

DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-3-134-143

УДК 336(075.8)(045)

JEL E44, F21, G15, G24, K34

Особенности взаимодействия российского и европейского финансовых рынков

Е.А. Звонова

Финансовый университет, Москва, Россия
<http://orcid.org/0000-0002-8923-860X>

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования – состояние взаимодействия российского и европейского финансовых рынков в условиях введения экономических и финансовых санкций государствами Евросоюза по отношению к России.

Актуальность данного исследования обусловлена поставленной Президентом РФ стратегической задачей «прорыва» российской экономики – войти в пятерку развитых экономик мира к 2024–2025 гг.

Цель статьи – разработка дорожной карты реализации мобилизационной модели трансграничного движения российского капитала в условиях современных трансформаций мировой валютно-финансовой системы.

На основе выявленных и проанализированных базовых тенденций взаимодействия российского и европейского финансовых рынков разработана мобилизационная модель трансграничных перемещений российских капиталов в современных условиях. Выявлены формы асимметрии взаимных обменов российского и европейского финансовых рынков и установлены риски всех выявленных форм асимметрии. Определена эталонная структура иностранных активов российского финансового рынка, установлены первоочередные направления коррекции структуры внешних активов и обязательств и предусмотрена институциональная структура валютно-финансового регулирования российского финансового рынка.

Делается вывод о том, что на основе разработанной на период 2019–2025 гг. дорожной карты реализации модели трансграничного движения российского капитала в условиях современных трансформаций мировой валютно-финансовой системы финансовый рынок Российской Федерации в ближайшие три года будет достаточно устойчивым, что должно учитываться Банком России при принятии решений о проведении политики валютного курса и накоплении международных валютных резервов.

Ключевые слова: финансовый рынок; финансовые санкции; трансграничное движение капитала; платежный баланс; внешние активы; делевереджинг

Для цитирования: Звонова Е.А. Особенности взаимодействия российского и европейского финансовых рынков. *Экономика. Налоги. Право.* 2019;12(3):134-143. DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-3-134-143

Specifics of Interrelations between the Russian and European Financial Markets

E.A. Zvonova

Financial University, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-0002-8923-860X>

ABSTRACT

The subject of the research is the state of interrelationship between the Russian and European financial markets in the context of the economic and financial sanctions imposed on Russia by the European Union. *The relevance* of the research stems from the strategic goal set by the President of the Russian Federation – to ensure the “breakthrough” of the Russian economy in order to enter the top five world’s developed economies by 2024–2025.

The purpose of the paper was to develop a roadmap for the implementation of the mobilization model of cross-border flows of the Russian capital in the context of modern transformations of the global monetary and financial system.

Based on the revealed and analyzed mainstream trends in the interaction of the Russian and European financial markets, a mobilization model of cross-border flows of the Russian capital under the modern conditions has been developed. The

asymmetry in mutual exchanges between the Russian and European financial markets is revealed and the risks of all identified forms of asymmetry are defined. The reference structure of foreign assets of the Russian financial market is determined, priority directions for the correction of the structure of external assets and liabilities have been established, and the institutional structure of the monetary and financial regulation of the Russian financial market are specified.

It is concluded that based on the roadmap for the model of cross-border flows of the Russian capital under conditions of modern transformations of the global monetary and financial system developed for the period 2019–2025, the Russian financial market is expected to be fairly stable over the next three years, which should be taken into account by the Bank of Russia in making decisions on the monetary policy and accumulation of international currency reserves.

Keywords: financial market; financial sanctions; cross-border capital flows; payment balance; external assets; deleveraging

For citation: Zvonova E.A. Specifics of interrelations between the Russian and European financial markets. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2019;12(3):134-143. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-3-134-143

ВВЕДЕНИЕ

Современный этап взаимодействия российского и европейского финансовых рынков, несмотря на действующий с 2014 г. режим взаимных финансово-экономических санкций, характеризуется возникновением и развитием новых тенденций. Очевидно, что европейские инвесторы и кредиторы никогда не были заинтересованы в финансировании процессов модернизации и реиндустриализации российской экономики. Напротив, российская экономика рассматривалась европейскими странами как новый обширный сегмент международного финансового рынка, на котором можно извлекать сверхприбыли на основе арбитражной разности в стоимости капитала, оказания финансовых и иных услуг. До введения секторальных санкций Россия была для стран Европейского союза (далее — ЕС) крупным национальным рынком, где европейские транснациональные корпорации (далее — ТНК) могли существенно повышать объемы продаж своей продукции. В 2002–2014 гг. (т.е. накануне введения санкций) Россия стала важным источником импорта капитала на европейский финансовый рынок, что позволяло странам ЕС успешно решать внутренние национальные и региональные финансовые проблемы [1].

БАЗОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ РОССИЙСКОГО И ЕВРОПЕЙСКОГО ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Анализ платежного баланса Российской Федерации за досанкционный период (2002–2014) позволяет выявить устойчивые тенденции во взаимодействии российского и европейского финансовых рынков [2]:

- европейские инвесторы не играют заметной роли в структуре инвестиционных ресурсов российской экономики;

- ведущее место среди европейских инвесторов занимают страны с офшорными юрисдикциями: Кипр, Люксембург, Ирландия, Нидерланды, Великобритания, на долю которых приходится 30% иностранных инвестиций в Российскую Федерацию;

- в период 2002–2014 гг. сформировался канал частичной репатриации в Россию ранее вывезенных национальных капиталов;

- по сравнению с объемами финансовых ресурсов, перемещающихся между офшорными юрисдикциями, потоки долгосрочного капитала между Россией и Германией, Францией, Италией и Испанией, являющимися основными торговыми партнерами Российской Федерации, крайне незначительны. При этом основными отраслями, в которые инвестировался европейский капитал, были торговля; строительство торговых комплексов; сбытовые сети; логистические центры, создание инфраструктуры для расширения продаж европейских товаров [3]. В розничную торговлю направлялось 55% всех прямых инвестиций, в финансовый сектор — 39%, а в производство машин и оборудования — не более 1% (табл. 1).

Основным направлением европейских инвестиций в российскую экономику были портфельные инвестиции на российском финансовом рынке. Вследствие избытка в Европе «горячих» краткосрочных капиталов на европейском финансовом рынке сохраняется исключительно низкий уровень процентных ставок. После введения отрицательных процентных ставок на депозиты финансовых организаций в Европейском центральном банке (далее — ЕЦБ) показатели доходности государственных ценных бумаг Германии и Франции вошли в зону отрицательной

Таблица 1 / Table 1

Прямые инвестиции в Российскую Федерацию за 2013 г. по видам экономической деятельности, млн долл. США / Direct investment in Russia, 2013, by types of economic activity, mln. dol.

Вид экономической деятельности / Type of economic activity	2013 г. / year 2013
Всего / Total	70 654
Добыча полезных ископаемых / Mining	7674
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов / Manufacture of Coke, refined petroleum products and nuclear fuel	20 707
Производство машин и оборудования / Manufacture of machinery and equipment	479
Оптовая и розничная торговля / Wholesale and retail trade	20 542
Деятельность на российском финансовом рынке / Activities at the Russian financial market	14 456

Источник / Source: составлено автором на основании данных Федеральной службы государственной статистики. URL: <http://www.gks.ru/> / compiled by the author based on data from the Federal State Statistics Service. URL: <http://www.gks.ru/>.

доходности. В то же время европейские финансовые ресурсы, размещенные на российском финансовом рынке, позволяют инвесторам получать как комиссионный, так и арбитражный доход, который, по приблизительным экспертным оценкам, равняется 1 млрд долл. США ежегодно.

ДИСБАЛАНСЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ РОССИЙСКОГО И ЕВРОПЕЙСКОГО ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Выявленная асимметрия в трансграничных перемещениях капиталов не является единственным проявлением дисбаланса взаимодействия российского и европейского финансовых рынков. Одними из проявлений такой асимметрии являются качественные характеристики российских займов, размещенных на европейском финансовом рынке. Внешний долг Российской Федерации европейским кредиторам может быть охарактеризован следующими параметрами: высокая стоимость (10–12% годовых); краткосрочность (3–4 года); высокая степень концентрации платежей. Такие неблагоприятные параметры европейского долга российских заемщиков объективно создают ситуацию перманентной зависимости российских дебиторов от различных схем рефинансирования текущей задолженности. Следствием создавшейся ситуации становится высокая степень уязвимости российских дебиторов в случае перебоев с рефинансированием в европейских банках (например, Кипра и Греции) [4].

