

## ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ВНЕШНИМ ДОЛГОМ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ\*

Елена Анатольевна ЗВОНОВА

доктор экономических наук, профессор, руководитель департамента мировой экономики и мировых финансов,  
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Российская Федерация  
EAZvonova@fa.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>  
SPIN-код: 4589-0641

### История статьи:

Получена 22.01.2019  
Получена в доработанном  
виде 10.02.2019  
Одобрена 28.02.2019  
Доступна онлайн  
15.04.2019

УДК 336(075.8)

JEL: E44, F21, G15,  
G24, K34

### Аннотация

**Предмет.** Оптимизация современной системы управления внешним долгом Российской Федерации в контексте выявленных институциональных противоречий и в условиях введения секторальных санкций в отношении российских участников международного финансового рынка.

**Цели.** Анализ институциональных противоречий и проблем управления внешним долгом Российской Федерации на международном и внутреннем финансовых рынках в условиях введения в 2014 г. секторальных санкций развитых стран против РФ. Разработка новой концепции управления российским внешним долгом, повышающей уровень суверенной финансовой стабильности, с учетом геэкономических вызовов и угроз.

**Методология.** С помощью методов сравнительного и статистического анализа исследованы особенности и системные противоречия сложившейся структуры российской внешней задолженности, место России в системе трансграничного движения капитала, а также основные формы инвестирования российского капитала на международном финансовом рынке.

**Результаты.** Проанализированы этапы эволюции институциональной структуры внешней задолженности РФ, особенности сложившейся структуры иностранных активов российской экономики, географическое распределение российских международных требований и обязательств и современные проблемы внешнего долгового сектора российского финансового рынка. Выявлена высокая степень несопряжения российских внешних активов и обязательств. Определено, что в настоящее время Россия выступает чистым кредитором на международном финансовом рынке. Разработана новая концепция управления внешним долгом, предложена программа практических мер по мобилизации (возврату) капитала на российском финансовом рынке и разработана дорожная карта оптимизации управления внешним долгом на период 2019–2025 гг.

**Выводы.** Основной проблемой и фундаментальным противоречием современной системы управления внешним долгом РФ является сохранение позиции чистого кредитора на международном финансовом рынке, вследствие чего необходимо разработать комплексную программу практических мер по мобилизации (возврату) капитала на российский финансовый рынок.

### Ключевые слова:

внешний долг,  
мобилизация капитала,  
международные активы  
и требования, долговой  
делеведринг,  
финансовый рынок

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

**Для цитирования:** Звонова Е.А. Особенности управления внешним долгом Российской Федерации в современных условиях // *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. – 2019. – Т. 15, № 4. – С. 695 – 709.  
<https://doi.org/10.24891/ni.15.4.695>

### Введение

В ближайшей и среднесрочной перспективе необходимо осознать, что Россия находится в

состоянии постоянной и жесткой конфронтации с США и рядом западных государств. Это объективно требует изменения политики по широкому спектру направлений, готовности к усилению роли государства там, где в современных условиях рынок не

\* Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ, грант № 17-02-00347-ОГН.

работает, постановки в качестве императива задачи повышения темпов экономического роста (поскольку считается будут только с сильной Россией), перестройки работы всех экономических и финансовых государственных ведомств, включая Центральный банк РФ [1].

Одним из направлений обеспечения внешнеэкономической безопасности России является необходимость разработки предложений (возможно, в качестве новой концепции) по оптимизации структуры управления внешним долгом, которые позволили бы своевременно аккумулировать внешние активы и эффективно управлять государственным долгом РФ [2].

Выделим два этапа формирования доминантных направлений взаимодействия российской экономики с мировой экономикой и мировыми финансами.

*Первый этап* – это период 1990-х гг., «шоковый» формат адаптации всей институциональной структуры национальной экономики к рыночной модели функционирования и интеграции в мировую финансово-экономическую систему. В рамках этой модели за Российской Федерацией закрепились роль мирового экспортера энергоресурсов при полном сворачивании, вплоть до прекращения, экспорта обработанной продукции. На фоне деиндустриализации хозяйства резко возросла потребность в импорте, страна все более зависела от зарубежных поставок. Одновременно быстро рос вывоз капитала с национального финансового рынка – как в виде депозитов и наличной иностранной валюты, формирующих сбережения населения, так и в организационных формах вывоза капитала из Российской Федерации юридическими лицами (компаниями и банками) [3]. Темпы роста вывоза капитала с российского финансового рынка, особенно с его банковского сектора, вплоть до кризиса 1998 г. значительно превышали величину положительного сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ<sup>1</sup>. В 1990-х гг. сформировалась офшорная

модель российского бизнеса, представляющая собой вывоз российского капитала в офшорные юрисдикции с последующим его реинвестированием (ввозом) на российском финансовом рынке в качестве иностранного капитала. С 1996 г. развивались также финансовые операции с нерезидентами РФ. Российские суверенные долговые инструменты стали для нерезидентов выгодным рынком для инвестирования краткосрочных капиталов<sup>2</sup>.

