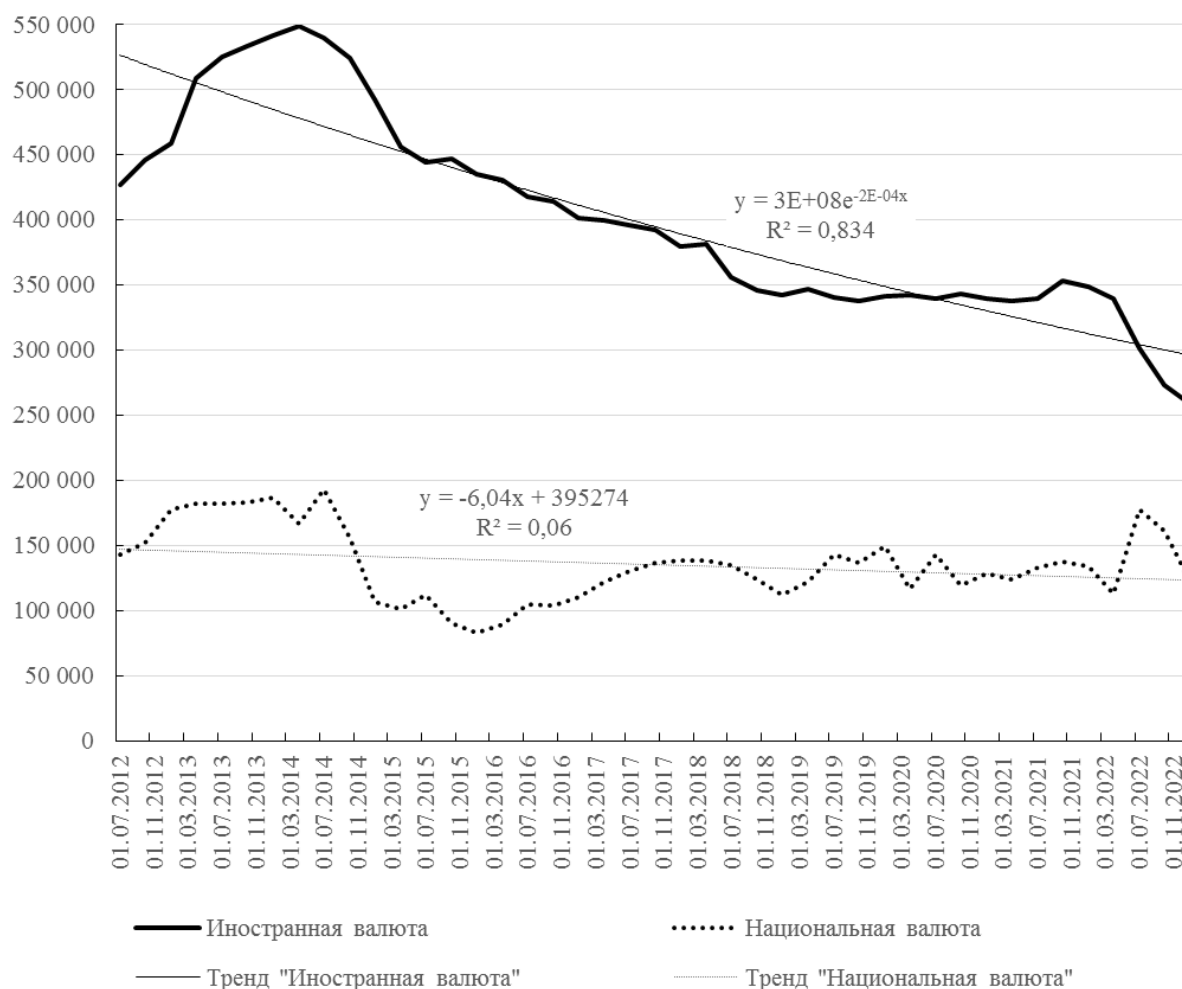
Рисунок 1**Платежный баланс Российской Федерации (стандартные компоненты), млн долл. США****Figure 1****Balance of payments of the Russian Federation (standard components), million USD***Источник:* по данным Банка России*Source:* The Bank of Russia data

Рисунок 2

Внешний долг Российской Федерации в национальной и иностранной валютах по срокам погашения, млн долл. США

Figure 2

External debt of the Russian Federation in the national and foreign currency by maturity, million USD