Реализация угрозы прекращения рефинансирования стала реальной после введения европейскими странами санкционного режима против Российской Федерации летом 2014 г. [5]. Ограничения на привлечение капитала с европейского финансового рынка и отсутствие возможности рефинансирования ранее привлеченных внешних займов и кредитов создали ситуацию острого дефицита валюты на российском финансовом рынке, что способствовало резкому повышению волатильности курса рубля в 2014–2015 гг. [6]. Аналогичная ситуация повторилась в 2018 г. после введения нового пакета финансовых санкций со стороны развитых стран.

Еще одним примером асимметрии взаимодействия европейского и российского финансовых рынков является реальная перспектива массового «сброса» европейскими инвесторами российских ценных бумаг, обращающихся на европейском финансовом рынке.

Проявлением асимметрии во взаимоотношениях двух финансовых рынков (европейского и российского) у европейских держателей российских ценных бумаг стала возможность управления заимствованиями крупнейших российских дебиторов. Размещение еврооблигационных займов Российской Федерации в крупнейших европейских депозитарно-клиринговых центрах *EuroClear* и *ClearStream* дало возможность крупным держателям акций приобретать на рынке основную часть еврооблигационного долга Российской Федерации и управлять его ценовыми характеристиками. Согласно данным агентства Рей-

тер значительная часть евробондов Газпрома была скуплена английскими и американскими держателями акций после введения экономических санкций против России [7].

Высокие риски асимметрии взаимосвязей российского и европейского финансовых рынков не ограничиваются качественными характеристиками европейской задолженности российских заемщиков. В последние 15 лет европейские страны рассматривались как крупные реципиенты российских капиталов. Так, российский капитал инвестировался, например, в страны Центральной и Восточной Европы с целью приобретения сбытовых компаний, газо- и нефте-транспортных сетей, телекоммуникационных активов, формируя, таким образом, дополнительные геэкономические риски, которые уже начали реализовываться [5].

Интеграцию российского финансового рынка в системы *Euroclear* и *Clearstream* европейского финансового рынка следует рассматривать как негативное явление. С одной стороны, такая интеграция, безусловно, повысила ликвидность российских еврооблигаций и облигаций федерального займа (далее — ОФЗ): российские инвесторы получили возможность быстрых размещений на европейском финансовом рынке, а иностранные инвесторы — удобных размещений на российском финансовом рынке. С другой стороны, интеграция российского и европейского финансовых рынков привела к формированию легального канала вывоза не только части российского капитала за рубеж, но и средств «утекания» ликвидности с национального финансового рынка.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что результатом взаимодействия европейского и российского финансовых рынков является ежегодное перераспределение капиталов в размере от 15 до 20 млрд долл. США в пользу европейских стран. С учетом оттока российского капитала на европейский финансовый рынок ежегодное трансграничное перемещение значительной части российских сбережений и накоплений капитала из России в Европу может быть оценено в сумму до 30–40 млрд долл. США¹.

При повышении глобальных рисков в условиях экономических санкций отрицательные последствия взаимодействия российского финансового рынка с европейским рынком усиливаются вследствие погашения европейского краткосрочного долга, а также в результате негативных последствий принятия

конфискационных мер в отношении российских активов, размещенных в Европе.

СИСТЕМНЫЙ АНАЛИЗ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ИНТЕГРАЦИИ РОССИИ В СТРУКТУРУ ГЛОБАЛЬНЫХ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ

Системный анализ возможностей интеграции России в структуру европейских трансграничных потоков позволяет выделить следующие базовые направления новой мобилизационной модели трансграничного движения российского капитала.

1. *Стимулирование «экономического» поведения субъектов внешнеэкономической деятельности*, которое может быть обеспечено как административными, так и экономическими методами:

- поддержка административными мерами репатриации российского капитала посредством проведения политики амнистии капиталов и принятия прямых административных мер к организациям, в которых преобладает государственное участие, с целью, например, дестимулирования приобретения непрофессиональными участниками рынка иностранных активов и ограничения ипотечного кредитования в иностранной валюте российских заемщиков [6];

- создание и обеспечение функционирования на национальном финансовом рынке инструментов, близких по характеристикам зарубежным аналогам, а также совершенствование инфраструктуры торговли финансовыми инструментами и услугами, усиление контроля за рыночными финансовыми рисками. В частности, условия инвестирования на российском и международном финансовых рынках сблизились вследствие подключения России к системам *Euroclear* и *Clearstream*. Эффективное внешнее финансирование корпораций посредством внутреннего финансирования, номинированного в национальной валюте, осуществлено благодаря новым банковским продуктам посредством инструментов контроля за рисками (*CDS*, *СВОП*).

