

© 2017 г.

Игорь Балюк

кандидат экономических наук, доцент

Финансового университета при Правительстве РФ

(e-mail: balyuk@bk.ru)

ОБ ИДЕНТИФИКАЦИИ ВНУТРЕННЕГО И ВНЕШНЕГО ДОЛГА

На современном мировом финансовом рынке актуализируется и приобретает новые черты проблема разделения долговых обязательств стран на внешние и внутренние. Автор рассматривает основные критерии соответствующей идентификации этих обязательств, уделяя особое внимание анализу новой методики Банка международных расчетов, связанной с классификацией долговых ценных бумаг и их разделением на международные и внутренние.

Ключевые слова: внутренний долг; внешний долг; мировой финансовый рынок; международные долговые ценные бумаги; Банк международных расчетов.

В условиях глобализации мировой экономики растет величина заимствований на международном финансовом рынке. За последние двадцать лет совокупный объем международного долгового рынка (включая непогашенные долговые ценные бумаги и синдицированные кредиты) увеличился на порядок и достиг примерно 28–29 трлн. долл. в начале 2015 г. [1. С. А113; 2. С. 2], а с учетом нерыночных заимствований (включая кредиты международных финансово-кредитных организаций, межправительственные кредиты, двусторонние кредиты от коммерческих финансовых и нефинансовых организаций и др.) совокупный объем мирового внешнего долга, по нашим оценкам, основанным на данных Всемирного банка, в конце 2015 г. составил ориентировочно 73–74 трлн. долл. (около 100% мирового ВВП) [3].

В соответствии с методологией МВФ, понятие «внешний долг» (External Debt) означает наличие долговых обязательств резидентов какой-либо страны перед нерезидентами. Совокупный внешний долг страны включает в себя долговые обязательства различных субъектов рынка:

- центрального правительства, т.е. суверенный долг (Sovereign Debt);
- местных правительств, т.е. муниципальный долг (Municipal Debt);
- финансовых и нефинансовых организаций, т.е. корпоративный долг (Corporate Debt).

Соответственно понятие «внутренний долг» (Internal Debt) означает наличие долговых обязательств резидентов какой-либо страны перед другими резидентами данной страны. Заемщиками на внутреннем рынке могут выступать центральное правительство, местные органы власти, различные финансовые и нефинансовые организации, физические лица.

В условиях глобализации мировой экономики деление долга какой-либо страны на внешний и внутренний носит достаточно условный характер, поскольку в структуре долга различных стран мира растет удельный вес рыночных инструментов долгового финансирования в виде разнообразных долговых ценных бумаг, свободно обращающихся на рынке. В связи с этим в течение периода обращения долговых ценных бумаг происходит неоднократная смена их владельцев, в роли которых могут выступать как нерезиденты, так и резиденты. К этому следует добавить, что долговые ценные бумаги, предназначенные для размещения на внутренних национальных рынках, как правило, могут приобретаться и резидентами, и нерезидентами, так же как и долговые ценные бумаги, предназначенные для размещения на внешнем рынке. Кроме того, рыночная практика свидетельствует о том, что конечными бенефициарами компании-нерезидента могут быть физические лица, являющиеся резидентами страны-заемщика, а реальными владельцами компании-резидента могут оказаться нерезиденты.

Некоторые страны мира помимо критериев разделения долга на внешний и внутренний, рекомендованных МВФ, используют также валютный принцип, в соответствии с которым долг в национальной валюте считается внутренним долгом страны, а долг в иностранной валюте — внешним. В частности, такой подход применяет Минфин РФ. В современных условиях данный принцип разделения долга какой-либо страны на внешний и внутренний также вызывает вопросы, поскольку на внешнем рынке регулярно размещаются долговые ценные бумаги, номинированные в национальных валютах (например, правительство России в 2011 г. эмитировало рублевые еврооблигации), а на внутренних рынках выпускаются долговые ценные бумаги, номинированные в иностранных валютах (в частности, в 90-е годы XX в. в России было выпущено несколько траншей облигаций государственного валютного внутреннего займа, номинированных в долларах).