*Второй этап* наступил после долгового кризиса 1998 г. По мере восстановления внешнего сектора активизировалось привлечение на российский финансовый рынок (РФР) иностранного капитала резидентами с международного финансового рынка (МФР). Российские заемщики были достаточно надежными контрагентами, особенно после либерализации валютного законодательства в 2004 г. и фактической отмены валютного регулирования в 2007 г. В период 2004–2008 гг., который принято условно называть периодом «долгового бума», сформировались основные системные противоречия в модели интеграции России в операции МФР [4]. С точки зрения формирования внешних финансовых обязательств (внешнего долга) к таким системным противоречиям можно отнести следующие:

- 1) быстрый рост объемов внешних заимствований, по темпам прироста которых Россия опередила все развивающиеся страны. Желание иностранных инвесторов предоставлять кредиты и размещать на своих финансовых рынках займы дебиторам из Российской Федерации легко объяснялось ростом цен на энергоносители и другие сырьевые продукты, выручка от экспорта которых была гарантией обеспечения будущих выплат по займам и кредитам;
- 2) в основном непроизводительное использование привлеченных с международного финансового рынка

<sup>2</sup> США и Великобритания признаны главными офшорами мира.  
URL: <https://kommersant.ru/doc/1268798>

<sup>1</sup> Расчеты автора по: Платежный баланс Российской Федерации. 1992–2017 гг.

заемных ресурсов, то есть отсутствие «длинных» вложений в развитие российской экономики. Основная масса финансовых ресурсов, привлеченных на внешних рынках, либо использовалась для дальнейшей концентрации и централизации капитала российскими собственниками, либо на фондирование инвестиций в иностранные проекты российских компаний [5];

- 3) основная часть международных займов привлекалась российскими участниками финансового рынка на невыгодных для России условиях: цена внешних кредитов вследствие страновых и политических рисков была очень высокой, а график обслуживания обязательств был крайне жестким – большая часть займов должна была быть погашенной в течение 3–4-х лет.

#### **Особенности сложившейся структуры иностранных активов российской экономики**

1. Значительная часть сбережений с финансового рынка России вывозилась в нерегистрируемых формах («утечка» капитала), что обусловило безвозвратный вывод из российской юрисдикции не менее 30% сформировавшихся в результате профицита по текущему счету платежного баланса международных активов. Совокупный объем статьи «сомнительные операции» платежного баланса с 1994 по 2017 г. составил более 430 млрд долл. США, тогда как положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса за тот же период составило 1 078 млрд долл. США<sup>3</sup>.

2. Большая часть вывезенных из Российской Федерации финансовых активов была инвестирована в долгосрочные проекты с длительным периодом отдачи (низкой рентабельностью) и высоким риском их утраты. Особенно крупный объем иностранных инвестиций из России концентрировался в офшорных юрисдикциях (70% от общего объема вывоза капитала из

России<sup>4</sup>). В последующем российский капитал, выведенный потенциальными российскими инвесторами в офшоры, направлялся в третьи страны. Часть зарубежных долгосрочных проектов российской бизнес-элиты оказалась низкорентабельной или неперспективной, вследствие чего некоторые такие низкорентабельные проекты удалось свернуть, возвратив часть инвестированной суммы; другие вложения следует считать потерянными (табл. 1) [6].

3. Существенную часть чистых иностранных активов Российской Федерации составляют международные резервы. В совокупном объеме активов международной инвестиционной позиции Российской Федерации доля международных резервов колебалась от 44% в 2008 г. до 30% в 2015–2017 гг.<sup>5</sup>. Международные резервы представляют собой наиболее надежную и ликвидную часть внешних сбережений национальной экономики Российской Федерации. Но возможность расходования международных резервов ограничена в связи с тем, что они выполняют целевую задачу поддержания внешнеэкономической безопасности государства и стабильности валютного курса национальной валюты – рубля [7].

#### **Современные проблемы внешнего долгового сектора российского финансового рынка**

1. Россия, являясь крупным чистым кредитором на международном финансовом рынке, не смогла эффективно использовать свой международный накопленный финансовый потенциал. Большая часть внешних финансовых ресурсов РФ была вложена в низкодоходные инструменты международного финансового рынка, а преобладающий объем прямых инвестиций направлялся в нерентабельные зарубежные проекты с длительными сроками окупаемости, которые не соответствовали ни

<sup>4</sup> Там же.

<sup>5</sup> Расчеты автора по: Международная инвестиционная позиция Российской Федерации.

<sup>3</sup> Расчеты автора по: Платежный баланс Российской Федерации. 1992–2017 гг.

международной экспортной специализации России, ни ее стратегическим интересам на международном финансовом рынке [8].

2. Основной проблемой внешнего долгового сектора российского финансового рынка стало то, что, несмотря на устойчивость занимаемой Россией на международном финансовом рынке позиции чистого кредитора, с одной стороны, и в силу неразвитости перераспределительных механизмов на внутреннем финансовом рынке, с другой – Россия одновременно выступает крупным международным заемщиком (табл. 2).

3. Противоречивость позиции России в системе трансграничных перемещений капиталов усиливается в связи с отрицательным результатом статьи платежного баланса «инвестиционные доходы»: доходы, выплаченные нерезидентам перманентно выше финансовой отдачи зарубежных инвестиций, несмотря на то, что международная инвестиционная позиция Российской Федерации остается положительной.

4. Иностранные обязательства и иностранные активы Российской Федерации сконцентрированы на финансовых рынках развитых стран, что объективно соответствовало географической структуре российских внешнеторговых связей, но не соответствовало новым вызовам и угрозам в условиях обострения геэкономической и геополитической напряженности [9].

