



# МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 339.72(045)

JEL F34

## ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

**БАЛЮК ИГОРЬ АЛЕКСЕЕВИЧ,**

*кандидат экономических наук, доцент Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия*

*balyuk@bk.ru*

### АННОТАЦИЯ

По мере либерализации функционирования мирового финансового рынка происходит усиление зависимости различных стран от внешнего финансирования, которое реализуется через инфраструктуру и механизмы международного долгового рынка. Поскольку более 4/5 совокупного объема международного долгового рынка приходится на различные виды долговых ценных бумаг, особый интерес представляет анализ динамики и тенденций развития данного сегмента международного долгового рынка.

В статье рассматриваются динамика, структура, а также основные тенденции развития международного рынка долговых ценных бумаг за последние двадцать лет. Международный рынок долговых ценных бумаг анализируется с точки зрения его участников, основных финансовых инструментов и видов валют.

На основе проведенного анализа делается вывод о том, что нормальное поступательное развитие международного рынка долговых ценных бумаг было нарушено глобальным финансово-экономическим кризисом 2007–2009 гг. Среди основных особенностей развития международного рынка долговых ценных бумаг за рассматриваемый период времени в статье отмечается заметное усиление роли развивающихся стран, повышение удельного веса евро в валютной структуре выпусков международных долговых ценных бумаг, а также активизация в последние годы роли нефинансовых организаций в качестве эмитентов на фоне ослабления позиций банков.

**Ключевые слова:** международный долговой рынок; долговые ценные бумаги; офшорные юрисдикции; инструменты денежного рынка; эмитенты из развитых и развивающихся стран.

## DEVELOPMENT TRENDS IN THE INTERNATIONAL DEBT SECURITIES MARKET

**IGOR A. BALYUK,**

*PhD (Economics), associate professor of the World Economy and International Finance Department, Financial University, Moscow, Russia*

*balyuk@bk.ru*

### ABSTRACT

With the global financial market liberalization, countries are getting increasingly dependent on the external financing realized through the infrastructure and mechanisms of the international debt market. Since over 4/5 of the total international debt market falls on various types of debt securities, the analysis of the dynamics and trends in the development of this segment of the international debt market is of particular interest.

The paper focuses on the dynamics, structure and trends in the international debt securities market development for the last two decades. The international debt securities market is viewed in the context of its players, principal financial tools and currencies.

Based on the performed analysis, it is concluded that the normal progressive development of the international debt securities market was upset by the global financial and economic crisis of 2007 to 2009. Among the key features of the international debt securities market for the reviewed period, the paper points out the growing role of emerging economies; an increased share of issued international debt securities denominated in euro, as well as expansion of non-bank financial institutions involved in the issuance of debt securities on the background of weakening banks' positions in the recent years.

**Keywords:** international debt market; debt securities; offshore jurisdictions; money market tools; issuers of developed and developing countries.

**В** процессе глобализации мировой экономики различные страны регулярно осуществляют внешние заимствования в целях активизации инвестиционной деятельности, покрытия дефицита государственного бюджета, проведения социально-экономических реформ и рефинансирования текущих долговых обязательств. По мере либерализации функционирования мирового финансового рынка происходит усиление зависимости различных стран от внешнего финансирования [1], которое реализуется через инфраструктуру и механизмы международного долгового рынка [2, 3].

По мнению автора, современный международный долговой рынок представляет собой совокупность условий, обеспечивающих осуществление операций купли-продажи различных видов долговых обязательств с использованием эмиссионных и неэмиссионных инструментов на межнациональном уровне. По расчетам автора, основанным на данных Банка международных расчетов [4, с. 113] и агентства Thomson Reuters [5, с. 1], за последние двадцать лет совокупный объем международного долгового рынка (включая непогашенные долговые ценные бумаги и синдицированные кредиты) увеличился на порядок и достиг 24 трлн долл. США к началу 2015 г. Из этой суммы около 90% приходится на долговые ценные бумаги. В связи с этим представляется целесообразным проанализировать динамику и тенденции развития именно этого сегмента международного долгового рынка.

По данным Банка международных расчетов (БМР), с декабря 1994 по декабрь 2011 г. совокупная стоимость находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг увеличилась в 11,7 раза (табл. 1).