В связи с обострением проблемы роста внешней задолженности в 90-е годы XX в. в разных странах стали создаваться специализированные агентства по управлению долгом (Debt Management Office). Эти агентства создавались либо как самостоятельные и независимые структуры, либо как подразделения национальных центральных банков или министерств финансов. Одним из старейших агентств по управлению долгом является агентство Швеции, которое функционирует с 1789 г.

Следует заметить, что эти организации управляют совокупным долгом страны, включая как внешний, так и внутренний долг. Управление внешним и внутренним долгом страны из одного центра дает возможность минимизировать стоимость различных видов заимствований. При благоприятной рыночной конъюнктуре специализированное агентство может оперативно замещать дорогостоящий государственный долг более

дешевым, а также переключаться с внешних заимствований на внутренние и наоборот. В России также предполагается создание специализированного государственного агентства, которое сосредоточило бы в своих руках функции управления государственным долгом страны (включая как внешний, так и внутренний долг). Однако вот уже несколько лет соответствующий законопроект продолжает рассматриваться в Госдуме РФ.

Консолидированный подход к совокупному объему долговых обязательств без разделения на внешние и внутренние применяется не только в рамках отдельных стран, но и внутри некоторых региональных интеграционных объединений. Так, например, в рамках Евросоюза регулирование долга отдельных стран-членов осуществляется на основе критериев, применяемых к совокупному объему долга (т.е. включая и внешний, и внутренний долг). Согласно установленным критериям величина совокупного государственного долга не должна превышать 60% ВВП данной страны (в 2010 г. в качестве реакции на последствия мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. этот лимит был увеличен до 80% ВВП). Однако несмотря на установленный лимит, по данным статистического бюро Евросоюза (Eurostat), в октябре 2015 г. в странах ЕС этот показатель составил в среднем 86,0% [4]. В тройке самых проблемных стран оказались Греция (171,0%), Италия (134,6%) и Португалия (130,5%).

В современной структуре внешнего и внутреннего долга большинства стран мира доминируют различные виды долговых ценных бумаг. Так, например, в начале 2015 г. в структуре суверенного внешнего долга десяти стран-лидеров по величине внешней задолженности доля долгосрочных долговых ценных бумаг составила $\frac{3}{4}$ [3]. Основным поставщиком статистической информации по долговым ценным бумагам является Банк международных расчетов (БМР), который в декабре 2012 г. скорректировал методику разделения долговых ценных бумаг на международные и внутренние с целью повышения степени их сопоставимости на различных рынках. С этого момента к международным долговым ценным бумагам стали относиться долговые ценные бумаги, выпущенные за пределами страны регистрации эмитента [5. С. 63].

Интернационализация долгового рынка усложнила разграничение долговых ценных бумаг на международные и внутренние, и БМР изменил свою методику классификации международных долговых ценных бумаг, сделав акцент на месте их эмиссии, а не на целевой базе инвесторов, как это было раньше. Таким образом, основным критерием разделения долговых ценных бумаг на международные и внутренние стало местонахождение первичного рынка.

С середины 80-х годов XX в. БМР считал международными долговыми ценными бумагами долговые ценные бумаги, размещенные среди

международных инвесторов. В число таких бумаг входили и долговые ценные бумаги, выпущенные на национальных внутренних рынках резидентами данной страны, которые, однако, были предназначены для международных инвесторов. А внутренними долговыми ценными бумагами считались долговые ценные бумаги, номинированные в национальной местной валюте и размещенные среди местных инвесторов. Долговые ценные бумаги, выпущенные на национальном внутреннем рынке резидентами данной страны, считались БМР ориентированными на международных инвесторов, если они были либо номинированы в иностранной валюте, либо размещены синдикатом банков, в состав которого входил хотя бы один иностранный банк.