5. Для российских иностранных активов и обязательств характерна высокая степень несопряжения. С одной стороны, внешние требования в основном иммобилизованы в долгосрочных и низколиквидных инвестициях и обременены решением задач государственной валютной политики, а с другой стороны, иностранные обязательства РФ представлены относительно краткосрочными заимствованиями (причем существенная их часть носит характер «до востребования») и требуют постоянного рефинансирования на международном финансовом рынке [10].

### **Предлагаемая концепция управления внешним долгом РФ в условиях новых вызовов и угроз**

Институциональные проблемы внешнего долга Российской Федерации обуславливают потребность в разработке новой концепции управления им. В основе предлагаемой концепции – «долговой делевереджинг», под которым понимается погашение отдельных иностранных обязательств за счет имеющихся международных активов. Предлагаемая мера поможет досрочно погасить основную часть неэффективных и дорогих заимствований российских должников на международном финансовом рынке за счет размещенных на этом рынке собственных ресурсов резидентов. В общепринятой мировой практике использование метода делевереджинга в схемах урегулирования иностранного долга состоит в разработке и последующем применении комплекса государственных регулирующих мер, направленных на снижение совокупных экономических рисков, а также уменьшение расходов по обслуживанию международного долга [11].

Опыт развитых стран по урегулированию внешних долгов показывает, что применение схемы делевереджинга может существенно повысить уровень национальной финансовой стабильности. После кризиса 2008–2009 гг., в период 2009–2011 гг., схемы делевереджинга достаточно массированно использовались кредитными организациями США и Европы. Проведение процедур делевереджинга, как правило, обусловлено ужесточением требований центральных банков к качеству и достаточности капитала кредитных организаций. В 2009–2011 гг. мобилизация имеющихся иностранных ресурсов банков и других кредитных организаций-заемщиков на международном финансовом рынке позволила погасить практически полностью неустойчивые краткосрочные внешние обязательства банков<sup>6</sup>.

После введения первого санкционного антироссийского пакета в 2014–2015 гг.

<sup>6</sup> Institute of International Finance / Global Debt Monitor – January 2017. URL: <https://iif.com/publication/global-debt-monitor/global-debt-monitor-january-2017>

непредсказуемое и хаотичное поведение частного сектора российской экономики сформировало основные предпосылки для разработки и практического осуществления схем российского делевереджинга. В связи с введением в рамках первого пакета санкций беспрецедентно широких ограничений доступа российских заемщиков на международный финансовый рынок и резким обесцениванием российских долговых обязательств на иностранных финансовых рынках, российские заемщики вынужденно искали внутренние источники фондирования, в качестве которых в основном использовались активы банковского сектора. В примененных схемах реорганизации своих долговых портфелей предприятия реального сектора российской экономики масштабно размещали публичные оферты на приобретение своих обращающихся долговых обязательств, а для фондирования таких сделок российские предприятия использовали в основном банковские кредиты. При использовании таких схем, как правило, выигрывали все стороны сделки: банки – так как предоставляли временно свободные валютные ресурсы на возмездной основе; предприятия реального сектора – поскольку выкупали долговые обязательства иногда на 20 п.п. ниже их номинала [12].

Дальнейшее расширение использования международных резервов также способствовало развитию делевереджинга как инструмента управления внешним суверенным долгом государств-участников мирового финансового рынка. Международные резервы, представляя собой, с одной стороны, основную форму чистых внешних сбережений экономики (в соответствии с методикой составления национальных платежных балансов), а с другой стороны, будучи легко реализуемыми валютными активами, представляют собой наиболее широко используемый источник финансирования операций делевереджинга. Преимущественное использование именно международных резервов для погашения суверенных иностранных обязательств представляется экономически оправданным, принимая во

внимание тот факт, что размещение резервных активов в юрисдикциях, потенциально способных ввести конфискационные меры против российских банков, а также учитывая, что доходность по этим активам наименьшая среди всех видов международных активов стран – участниц мирового финансового рынка.

4. Крайне важным представляется создание особых обращающихся инструментов на внутреннем финансовом рынке, которые в наибольшей степени могли бы соответствовать интересам иностранных инвесторов с точки зрения следующих параметров: ликвидности, надежности, государственных гарантий. Выпуск таких инструментов в обращение позволил бы обеспечить трансформацию ресурсов с внешнего рынка в долгосрочные низкорентабельные инфраструктурные национальные проекты. Такими инструментами в мировой практике являются инфраструктурные облигации, которые представляют собой обращающиеся ценные бумаги, гарантированные выпустившим их национальным правительством. Средства от размещения инфраструктурных облигаций направляются на финансирование перспективных национальных инфраструктурных проектов. Помимо этого, обслуживание (выплата процентов и комиссий), а также погашение этих ценных бумаг может быть отсрочено на длительный временной период, поскольку погашенные облигации замещаются новыми выпусками [13].

5. Представляется, что в общей структуре суверенной иностранной задолженности приоритет должен оставаться за привлечением внешних финансовых ресурсов в инструменты, которые будут обращаться на внутреннем финансовом рынке и в основном представлены государственными и муниципальными облигациями, а также в первоклассные инструменты национальных компаний и банков, номинированные в национальной валюте. Это будет способствовать повышению спроса на национальную денежную единицу – рубль, развитию российского финансового рынка, а

также использовать эмиссию рублей при возникновении проблем по своевременному обслуживанию иностранных обязательств<sup>7</sup>.