В декабре 2012 г. БМР внес изменения в статистику по долговым ценным бумагам 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 [6, с. 63]. Интернационали-

зация долгового рынка усложнила разграничение долговых ценных бумаг на международные и внутренние, и БМР изменил свою методiku 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 гг. 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 Банком международных расчетов 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 гг. 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. Национальные финансовые системы постепенно интегрируются в международную финансовую систему. В настоящее время многие международные

Таблица 1

**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 1994 г.	1991,0	19,4	147,5	283,6	2441,4
Декабрь 1995 г.	2294,2	23,6	176,4	308,7	2803,1
Декабрь 1996 г.	2611,4	36,3	259,2	319,1	3225,9
Декабрь 1997 г.	2813,6	48,4	329,3	303,2	3494,5
Декабрь 1998 г.	3487,8	59,2	376,7	371,1	4294,9
Декабрь 1999 г.	4499,0	56,6	425,3	378,1	5359,0
Декабрь 2000 г.	5465,5	70,5	456,6	380,6	6373,3
Декабрь 2001 г.	6277,7	90,2	486,3	382,6	7236,7
Декабрь 2002 г.	8094,0	111,2	544,0	437,1	9186,3
Декабрь 2003 г.	10 378,5	131,9	640,7	506,9	11 658,0
Декабрь 2004 г.	12 461,0	159,8	737,0	555,6	13 913,4
Декабрь 2005 г.	13 043,0	177,1	839,6	544,2	14 603,8
Декабрь 2006 г.	16 640,0	206,1	998,8	587,5	18 432,4
Декабрь 2007 г.	20 654,8	235,1	1186,0	660,3	22 736,2
Декабрь 2008 г.	21 764,8	230,0	1193,4	657,2	23 845,5
Декабрь 2009 г.	24 597,6	254,4	1341,0	800,4	26 993,4
Декабрь 2010 г.	24 981,4 (18 210,0)**	268,8 (277,5)	1545,4 (1509,1)	892,9 (896,7)	27 688,5 (20 893,2)
Декабрь 2011 г.	25 369,0 (17 952,0)	287,1 (281,0)	1767,3 (1723,8)	1052,0 (1056,7)	28 475,4 (21 013,5)
Декабрь 2012 г.	18 148,1	343,1	2098,7	1353,1	21 943,1
Декабрь 2013 г.	18 484,7	365,9	2467,5	1471,4	22 789,6
Декабрь 2014 г.	17 280,6	370,1	2741,9	1489,3	881,9

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

**Нетто-эмиссии международных долговых ценных бумаг по национальной принадлежности эмитентов (все виды эмитентов), млрд долл. США**

	Развитые страны	Офшорные юрисдикции	Развивающиеся страны	Международные организации	Всего*
1994 г.	234,3	7,9	33,5	9,9	285,7
1995 г.	263,6	4,3	29,5	15,8	313,2
1996 г.	407,4	17,2	90,6	24,9	540,1
1997 г.	437,5	14,2	88,6	20,3	560,6
1998 г.	573,0	10,2	40,2	55,1	678,6
1999 г.	1140,0	13,5	41,0	24,7	1219,1
2000 г.	1160,9	15,0	42,4	22,8	1241,1
2001 г.	990,2	21,0	39,8	16,1	1067,0
2002 г.	945,5	8,1	36,9	20,9	1011,4
2003 г.	1356,3	15,8	68,4	23,2	1463,7
2004 г.	1491,5	25,2	81,6	23,1	1621,4
2005 г.	1711,2	29,1	78,1	31,5	1849,8
2006 г.	2603,9	24,7	137,6	10,3	2776,4
2007 г.	2774,1	23,7	155,9	37,7	2991,3
2008 г.	2345,1	5,7	28,2	57,3	2436,3
2009 г.	2072,4	21,5	133,2	101,9	2329,1
2010 г.	1193,7 (347,5)**	15,0 (10,6)	212,6 (205,0)	93,2	1514,4 (656,4)
2011 г.	787,6 (63,9)	6,7 (5,9)	231,2 (217,3)	186,5 (186,9)	1212,0 (474,1)
2012 г.	15,5	61,1	372,6	284,7	733,9
2013 г.	12,5	22,1	369,4	113,9	518,0
2014 г.	178,0	15,1	342,7	138,7	674,6

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

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.

Статистические данные по новой методике, официально публикуемые на сайте БМР, представлены

с 2010 г. В то же время на этом сайте сохранены и 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 об-

ращении международных долговых ценных бумаг в декабре 2010 и 2011 гг. уменьшилась на  $\frac{1}{4}$  по сравнению с методикой оценки, применявшейся БМР ранее. Основная причина данного сокращения объема — отнесение к внутренним долговым ценным бумагам долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами в национальной валюте на внутреннем рынке, но 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. США [7, с. 113]. Из этой суммы 99,6% пришлось на долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами развитых стран мира.