В 80-е годы XX в. подобное разделение долговых ценных бумаг на международные и внутренние рассматривалось в качестве альтернативной оценки внешней задолженности той или иной страны. Данные о выпусках долговых ценных бумаг, размещенных среди международных инвесторов, считались альтернативным источником информации о величине иностранных инвестиций в ту или иную страну. Однако за последние двадцать лет связь между эмиссиями долговых ценных бумаг в иностранной валюте и объемом иностранных инвестиций в данную страну стала не такой очевидной, поскольку национальные финансовые системы постепенно интегрируются в международную финансовую систему. В настоящее время многие международные инвесторы активно покупают долговые ценные бумаги, выпущенные на внутренних рынках и номинированные в национальных валютах. В то же время местные эмитенты имеют возможность выпускать долговые ценные бумаги в местной валюте не только на национальном внутреннем рынке, но и на международном рынке.

Несмотря на то, что в результате финансовой глобализации усиливается взаимопроникновение и взаимосвязь различных сегментов мирового финансового рынка и происходит размывание четких границ между внутренними и международными ценными бумагами, эксперты БМР тем не менее не считают необходимым и целесообразным на данном этапе отказываться от разделения долговых ценных бумаг на международные и внутренние. Поскольку процесс интеграции внутренних финансовых рынков и международного финансового рынка в единый мировой финансовый рынок пока еще не завершен, эмиссии международных долговых ценных бумаг имеют ряд отличий от внутренних эмиссий и могут при определенных условиях оказывать негативное влияние на финансовую стабильность. Эти отличия включают в себя валюту эмиссии, местонахождение первичного и вторичного рынка, а также применимое право.

Если взять за основу валюту эмиссии, тогда долговые ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, можно было бы считать

международными, а долговые ценные бумаги, номинированные в национальной валюте, — внутренними. Валютная структура долга показывает степень уязвимости эмитента с точки зрения величины текущего и потенциального валютного риска. В кризисные периоды, когда происходит девальвация национальной валюты, наличие долгов, номинированных в основных мировых валютах, существенно ухудшает финансовое состояние эмитента и осложняет текущее обслуживание и погашение внешнего долга.

Если исходить из местонахождения первичного и вторичного рынка, тогда долговые ценные бумаги, выпущенные и обращающиеся за пределами страны регистрации эмитента, можно было бы отнести к международным, а если бы они были выпущены и обращались на местном фондовом рынке в стране регистрации эмитента, — внутренними. Поэтому чтобы определить местонахождение первичного рынка, нужно выяснить, где была зарегистрирована данная эмиссия долговых ценных бумаг. С определением местонахождения вторичного рынка может возникнуть проблема, связанная с тем, что купля-продажа долговых ценных бумаг может осуществляться на внебиржевом рынке за пределами страны, где данные ценные бумаги официально включены в котировальный список фондовой биржи (т.е. где проводится листинг данных ценных бумаг).

Если исходить из применимого права, тогда долговые ценные бумаги, выпущенные на основе иностранного права, следовало бы считать международными, а если бы они были выпущены на основе права страны регистрации эмитента, — внутренними. Применимое право имеет значение для анализа политических страновых рисков, связанных с возможным государственным ограничением движения капитала или введением моратория на осуществление платежей за границу данной страны. Правительства по своей инициативе могут изменять условия обращения долговых ценных бумаг, выпущенных в соответствии с национальным законодательством, придавая им легальный статус. В то же время легализация указанных изменений на внутреннем рынке страны будет означать нарушение условий обращения долговых ценных бумаг, выпущенных в соответствии с иностранным правом.

На начальном этапе развития международного долгового рынка отмеченные выше отличия позволяли достаточно четко отделять международные долговые ценные бумаги от внутренних. Долговые ценные бумаги, выпущенные и обращающиеся за пределами страны регистрации эмитента, как правило, основывались на иностранном праве и были номинированы в иностранной валюте. В 1998 г., например, около 70% международных облигаций были номинированы в иностранных валютах (т.е. не в валюте страны регистрации эмитента) [5. С. 67]. Большинство международных облигаций были номинированы в долларах США,

обычно выпускались и обращались в Лондоне и на них распространялось действие английского права.

