

Четвертая «долговая волна» и кредиторы

Нынешняя «долговая волна» не только скорректировала набор используемых инструментов заимствований, одновременно расширив круг дебиторов, но и внесла существенные изменения в состав «клуба» кредиторов-инвесторов. Последние контролируют (владеют) «глобальные» финансовые активы, частью которых, разумеется, является «глобальный долг». По оценке Совета финансовой стабильности (далее – СФС, Совет), в конце 2017 года (более поздние данные пока отсутствуют) общая сумма финансовых активов, находящихся в распоряжении правительств, центральных и коммерческих банков, МФИ, а также небанковских финансовых посредников (далее- НБФП), достигала 384 трлн. долл. США и, очевидно, существенно увеличилась с тех пор. Уже сама эта цифра не может не будоражить воображение. Она более, чем в четыре раза, превышает глобальный ВВП, а это – один из важнейших признаков «финансового пузыря».

Но дело не столько в объемах, сколько – как и в случае с «глобальным долгом» - в структуре этих активов. Только 40% (151 трлн. долл. США) указанной суммы приходилось на «классических» финансовых посредников – на коммерческие банки, столетиями контролировавших финансовые рынки. Теперь - в новой реальности мира финансов - доминируют НБФП: пенсионные фонды и страховые компании, а также «другие финансовые институты» – инвестиционные фонды, фонды денежных рынков и «прочие» (other) финансовые посредники, общее число видов которых достигает почти дюжины, по классификации все того же СФС. В рассматриваемом периоде сумма контролируемых НБФП финансовых активов оценивалась в 186 трлн. долл. США, из которых на «прочих» приходилось 118,1 трлн. долл. США. Для сравнения: активы центральных банков экономик, входящих в Совет, оценивались в «каких-то» 30,1 трлн. долл. США.

Очевидно, что долговые обязательства всех форм и всех категорий заемщиков занимают видное место в «глобальных финансовых активах» (напомним, что «глобальный долг» оценивается МБРР в сумме 185 трлн. долл. США; СФС данную позицию в активах не расшифровывает). При этом хорошо известно, что инвестиционные декларации институциональных инвесторов, к которым относят, в первую очередь, коммерческие банки, пенсионные фонды и страховые компании, содержат четкие правила, требования и предписания в отношении «качества» тех активов, в которые разрешено вкладывать средства их клиентов. Учитывая социальную функцию, которую выполняют

данная категория инвесторов, логично исходить из того, что в их инвестиционных портфелях могут находиться исключительно самые надежные и наиболее ликвидные финансовые активы. Однако в современных условиях это далеко не так.

Вот лишь некоторые факты. В 2003 году в портфеле активов пенсионных фондов развитых экономик не было, например, долговых облигаций стран формирующихся рынков. На текущем этапе это уже 2,0 трлн. долл. США бумаг. Аналогичный показатель для страховых компаний – 4,8 трлн. долл. США. Какими причинами не объяснялась бы данная ситуация – улучшением платежеспособности ряда суверенных заемщиков и/или низкими процентными ставками (доходностью) облигаций эмитентов из развитых государств – финансовая стабильность двух важнейших секторов глобальной экономики – пенсионного и страхового – стала зависеть и от весьма ненадежного (или, как минимум, волатильного) финансового источника: устойчивого развития стран формирующихся рынков и выполнения их заемщиками обязательств по облигациям многочисленных облигационных займов.

Новизна современной ситуации состоит так же и в том, что все большую роль играет присутствие на долговых рынках «прочих» финансовых посредников. Хотя их финансовые активы в два раза больше суммы активов пенсионных фондов и страховых компаний вместе взятых, но правила мониторинга, не говоря уже о регулировании, деятельности «прочих» еще только формируются. Впрочем, ничего удивительного в это обстоятельстве нет, если принять во внимание, что всего лишь пару лет назад «группа 20» скорректировала подходы к оценке финансовых операций небанковского сектора, переведя их из категории «теневое бэнкинг» (shadow banking) в категорию «финансирование, основанное на рыночных инструментах» (market based financing), о чем мы уже говорили.