Источник: по данным Банка России

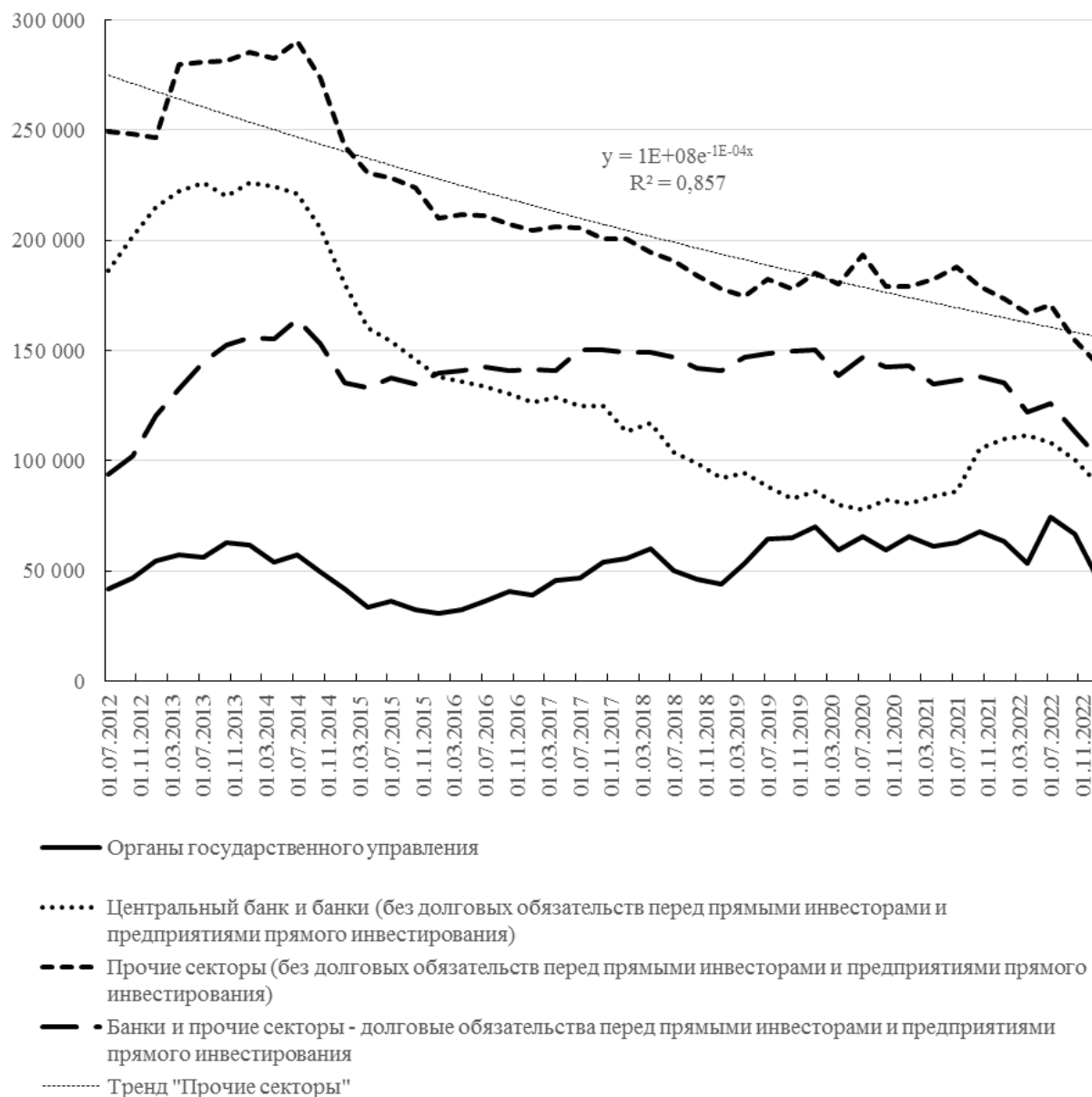
Source: The Bank of Russia data

Рисунок 3

Внешний долг Российской Федерации в национальной и иностранной валютах по срокам погашения (стандартные компоненты), млн долл. США

Figure 3

External debt of the Russian Federation in the national and foreign currency by maturity (standard components), million USD

