

Глобальный долг и связанные с ним риски

Как уже отмечалось выше, четвертая «долговая волна» - самая мощная и по масштабам, и по темпам роста, и по числу «уносимых» ею заемщиков. Если предыдущие три «волны» были, в принципе, региональными – поочередно они «накрывали» Латинскую Америку, Юго-Восточную Азию, Южную, Центральную и Восточную Европу, - то нынешняя – глобальная. Суверенный долг растет в большинстве стран формирующихся рынков, а также в развивающихся государствах, среди которых появились так называемые «переходные эмитенты» (frontier issuers) или заемщики с низкими кредитными рейтингами, тем не менее успешно размещающими свои долговые облигации. В развитых экономиках одновременно увеличиваются долговые обязательства и суверенов, и предприятий корпоративного сектора, причем среди последних резко возросла доля заемщиков, которые никогда не обладали кредитными рейтингами инвестиционного уровня и которым, в теории, путь на долговые рынки должен быть закрыт.

Следствием указанных тенденций стало то, что в конце 2018 года «глобальный долг» (термин, введенный в оборот МВФ) достиг исторического пика. По оценке МБРР, его сумма превысила 185 трлн. долл. США или 230% глобального ВВП, причем для развитых экономик последний показатель достиг отметки в 264% их совокупного ВВП (130 трлн. долл. США). В период с 2010 по 2018 год, включительно, долг стран формирующихся рынков вырос на 54% (до 55 трлн. долл. США или 168% ВВП), а у наименее развитых государств – на 67% (их долговые обязательства увеличились с 137 до 270 млрд. долл. США). Значение приведенных цифр трудно переоценить, в частности, в контексте накопленного опыта, свидетельствующего в пользу того, что для развитых экономик отношение государственного долга к ВВП в размере, превышающем 60%, - прямая дорога к состоянию долговой неустойчивости. Для иных суверенных заемщиков соответствующие значения желательно иметь еще на более низком уровне.

С точки зрения оценки рисков сложившейся ситуации, неменьшее, если не большее значение имеет другая сторона размера четвертой «долговой волны»: она «поднималась» темпами, значительно превышающими рост

ключевых показателей макроэкономического развития большинства суверенных дебиторов. Так, у стран формирующихся рынков темпы роста долга увеличились с 3% в начале периода до 7% в его конце, а темпы роста ВВП, наоборот, упали с 7,1 до 4,2% в год. В развитых экономиках происходило то же самое: долг увеличивался на 3,0-4,7% в год, а рост ВВП «затухал», постепенно уменьшаясь с 4,5 до 3,0% в год. Очевидно, что при такой динамике последовательно сокращались возможности национальных экономик генерировать финансовые потоки, достаточные для своевременного выполнения долговых обязательств.

Разрушительный потенциал четвертой «долговой волны» заложен также в структуре накопленного долга, которая существенным образом отличается от структуры первых трех «волн». Образно говоря, за последние годы произошла смена «действующих лиц» как на стороне заемщиков, так и, особенно, на стороне кредиторов. В практическом плане это означает, что ранее приобретенный опыт решения долговых проблем может оказаться мало востребованным в современных реалиях. Самое фундаментальное изменение – массовый переход и суверенов, и корпоративных заемщиков к осуществлению заимствований в форме выпуска долговых облигаций.

Строго говоря, с незапамятных времен официальные дебиторы отдавали предпочтение фондированию своей деятельности именно в этой форме из-за возможности опереться на широкий круг инвесторов-кредиторов и избежать избыточной обусловленности/связанности получаемых денежных ресурсов. Однако такие возможности у них имелись далеко не всегда и далеко не у всех. В периоды первых трех «долговых волн» основной формой заимствований являлись банковские кредиты, а в международных финансовых отношениях – их синдицированные аналоги. После ГФК именно в этом сегменте международной финансовой архитектуры произошли кардинальные изменения.