С начала XXI в. эмитенты из многих стран мира стали выпускать за пределами своих стран регистрации долговые ценные бумаги, номинированные в национальных валютах. Анализ статистических данных показывает, что примерно к 2005 г. половина находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг уже была номинирована в национальных валютах [5. С. 68]. Появление евро сыграло важную роль, позволив странам зоны евро перейти на фондирование в национальной валюте. В национальных валютах также стали активно выпускать международные долговые ценные бумаги и другие страны (в первую очередь это относится к Китаю, Бразилии и России). Причем в валютах развивающихся стран и стран с переходной экономикой начали более интенсивно эмитировать долговые обязательства и нерезиденты.

Хотя валюта в настоящее время уже не является отличительной характеристикой долговой ценной бумаги с точки зрения отнесения ее к категории международной или внутренней, тем не менее совокупное применение рассмотренных выше критериев классификации долговых ценных бумаг (особенно местонахождение первичного рынка) позволяет более точно определить их статус в связи с существующим разделением долга на внешний и внутренний. В большинстве случаев долговые ценные бумаги, выпущенные на национальных фондовых рынках, номинированы в местных валютах, и на них распространяется действие местного законодательства. Исключением из правила являются международные финансовые центры, которые играют двоякую роль в качестве как национальных, так и международных фондовых рынков, а также страны со слабыми местными валютами, на национальных фондовых рынках которых доминируют ведущие мировые валюты в виде доллара США и евро.

Статистические данные по новой методике, официально публикуемые на сайте БМР, начинаются с 2010 г. В то же время на сайте БМР сохранены статистические отчеты вплоть до 2011 г., составленные по старой методике. В результате имеется возможность сравнить разницу в цифрах по одинаковым показателям за 2010–2011 гг., связанную с применением разных методологических подходов.

Новая методика определения международных долговых ценных бумаг привела к тому, что в результате пересчета величина находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг в декабре 2010 и 2011 гг. уменьшилась на $\frac{1}{4}$ по сравнению с методикой оценки, применявшейся БМР ранее (таблица 1).

Основная причина данного сокращения объема — отнесение к внутренним долговым ценным бумагам долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами в национальной валюте на внутреннем рынке, но

Таблица 1

**Международные долговые ценные бумаги в обращении по месту регистрации эмитентов
(все виды эмитентов), млрд. долл. США**

	Развитые страны	Офшорные юрисдикции	Развивающиеся страны	Международные организации	Всего*
Декабрь 2010 г.	24 099,8 (17 329,7)**	1 546,7 (1 539,6)**	1 149,4 (1 127,6)**	892,1 (892,9)**	27 688,5 (20 893,2)**
Декабрь 2011 г.	24 543,9 (17 117,3)**	1 593,0 (1 569,6)**	1 286,8 (1 271,3)**	1 051,7 (1 056,7)**	28 475,4 (21 013,5)**
Декабрь 2012 г.	17 387,5	1 705,9	1 498,4	1 353,1	21 943,1
Декабрь 2013 г.	17 774,5	1 831,4	1 714,0	1 471,4	22 789,6
Декабрь 2014 г.	16 569,7	1 970,4	1 853,0	1 488,8	21 881,9

* Итоговые данные БМР немного отличаются от суммы четырех столбцов.

** Данные в скобках являются результатом изменения в декабре 2012 г. методики БМР, касающейся определения международных долговых ценных бумаг.

Источник: Составлено автором по данным BIS Quarterly Review за соответствующие годы.

размещенных синдикатом банков, среди которых находился хотя бы один иностранный банк. Кроме того, к внутренним долговым ценным бумагам были отнесены долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами на внутреннем рынке, но номинированные в иностранной валюте.

В стоимостном выражении новая методика определения международных долговых ценных бумаг наиболее существенно скорректировала статистические данные по долговым ценным бумагам развитых стран мира. Так, например, в декабре 2010 г. объем международных долговых ценных бумаг в результате отнесения их части к внутренним долговым ценным бумагам сократился почти на 6,8 трлн. долл. Из этой суммы 99,6% пришлось на долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами развитых стран мира (таблица 2).