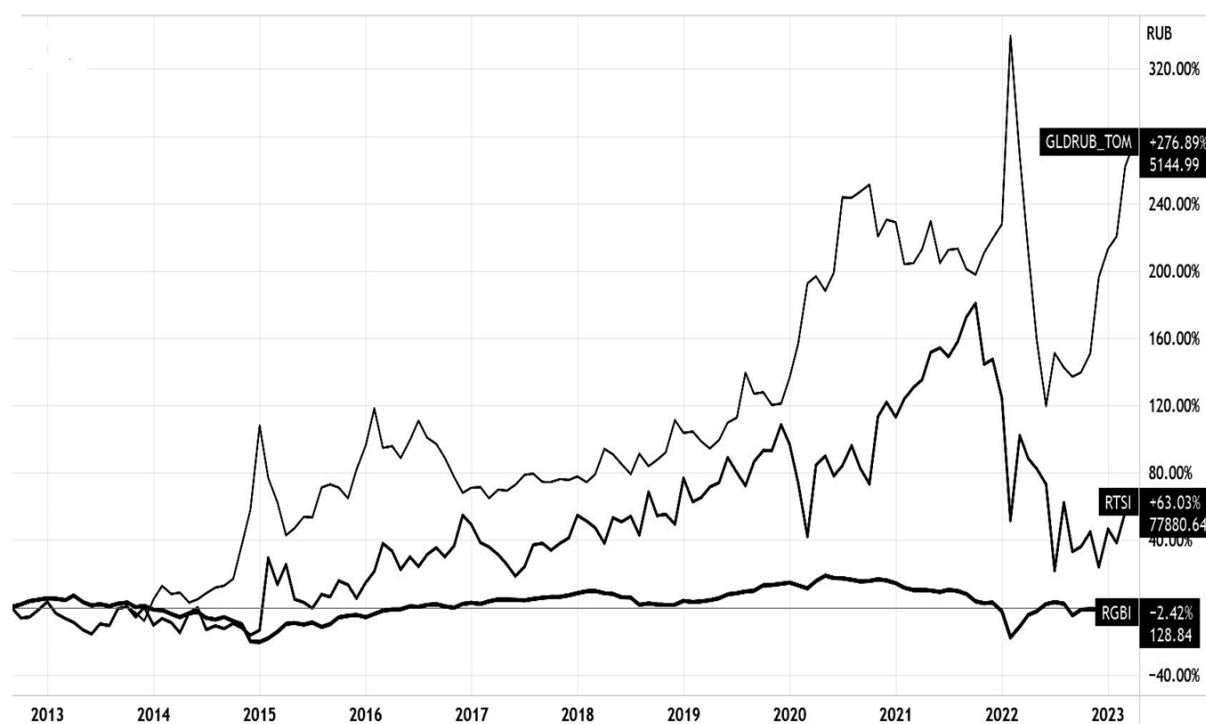


Источник: по данным Банка России

Source: The Bank of Russia data

Рисунок 4
GLDRUB_TOM, RTSI и RGBI

Figure 4
GLDRUB_TOM, RTSI and RGBI



Примечание. GLDRUB_TOM (Gold/Rub Tomorrow) — купля / продажа золота за рубли с расчетами завтра; RTSI (Russian Stocks Traded Index) — текущая суммарная рыночная капитализация (выраженная в долл. США и с 2022 г. в китайских юанях) акций наиболее ликвидных российских эмитентов; RGBI (Russian Government Bond Index) — индекс государственных облигаций России