2. *Увеличение эффективности финансовой интеграции России на глобальном рынке посредством делевериджинга*², т.е. погашения за счет имеющихся внешних активов части иностранного долга на основе оценки чистого финансового потока иностранных

² Делевериджинг (делеверидж) — это процесс сокращения долговой нагрузки (долга и платежей по этому долгу по отношению к доходам) в рамках долгосрочного кредитного цикла.

¹ Оценка автора.

активов за вычетом затрат, идущих на обслуживание внешних обязательств [8].

Программа делевереджинга может предусматривать меры, направленные на мобилизацию накопленных иностранных активов российской экономики в целях погашения накопившегося долга за счет имеющихся собственных ресурсов резидентов. Делевереджинг существенно увеличивает уровень устойчивости экономики и национальной финансовой стабильности, а также позволяет избавлять экономику от высокотоксичных активов, уменьшать долговое бремя российских дебиторов.

Столкнувшись в 2015–2018 гг. с обвальным обесценением долговых обязательств и ограничением доступа на международные рынки, российские компании были вынуждены отказаться от внешних заимствований и искать внутренние источники фондирования, которыми стали банковские ресурсы [9]. Предприятия реального сектора экономики в процессе реорганизации долгового портфеля делали публичные оферты на приобретение собственных обращающихся долговых обязательств, используя банковские кредиты для фондирования таких сделок. В этом случае выигрывали все стороны сделки:

- банки, предоставляя временно свободные валютные ресурсы на возмездной основе;
- предприятия реального сектора, выкупая долговые обязательства, которые иногда котируются на 20 п.п. ниже номинала;
- российский финансовый рынок, снижая уровень краткосрочной долговой нагрузки посредством реализации низкодоходных активов.

Наиболее подходящим источником фондирования делевереджинга являются международные резервы, будучи, с одной стороны, основной формой чистых внешних сбережений экономики, а с другой стороны, легкорезализуемыми активами [10].

3. *Создание эталонной структуры обязательств и иностранных активов исходя из стратегии интеграции страны в глобальные потоки капитала и наличия геополитических рисков.* Неудача со стратегическим инвестированием в 2000-х гг., ставшая причиной сворачивания отечественными ТНК операций на международных рынках и финансовых убытков, ставит финансовые власти перед необходимостью пересмотреть их отношение к долгосрочным иностранным вложениям ввиду того, что максимально будут защищены инвестиции в те экономики, у которых имеются совместные экономические интересы и единое правовое поле (экономики стран БРИКС, СНГ, ЕАЭС).

Доля иностранных прямых инвестиций в структуре экспорта российского капитала за рубеж должна устанавливаться, по нашему мнению, с учетом масштабов долгосрочного инвестирования развивающимися экономиками, близкими России по степени развития и международной интеграции, которые являются кредиторами остального мира. Например, у Китая объем прямых инвестиций в структуре вывоза капитала составляет в среднем 10%, доля прямых инвестиций у государств Юго-Восточной Азии не превышает 12% [11].

С учетом возросших геополитических и геэкономических рисков основная часть экспорта российского капитала за рубеж должна быть сосредоточена в ликвидных активах. В составе ликвидных российских активов на мировом финансовом рынке обращающиеся финансовые инструменты не должны доминировать над традиционными ссудно-депозитными инструментами. Представляется, что состав иностранных активов должен быть максимально диверсифицирован и включать не только резервные денежные единицы, но и валюты крупных формирующихся рынков, в частности индийскую рупию, мексиканский песо, бразильский реал, южноафриканский рэнд.

4. *Выявление первоочередных направлений коррекции структуры внешних активов и обязательств и развития перераспределительных механизмов внутреннего финансового рынка.*

Как свидетельствует мировая практика, неоправданное вовлечение национальной экономики в глобальные финансовые потоки на основе либерализации валютного законодательства без должного просчета последствий обуславливает не только формирование устойчивой зависимости экономики от международного рынка капитала, но и создание диспропорции внутри национального хозяйства и национального финансового рынка. По нашему мнению, следует выявлять те направления внешнеэкономических связей, индикаторы которых превышают предельно допустимые значения. Кроме того, необходимо лимитировать слишком высокие темпы роста отдельных показателей внешнеэкономических связей, в частности темпы роста некоторых форм иностранных активов, а также динамику внешних долговых обязательств.