Во-первых, глобальные системно значимые банки, в прошлом «генерировавшие» синдицированное кредитование, попали под жесткое регулирование и вынуждены были серьезно ограничить масштабы кредитной экспансии. Им на «замену» пришел «теневой банковский сектор» или «market based financing», субъекты которого – пенсионные фонды, страховые

компании, другие небанковские финансовые посредники (далее – ДНФП) – воспользовались теми возможностями, которые появились благодаря политикам количественного смягчения и, в первую очередь, тем, что денежные рынки оказались «залиты» дешевыми ресурсами. По этой причине, резко увеличившееся предложение облигаций суверенных и корпоративных займов не сопровождалось, как это должно было бы произойти в рыночных экономиках, повышением стоимости заимствований. Напротив, если в 2010 году на долговых рынках не обращались облигации с отрицательной доходностью, то в 2019 году таких было уже на сумму 15 трлн. долл. США или 25% всех выпусков, из которых 7 трлн. долл. США приходилось на суверенные займы, размещенные Австрией, Бельгией, Данией, Финляндией, Францией, ФРГ, Японией, Швецией и Швейцарией.

Во-вторых, локальные и глобальные долговые рынки оказались «наводнены» корпоративными облигациями, выпуск которых осуществлялся эмитентами, имеющими нетипично низкие кредитные рейтинги. Так, в США из 4,8 трлн. долл. суммарной стоимости обращающихся корпоративных облигаций (данные за 2018 год) 2,8 трлн. долл. имели рейтинг BBB, а 795 млрд. долл. – BBB минус. Аналогичная ситуация наблюдается на рынках Европы и Японии. Еще до наступления спада в экономиках, вызванного событиями вокруг коронавируса, появились мало обнадеживающие оценки того, что при реализации сценария финансового кризиса наполовину (!) мощного по сравнению с ГФК, корпоративный долг, подверженный риску (*debt-at-risk*), то есть вероятность неисполнения корпоративными дебиторами стран-членов ЕС обязательств по выплате процентов за счет текущей выручки, может увеличиться до 40% общей суммы их задолженности. Очевидно, что текущий кризис только усугубил эту ситуацию.

В-третьих, в период подъема четвертой «долговой волны» активизировались заимствования стран формирующихся рынков, стимулированные высоким спросом на их относительно высокодоходные долговые бумаги. Эти эмитенты не только стали уверенно себя чувствовать на глобальных долговых рынках, но, что еще более важно, в целом, успешно реализовали запущенную в начале нулевых годов «группой 20» инициативу по развитию локальных (национальных) рынков долговых облигаций. В последние годы данные рынки превратились в важный источник

финансирования дефицитов государственных бюджетов и фондирования деятельности корпоративных заемщиков указанных государств. К тому же локальные облигации оказались предметом все возрастающего интереса со стороны инвесторов из развитых экономик. Как следствие, благодаря структурным переменам возможности заемщиков из числа стран формирующихся рынков резко расширились и возросли, о чем, собственно говоря, и свидетельствует ранее приведенные данные о темпах роста и объемах их долговых обязательств. Однако вместе с возможностями увеличились и риски, управлять которыми эти дебиторы, по большому счету, еще не в состоянии либо из-за неготовности национальных институтов (долговые офисы и специальное законодательство остаются редкостью), либо по причине отсутствия соответствующих финансовых инструментов в местной валюте.

К «традиционным» валютному и процентному рискам, связанными с внешними заимствованиями, добавились риски, определяемые трансграничными перетоками капитала, вызванными приходом на локальные долговые рынки инвесторов из развитых экономик. По различным оценкам, у большого числа стран формирующихся рынков доля долговых облигаций, которые контролируются нерезидентами, достигает 45-50%, а у некоторых – до 80%. С одной стороны, для заемщиков данная структурная «новация» имеет положительное значение благодаря уменьшению стоимости заимствований. Однако, с другой, - она играет отрицательную роль из-за крайней волатильности притока/оттока инвестиций в локальные финансовые инструменты, что, естественно, не повышает стабильности и устойчивости национального финансового рынка в целом. При этом упомянутая волатильность в значительной мере опирается на активное использование зарубежными инвесторами операций, получивших название «carry trade», когда покупка локальных облигаций осуществляется за счет средств «дешевых» заимствований на рынках развитых экономик и когда инвестиции осуществляются, главным образом, на вторичном рынке. Понятно, что приток такого заемного капитала мало влияет на экономический рост и долговую устойчивость национальных экономик, стабильность функционирования локальных финансовых рынков.