Если рассматривать годовую динамику развития рынка международных долговых ценных бумаг, следует отметить стабильный рост объемов рынка с 1994 до рекордного 2011 г., хотя, как видно из *табл. 2*, уже начиная с 2008 г. наблюдается ежегодное регулярное уменьшение объема нетто-эмиссий<sup>1</sup> международных долговых ценных бумаг, который в 2007–2011 гг. сократился с почти 3 до 1,2 трлн долл. США (или до 474 млрд долл. США по новой методике подсчета). В 2012–2014 гг. нетто-эмиссии характеризовались нестабильным состоянием с чередованием роста и падения объемов.

Анализ динамики развития рынка международных долговых ценных бумаг позволяет сделать вывод о том, что она отражает общие тенденции развития мировой экономики: поступательный стабильный рост на протяжении 15 лет до финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., резкое сокращение объема нетто-эмиссий в 2010–2011 гг., связанное с последствиями кризиса и обострением долговых проблем в развитых странах мира, и неустойчивая стабилизация в 2012–2014 гг. (выход в 2014 г. на уровень 2010 г. по величине нетто-эмиссий). Возникшей ситуацией с успехом

воспользовались развивающиеся страны, которые с 2010 по 2014 г. включительно в 1,8 раза увеличили свою долю в совокупной стоимости находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг (до 12,5%) за счет резкого роста (в 1,67 раза) объема нетто-эмиссий.

Если рассматривать динамику развития рынка международных долговых ценных бумаг по видам функциональных эмитентов, следует отметить интенсивный рост как совокупного объема, так и доли финансовых организаций (*табл. 3*).

Как видно из таблицы, с 1994 по 2010 г. величина находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг финансовых организаций возросла в 25 раз, а удельный вес повысился с 34,2% в 1994 г. до 78,7% в 2010 г. (по новой методике). При этом за тот же период доля нефинансовых организаций уменьшилась с 29,6 до 9,7%. Снижился также удельный вес правительств (с 24,6 до 7,3%) и международных организаций (с 11,6 до 4,3%). Однако начиная с 2011 г. доля финансовых организаций стала постепенно уменьшаться, составив 72,0% в 2014 г., а доля нефинансовых организаций, напротив, выросла на 4% к 2014 г. На 2,5% в структуре непогашенных международных долговых ценных бумаг к 2014 г. выросла также доля международных организаций. Эти статистические данные свидетельствуют о падении интереса международных инвесторов к долговым ценным бумагам банков в результате международного финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. и повышении спроса на долговые обязательства компаний реального сектора экономики и международных организаций.

Если анализировать изменения на международном долговом рынке по видам инструментов, то следует отметить серьезное доминирование в структуре международных долговых ценных бумаг средне- и долгосрочных инструментов в виде облигаций и нот. На них в декабре 2014 г. приходилось 96% совокупного объема находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг. А среди облигаций и нот, находящихся в обращении, основная доля приходилась на инструменты с фиксированной ставкой купонного дохода (*табл. 4*).

Хотя с 1998 по 2006 г. их доля уменьшилась с 72,5 до 66,2% (в этот период в 1,4 раза повысился удельный вес инструментов с плавающей ставкой, отражавших желание инвесторов, преимущественно банков, принимать на себя более высокий рыночный риск в надежде получить более высокие доходы), однако к 2014 г. их доля постепенно повысилась до 72,1% как ответ международных инвесторов на нестабильную ситуацию в мировой экономике

<sup>1</sup> Нетто-эмиссия (Net Issue) представляет собой разницу между номинальной величиной вновь выпущенных ценных бумаг и номинальной величиной погашенных ценных бумаг за определенный период времени.

Таблица 3

**Международные долговые ценные бумаги в обращении по видам функциональных эмитентов, млрд долл. США**

Вид эмитента	Декабрь 1994 г.	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2014 г.
Финансовые организации	834,1	2014,0	6617,9	14 352,0	20 821,8 (16 441,2)**	15 764,1
Нефинансовые организации	722,1	1011,4	1263,6	1866,7	3556,7 (2021,2)	2991,1
Правительства	601,6	898,4	867,8	1626,2	2417,1 (1534,1)	1637,4
Международные организации	283,6	371,1	437,1	587,5	892,9 (896,7)	1489,3
Всего*	2441,4	4294,9	9186,3	18 432,4	27 688,5 (20 893,2)	881,9

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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 4