Важной представляется также оценка степени несопряжения обязательств по срокам, валютам и активам, что представляет собой потенциальную угрозу для своевременного выполнения внешних обязательств

экономики благодаря мобилизации активов. По нашему мнению, в регулирующих процессах должен учитываться не только количественный, но и качественный аспект несопряжения активов и обязательств, т.е. необходима не балансовая, а реалистичная оценка возможности мобилизации некоторых форм активов, а также вероятности реорганизации внешнего долга посредством мотивированного суждения, аналогичного применяемому в МСФО. В коррекции структуры иностранных активов и обязательств экономики значительную роль может играть комплексная программа делевереджинга [12].

Крайне важным направлением валютно-финансового регулирования является эффективное обеспечение перераспределения национальных финансовых ресурсов. Наличие у страны внешних обязательств и масштабных иностранных активов может быть признаком непродуктивности механизмов трансформации формируемых экономикой сбережений в инвестиции [13]. Наличие крупных внешних обязательств наряду с внешними активами свидетельствует о том, что вывоз капитала становится причиной дефицита долгосрочных инвестиционных ресурсов на российском финансовом рынке, который должен компенсироваться внешними заимствованиями.

5. *Институциональная структура валютно-финансового регулирования.* Многие развивающиеся страны вынуждены вводить валютные ограничения [14]. Но развитие финансовой инженерии сделало многие традиционные меры валютного регулирования неэффективными, что вынуждает развивающиеся страны искать новые формы влияния на участников валютно-финансового рынка для достижения поставленных целей в создании структуры мирохозяйственных связей.

Представляется, что такой формой влияния может быть усиление косвенного регулирования посредством контроля за открытой валютной позицией банков и нефинансовых предприятий. Статистические данные свидетельствуют о том, что компании с преобладающим участием государства играют значимую роль на формирующихся рынках и на них приходится до половины иностранных активов и обязательств. Согласно исследованию, проведенному центром *НБЕР (National Bureau of Economic Research)*, государство контролирует значительную часть активов банковского сектора Латинской Америки (Бразилия, Аргентина, Чили), стран Юго-Восточной Азии (Индонезия, Корея, Сингапур, Таиланд, Филиппины) и Ближнего Востока (Египет, Индия, Израиль, Пакистан). Среди

развитых стран государственный сектор широко представлен в банках Германии, Греции, Швейцарии, Португалии, Японии [15]. Наконец, большое значение в валютно-финансовом регулировании могут иметь операции квазигосударственных институтов развития, которые позволяют привлекать иностранный капитал и обеспечивать эффективную трансформацию внешних ресурсов в инвестиции.

ПРЕДЛАГАЕМАЯ ПРОГРАММА МЕР ПО МОБИЛИЗАЦИИ КАПИТАЛА НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Консолидация иностранных активов Российской Федерации в национальной экономике представляет собой повышение концентрации иностранных активов промышленной клиентуры на счетах в российских банках, в том числе за счет репатриации капитала из иностранных банков и внешних финансовых инструментов. Данная консолидация может быть осуществлена посредством повышения процента по валютным депозитам в российских банках, а также введения обращающихся особых инструментов — депозитных сертификатов и коммерческих банковских нот, эмитированных российскими кредитными организациями для экспортеров в иностранной валюте. Программа мобилизации капитала на российском финансовом рынке может включать, меры, направленные на:

1) *консолидацию внешнего долга экономики в банковском секторе*, основным способом которой является передача иностранных обязательств реального сектора на обслуживание в банковский сектор благодаря переуступке прав требований к клиентуре от нерезидентов-кредиторов к российским кредитным организациям с выплатой иностранным кредиторам соответствующей компенсации. Разновидностью консолидации внешнего долга выступает конверсия выплат по внешнему долгу клиентов (как основного долга, так и процентов) в рубли. В этом случае банк самостоятельно погашает все валютные обязательства клиентов, тогда как клиенту выплачивают компенсацию в рублях. Вариантом консолидации внешнего долга является скупка банками обращающихся на внешнем рынке инструментов национальных корпораций у нерезидентов. Способом консолидации внешнего долга может служить предоставление банкам ресурсов для выкупа внешних обязательств у клиентуры. Дополнительно могут приниматься меры по расширению использования срочных хеджирующих инструментов рынка, позволяющих банкам

Таблица 2 / Table 2

Дорожная карта реализации модели трансграничного движения российского капитала в условиях современных трансформаций мировой валютно-финансовой системы / Road map for implementation of the model cross-border movement of Russian capital in the modern transformations of the world monetary and financial system