6. Дальнейшую поддержку и развитие должны получить направления делевереджинга посредством операций банков. С макроэкономической точки зрения максимальное вовлечение банков в обслуживание внешнего долга является оправданным. С одной стороны, по сравнению с корпорациями, банки владеют достаточными объемами ликвидных внешних активов, которые могут быть мобилизованы и использованы на международном финансовом рынке в очень короткие сроки<sup>8</sup>. С другой стороны, через банковские счета проходят, по существу, все внешние валютные поступления российских корпораций. Это дает банкам реальные рычаги аккумулирования и последующего использования формируемых экспортным сектором национальной экономики сбережений и накоплений, а также дальнейшего использования их для погашения иностранных обязательств резидентов [14].

7. Кроме того, после введения первого пакета антироссийских финансовых санкций, банки сформировали еще один механизм нейтрализации внешних финансовых шоков. Этот механизм состоит в том, что в период значительного падения цен на еврооблигации, эмитированные российскими заемщиками и обращающиеся на международном финансовом рынке, российские банки выступили основными покупателями этих инструментов. В основном такая скупка была инициирована российскими эмитентами, целью которых был вывод с международного финансового рынка проблемных эмиссий ценных бумаг. Эти бумаги давали несоответствующие конъюнктуре финансового рынка ценовые ориентиры для новых займов, а также создавали риски последующего давления на эмитентов в

случае покупки дешевых ценных бумаг группой иностранных инвесторов [15]. В основном эти операции инициировались самими банками, которые стремились повысить прибыльность вложений за счет приобретения дешевых иностранных активов. Приобретение на международном финансовом рынке ценных бумаг связанных структур российских компаний (еврооблигаций) означало, что право требований к иностранным дочерним компаниям переходило от владельцев-нерезидентов к российским банкам. Если принять во внимание, что погашение облигаций, выпущенных российскими компаниями, всегда зависит от поступления ресурсов от российской материнской компании и должно быть обеспечено ее гарантиями и залогом, то, по существу, речь идет о «квазипогашении» международных обязательств российских предприятий реального сектора отечественной экономики за счет валютных ресурсов российских банков, однако де-юре никакого погашения внешних обязательств не происходит.

Аналогичные операции проводятся российскими банками в отношении кредитов, которые были предоставлены иностранными инвесторами отечественным компаниям. После введения в 2014 г. первого пакета антироссийских финансовых санкций большая часть российских заемщиков перешли на кредитование российскими банками. Новый механизм кредитования российскими банками отечественных компаний «в обход» фондирования на международном финансовом рынке состоял в следующем: банк предоставлял рублевый кредит компании, которая осуществляла конверсию этого займа в иностранную валюту (как правило в том же банке-кредиторе) и направляла эти валютные средства на погашение своего иностранного обязательства. В другом варианте такого нового механизма досрочного погашения иностранного долга клиентов российский банк предоставлял валютный кредит своему российскому клиенту, который был обязан использовать этот валютный кредит только

<sup>7</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг. / Банк России. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/44188/onrfr\\_2016-18.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/44188/onrfr_2016-18.pdf)

<sup>8</sup> Активы нефинансовых предприятий в основном иммобилизованы в долгосрочных вложениях, возможность их реализации в краткосрочном периоде крайне ограничена.

для погашения своих иностранных обязательств.

В рамках описанного механизма кредитования с одновременным погашением кредитующим его иностранных обязательств осуществлялись так называемые кредиты *buy-back* – обратный выкуп торгуемых на международном финансовом рынке российских долговых инструментов российскими же компаниями. Крупные программы *buy-back* были осуществлены, в частности, Вымпелкомом, Сибуром, Совкомфлотом, МТС и другими. Обратный выкуп, как правило, предусматривает, что валютный кредит, выданный российским банком, направляется иностранной дочерней компании для проведения операций погашения российских иностранных долгов. При проведении на мировом финансовом рынке таких операций российских банков осуществлялось досрочное погашение международного обязательства клиента и тем самым происходило снижение объемов зарубежных пассивов российских нефинансовых предприятий за счет снижения соответствующего валютного актива российского банка, который предоставил конкретный валютный кредит [16].

8. В рамках предлагаемой концепции управления внешним долгом РФ должна быть усилена стабилизирующая роль Банка России в смягчении внешних финансовых шоков. В 2014–2016 гг. Банком России был введен ряд механизмов и инструментов пополнения и поддержания валютной ликвидности банковского сектора Российской Федерации. В их числе такие инструменты, предложенные ЦБ РФ, как «валютное РЕПО» и «валютный СВОП», которые позволяли российским банкам и другим кредитным организациям пройти пик долговой нагрузки как по собственным международным обязательствам, так и по иностранным обязательствам своих клиентов. Валютное РЕПО выступило компенсаторным механизмом, целью которого было обеспечить своевременное погашение иностранных обязательств не только банками, но и их клиентами. В условиях крупнейшего за десятилетие сжатия международной

ресурсной базы российской банковской системы средства, предоставленные отечественным банкам-дебиторам Банком России за счет международных резервов, позволили возместить межбанковские валютные кредиты и тем самым сохранить необходимый уровень валютной ликвидности банковской системы РФ [17].

В период крупнейшего дефицита валютной ликвидности российской банковской системы ее совокупная задолженность Банку России достигла 35 млрд долл. США<sup>9</sup>. Дальнейшее развитие инструментов доступа к валютной ликвидности центрального банка позволит повысить эффективность использования международных резервов России в форме размещения внешних сбережений и накоплений российской экономики, которая может быть мобилизована для обеспечения финансовой стабильности внешнеэкономической безопасности страны.