**Международные облигации и ноты в обращении по видам инструментов, млрд долл. США**

Вид инструмента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
С фиксированной ставкой	2973,8	6253,9	11 628,8	18 401,8	19 404,5 (13 535,7)**	15 143,2
С плавающей ставкой	915,9	2192,0	5584,6	7885,6	7687,9 (6338,9)	5451,5
Связанные с акциями	210,9	309,0	344,0	485,3	487,4 (326,5)	404,2
Всего*	4100,6	8754,9	17 557,4	26 772,7	27 579,7 (20 201,1)	998,9

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

и финансах и связанное с этим желание минимизировать свои риски с помощью покупки долговых инструментов с фиксированным уровнем дохода. Наряду с этим, следует отметить снижение удельного веса долговых инструментов, связанных с акциями (в первую очередь это конвертируемые облигации), с 5,2% в 1998 г. до 1,8% в 2010 г. Хотя в стоимостном выражении доля долговых инструментов, связанных с акциями, в 1998–2010 гг. выросла в 2 раза, рост других инструментов за тот же период времени был

более значительным (с плавающей ставкой — в 8,6 раза, а с фиксированной ставкой — в 6,2 раза).

Если проанализировать динамику и структуру выпуска международных облигаций и нот по видам основных валют, следует отметить существенный рост евро как с точки зрения стоимостного объема, так и с точки зрения его доли среди всех видов валют (табл. 5).

Как видно из таблицы, объем находящихся в обращении международных облигаций и нот, номи-

Таблица 5

## Международные облигации и ноты в обращении по видам основных валют, млрд долл. США

	Евро	Доллар США	Фунт стерлингов	Иена	Немецкая марка	Французский франк	Все валюты*
Декабрь 1996 г.	–	1135,4	227,3	474,4	332,3	166,3	2982,5
Декабрь 1997 г.	–	1463,9	268,9	455,4	330,9	179,5	3358,3
Декабрь 1998 г.	–	1851,7	326,5	478,3	424,2	218,0	4100,6
Декабрь 1999 г.	1473,1	2397,3	393,9	–	–	–	5099,8
Декабрь 2000 г.	1771,0	2911,4	453,1	454,7	–	–	5879,4
Декабрь 2001 г.	2170,2	3465,6	505,3	409,1	–	–	6839,1
Декабрь 2002 г.	3283,1	4045,9	618,6	433,3	–	–	8754,9
Декабрь 2003 г.	4830,3	4484,6	778,3	487,9	–	–	11 088,7
Декабрь 2004 г.	6222,2	4864,3	984,2	530,7	–	–	13 249,6
Декабрь 2005 г.	–	–	–	–	–	–	–
Декабрь 2006 г.	8301,7	6399,4	1449,1	486,9	–	–	17 557,4
Декабрь 2007 г.	10 535,8	7553,3	1708,5	577,7	–	–	21 599,4
Декабрь 2008 г.	10 873,9	8215,1	1701,8	746,7	–	–	22 717,1
Декабрь 2009 г.	12 377,8	9425,0	2142,3	693,9	–	–	26 061,2
Декабрь 2010 г.	11 795,4	10 503,1	2089,3	760,8	–	–	26 772,7
Декабрь 2011 г.	11 723,2 (9327,2)*	11 313,0 (6640,6)	2061,6 (1905,5)	758,1 (741,7)	–	–	27 579,7 (20 201,1)
Декабрь 2012 г.	9620,0	7223,8	1921,3	646,2	–	–	21 102,3
Декабрь 2013 г.	9925,5	7864,8	2043,6	485,0	–	–	21 919,6
Декабрь 2014 г.	8709,1	8475,2	1945,4	421,0	–	–	20 998,9

\* – 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 6

**Инструменты международного денежного рынка в обращении, млрд долл. США**

Вид инструмента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Коммерческие бумаги	132,7	292,2	635,4	511,9	578,4 (547,6)*	521,4
Прочие инструменты	61,6	145,6	239,6	403,9	317,2 (266,2)	361,6
Всего	194,3	437,7	875,0	915,8	895,7 (813,8)	883,0

\* – 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 7

**Коммерческие бумаги в обращении по видам функциональных эмитентов, млрд долл. США**

Вид эмитента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Финансовые организации	76,0	240,1	581,6	447,7	485,3 (459,8)**	430,9
Нефинансовые организации	34,0	36,4	39,9	23,8	32,5 (27,9)	23,0
Правительства	19,4	10,7	2,3	29,7	32,7 (31,9)	38,3
Международные организации	3,2	5,0	11,6	10,8	28,0 (28,0)	29,2
Всего*	132,7	292,2	635,4	511,9	578,4 (547,6)	521,4

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

нированных в евро, с 1999 по 2011 г. возрос в 8 раз, опередив другие основные валюты. Для сравнения: рост объема непогашенных международных облигаций и нот, номинированных в долларах США, составил 4,7 раза, в фунтах стерлингов – 5,2 раза, в иенах – 1,4 раза.