По данным БМР, в 2013 г. в совокупном объеме долговых ценных бумаг около $\frac{3}{4}$ приходилось на долговые ценные бумаги, выпущенные на местных фондовых рынках отдельных стран и относящиеся к категории внутренних долговых ценных бумаг (domestic debt securities – DDS) [6. С. 18]. Оставшаяся часть представляла собой международные долговые ценные бумаги (international debt securities – IDS) [7. С. 153].

Следует отметить, что соотношение между величиной непогашенных внутренних долговых ценных бумаг и объемом находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг у разных стран существенно различается. В таблице 3 содержится информация о странах,

Таблица 2

**Международные долговые ценные бумаги в обращении по национальной принадлежности эмитентов
(все виды эмитентов), млрд. долл. США**

	Развитые страны	Офшорные юрисдикции	Развивающиеся страны	Международные организации	Всего*
Декабрь 2010 г.	24 981,4 (18 210,0)**	268,8 (277,5)**	1 545,4 (1 509,1)**	892,9 (896,7)**	27 688,5 (20 893,2)**
Декабрь 2011 г.	25 369,0 (17 952,0)**	287,1 (281,0)**	1 767,3 (1 723,8)**	1 052,0 (1 056,7)**	28 475,4 (21 013,5)**
Декабрь 2012 г.	18 148,1	343,1	2 098,7	1 353,1	21 943,1
Декабрь 2013 г.	18 484,7	365,9	2 467,5	1 471,4	22 789,6
Декабрь 2014 г.	17 280,6	370,1	2 741,9	1 489,3	21 881,9

* Итоговые данные БМР немного отличаются от суммы четырех столбцов.

** Данные в скобках являются результатом изменения в декабре 2012 г. методики БМР, касающейся определения международных долговых ценных бумаг.

Источник: Составлено автором по данным BIS Quarterly Review за соответствующие годы.

Таблица 3

Страны-лидеры по объему непогашенных международных долговых ценных бумаг, декабрь 2014 г.

Страна	Международные долговые ценные бумаги в обращении, млрд. долл.
1. США	3 031,1
2. Великобритания	2 655,7
3. Германия	1 899,6
4. Франция	1 690,4
5. Нидерланды	1 310,8
6. Испания	1 026,2
7. Италия	999,7
8. Канада	749,8
9. Австралия	622,2
10. Швеция	490,7
... Россия	248,0

Источник: BIS Quarterly Review, June 2015, p. A 118 (www.bis.org).

лидирующих по величине находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг. Отдельной строкой выделена позиция России.

Если учесть, что по состоянию на декабрь 2014 г. совокупная стоимость непогашенных международных долговых ценных бумаг, по

Таблица 4

**Страны-лидеры по совокупному объему непогашенных долговых ценных бумаг,
декабрь 2014 г.**

Страна	Долговые ценные бумаги в обращении, млрд. долл.
1. США	35 780,6
2. Япония	11 071,9
3. Великобритания	6 122,2
4. Китай	4 375,5*
5. Франция	4 309,6
6. Германия	3 779,7
7. Италия	3 468,8
8. Нидерланды	2 246,1
9. Канада	2 137,3
10. Испания	2 023,9
... Россия	394,2

* Данные по состоянию на сентябрь 2014 г.

Источник: BIS Quarterly Review, June 2015, p. A 137 (www.bis.org).

данным БМР, составила 21 878,1 млрд. долл. [1. С. А113], можно отметить достаточно высокую степень концентрации находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг. Как видно из таблицы, на десять стран, лидирующих по объему непогашенных международных долговых ценных бумаг, пришлось 2/3 совокупной задолженности тех стран мира, по которым приводит статистические данные БМР. А на тройку стран-лидеров (США, Великобритания и Германия) – 1/3 совокупной задолженности по международным долговым ценным бумагам.

В таблице 4 перечислены страны, лидирующие по совокупному объему непогашенных долговых ценных бумаг (включая внутренние и международные долговые ценные бумаги). Отдельной строкой выделена позиция России.