Мероприятие / Event	Инструменты и механизмы реализации / Tools and mechanisms for the implementation	Сроки / Timing
Выявление «узких» мест в системе внешнеэкономической безопасности страны и их разграничение посредством рычагов оперативного воздействия / Identification of bottlenecks in the system of foreign economic security of the country and their distinction through leverage operational impact	<ol style="list-style-type: none"> 1. Создание системы критериев оценки показателей и пороговых индикаторов безопасности внешнего сектора (внешний долг, международные резервы, иностранные активы). 2. Выявление ключевых дисбалансов в валютной, срочной и инструментальной структуре внешних активов и обязательств экономики. 3. Разработка системы мер для регулирования показателей, вышедших за пороговые уровни 	2019–2021
Формирование эталонной структуры иностранных активов и обязательств экономики на основе стратегии интеграции страны в глобальные потоки капитала и геополитические риски / The formation of the reference structure of foreign assets and liabilities of the economy on the basis of a strategy of integration in global capital flows and geopolitical risks	<ol style="list-style-type: none"> 1. Разработка программы продвижения российского капитала на глобальный рынок, включая перспективные географические направления и отрасли вложений. 2. Оценка композиции геополитических рисков и создание долгосрочной программы зарубежного инвестирования, включая ориентиры инвестирования по формам (прямые, портфельные, прочие инвестиции) и юрисдикции инвестирования. 3. Программа «утилизации» отечественных инвестиций на наиболее рискованных направлениях, включая частичную компенсацию потерь российским инвесторам от продажи зарубежных активов. 4. Формирование допустимых пределов несопряжения иностранных активов и обязательств экономики по валютам, срокам и инструментам 	2021–2023
Повышение эффективности финансовой интеграции России на глобальном рынке / Improving the effectiveness of the financial integration of Russia in the global market	<ol style="list-style-type: none"> 1. Разработка программы досрочного погашения краткосрочных дорогостоящих внешних заимствований за счет мобилизации собственных валютных ресурсов резидентов (делевериджинг). 2. Разработка комплекса инструментов экстренного пополнения ликвидности банков в целях вовлечения в делевериджинг международных резервов 	2019–2021
Создание стимулов для повышения «экономических» мотивов поведения субъектов внешнеэкономической деятельности, т.е. поведения, базирующегося на экономической логике и оценке сравнительной отдачи от инвестиций / Incentives to improve economic motives of conduct participants of foreign economic activity, i.e. behavior based on economic logic and comparative evaluation of return on investment	<ol style="list-style-type: none"> 1. Административные меры корректировки внешнеэкономических мотивов поведения резидентов: стимулирование репатриации отечественного капитала, амнистия вывезенного капитала, прямые ограничения на офшорный бизнес для компаний с преобладающим государственным участием. 2. Экономические меры: сближение характеристик инструментов, обращающихся на национальном и зарубежных рынках, совершенствование инфраструктуры торговли, развитие форм и методов контроля за рисками. 3. Консолидация операций с иностранными активами и обязательствами исключительно у профессиональных участников рынка, непосредственно вовлеченных в обслуживание внешнеэкономической деятельности, устранение с рынка «непрофильных» участников – физлиц и др. 	2023–2025

Окончание табл. 2 / End of Table 2

Мероприятие / Event	Инструменты и механизмы реализации / Tools and mechanisms for the implementation	Сроки / Timing
Совершенствование институциональной структуры валютно-финансового регулирования / Improvement of the institutional structure of financial regulation	<ol style="list-style-type: none"> 1. Активизация инструментов косвенного рыночного регулирования на основе контроля за открытой валютной позицией не только банков, но и нефинансовых предприятий. 2. Контроль за показателем активов, взвешенных с учетом риска. Использование в данном индикаторе завышенных коэффициентов для инструментов в валютах стран с высоким геополитическим риском. 3. Усиление контроля за валютными операциями компаний с преобладающим государственным участием. 4. Развитие квазигосударственных институтов развития (банков развития, фондов и др.) 	2023–2025

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

покрывать риски при трансформации выплат по валютному внешнему долгу в рубли.