С точки зрения удельного веса в 1999 г. (дебютный год для эмиссий различных типов международных долговых ценных бумаг, номинированных в евро) на евро пришлось 28,9% находящихся в обращении международных облигаций и нот, а на долю доллара США – 47,0%. Затем до 2008 г. происходил ежегодный рост удельного веса евро, после чего началось постепенное уменьшение его доли

(в 2014 г. на евро пришлось 41,5% находящихся в обращении международных облигаций и нот). В 2003 г. удельный вес евро в структуре находящихся в обращении международных облигаций и нот впервые в истории превысил удельный вес доллара США, и до сих пор доллару так и не удалось вернуть лидирующее положение.

Что касается динамики доллара США, то в 1999–2001 гг. наблюдался рост его удельного веса (до 50,7% в 2001 г.), однако в 2002–2007 гг. его доля снижается до 35,0% на фоне отмеченного выше роста удельного веса евро (на 11,3% за тот же период времени). С 2008 г. начинает набирать силу новая тенденция: доля евро снижается, а удельный вес

Таблица 8

**Прочие инструменты денежного рынка в обращении по видам функциональных эмитентов,  
млрд долл. США**

Вид эмитента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Финансовые организации	48,6	140,3	234,2	447,7	311,3 (260,3)**	358,3
Нефинансовые организации	2,8	4,7	2,4	23,8	2,0 (2,0)	0,7
Правительства	10,2	0,5	2,7	29,7	2,1 (2,0)	2,3
Международные организации	–	–	11,6	0,3	1,8 (1,8)	0,2
Всего*	61,6	145,6	635,4	239,6	317,2 (266,2)	361,6

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

доллара США постепенно растет (до 40,4% в 2014 г.). Параллельно с долларом США увеличилась доля фунта стерлингов (с 7,5% в 2008 г. до 9,3% в 2014 г.). Что же касается удельного веса иены, то с 1999 по 2014 г. он снизился с 10,4 до 2,0%.

Следует также отметить серьезное доминирование евро и доллара США в структуре находящихся в обращении международных облигаций и нот. Если в 1999 г. на их долю приходилось 75,9%, то в 2014 г. — уже 81,9% (максимальная доля евро и доллара была отмечена в 2003 г. — 84,0%). Если еще добавить к ним фунт стерлингов, то на эти три валюты в 2014 г. приходилось 91,2% всех находящихся в обращении международных облигаций и нот.

На инструменты международного денежного рынка (т.е. долговые ценные бумаги, срок обращения которых не превышает 12 месяцев) в декабре 2014 г. приходилось всего 4% совокупного объема международного рынка долговых ценных бумаг. Если анализировать динамику и структуру находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка, можно отметить доминирование коммерческих бумаг [8], т.е. векселей, выпускаемых в обращение на международном долговом рынке (табл. 6).

Как видно из таблицы, к 2006 г. доля коммерческих бумаг в структуре инструментов международного денежного рынка достигла 72,6%, однако к 2014 г. она снизилась до 59,0% на фоне роста

прочих инструментов международного денежного рынка, к которым в первую очередь относятся банковские акцепты и депозитные сертификаты.

Если рассматривать динамику и структуру находящихся в обращении коммерческих бумаг по видам функциональных эмитентов, следует отметить существенное повышение в 1998–2014 гг. удельного веса финансовых организаций, для которых краткосрочные международные долговые ценные бумаги являются более удобным и привлекательным инструментом международных заимствований по сравнению с другими видами эмитентов (табл. 7).

Как видно из таблицы, доля финансовых организаций выросла с 57,3% в 1998 г. до 91,5% в 2006 г. Однако с 2007 г. началось снижение удельного веса финансовых организаций, и в 2014 г. их доля составила 82,6%. Следует отметить, что в 2006–2014 гг. повысился удельный вес правительств и международных организаций. Если в 2006 г. на них в совокупности приходилось всего 2,2%, то в 2014 г. — уже 12,9% (или 67,5 млрд долл. США). Что же касается нефинансовых организаций, то их доля в совокупном объеме находящихся в обращении коммерческих бумаг сократилась с 25,6% в 1998 г. до 4,4% в 2014 г. В целом в 1998–2011 гг. совокупный объем находящихся в обращении коммерческих бумаг возрос в 4,4 раза до 578,4 млрд долл. США (или 547,6 млрд долл. США по новой методике БМР).