Как видно из таблицы, на три страны (США, Япония и Великобритания) приходится 70% совокупной величины находящихся в обращении внутренних и международных долговых ценных бумаг десятки стран-лидеров. Если сравнить данные двух таблиц, можно выделить несколько групп стран с разным соотношением величины обращающихся на рынке внутренних и международных долговых ценных бумаг. Для трех стран (Япония, Китай и США) в сентябре-декабре 2014 г. удельный вес международных долговых ценных бумаг в общем объеме непогашенных долговых ценных бумаг был не очень значителен (от 3,7% до 10,0%). У Нидерландов и России на международные долговые ценные бумаги приходилось более половины всей задолженности по выпущенным ценным бумагам (58,3% и 62,9% соответственно). В Германии, Испании и Великобритании задолженность по внутренним и внешним долговым

ценным бумагам распределялась примерно поровну. У Канады, Италии и Франции соотношение между внутренними и внешними долговыми ценными бумагами, находящимися в обращении в декабре 2014 г., составило примерно 2:1 в пользу внутренних долговых ценных бумаг.

Обобщая вышеизложенное, можно сделать следующие краткие выводы. В процессе глобализации финансовых рынков и упрощения процедуры уступки кредиторами прав требования по долговым обязательствам усложнилась идентификация внутренних и внешних долговых обязательств различных стран мира. В настоящее время в результате стирания четких границ между разными видами долговых обязательств на практике происходит постепенное объединение категорий «внутренний долг» и «внешний долг» в единое целое и формирование на их основе новой категории под названием «совокупный долг», представляющей собой консолидированные долговые обязательства конкретного субъекта рынка.

В то же время все еще сохраняются определенные различия между внутренними и внешними долговыми обязательствами, связанные с процедурой их эмиссии на первичном рынке. Если резидент размещает свои долговые обязательства, номинированные в местной валюте, на национальном фондовом рынке, ориентируясь прежде всего на местных инвесторов и используя законодательство данной страны, в таком случае по указанным выше параметрам такой долг будет отнесен к категории внутреннего. Если же резидент размещает свои долговые обязательства, номинированные в иностранной валюте, за пределами страны своей официальной регистрации, ориентируясь на иностранных инвесторов и используя иностранное законодательство, такой долг будет считаться внешним. Подобный методологический подход, основанный на определяющем критерии местонахождения первичного рынка, применяет в настоящее время БМР для идентификации внутренних и международных выпусков долговых ценных бумаг.

Однако, как представляется, по мере дальнейшей интернационализации мирового финансового рынка и активизации проникновения иностранных инвесторов на национальные финансовые рынки местонахождение первичного рынка будет постепенно утрачивать свою роль определяющего критерия для разделения долговых обязательств на внешние и внутренние, как это уже произошло, например, с валютами. Если на начальном этапе развития международного фондового рынка международные долговые ценные бумаги выпускались в основных мировых валютах (прежде всего в долларах США), то в настоящее время более половины находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг номинированы в различных национальных валютах. Подобные трансформации еще больше усложняют процесс идентификации внутреннего и внешнего долга на современном мировом финансовом рынке.

Литература

1. BIS Quarterly Review, March 2015.
2. *Cerutti E., Hale G.B., Minoiu C.* Financial Crises and the Composition of Cross-Border Lending. Federal Reserve Bank of San Francisco, August 2014, Working Paper 2014–20. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014–20.pdf> (дата обращения: 01.08.2016).
3. World Development Indicators. World Bank Data. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://databank.worldbank.org/data/reports> (дата обращения: 25.07.2016).
4. Government debt fell to 91.6% of GDP in euro area. Eurostat News Release. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521> (дата обращения: 29.03.2016).
5. *Gruić B., Wooldridge P.* Enhancements to the BIS debt securities statistics. BIS Quarterly Review, December 2012.
6. *Gruić B., Schrimpf A.* Cross-border investments in global debt markets since the crisis. BIS Quarterly Review, March 2014.
7. BIS Statistical Bulletin, December 2015.