Источник: по данным TradingView

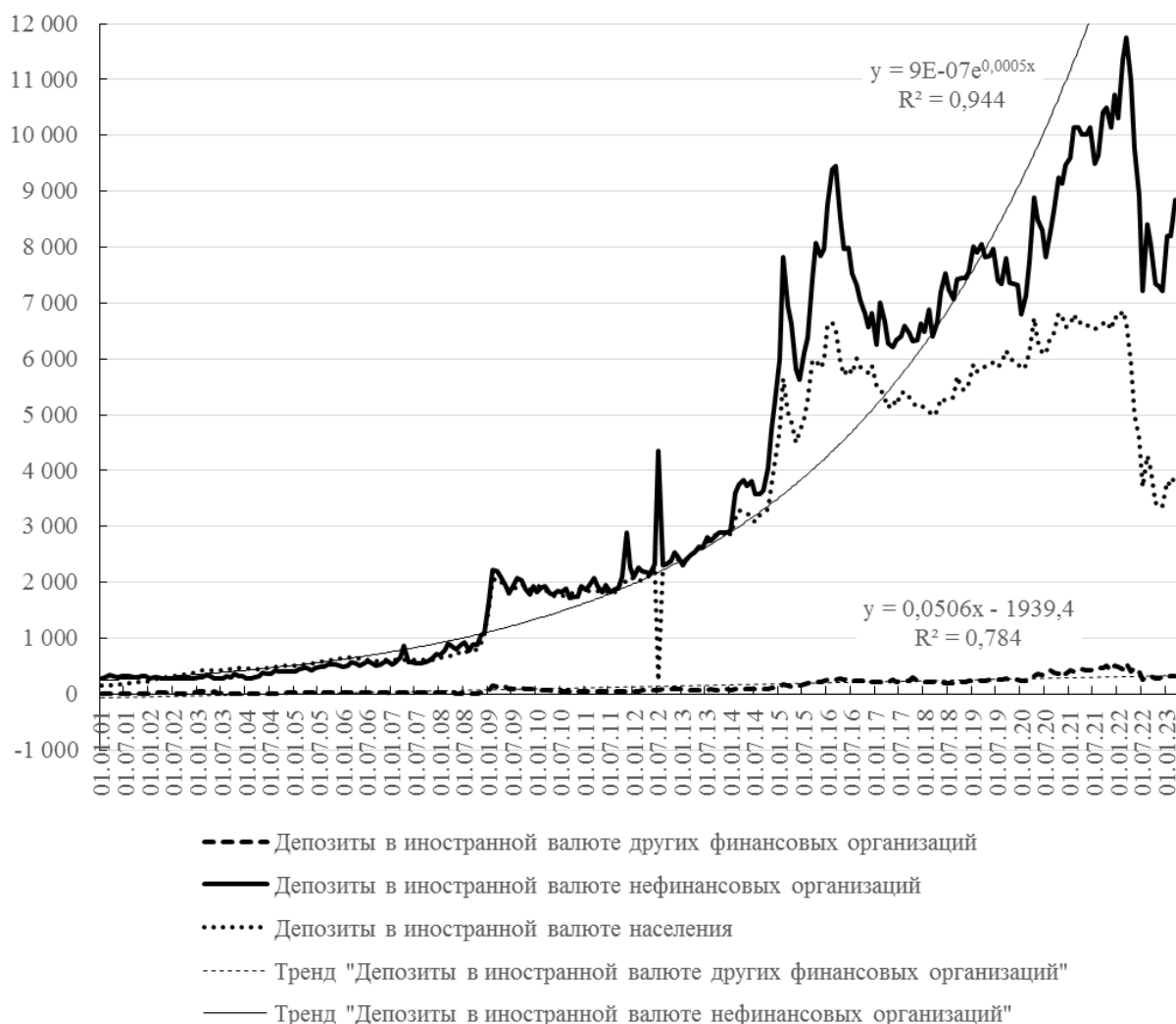
Source: Based on TradingView data

Рисунок 5

Депозиты в иностранной валюте других финансовых организаций, нефинансовых организаций и населения, млрд руб.

Figure 5

Deposits in foreign currency of other financial organizations, non-financial organizations, and the population, billion RUB