Для поэтапного достижения поставленных в предлагаемой концепции целей предлагаем следующую дорожную карту на 2019–2025 гг. (табл. 3).

## Выводы

Представляется, что предлагаемая концепция управления внешним долгом Российской Федерации позволит использовать новые механизмы планового погашения иностранной задолженности без задействования новых дополнительных ресурсов международного финансового рынка для ее рефинансирования в условиях антироссийских финансово-экономических санкций. Уже в среднесрочном периоде в целях сокращения суверенного долгового бремени России и ослабления зависимости от ресурсов международного финансового рынка политика мобилизации внешних финансовых активов позволит стране упорядочить современные внешние финансы и значительно снизить не только размеры платежей по обслуживанию и погашению внешних долгов, но и уменьшить риски сохранения национальной финансовой стабильности в долгосрочном периоде.

<sup>9</sup> Расчеты автора.

Таблица 1

Географическое распределение иностранных активов и обязательств банковского сектора РФ по состоянию на 1 апреля 2018 г., млрд долл. США

Table 1

Geographical distribution of foreign assets and liabilities of the Russian banking sector as of April 1, 2018, billion USD

| Страна                                                                           | Внешние активы |             |        | Внешние обязательства |                  |         | Сальдо<br>внешних<br>активов и<br>обязательств |
|----------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------|--------|-----------------------|------------------|---------|------------------------------------------------|
|                                                                                  | Краткосрочн.   | Долгосрочн. | Итого  | Краткосрочн.          | Долго-<br>срочн. | Итого   |                                                |
| Всего                                                                            | 88 448         | 142 057     | 23 055 | 39 218                | 132 263          | 171 481 | 59 024                                         |
| Австрия                                                                          | 4 532          | 3 191       | 7 723  | 755                   | 3 069            | 3 824   | 3 900                                          |
| Беларусь                                                                         | 1 438          | 3 098       | 4 536  | 963                   | 116              | 1 079   | 3 457                                          |
| Виргинские<br>острова                                                            | 183            | 73          | 256    | 934                   | 388              | 1 322   | -1 066                                         |
| Германия                                                                         | 7 959          | 170         | 8 130  | 1 109                 | 3 027            | 4 137   | 3 993                                          |
| Гернси                                                                           | –              | 570         | 570    | 1                     | –                | 1       | 570                                            |
| Гонконг                                                                          | 471            | 29          | 500    | 70                    | 6                | 76      | 424                                            |
| Джерси                                                                           | 134            | 7 747       | 7 880  | –                     | –                | 159     | 7 721                                          |
| Ирландия                                                                         | 250            | 18 069      | 18 319 | 131                   | 20 192           | 20 323  | -2 004                                         |
| Испания                                                                          | 1 145          | –           | 1 145  | 132                   | 14               | 146     | 998                                            |
| Италия                                                                           | 1 698          | 2 217       | 3 915  | 357                   | 3 657            | 4 013   | -98                                            |
| Казахстан                                                                        | 155            | 5 406       | 5 561  | 520                   | 437              | 957     | 4 604                                          |
| Канада                                                                           | 617            | 208         | 825    | 28                    | 61               | 89      | 736                                            |
| Кипр                                                                             | 15 927         | 34 742      | 50 669 | 7 046                 | 7 044            | 14 089  | 36 580                                         |
| Китай                                                                            | 637            | 70          | 707    | 416                   | 3 326            | 3 742   | -3 035                                         |
| Люксембург                                                                       | 754            | 17 180      | 17 934 | 1 072                 | 28 602           | 29 674  | -11 740                                        |
| Нидерланды                                                                       | 1 873          | 8 837       | 10 710 | 1 772                 | 7 819            | 9 591   | 1 119                                          |
| Сингапур                                                                         | 1 089          | 70          | 1 159  | 3 663                 | 249              | 3 912   | -2 753                                         |
| Великобритания                                                                   | 18 519         | 11 002      | 29 521 | 4 321                 | 4 233            | 8 554   | 20 967                                         |
| США                                                                              | 16 928         | 2 613       | 19 542 | 717                   | 16 062           | 16 779  | 2 763                                          |
| Турция                                                                           | 1 634          | 4 538       | 6 172  | 150                   | 299              | 449     | 5 723                                          |
| Франция                                                                          | 1 843          | 1 220       | 3 063  | 1 469                 | 4 109            | 5 579   | -2 516                                         |
| Хорватия                                                                         | 137            | 1 000       | 1 138  | 18                    | 17               | 36      | 1 102                                          |
| Швейцария                                                                        | 3 586          | 3 999       | 7 585  | 845                   | 1 761            | 2 606   | 4 979                                          |
| Швеция                                                                           | 89             | 4           | 93     | 124                   | 3 077            | 3 200   | -3 107                                         |
| Япония                                                                           | 141            | –           | 141    | 170                   | 2 061            | 2 231   | -2 090                                         |
| Международны<br>е организации<br>и институты                                     | 69             | 417         | 486    | 797                   | 1 020            | 1 817   | -1 330                                         |
| Справочно:<br>офшорные<br>зоны и страны<br>с облегченным<br>налоговым<br>режимом | 18 870         | 69 150      | 88 020 | 10 825                | 43 852           | 54 836  | 33 183                                         |
| Доля, %                                                                          | 21             | 49          | 38     | 28                    | 33               | 32      | 56                                             |