Участники указанного финансирования – за исключением страховых компаний и пенсионных фондов – находятся за периметром не только многостороннего, но и национального надзора, по крайней мере, в той степени, как это имеет место с глобальными и национальными системно значимыми банками, хотя, если судить по цифрам, «прочие» уже сами стали «системно значимыми». Между тем, именно эти финансовые посредники наиболее активно вкладывают средства клиентов в облигации спекулятивного уровня рейтингов, принимая соответствующие риски и корпоративных, и суверенных заемщиков и фондируя – по некоторым оценкам, до 33%

приобретаемых активов - за счет внешних источников (cross-border funding). К данному «вызову» для регуляторов следует добавить и специфические торговые практики, которые активно используют НБФП: купля-продажа модных в настоящее время «индексов», а также применение роботов (искусственного интеллекта) при проведении операций с финансовыми активами. Эти практики, к тому же, не являются безобидными «упражнениями», как это может показаться: в предкризисных ситуациях они стимулируют «бегство в ликвидность» (особенно, в моменты схлопывания «финансовых пузырей»), доставляя массу неудобств финансовым и фискальным властям.

Национальные регуляторы, равно как и международные организации, не сразу идентифицировали угрозы, исходящие от самих НБФП и от специфической структуры их финансовых активов. По этой причине меры, направленные на купирование угроз для устойчивого функционирования финансовых (долговых) рынков только разрабатываются. Правда, «Великий карантин», похоже, внес существенные коррективы в подходы властей к решению проблем в рассматриваемой области.

На текущем этапе исключительную изобретательность демонстрируют Казначейство и ФРС Соединенных Штатов. Подписанный 27 марта 2020 года Президентом Трампом «Акт об экономической безопасности в условиях коронавируса» (Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act или CARES Act) предусматривает, в числе прочих мер поддержки субъектов делового оборота, использование специальных механизмов (facilities) оказания государственной помощи корпоративным дебиторам (а вместе с ними, разумеется, и их кредиторам), которые из-за распространения пандемии COVID-19 оказались не в состоянии обслуживать долговые обязательства, в том числе, по облигациям облигационных займов. При этом, если на начальном этапе подготовки и утверждения акта речь шла только об эмитентах, имеющих инвестиционные кредитные рейтинги, то буквально в течение недели после подписания Акта эта позиция была скорректирована. В настоящее время на помощь властей могут рассчитывать и иные заемщики, включая тех из них, кто никогда не имел рейтингов инвестиционного уровня, однако активно размещал облигации в финансовой системе США.

В принципе, в 2020 году американцы опираются на решения, частично апробированные ими в период ГФК и известные по таким проектам, как, например, «Механизм поддержки рынка облигаций, обеспеченных активами» (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF). В то же время, по

итогах оценки текущей ситуации, так или иначе связанной с нарастанием четвертой «долговой волны», внедряются новые механизмы. При этом используется одна и та же схема, предполагающая учреждение Казначейством специальной проектной компании (special purpose vehicle - SPV), ее капитализация за счет средств государственного бюджета, обязанность ФРС фондировать ее операции (отвечает Резервный банк Нью-Йорка), наличие жестких правил доступа к средствам механизма (корпорация-дебитор ведет бизнес на территории США, принимает меры по восстановлению производства, воздерживается от увольнений персонала, не распределяет дивиденды и прочее).

Впечатляют масштабы замысла. Так, капитал двух SPV, учреждаемых для работы с «бросовыми» облигациями (Main Street Loan Facility и Main Street Expanded Loan Facility), составит по 75 млрд. долл. США каждый. Для SPV, работающих по облигациям, которые имеют инвестиционные кредитные рейтинги, капитализация установлена в сумме «каких-то» 10 млрд. долл. США: бюджетные ассигнования, немислимые ни в одной другой экономике и юрисдикции, кроме как в Соединенных Штатах, в рамках реализации политики финансового стимулирования осознанно идущих на дальнейшее наращивание государственного долга (в 2020 году эмиссия казначейских облигаций может составить до 4,5 трлн. долл. США). Приведенные факты являются хорошим свидетельством того, что применительно к Соединенным Штатам риски перерастания четвертой «долговой волны» в «цунами» исходят, прежде всего, из масштабов и состояния задолженности корпоративного сектора.