Источник: по данным Банка России

Source: The Bank of Russia data

Список литературы

1. Змияк С.С., Таранов П.М., Абусамха А.Ю. Адаптация национальной экономики к международным санкциям: обзор подходов // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2022. Т. 2. № 1. С. 71 — 80. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/adaptatsiya-natsionalnoy-ekonomiki-k-mezhdunarodnym-sanktsiyam-obzor-podhodov>
2. Hale G., Juvenal L. External Balance Sheets and the COVID-19 Crisis. *Journal of Banking & Finance*, 2023, vol. 147, no. 106570. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106570>
3. Gomez-Puig M., Sosvilla-Rivero S., Martinez-Zarzoso I. On the heterogeneous link between public debt and economic growth. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2022, vol. 77, no. 101528. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101528>
4. Paczos W., Shakhnov K. Defaulting on COVID Debt. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2022, vol. 77, no. 101516. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101516>
5. Fan J., Liu Y., Zhang Q., Zhao P. Does government debt impede firm innovation? Evidence from the rise of LGFVs in China. *Journal of Banking & Finance*, 2022, vol. 138, no. 106475. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106475>
6. McGuire P. FX swaps and forwards in global dollar debt: “Known knowns” and “known unknowns”. *Japan and the World Economy*, 2022, vol. 64, no. 101160. URL: <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2022.101160>
7. Eijffinger S.C.W., Karatas B. Three sisters: The interlinkage between sovereign debt, currency, and banking crises. *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 131, no. 102798. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102798>
8. Cubeddu L., Hannan S.A., Rabanal P. External financing risks: How important is the composition of the international investment position? *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 131, no. 102772. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102772>
9. Божечкова А.В., Кнобель А.Ю., Трунин П.В. Платежный баланс: итоги 2021 г. // Экономическое развитие России. 2022. Т. 29. № 1. С. 4—8. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/platezhnyy-balans-itogi-2021-g>

10. Божечкова А.В., Кнобель А.Ю., Трунин П.В. Платежный баланс в третьем квартале 2022 г. // *Экономическое развитие России*. 2022. Т. 29. № 11. С. 4–7. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/platezhnyy-balans-v-tretem-kvartale-2022-g>
11. Nasir M.A., Thi Ngoc Lan Le, Ghabri Y., Huynh L.D.T. Sovereign bonds and flight to safety: Implications of the COVID-19 crisis for sovereign debt markets in the G-7 and E-7 economies. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 86, 102548. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102548>
12. Eichler S., Pyun J.H. Ricardian equivalence, foreign debt and sovereign default risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2022, vol. 197, pp. 21–49. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.02.021>
13. Kasal S. What are the effects of financial stress on economic activity and government debt? An empirical examination in an emerging economy. *Borsa Istanbul Review*, 2023, vol. 23, iss. 1, pp. 254–267. URL: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.007>
14. Alimov B. The dynamic effects of debt and equity inflows: Evidence from emerging and developing countries. *The Journal of Economic Asymmetries*, 2022, vol. 26, e00259. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00259>
15. Augustin P., Sokolovski V., Subrahmanyam M.G., Tomio D. In sickness and in debt: The COVID-19 impact on sovereign credit risk. *Journal of Financial Economics*, 2022, vol. 143, iss. 3, pp. 1251–1274. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.009>
16. An H., Wang H., Delpachitra S., Cottrell S., Yu X. Early warning system for risk of external liquidity shock in BRICS countries. *Emerging Markets Review*, 2022, vol. 51, Part A, no. 100878. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100878>
17. DeLisle J. China's Russia/Ukraine Problem, and Why It's Bad for Almost Everyone Else Too. *Orbis*, 2022, vol. 66, iss. 3, pp. 402–423. URL: <https://doi.org/10.1016/j.orbis.2022.05.009>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

SOURCES TO COVER RUSSIA'S EXTERNAL DEBT**Valerii V. SMIRNOV**

I.N. Ulianov Chuvash State University (ChuvSU),
Cheboksary, Chuvash Republic, Russian Federation
v2v3s4@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6198-3157>

Article history:

Article No. 131/2023
Received 10 April 2023
Received in revised form
24 April 2023
Accepted 11 May 2023
Available online
30 August 2023

JEL classification: H60,
H63, H69

Keywords: external debt,
international reserves,
trade balance, financial
account, gold price

Abstract

Subject. The article considers sources of Russian foreign debt coverage.

Objectives. The aim is to determine sources to cover Russia's external debt.

Methods. The study rests on the systems approach, using statistical analysis.

Results. The paper substantiates the need to identify sources to cover the Russian external debt in the face of unprecedented pressure of Western sanctions. The analysis of trends in standard components of the balance of payments of the Russian Federation unveiled external surplus of the trade balance and financial account. Other sectors without debt obligations to direct investors and direct investment enterprises are emphasized among the standard components of the external debt. The paper shows a significant increase in the price of gold for rubles. As sources of debt coverage, the study highlights foreign currency deposits of non-financial organizations, the increase in gold price for rubles, and trade surplus.