Этим обстоятельством в значительной мере объясняется то, что заемщики из числа стран формирующихся рынков не уменьшают выпуск облигаций, номинированных в иностранной валюте и формирующих их внешний – и страновой, и государственный – долг. Как следствие, в 2019 году такой важный показатель, как отношение внешнего долга к экспорту, достиг 350%, то есть сравнялся с коэффициентом времен азиатского долгового кризиса. Примечательно, что в 2008 году его значение оставалось на уровне 250%. Учитывая, что в нынешней ситуации наращивание национального экспорта стало крайне трудно решаемой задачей, а также принимая во внимание рост долговых обязательств из-за вынужденных новых заимствований, перспективы выхода этого коэффициента на новые пики более, чем очевидны, как и очевидны проблемы с наличием у дебиторов средств в резервных валютах для обслуживания накопленного внешнего долга (возможности погашать задолженность остаются у единиц).

После ГФК и в условиях низких процентных ставок крупными заемщиками на внешних рынках стали контролируемые государством предприятия (state owned enterpricies - SOE) стран формирующихся рынков. Это – еще одно серьезное изменение в структуре «глобального долга». Сумма их долговых обязательств измеряется, как и суверенов, не миллиардами, а уже триллионами долларов США. Однако если в начале нулевых кредитные рейтинги этих предприятий были заметно выше рейтингов суверенных заемщиков (у некоторых из них – на уровне А минус), то в 2019 году данные показатели «скатились» до отметок BBB минус и ниже. По оценкам ряда исследователей, в условиях низких процентных ставок на долговых рынках SOE увеличили так называемый «левредж», но стали менее прибыльными. Отсюда, - и отмеченное выше уменьшение рейтингов, и увеличение вероятности прекращения обслуживания накопленного долга.

В период подъема четвертой «долговой волны» самые удивительные метаморфозы произошли с суверенными заемщиками из числа наименее развитых государств, многие из которых еще недавно были бенефициарами двух глобальных инициатив по облегчению долгового бремени именно этой категории международных заемщиков – HIPC и MDRI. В середине второго десятилетия 21 века Ангола, Габон, Тунис, Замбия, Белиз, Эквадор, Ямайка,

ряд других суверенов формируют уже упоминавшуюся выше новую категорию международных заемщиков: так называемых «переходных эмитентов» (frontier issuers), то есть тех заемщиков, кто относительно нечасто (infrequent) продает суверенные облигации не инвестиционного уровня, имеющие, тем не менее, устойчивый спрос со стороны инвесторов. Всего за пять лет годовые выпуски таких облигаций увеличились в три раза и в середине 2019 года сумма торгуемых бондов достигла 200 млрд. долл. США. Для сравнения: сумма списанного кредиторами долга в рамках реализации двух упомянутых выше инициатив составила чуть менее 150 млрд. долл. США, но он был накоплен за несколько десятков лет.

Помимо отмеченного, структура задолженности наименее развитых стран претерпела еще ряд других существенных изменений. Во-первых, резко возросла доля двусторонних кредитов, привлекаемых у суверенных кредиторов, не являющихся членами Парижского клуба (точная сумма неизвестна из-за не публичности информации по данному рода заимствованиям, но это десятки, а с учетом кредитов КНР - сотни миллиардов долларов США). Во-вторых, в структуре суверенной (!) задолженности появились обязательства, обеспеченные имущественными и иными активами, например, будущими поступлениями от продажи сырьевых и/или иных товаров «традиционного» экспорта наименее развитых государств. Последствия данного «феномена» - для кредитных операций суверенов наличие обеспечения нетипично – еще только предстоит уяснить. Однако и без соответствующего опыта понятно, что в условиях долгового кризиса достижение договоренностей с кредиторами, имеющими обеспечение, об условиях урегулирования проблемного долга будет сопряжено с серьезными ограничениями.