**Инструменты международного денежного рынка в обращении по видам основных валют, млрд долл. США**

Вид валюты	Декабрь 1999 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Евро	86,4	178,5	354,4	378,2	371,5 (338,7)*	284,4
Доллар США	112,8	145,4	286,7	340,6	303,7 (260,2)	362,5
Фунт стерлингов	23,9	56,2	147,3	125,6	147,2 (146,8)	160,7
Иена	6,2	23,4	14,2	21,4	20,2 (20,2)	9,6
Все валюты	249,6	437,7	875,0	915,8	895,7 (813,8)	883,0

\* – 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.

Что касается структуры и динамики использования прочих инструментов денежного рынка, следует отметить абсолютное доминирование финансовых организаций. В 1998–2011 гг. стоимость находящихся в обращении прочих инструментов денежного рынка, выпущенных финансовыми организациями, увеличилась в 6,4 раза при росте совокупной стоимости непогашенных данных долговых ценных бумаг в 5,1 раза (табл. 8).

**На фоне сохраняющейся неустойчивости финансового сектора развитых стран международные инвесторы в ближайшее время, вероятнее всего, будут отдавать предпочтение долговым обязательствам финансового сектора развивающихся стран, который в меньшей степени пострадал от мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.**

Анализ таблицы показывает, что если в 1998 г. удельный вес финансовых организаций в сово-

купном объеме находящихся в обращении прочих инструментов денежного рынка составлял 78,9%, то в 2002–2014 гг. он находился на уровне выше 96%. В 2014 г. был достигнут максимальный результат (99,1%). Можно сказать, что финансовые организации практически монополизировали данный сегмент международного долгового рынка. Если в 1998 г. на нефинансовые организации, правительства и международные организации приходился 21,1% находящихся в обращении прочих инструментов денежного рынка, то в 2014 г. — менее 1%.

Подобная отрицательная динамика связана с тем, что отмеченные выше группы эмитентов сделали ставку на рынке краткосрочных долговых обязательств на выпуск коммерческих бумаг, а основное внимание было перенесено ими на эмиссию международных облигаций и нот, т.е. средне- и долгосрочных долговых ценных бумаг. Долговые инструменты денежного рынка более активно используются финансовыми организациями, которые в силу специфики своей деятельности имеют возможность осуществлять краткосрочные активные операции с участием своих клиентов за счет привлеченных средств на международном денежном рынке.

Анализ динамики и структуры находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка по видам основных валют показывает, что в 1999–2014 гг., как и в случае с международными облигациями и нотами, между собой соперничали две мировые валюты: доллар США и евро. На них

Таблица 10

**Инструменты международного денежного рынка в обращении по месту регистрации эмитентов  
(все виды эмитентов), млрд долл. США**

Вид эмитента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Развитые страны	156,3	390,6	785,1	871,3	810,1 (733,3)**	747,7
Офшорные юрисдикции	29,6	37,7	66,4	27,4	47,3 (42,2)	92,2
Развивающиеся страны	5,2	4,4	11,7	6,2	8,5 (8,5)	19,3
Международные организации	3,2	5,0	11,9	11,0	29,8 (29,8)	23,8
Всего*	194,3	437,7	875,0	915,8	895,7 (813,8)	883,0

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

ежегодно в среднем приходилось 76,5% всех видов валют, в которых были номинированы инструменты международного денежного рынка. Если еще добавить к ним фунт стерлингов, то на эти три валюты в 2014 г. приходилось 91,4% всех находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка (табл. 9). Указанный процент практически совпадает с удельным весом трех основных валют, в которых были номинированы международные облигации и ноты в 2014 г.

Если проанализировать динамику и структуру находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка по месту регистрации эмитентов, можно сделать вывод о значительном доминировании эмитентов их развитых стран (табл. 10).

Как видно из таблицы, в 1998–2010 гг. удельный вес развитых стран вырос с 80,4 до 95,1%, однако в 2011–2014 гг. произошло уменьшение их доли до 84,7% за счет повышения удельного веса прежде всего офшорных юрисдикций (с 7,4 до 10,4%). Данная тенденция аналогична ситуации со снижением за тот же период времени доли развитых стран в структуре находящихся в обращении международных облигаций и нот. В 1999–2011 гг. максимальный рост находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка был отмечен у международных организаций (в 9,3 раза до 29,8 млрд долл. США), однако их удельный вес составил всего 3,3%.

Если сравнивать динамику и структуру находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка по национальной принадлежности эмитентов с аналогичными показателями по месту регистрации эмитентов, следует отметить значительное повышение удельного веса развивающихся стран (в 2014 г. 13,6% по сравнению с 2,2%) за счет сокращения доли развитых стран и офшорных юрисдикций (табл. 11).