В силу регистрации выпусков еврообондов на зарубежные дочерние структуры российских банков прямых статистических оценок приобретения российскими банками облигаций корпоративных клиентов не имеется. Тем не менее объем скупленного российскими банками обращающегося иностранного долга можно оценить в 30–40 млрд долл. США [16];

2) *частичный делевереджинг*, позволяющий погашать часть иностранных обязательств банков за счет имеющихся зарубежных активов и становится эффективной мерой в отношении внешних обязательств, которые либо слишком дороги, либо неустойчивы. Частичный делевереджинг происходит, например, в случае приобретения банком обращающихся ценных бумаг, эмитированных клиентом. Наиболее эффективен делевереджинг для обязательств промышленной клиентуры в силу краткосрочного характера задолженности и ее дороговизны;

3) *оптимизацию процессов трансформации капитала на внутреннем рынке Российской Федерации*. Основная проблема неэффективности функционирования российского финансового рынка, состоящая в аккумуляции сбережений экономики в высоколиквидных и низкодоходных активах и одновременном наращивании дорогостоящих и обременительных внешних заимствований, может быть решена за счет выпуска специальных инструментов, позволяющих перенаправлять накопленный национальный капитал с внешнего на внутренний рынок. В качестве таких финансовых инструментов могут выступать особые коммерческие векселя или банковские ноты

в иностранной валюте, которые продаются кредитными организациями клиентам из экспортно-ориентированного сектора;

4) *трансформацию подходов к размещению иностранных активов и определению приоритетных направлений в привлечении обязательств*. Валютные активы могут размещаться не только в первоклассные инструменты эмитентов резервных валют, но и в условиях возросших геополитических рисков превращаться в первоклассные инструменты развивающихся стран, эмитированные, например, странами БРИКС, Кореей, Мексикой и др. Важным направлением диверсификации активов выступает приобретение валютных инструментов, эмитированных резидентами стран — партнеров России по ЕАЭС;

5) *пересмотр подходов к организации дочерних банков на иностранных финансовых рынках*. В условиях ужесточения конкуренции на внешних рынках очевидно, что развитие сети дочерних банков с классическими функциями, включая привлечение депозитов, выглядит бесперспективным. Экспорт банковского капитала на близлежащие территории обоснован как экономически — это наиболее перспективные направления инвестиций, в том числе с точки зрения создания глобальных производственных цепочек, так и с правовой точки зрения. Европейское же направление деятельности следует признать целесообразным лишь для организации еврооблигационных займов Российской Федерации. Дорожная карта реализации модели трансграничного движения российского капитала в условиях современных трансформаций мировой валютно-финансовой системы представлена в табл. 2.

ВЫВОДЫ

Сложившаяся модель интеграции России в систему трансграничного движения капитала на европейском финансовом рынке усиливает риски для экономической безопасности и финансовой стабильности страны в условиях возросших геоэкономических рисков. Изменение внешних условий функционирования национальной экономики

Российской Федерации и поставленная Президентом РФ задача по вхождению России в число пяти крупнейших экономик мира обуславливают необходимость пересмотра подходов к организации трансграничного движения потоков капитала и разработки дорожной карты реализации мобилизационной модели трансграничного движения российского капитала на 2019–2025 гг.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ. Грант № 17–02–00347–ОГН.

ACKNOWLEDGEMENT

The paper was prepared with the financial support of the Russian Federal Property Fund. Grant No. 17–02–00347–OGN.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Гидденс Э. Неспokoйный и могущественный континент: что ждет Европу в будущем? М.: Издательский дом «Дело»; 2015. 240 с.
2. Навой А. В. Адаптация платежного баланса Российской Федерации к внешним шокам в 2014–2017 годах. *Деньги и кредит*. 2017;(1):3–13.
3. Гурин Н. В. Регулирование деятельности банков в ситуации оттока иностранного капитала. *Финансы и кредит*. 2016;(24):25–34.
4. Хлопунова М. В. Накопленные и текущие проблемы посткризисного восстановления банковской системы. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015;8(40):46–53.
5. Нуреев Р. М., Кузнецов А. В., Блинов А. О. и др. Экономические санкции против России: ожидания и реальность. М.: КноРус; 2016. 190 с.
6. Буланов Ю. Н. Развитие банковского сектора России в условиях экономических санкций. Риски кредитования и ликвидность. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015;8(29):43–55.
7. Навой А. В. К вопросу о трансформации модели мирохозяйственных связей России в условиях усиления глобальных рисков. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2014;22(4):105–117.
8. Куликов Н. И., Куликов А. Н. Экономика России: что есть, что будет? *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015;8(33):2–17.
9. Смирнов К. Л. Концепция банковской инвестиционной деятельности (investment banking). *Банковское право*. 2006;(4):30–34.
10. Белоусов А. Л., Безуглая Е. И. Становление института системно значимых кредитных организаций в Российской Федерации. *Финансы и кредит*. 2015;21(25):23–31.
11. Хесин Е. С. Современная мировая экономика: финансы и накопление капитала. *Деньги и кредит*. 2016;(8):31–36.
12. Пономарев А. В., Борисенков В. А. О взаимосвязи внешнего долга и оттока капитала из России. *Вестник МГИМО*. 2012;27(6):134–136.
13. Сухарев А. Н., Бурутин А. Т. Обеспечение безопасности международных резервов Банка России. *Финансы и кредит*. 2014;20(42):2–12.
14. Кузнецов А. В. Глобальные дисбалансы и геофинансовые риски России. *Экономика. Налоги. Право*. 2016;(3):51–57.
15. Лепетиков Д. В. Вопросы регулирования участия иностранного капитала в российской банковской системе. *Банковское кредитование*. 2008;(6):84–89.
16. Звонова Е. А., Навой А. В., Пищик В. Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геоэкономических рисков. *Вопросы теории и практики управления*. 2015;(11):185–196.