Источник: составлено по данным Банка России

Source: Authoring, based on Bank of Russia data

**Таблица 2**

Динамика сальдо текущего счета платежного баланса стран – основных чистых кредиторов остального мира в 2010–2017 гг., млн долл. США

**Table 2**

Movements of the current external balance of the main net creditor countries of the rest of the world, 2010–2017, million USD

| Страна     | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | Всего за 2000–2017 гг. |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------------|
| Китай      | 237 810 | 136 097 | 215 392 | 148 204 | 236 047 | 304 164 | 196 380 | 149 349 | 3 189 925              |
| Дания      | 21 132  | 22 655  | 20 550  | 26 659  | 31 352  | 27 585  | 24 833  | 22 874  | 276 148                |
| Германия   | 192 253 | 228 999 | 248 878 | 252 919 | 282 884 | 280 269 | 294 340 | 280 468 | 3 162 897              |
| Гонконг    | 16 008  | 13 812  | 4 145   | 4 187   | 4 056   | 10 263  | 16 292  | 9 809   | 271 559                |
| Иран       | 20 361  | 60 297  | 23 416  | 26 523  | 15 861  | 9 019   | 23 566  | 19 512  | 321 393                |
| Италия     | –72 734 | –68 598 | –7 485  | 20 519  | 40 525  | 29 571  | 50 762  | 37 041  | –168 557               |
| Япония     | 220 986 | 129 834 | 59 703  | 45 944  | 36 477  | 135 580 | 191 022 | 202 465 | 2 514 094              |
| Корея      | 28 850  | 18 656  | 50 835  | 81 148  | 84 373  | 105 940 | 98 677  | 93 367  | 686 105                |
| Нидерланды | 61 822  | 81 317  | 89 544  | 85 496  | 78 606  | 65 129  | 74 304  | 70 162  | 946 402                |
| Россия     | 67 452  | 97 274  | 71 282  | 33 428  | 57 513  | 69 000  | 22 202  | 51 536  | 1 069 500              |
| Сингапур   | 55 421  | 61 044  | 50 252  | 51 168  | 60 819  | 53 757  | 56 501  | 58 653  | 698 059                |
| Швеция     | 29 122  | 31 246  | 30 406  | 30 458  | 26 600  | 23 273  | 23 838  | 23 127  | 458 105                |
| Швейцария  | 86 243  | 55 777  | 69 742  | 78 962  | 61 783  | 77 294  | 78 930  | 70 994  | 981 484                |
| Тайвань    | 39 872  | 39 927  | 47 275  | 53 054  | 63 812  | 76 165  | 75 291  | 83 780  | 733 060                |
| Таиланд    | 11 486  | 9 427   | –1 620  | –4 845  | 15 100  | 32 149  | 46 412  | 42 033  | 210 118                |

Источник: составлено по данным Банка России

Source: Authoring, based on Bank of Russia data

**Таблица 3**

Дорожная карта оптимизации управления внешним долгом РФ

**Table 3**

Road Map for Russia's external debt management optimization

| Мероприятие                                                                           | Инструменты и механизмы реализации                                                                                                                                                                     | Сроки         |  |
|---------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--|
| <b>1. Ревизия имеющихся внешних обязательств</b>                                      |                                                                                                                                                                                                        |               |  |
| Оценка стоимости обслуживания внешних обязательств экономики                          | Создание единого государственного реестра внешних обязательств под эгидой Правительства Российской Федерации и Банка России, выделение обязательств перед связанными структурами                       | 2019 г.       |  |
| Оценка жесткости графика обслуживания задолженности                                   | Разработка списка приоритетных внешних обязательств, включая обязательства компаний и банков с преобладающим государственным участием, обязательства с высокой ставкой и жестким графиком обслуживания |               |  |
| Выявление возможности рефинансирования и досрочного погашения обязательств            | Определение необходимых сумм для обслуживания внешнего долга по годам с учетом возможности его рефинансирования                                                                                        |               |  |
| Определение возможных источников погашения внешних обязательств                       | Программы выделения государственных гарантий для приоритетных категорий внешних заимствований, организаций валютных займов для мобилизации ресурсов для погашения долга                                | 2019–2021 гг. |  |
| <b>2. Разработка программы делеверджинга</b>                                          |                                                                                                                                                                                                        |               |  |
| Ревизия и справедливая оценка имеющихся иностранных активов в распоряжении резидентов | Государственная программа поддержки репатриации отечественных капиталов из-за рубежа, включая амнистию капитала, освобождение от налогов в течение льготного периода                                   |               |  |
| Оценка степени ликвидности имеющихся внешних активов                                  | Программа государственной консультационной и правовой помощи в подготовке к продаже имеющихся иностранных активов резидентов                                                                           |               |  |
| Оценка сопряжения имеющихся активов и обязательств по срокам                          | Программа деофшоризации российского бизнеса.<br>Программа налоговых льгот при использовании компаниями собственных валютных активов для погашения внешних кредитов                                     |               |  |