Причем если в 1998–2011 гг. разница между долей развивающихся стран в структуре находящихся в обращении инструментов денежного рынка по национальной принадлежности и по месту регистрации эмитентов составляла 1,5–2,0%, то в 2014 г. она увеличилась до 11,4%. К 2014 г. сократилась доля не только офшорных юрисдикций, но и развитых стран.

Таким образом, эмитенты из развивающихся стран в последние годы стали активно регистрировать компании для выпуска различных инструментов международного денежного рынка не только в офшорных юрисдикциях, но и в развитых странах [9]. В 2014 г., например, разница между долей развивающихся стран в структуре находящихся в обращении инструментов денежного рынка по национальной принадлежности и по месту регистрации эмитентов примерно поровну распределилась между офшорными юрисдикциями (6,2%) и развитыми странами (5,2%). В то же время если в 1998 г. в стоимостном выражении доля развитых стран была почти в 21 раз больше доли развиваю-

**Инструменты международного денежного рынка в обращении по национальной принадлежности эмитентов (все виды эмитентов), млрд долл. США**

Вид эмитента	Декабрь 1998 г.	Декабрь 2002 г.	Декабрь 2006 г.	Декабрь 2010 г.	Декабрь 2011 г.	Декабрь 2014 г.
Развитые страны	169,1	424,3	837,7	878,9	816,6 (738,8)**	702,6
Офшорные юрисдикции	13,8	3,3	10,8	12,0	20,9 (20,1)	36,9
Развивающиеся страны	8,1	5,1	14,6	14,0	28,4 (25,1)	119,7
Международные организации	3,2	5,0	11,9	11,0	29,8 (29,8)	23,8
Всего*	194,3	437,7	875,0	915,8	895,7 (813,8)	883,0

\* – Итоговые данные БМР из-за округления цифр могут немного отличаться от суммы четырех строк.

\*\* – 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.

щихся стран, то в 2014 г. это соотношение составило 5,9 раза (см. табл. 11).

Обобщая результаты проведенного анализа динамики и основных тенденций развития международного рынка долговых ценных бумаг, можно сделать следующие краткие выводы. В течение рассматриваемого периода существенно возросла емкость международного рынка долговых ценных бумаг. Если в предкризисный период эмитенты из развитых стран стабильно поддерживали свой удельный вес и доминирующее положение, то с 2010 по 2014 г. эмитенты из развивающихся стран существенно увеличили свою долю в совокупной стоимости находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг.

В посткризисный период инвесторы на международном рынке долговых ценных бумаг наряду с долговыми обязательствами финансовых организаций развивающихся стран предпочитали также покупать долговые обязательства нефинансовых организаций развитых стран. В меньшем объеме инвесторы также вкладывали деньги в нефинансовые организации развивающихся стран. Самым рискованным и нежелательным вложением для инвесторов стали международные долговые ценные бумаги финансового сектора развитых стран мира. Следует также отметить возрастание интереса международных инвесторов к суверенным долговым ценным бумагам развивающихся стран [10] и нежелание покупать долговые обязательства правительств развитых стран, оказавшихся под

тяжелым гнетом долгового бремени в результате мирового финансово-экономического кризиса.

До 2008 г. на фоне значительного доминирования инструментов с фиксированной ставкой происходило уменьшение их доли за счет роста удельного веса международных облигаций и нот с плавающей ставкой. Данная тенденция отражала готовность участников долгового рынка принимать на себя существующие уровни кредитного риска в условиях относительно стабильного развития мировой экономики. Однако в 2009 г. на фоне набирающего силу мирового финансово-экономического кризиса удельный вес международных облигаций и нот с фиксированной ставкой резко повысился, а с 2010 г. облигации и ноты с фиксированным уровнем дохода стали основным долговым инструментом в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры.

Что касается динамики и структуры выпуска международных облигаций и нот по видам основных валют с 1999 по 2014 г., следует отметить существенный рост евро как с точки зрения стоимостного объема, так и с точки зрения его доли среди всех видов валют. В докризисные годы международные инвесторы охотно покупали долговые ценные бумаги, номинированные в новой валюте. Однако мировой финансово-экономический кризис подорвал доверие международных инвесторов к евро, и они предпочли вкладывать деньги в покупку международных облигаций и нот, номинированных в более надежной, с их точки зрения, валюте — долларах США.