Очевидно, указанный вывод применим и к долгам предприятий Китая, а также значительного числа корпоративных заемщиков других развитых экономик и некоторых стран формирующихся рынков. Их власти принимают меры для того, чтобы кредитные (долговые) рынки продолжали играть посредническую роль, что в современных условиях невозможно, если не поддерживать платежеспособность заемщиков, а также ликвидность тех финансовых инструментов, которые они использовали. Как следствие, - перезапуск и увеличение масштабов скупки центральными банками развитых экономик со вторичных рынков облигаций облигационных займов как корпораций, так и суверенов. Уже сейчас балансы этих «кредиторов последней инстанции» выглядят беспрецедентно из-за объема аккумулированных в них долговых обязательств. В начале 2020 года их сумма, принадлежащая ФРС, ЕЦБ и Банку Японии, превысила 15 трлн. долл. США, всего лишь за десять лет увеличившись в три раза. Как эта «новая реальность»

поведет себя на завершающем этапе жизненного цикла четвертой «долговой волны», еще только предстоит узнать.

Таким образом, принимая меры по предотвращению массовых дефолтов по задолженности, связанной с выпуском долговых облигаций, власти заинтересованных юрисдикций идут по уже проторенной дорожке: фондирование таких операций осуществляется за счет средств, мобилизуемых путем выпуска суверенных облигаций или облигаций специально созданных или создаваемых институтов (механизмов) под государственные гарантии. Разумеется, какое-то время такие операции будут удерживать долговые рынки «на плаву». С другой стороны, новые суверенные заимствования увеличивают объемы государственного долга, активно «подпитывая» четвертую «долговую волну». Не заметить этого просто невозможно. Более того, принимаются и другие меры реагирования, например, проводятся валютные свопы между центральными банками. Но все эти решения ориентированы на поддержание ликвидности, исполнение текущих и краткосрочных обязательств. Они практически не связаны с восстановлением платежеспособности дебиторов и на этой основе предотвращением их банкротств.

В данном контексте власти действуют по обстановке, ориентируясь на текущую внутривалютную и социально-экономическую ситуацию. Так было всегда, в том числе на завершающих этапах роста предыдущих «долговых волн». Безусловно, лица, обремененные властью, хорошо осведомлены об «уроках» прошлых кризисов. Однако мер противодействия кредитной экспансии, если не считать успешную работу по организации надзора за глобальными системно значимыми банками, так и не было принято. Как образно подметили эксперты МБРР, последние десять лет «кредитный бум не сопровождался бумом инвестиций». Как следствие, «схлопывание» четвертой «долговой волны» не может не завершиться либо валютным, либо банковским кризисами, либо их совокупностью, дополняемой экономической рецессией со всеми вытекающими отсюда последствиями. Меры, которые принимаются на текущем этапе, призваны смягчить эти последствия, и было бы совершенно безответственно утверждать, что в рассматриваемой области делается мало. Это – далеко не так.

В то же время, если со сценариями и/или подходами к решению проблем кредиторов-инвесторов, вложившихся в облигации корпоративного сектора, все более-менее понятно (при этом отнюдь не исключается в

дополнение к мерам финансового и фискального характера использование национальных законодательств о банкротстве), то перспективы определения путей и способов урегулирования задолженности суверенных заемщиков из числа стран формирующихся рынков и развивающихся государств выглядят весьма неопределенно. Несмотря на огромный опыт, накопленный в рассматриваемой сфере, наличие в лице МВФ и его региональных аналогов механизмов, призванных обеспечивать глобальную финансовую стабильность, увеличение численности стран-членов Парижского клуба кредиторов за счет присоединения к нему новых членов, внедрение в кредитную документацию по облигационным займам оговорки о коллективных действиях инвесторов, всеобъемлющий механизм реструктуризации суверенного долга так и остается предметом мечтаний экспертов.