|                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>3. Замещение внешних источников фондирования внутренними</b>                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |               |
| Выкуп банками у клиентов-резидентов иностранных обязательств                                    | Расширение линейки инструментов пополнения валютной ликвидности Банка России (валютное РЕПО, валютный СВОП, валютное залоговое кредитование)                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2019–2021 гг. |
| Предоставление банками рублевых займов для досрочного погашения внешней задолженности           | Развитие рублевых инструментов рефинансирования под залог выкупленных у резидентов внешних обязательств                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |               |
| Приобретение банками обращающихся ценных бумаг резидентов на внешних рынках                     | Программа выпуска квазигосударственных облигаций в иностранной валюте для крупных экспортеров и направление мобилизованных валютных ресурсов на погашение внешних обязательств                                                                                                                                                                                                                                                       |               |
| Предоставление банками валютных кредитов клиентам для досрочного погашения внешних обязательств | Снижение требований по формированию резервов под обесценение для ссуд и займов, предоставленных клиентам для погашения внешних займов                                                                                                                                                                                                                                                                                                |               |
| <b>4. Переориентация резидентов на внутренние источники фондирования</b>                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |               |
| Создание стимулов для переориентации бизнеса на внутренние источники фондирования               | Облегчение доступа к банковским кредитам в рублях на основе предоставления государственных гарантий по займам в приоритетных отраслях                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 2022–2025 гг. |
| Формирование долгосрочных источников фондирования на внутреннем рынке                           | Ограничения на привлечение иностранных ресурсов предприятиями в стратегических отраслях, административный запрет на валютное кредитование на внутреннем рынке. Планомерное снижение процентной ставки по рублевым инструментам рефинансирования. Упрощение доступа к биржевым инструментам привлечения ресурсов. Государственная поддержка рынка инструментов хеджирования валютных рисков (форвардные и фьючерсные контракты и др.) |               |

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

## Список литературы

1. Нуреев Р.М., Кузнецов А.В., Блинов А.О. и др. Экономические санкции против России: ожидания и реальность. М.: КноРус, 2017. 194 с.
2. Навой А.В. К вопросу о трансформации модели мирохозяйственных связей России в условиях усиления глобальных рисков // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4. С. 105–117.
3. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. и др. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок / под ред. Е.А. Звоновой. М.: РУСАЙНС, 2016. С. 430.
4. Влияние глобализации на формирование российского финансового рынка: колл. монография / под науч. ред. Е.А. Звоновой. М.: КноРус, 2018. 250 с.
5. Пономарев А.В., Борисенков В.А. О взаимосвязи внешнего долга и оттока капитала из России // Вестник МГИМО. 2012. № 6. С. 134–136.
6. Смирнов К.Л. Концепция банковской инвестиционной деятельности (investment banking) // Банковское право. 2006. № 4. С. 30–34.
7. Сухарев А.Н., Бурутин А.Т. Обеспечение безопасности международных резервов Банка России // Финансы и кредит. 2014. Т. 20. Вып. 42. С. 2–12.
8. Звонова Е.А., Навой А.В., Пищик В.Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геэкономических рисков // Проблемы теории и практики управления. 2015. № 11. С. 185–196.
9. Глазьев С.Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
10. Гурин Н.В. Регулирование деятельности банков в ситуации оттока иностранного капитала // Финансы и кредит. 2016. Т. 22. Вып. 24. С. 25–34.
11. Смирнов Ф.А. Мировая финансово-экономическая архитектура. Деконструкция. М.: Буки Веди, 2015. 568 с.
12. Хлопунова М.В. Накопленные и текущие проблемы посткризисного восстановления банковской системы // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. Т. 8. Вып. 40. С. 46–53.
13. Лепетиков Д.В. Вопросы регулирования участия иностранного капитала в российской банковской системе // Банковское кредитование. 2008. № 6. С. 84–89.
14. Тётушкин В.А. Оценка механизмов купирования рисков в банковской сфере в кризисных экономических условиях // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2017. Т. 10. Вып. 7. С. 805–820. URL: <https://doi.org/10.24891/fa.10.7.805>
15. Фёдорова О.А., Скорлупина Ю.О. Об обеспечении устойчивости банковского сектора в условиях санкций и контексте достижения финансовой безопасности // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2015. Т. 11. Вып. 16. С. 57–67.

16. Кузнецов А.В. Глобальные дисбалансы и геофинансовые риски России // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 3. С. 55.
17. Буланов Ю.Н. Развитие банковского сектора России в условиях экономических санкций. Риски кредитования и ликвидность // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. Т. 8. Вып. 29. С. 43–55.

#### **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.

## SPECIFIC ASPECTS OF RUSSIA'S EXTERNAL DEBT MANAGEMENT IN MODERN CONDITIONS

Elena A. ZVONOVA

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
EAZvonova@fa.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>

### Article history:

Received 22 January 2019  
Received in revised form  
10 February 2019  
Accepted 28 February 2019  
Available online  
15 April 2019

### JEL classification:

E44, F21, G15, G24, K34

**Keywords:** external  
debt, mobilization of capital,  
international assets, debt  
deleveraging,  
financial market

### Abstract

**Subject** The article addresses the optimization of Russia's external debt management from the perspective of identified institutional contradictions and sectoral sanctions introduced against Russian participants of the international financial market.

**Objectives** The purposes of the study are to analyze institutional contradictions and problems related to external debt management in the international and domestic financial market under the sectoral sanctions of developed countries imposed on Russia, to design a new concept of external debt management given the geo-economic challenges and threats.

**Methods** Using the methods of comparative and statistical analysis, I explored the specific aspects and system contradictions of the existing structure of Russia's foreign debt, the place of Russia in the cross-border capital flows, main forms of Russian capital employment in the international financial market.

**Results** The study revealed a high degree of mismatch of Russian external assets and liabilities. At present, Russia acts as a net creditor in the international financial market. The paper presents a new concept of external debt management and offers practical measures for mobilization of capital to the Russian financial market. Furthermore, it includes a road map to streamline the external debt management for 2019-2025.