REFERENCES

1. Giddens E. Turbulent and powerful continent: what's next for Europe in the future? Moscow: Publishing House «Delo»; 2015. 240 p. (In Russ.).
2. Navoy A. V. Adaptation of the balance of payments of the Russian Federation to external shocks in the 2014–2017. *Dengi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(1):3–13. (In Russ.).
3. Gurin N. V. Bank regulation in foreign capital outflow situation. *Finansy i kredit = Finance & credit*. 2016;(24):25–34. (In Russ.).
4. Khlopunova M. V. Accumulated and ongoing problem of post-crisis recovery of the banking system. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Sciences and Experience*. 2015;8(40):46–53. (In Russ.).
5. Nureyev R. M., Kuznetsov A. V., etc. Economic sanctions against Russia: expectations and reality. Moscow: KnoRus; 2016. 190 p. (In Russ.).
6. Bulanov Yu. N. Development of Russia's banking sector in the face of economic sanctions. The risks of lending and liquidity. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Sciences and Experience*. 2015;8(29):43–55. (In Russ.).
7. Navoy A. V. To the issue of linkages with the model transformation of Russia in the face of increased global risk. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial journal*. 2014;22(4):105–117. (In Russ.).
8. Kulikov N. I., Kulikov A. N. Russian economy: what is, what will be? *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Sciences and Experience*. 2015;8(33):2–17. (In Russ.).
9. Smirnov K. L. Concept of banking investment activity (investment banking). *Bankovskoye parvo = Banking law*. 2006;(4):30–34. (In Russ.).
10. Belousov A. L., Bezuglaya E. I. Formation of systemically important credit institutions in the Russian Federation. *Finansy i kredit = Finance & credit*. 2015;21(25):23–31. (In Russ.).
11. Hesin E. S. Contemporary world economy: finance and capital accumulation. *Dengi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2016;(8):31–36. (In Russ.).
12. Ponomarev A. A., Borisenkov V. A. On the relationship between external debt and capital flight from Russia. *Vestnik MGIMO = Mgimo Review of International Relations*. 2012;27(6):134–136. (In Russ.).
13. Sukharev A. T., Burutin A. T. Securing international reserves of the Bank of Russia. *Finansy i kredit = Finance & credit*. 2014;20(42):2–12. (In Russ.).
14. Kuznetsov A. V. Global imbalances and global risks of Russia. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2016;(3):51–57. (In Russ.).
15. Lepetikov D. V. Regulatory issues the participation of foreign capital in the Russian banking system. *Bankovskoye kreditovaniye = Bank lending*. 2008;(6):84–89. (In Russ.).
16. Zvonova E. A., Navoy A. V., Pischik V. Ya. About the concept of the cross-border movement of capital in Russia in a worsening geo-economic risks. *Voprosy teorii i praktiki upravleniya = Problems of the theory and practice of management*. 2015;(11):185–196. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Елена Анатольевна Звонова — доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
EAZvonova@fa.ru

ABOUT THE AUTHOR

Zvonova Elena A. — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of the World Economy and World Finance Department, Financial University, Moscow, Russia
EAZvonova@fa.ru

Статья поступила 05.03.2019; принята к публикации 14.05.2019.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received 05.03.2019; accepted for publication 14.05.2019.

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