Какое-то время глобальная финансовая стабильность, определяемая, в числе других факторов, и состоянием долговой устойчивости суверенов, может быть обеспечена ресурсами МВФ и региональных механизмов финансовой безопасности, валютными свопами центральных банков. Однако ресурсов, которыми они обладают (у МВФ, например, это один триллион долларов США), едва ли будет достаточно, если учесть масштабы надвигающейся угрозы и тот очевидный факт, что работа по преодолению последствий COVID-19 в значительной мере опирается на использование заемного капитала, то есть реализация соответствующих политик ведет к дальнейшему увеличению государственного долга практически у всех суверенных заемщиков. В складывающихся условиях следовало бы ожидать, что «группа 20», находящаяся в центре системы глобального управления, приступит к разработке превентивных мер по своевременному купированию рисков неплатежей (банкротств) суверенных заемщиков, подхваченных и уже «уносимых» четвертой «долговой волной».

Отчасти движение в данном направлении происходит, если иметь в виду договоренности о предоставлении нескольким десяткам заинтересованных наименее развитых стран отсрочки платежей по тем долговым обязательствам перед суверенными кредиторами, срок исполнения которых приходится на период до конца 2020 года. Но данное решение – всего лишь «эпизод», если его оценивать на фоне масштабов четвертой «долговой волны», поскольку речь идет об временном облегчении долгового бремени в сумме нескольких десятков миллиардов долларов США. Необходимо идти дальше и не повторять ошибки начала 21 века, когда после азиатского финансового кризиса ничем завершились усилия, направленные

на создание всеобъемлющего механизма реструктуризации суверенного долга. На этом фоне весьма обнадеживающим выглядит тот факт, что, по поручению «группы 20», СФС уже приступил к проработке проблематики рисков, связанных с операциями небанковских кредитных организаций. Но что делать с неуправляемым суверенным долгом и как защитить интересы кредиторов и инвесторов?

Как представляется, международные (многосторонние) усилия в рассматриваемой области необходимо разделить на меры краткосрочного – о них мы уже говорили – и долгосрочного характера. При этом важно опереться на те инициативы и договоренности, которые, получив поддержку, так и не стали – в силу различных причин – частью международной финансовой архитектуры. Таких системных наработок, как минимум три. Во-первых, «Наставления по эффективному управлению государственным долгом», первая редакция которых в 2001 году была предложена МВФ и МБРР, а вторая – стала следствием коллективных усилий стран-членов «группы 20» в период (2013 год) российского председательства в Клубе. Во-вторых, «Операционные наставления «группы 20» по устойчивому (sustainable) финансированию», индосированные Форумом в 2017 году. В-третьих, согласованные «двадцаткой» так же в 2017 году «Принципы сопротивляемости/устойчивости (resilience) национальных экономик».

Опираясь на лучшую практику, эти документы формулируют рекомендации, которые потенциально могли бы стать руководством к практическим действиям для всех кредиторов и заемщиков, которые в равной степени несут ответственность за накопление диспропорций в международной валютно-финансовой системе, включая «долговые волны» и их последствия. Чего не хватает перечисленным документам, так это, образно говоря, «зубов»: использование заложенных в них правил и принципов не является юридически обязательным для лиц, принимающих решения, в частности, по вопросам собственных заимствований или кредитования зарубежных дебиторов. В условиях взаимозависимости национальных экономик и рынков, это – большая проблема, которую желательно решить и чем быстрее, тем лучше.

В данном контексте свое «веское слово» могут и, очевидно, должны сказать многосторонние банки развития (далее – МБР), особенно региональные банки, находящиеся гораздо ближе к суверенным заемщикам, чем их глобальные аналоги. Опираясь на позицию своих акционеров, которые не требуют от МБР получения прибыли от кредитной деятельности и выплаты

дивидендов, эти кредитные организации – финансовые посредники – в состоянии проводить такую кредитную политику, которая гарантированно обеспечит производительное использование заемных средств и тем самым культивировать разумное финансовое поведение как кредиторов, так и заемщиков в соответствии с принципами и нормами, зафиксированными в указанных выше документах. К тому же, опираясь на свои преимущества, МБР могут примерить на себя роль такого финансового посредника, который может «подставить плечо» там и тогда, когда иные посредники не в состоянии это сделать из-за отсутствия ликвидности или требований регулятора. Международный инвестиционный банк учитывает эти обстоятельства и готов к конструктивному взаимодействию с заемщиками, в том числе в контексте угроз и вызовов, которые несут в себе последствиями возможного дальнейшего распространения пандемии в странах операций.