**Conclusions** Russia should develop a comprehensive program with practical measures for mobilization of capital to the Russian financial market.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

**Please cite this article as:** Zvonova E.A. Specific Aspects of Russia's External Debt Management in Modern Conditions. *National Interests: Priorities and Security*, 2019, vol. 15, iss. 4, pp. 695–709.  
<https://doi.org/10.24891/ni.15.4.695>

## Acknowledgments

The article was supported by the Russian Foundation for Basic Research, grant № 17-02-00347-ОГН.

## References

1. Nureev R.M., Kuznetsov A.V., Blinov A.O. et al. *Ekonomicheskie sanktsii protiv Rossii: ozhidaniya i real'nost'* [Economic sanctions against Russia: Expectations and reality]. Moscow, KnoRus Publ., 2017, 194 p.
2. Navoi A.V. [Towards Transmission to the NEW Russia's International Finance and International Trade Model during the Period of Global Turbulence]. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Research Institute. Financial Journal*, 2014, no. 4, pp. 105–117. URL: [http://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2014/4/fm\\_2014\\_4.pdf](http://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2014/4/fm_2014_4.pdf) (In Russ.)
3. Zvonova E.A., Ershov M.V., Kuznetsov A.V. et al. *Reformirovanie mirovoi finansovoi arkhitektury i rossiiskii finansovyi rynek* [Reforming the global financial architecture and the Russian financial market]. Moscow, RUSAINS Publ., 2016, p. 430.

4. *Vliyanie globalizatsii na formirovanie rossiiskogo finansovogo rynka: koll. monografiya* [The impact of globalization on the Russian financial market formation: a joint monograph]. Moscow, KnoRus Publ., 2018, 250 p.
5. Ponomarev A.V., Borisenkov V.A. [Essay on the interaction between external debt and capital outflow from Russia]. *Vestnik MGIMO = MGIMO-University Bulletin*, 2012, no. 6, pp. 134–136. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-vzaimosvyazi-vneshnego-dolga-i-ottoka-kapitala-iz-rossii> (In Russ.)
6. Smirnov K.L. [The concept of investment banking activities (investment banking)]. *Bankovskoe pravo = Banking*, 2006, no. 4, pp. 30–34. URL: <http://center-bereg.ru/g976.html> (In Russ.)
7. Sukharev A.N., Burutin A.T. [Ensuring the security of international reserves of the Bank of Russia]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2014, vol. 20, iss. 42, pp. 2–12. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/obespechenie-bezopasnosti-mezhdunarodnyh-rezervov-banka-rossii> (In Russ.)
8. Zvonova E.A., Navoi A.V., Pishchik V.Ya. [On the Conception of Cross-Border Movement of Capital in Russia under Increasing Geoeconomic Risks]. *Problemy teorii i praktiki upravleniya = Theoretical and Practical Aspects of Management*, 2015, no. 11, pp. 185–196. (In Russ.)
9. Glaz'ev S.Yu. [Sanctions of the USA and the policy of the Bank of Russia: a double blow to the national economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 13–29. (In Russ.)
10. Gurin N.V. [Banking activities regulation under foreign capital outflow from Russia]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2016, vol. 22, iss. 24, pp. 25–34. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/regulirovanie-deyatelnosti-bankov-v-situatsii-ottoka-inostrannogo-kapitala> (In Russ.)
11. Smirnov F.A. *Mirovaya finansovo-ekonomicheskaya arkhitektura. Dekonstruksiya* [World financial and economic architecture. Deconstruction]. Moscow, Buki Vedi Publ., 2015, 568 p.
12. Khlopunova M.V. [Accumulated and current problems of the post-crisis recovery of the banking sector]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*, 2015, vol. 8, iss. 40, pp. 46–53. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nakoplennye-i-tekuschie-problemy-postkrizisnogo-vosstanovleniya-bankovskoy-sistemy> (In Russ.)
13. Lepetikov D.V. [On regulation of foreign capital participation in the Russian banking system]. *Bankovskoe kreditovanie = Bank Lending*, 2008, no. 6, pp. 84–89. URL: <https://www.lawmix.ru/bux/37489> (In Russ.)
14. Tetushkin V.A. [Assessment of banking risk reduction mechanisms in crisis economic conditions]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*, 2017, vol. 10, iss. 7, pp. 805–820. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/fa.10.7.805>
15. Fedorova O.A., Skorlupina Yu.O. [On ensuring the banking sector's stability under sanctions to attain financial security]. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*, 2015, vol. 11, iss. 16, pp. 57–67. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-obespechenii-ustoychivosti-bankovskogo-sektora-v-usloviyah-sanktsiy-i-kontekste-dostizheniya-finansovoy-bezopasnosti> (In Russ.)

16. Kuznetsov A.V. [Global imbalances and geo-financial risks of Russia]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo* = *Economics, Taxes & Law*, 2016, no. 3, p. 55.  
URL: <https://economy.fa.ru/jour/article/view/180/181> (In Russ.)
17. Bulanov Yu.N. [Developing the banking sector of Russia under economic sanctions: Credit risks and liquidity]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya* = *Financial Analytics: Science and Experience*, 2015, vol. 8, iss. 29, pp. 43–55.  
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-bankovskogo-sektora-rossii-v-usloviyah-ekonomicheskikh-sanktsiy-riski-kreditovaniya-i-likvidnost> (In Russ.)

### **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.