Conclusions. The selected sources are fully capable to cover the external debt and slow the dynamics of "Other sectors (without debt obligations to direct investors and direct investment enterprises)". They indicate to financial authorities the possibilities of replenishing international reserves of the Russian Federation.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Smirnov V.V. Sources to Cover Russia's External Debt. *Finance and Credit*, 2023, vol. 29, iss. 8, pp. 1825–1844.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.8.1825>

References

1. Zmiyak S.S., Taranov P.M., Abusamkha A.Yu. [Adaptation of the national economy to international sanctions: Approaches review]. *Korporativnoe upravlenie i innovatsionnoe razvitie ekonomiki Severa: Vestnik Nauchno-issledovatel'skogo tsentra korporativnogo prava, upravleniya i venchurnogo investirovaniya Syktyvskarskogo gosudarstvennogo universiteta* = *Corporate Governance and Innovative Development of the Economy of the North: Bulletin of Research Center of Corporate Law, Management and Venture Investment of Syktyvkar State University*, 2022, vol. 2, no. 1, pp. 71–80. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/adaptatsiya-natsionalnoy-ekonomiki-k-mezhdunarodnym-sanktsiyam-obzor-podhodov> (In Russ.)

2. Hale G., Juvenal L. External Balance Sheets and the COVID-19 Crisis. *Journal of Banking & Finance*, 2023, vol. 147, no. 106570.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106570>
3. Gomez-Puig M., Sosvilla-Rivero S., Martinez-Zarzoso I. On the heterogeneous link between public debt and economic growth. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2022, vol. 77, no. 101528.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101528>
4. Paczos W., Shakhnov K. Defaulting on COVID Debt. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2022, vol. 77, no. 101516.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101516>
5. Fan J., Liu Y., Zhang Q., Zhao P. Does government debt impede firm innovation? Evidence from the rise of LGFVs in China. *Journal of Banking & Finance*, 2022, vol. 138, no. 106475. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106475>
6. McGuire P. FX swaps and forwards in global dollar debt: “Known knowns” and “known unknowns”. *Japan and the World Economy*, 2022, vol. 64, no. 101160.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2022.101160>
7. Eijffinger S.C.W., Karatas B. Three sisters: The interlinkage between sovereign debt, currency, and banking crises. *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 131, no. 102798. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102798>
8. Cubeddu L., Hannan S.A., Rabanal P. External financing risks: How important is the composition of the international investment position? *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 131, no. 102772.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102772>
9. Bozhechkova A.V., Knobel' A.Yu., Trunin P.V. [Balance of payments: Results of 2021]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Developments*, 2022, vol. 29, no. 1, pp. 4–8. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/platezhnyy-balans-itogi-2021-g> (In Russ.)
10. Bozhechkova A.V., Knobel' A.Yu., Trunin P.V. [Balance of payments in Q3 2022]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Developments*, 2022, vol. 29, no. 11, pp. 4–7. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/platezhnyy-balans-v-tretem-kvartale-2022-g> (In Russ.)
11. Nasir M.A., Thi Ngoc Lan Le, Ghabri Y., Huynh L.D.T. Sovereign bonds and flight to safety: Implications of the COVID-19 crisis for sovereign debt markets in the G-7 and E-7 economies. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 86, no. 102548. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102548>

12. Eichler S., Pyun J.H. Ricardian equivalence, foreign debt and sovereign default risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2022, vol. 197, pp. 21–49.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.02.021>
13. Kasal S. What are the effects of financial stress on economic activity and government debt? An empirical examination in an emerging economy. *Borsa Istanbul Review*, 2023, vol. 23, iss. 1, pp. 254–267. URL: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.007>
14. Alimov B. The dynamic effects of debt and equity inflows: Evidence from emerging and developing countries. *The Journal of Economic Asymmetries*, 2022, vol. 26, e00259. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00259>
15. Augustin P., Sokolovski V., Subrahmanyam M.G., Tomio D. In sickness and in debt: The COVID-19 impact on sovereign credit risk. *Journal of Financial Economics*, 2022, vol. 143, iss. 3, pp. 1251–1274.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.009>
16. An H., Wang H., Delpachitra S., Cottrell S., Yu X. Early warning system for risk of external liquidity shock in BRICS countries. *Emerging Markets Review*, 2022, vol. 51, Part A, no. 100878. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100878>
17. DeLisle J. China's Russia/Ukraine Problem, and Why It's Bad for Almost Everyone Else Too. *Orbis*, 2022, vol. 66, iss. 3, pp. 402–423.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.orbis.2022.05.009>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.