Проведенное сравнение данных, основанных на месте регистрации эмитентов, с динамикой и структурой находящихся в обращении международных облигаций и нот по национальной принадлежности эмитентов, позволяет сделать вывод о том, что часть эмитентов международных долговых ценных бумаг из развитых и развивающихся стран регистрируются в офшорных юрисдикциях, увеличивая долю последних на международном долговом рынке. Таким образом, эмитенты из развитых и развивающихся стран стремятся использовать офшорные юрисдикции для оптимизации величины своих расходов при выпуске международных долговых ценных бумаг.

В структуре находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг доминируют средне- и долгосрочные инструменты, доля которых в докризисный период постепенно возрастала [11]. В 1996–2014 гг. удельный вес краткосрочных долговых ценных бумаг уменьшился почти в 2 раза.

На рынке краткосрочных долговых инструментов, как и в случае с международными облигациями и нотами, между собой конкурируют две мировые валюты: доллар США и евро. Повышение удельного веса доллара в 2012–2014 гг. определялось желанием международных инвесторов минимизировать риски, связанные с единой европейской валютой, когда многие страны ЕС столкнулись с острым долговым кризисом.

В структуре находящихся в обращении инструментов международного денежного рынка в 1998–2010 гг. возрос удельный вес развитых стран, однако

в 2011–2014 гг. произошло уменьшение их доли за счет повышения удельного веса прежде всего офшорных юрисдикций. Эмитенты из развивающихся стран в последние годы стали активно регистрировать компании для выпуска различных инструментов международного денежного рынка не только в офшорных юрисдикциях, но и в развитых странах.

В целом следует отметить, что динамика развития международного рынка долговых ценных бумаг отражает общие тенденции развития мировой экономики: поступательный стабильный рост объемов до финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., резкое сокращение объема нетто-эмиссий в 2010–2011 гг. и неустойчивая стабилизация в 2012–2014 гг.

Как представляется, наметившийся в 2010–2014 гг. быстрый рост доли корпоративных эмитентов из развивающихся стран (прежде всего банков и других финансовых организаций) в нетто-эмиссиях международных долговых ценных бумаг будет способствовать постепенному увеличению доли развивающихся стран в совокупной стоимости находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг. На фоне сохраняющейся неустойчивости финансового сектора развитых стран международные инвесторы в ближайшее время, вероятнее всего, будут отдавать предпочтение долговым обязательствам финансового сектора развивающихся стран, который в меньшей степени пострадал от мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Причем основные эмитенты будут сосредоточены в странах Азии и Азиатско-Тихоокеанского региона (в первую очередь в Китае).

## ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Платонова И. Мировая долговая проблема и устойчивое развитие глобальной экономики / Platonova I. Mirovaya dolgovaya problema i ustoichivoe razvitie global'noi ekonomiki [World debt problem and sustainable development of the global economy]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo — Economy. Taxes. Law*, 2016, no. 2 (in Russian).
2. Gruić B., Schrimpf A. Cross-border investments in global debt markets since the crisis. *BIS Quarterly Review*, March 2014. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403.pdf) (accessed: 15.07.2016).
3. Duca I., Gherghina R. The International Debt Securities Markets — Features and Trends. URL: <http://fse.tibiscus.ro/anale/Lucrari2009/054.%20Duca,%20Gherghina.pdf> (accessed: 23.06.2016).
4. *BIS Quarterly Review*, June 2015. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1506.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1506.pdf) (accessed: 14.06.2016).
5. Thomson Reuters. Global Syndicated Loans Review. Managing Underwriters. Full Year 2015. URL: [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/Loan-4Q15-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/Loan-4Q15-(E).pdf) (accessed: 14.06.2016).
6. Gruić B., Wooldridge P. Enhancements to the BIS debt securities statistics. *BIS Quarterly Review*, December 2012. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1212.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212.pdf) (accessed: 20.05.2016).
7. *BIS Quarterly Review*, December 2012. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1212.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1212.pdf) (accessed: 20.05.2016).
8. Bertholle P., Marcello T. Commercial Paper in Europe — the Changing Landscape. *Treasury Management International*, June 2000. URL: [http://www.paris-europlace.net/files/commercial\\_paper.pdf](http://www.paris-europlace.net/files/commercial_paper.pdf) (accessed: 15.07.2016).
9. Debt Capital Markets. 2015 Review and 2016 Forecast. Societe Generale Corporate and Investment Banking, November 2015. URL: [https://cib.societegenerale.com/uploads/tx\\_bisgnews/SG\\_CIB\\_-DCM\\_2015\\_Review\\_and\\_2016\\_Forecast.pdf](https://cib.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SG_CIB_-DCM_2015_Review_and_2016_Forecast.pdf) (accessed: 22.07.2016).