Агрессивные заимствования на не льготных, как прежде, а на рыночных условиях не могли не сказаться на показателях долговой устойчивости указанных стран. Еще в 2013 году у них коэффициент долг/ВВП был равен 35%, что, в принципе, считается безопасным уровнем. Однако в 2018 г. он увеличился до 55%. Для данной категории дебиторов и их кредиторов это - явно «тревожный» сигнал. Он ставит под сомнение способность наименее развитых государств продолжать обслуживать накопленный долг, особенно в том случае, если начнут расти процентные ставки и долговые рынки

«закроются» для данной категории заемщиков. Учитывая необходимость финансирования мероприятий, направленных на борьбу с пандемией и ее последствиями, следует ожидать дальнейшего ухудшения ситуации, поскольку у названных стран внутренние источники фондирования фискальных мероприятий практически отсутствуют, а потому основная ставка делается на внешние заимствования, прежде всего, у МБР.

Итак, в ходе подъема четвертой «долговой волны» произошли существенные, если не сказать кардинальные изменения в структуре «глобального долга». Прежде всего, в нем резко возросла доля обязательств, выполнение которых является проблематичным даже в условиях экономического роста. Это – долги наименее развитых государств, связанные с «агрессивными» заимствованиями на не льготных условиях. Далее, это – долги финансово неустойчивых предприятий, сумевших продать инвесторам долговые облигации, но столкнувшихся с известными проблемами в глобальной экономике. Наконец, и этом может быть самое главное, это – долги, являющиеся следствием заимствований на финансовых рынках, а не прямого банковского кредитования. У многих суверенных дебиторов резко увеличилось число кредиторов при том, что в международной финансовой архитектуре по-прежнему отсутствует одно из важнейших звеньев – всеобъемлющий механизм урегулирования/реструктуризации суверенного долга. Банки научились формировать консультационные комитеты, частно ассоциируемые с Лондонским клубом кредиторов, чего не скажешь про институциональных инвесторов-кредиторов. Не так все гладко, как хотелось бы, у корпоративных заемщиков. Многие решаются на национальном уровне через механизмы предотвращения банкротств или государственную финансовую поддержку. Однако чаще всего «спасательные мероприятия» происходит без учета того, что в структуре долга корпораций наличие внешних обязательств является скорее правилом, чем исключением.

Наконец, было бы, наверное, неправильно не отметить еще одну особенность заимствований, необычайно заметно проявившуюся в ходе четвертой «долговой волны». Дело в том, что именно в последнее десятилетие стало чуть ли не нормой использовать денежные средства,

полученные за счет эмиссии облигаций, не в целях наращивания выпуска продукции, продажа которой формировала бы финансовые потоки, достаточные хотя бы для обслуживания накапливаемого долга и/или улучшение функционирования физической и социальной инфраструктуры, наличие которых существенно уменьшает издержки производства, а на потребление (суверены) или обратный выкуп акций и даже выплату бонусов (корпоративные заемщики). Данный весьма жесткий вывод можно подкрепить следующим установленным МБРР фактом : если в период с 2002 по 2009 годы в странах формирующихся рынков доля государственных инвестиций в среднем составляла 2,1% ВВП, то в период с 2010 по 2018 годы она упала до 0,9% ВВП, то есть уменьшилась в два раза на фоне стремительного роста долга.

В большинстве развитых экономик ситуация развивалась по аналогичному сценарию: кредитный бум далеко не всегда и отнюдь не везде сопровождался ростом инвестиций. «Золотое правило» заимствований, когда мобилизуемые денежные средства направляются в целях наращивания инвестиций, так и не получило сколько-нибудь широкого распространения, несмотря ни на финансовую теорию, ни на многовековую практику, свидетельствующую о том, что непроизводительное использование ссудного капитала (платных и возвратных денег), да еще происходящее без оглядки на состояние долговой устойчивости заемщика, неизменно завершается долговым кризисом, причем в лучшем случае это кризис ликвидности, а в худшем - платежеспособности.